

קווי ההתפתחות העיקריים של המשק

בשלושה תחומים מרכזיים התרחשו ב-1979 התפתחויות מדאיגות במשק: האינפלציה הואצה מאוד ושיעורה עלה על 100 אחוזים; חלה עלייה תלולה במחירי הדלק המיובא במרוצת השנה, ופירושה החמרה בסיסית במאזן התשלומים; הפריזון במשק לא גדל השנה אלא בשיעור מזערי בלבד, ועלותה הריאלית של העבודה גדלה מאוד, התפתחות המכבידה ביותר על ביצוע מדיניות, החותרת לריסון האינפלציה ולשיפור במאזן התשלומים.

ההאצה באינפלציה, שהסתמנה בסוף 1978, נמשכה ביתר שאת ב-1979. לאחר אינפלציה מתמשכת מאז 1974, שנעה בשנים האחרונות סביב 40 אחוזים לשנה והוכפלה בסוף 1978, נרשמה במרוצת 1979 עליית מחירים של 110 אחוזים.

מאז מלחמת יום הכיפורים ומשבר הדלק מתרחש במשק הישראלי תהליך אינפלציוני. התהליך מורכב, וניתן להבינו רק על הרקע המיוחד שלו: עודף ביקוש גדול והזרמה רחבת ממדים של הסקטור הציבורי; מערכת מוניטרית, שבה הנכסים הנזילים הם כרוכים צמודים, ושוק עבודה, שלא נוצרה בו אבטלה גלויה, למרות ההאטה בביקושים. במרוצת התהליך האינפלציוני התפתחה מערכת ציפיות לעליית מחירים, שהואצו בשל אי-התאמת ההסדרים המוסדיים בתחומי השכר והמסים, ושערי הריבית על האשראי המוכוון — לקצב עליית המחירים.

החשת האינפלציה ב-1979 אירעה על רקע הצטברות נזילות רבה בשנים 1977 ו-1978, ורמה נמוכה של ריבית ריאלית במשק; גידול בביקושים הממשלתיים (לרבות בנייה ציבורית), לאחר ירידה קלה ב-1978 וצמצום חריף בשנתיים שקדמו לכך; גיאות בשוק הדירות וציפיות (שבדיעבד לא מומשו) להיערכות ביטחונית רבת היקף בנגב.

לצעדי המדיניות, שנלוו לליברליזציה בפיקוח על מטבע החוץ, באוקטובר 1977, היתה השפעה על המחירים, על תיק הנכסים של הציבור ועל הציפיות האינפלציוניות. כזכור, נערך אז פיתוח גדול של ה"לי", בוטלו תמריצי היצוא והיטל הבטחון על היבוא והועלה שיעור מס הערך המוסף; התוצאה המיידית של צעדים אלה היתה עלייה תלולה במחירים וגידול רב בערכם הריאלי של הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, הנקובים במטבע חוץ. הגידול בעושר הפרטים תרם להרחבת הביקושים במשק, והחיש במיוחד את התאוששות הביקוש בשוק הבנייה למגורים, שהסתמנה עוד קודם לכן. מן הראוי לציין, שכניגוד למתוכנן ולדרוש, לא לוו צעדים אלה במדיניות תקציבית מרסנת, שהיתה מביאה לצמצום ההשפעות האינפלציוניות.

יש לזכור, שעם הרפורמה שרר כבר ציפיות להמשך האינפלציה, שמקורן בתהליך האינפלציוני המחמשן. עליות המחירים, שנחלוו לרפורמה, והגל הצפוי של ההתייקרות, בגין סחרור תוספת היוקר-שער החליפין-המחירים, האיצו והגבירו, ככל הנראה, את הציפיות האינפלציוניות. בשל החלקיות של תוספת היוקר ואי הוודאות באשר לקצב האינפלציה בעתיד, תבעו העובדים פיצוי נומינלי גבוה בהסכמי השכר הדר-שנתיים של 79-1978. הסכמי השכר הגבוהים נחתמו על רקע תעסוקה מלאה במשק, ובשילוב עם תוספת היוקר, הביאו להחשה רבה בשיעור הגידול של השכר הנומינלי, שהיה גורם חשוב בתהליך האינפלציוני. ב-1979 חלה האצה גדולה נוספת בקצב

אינדיקטורים להתפתחות המשק, 1975 עד 1979

1979	1978	1977	1976	1975	
(העלייה או הירידה (-), מחירים קבועים)					
6.6	5.3	3.0	1.9	1.2	סך השימושים, למעט יבוא ביטחוני ישיר
5.4	5.0	0.8	1.8	3.5	תוצר מקומי גולמי
5.9	5.3	-0.3	1.0	3.1	תוצר מקומי גולמי של הסקטור העסקי ¹
-0.9	8.1	7.6	-7.5	-0.6	ההכנסה הפרטית הפנויה הריאלית ²
6.1	8.6	4.2	3.9	0.6	הצריכה הפרטית
3.5	6.3	1.9	1.6	-1.7	הצריכה הפרטית לנפש
-8.8	10.9	-13.1	-7.1	10.0	הצריכה הציבורית
3.4	1.2	-1.2	-3.1	-0.8	הצריכה הציבורית, למעט יבוא ביטחוני ישיר
3.3	5.1	2.9	5.5	4.6	מזה : צריכה ציבורית אזורית
15.8	3.1	-8.5	-12.2	4.1	השקעה גולמית מקומית

משקל ספיגת ³ הסקטור הציבורי בתוצר הלאומי הגולמי (במחירים שוטפים)					
26	20	21	24	20	

(מיליארדי דולרים)					
12.2	10.3	8.4	7.9	8.0	יבוא
8.4	7.0	5.9	4.7	4.0	יצוא
3.8	3.3	2.6	3.2	4.0	עודף יבוא
15.0	12.9	11.1	9.4	7.6	מצבת החובות
0.4	0.9	0.2	0.1	0.1	השינוי ביתרונות מטבע חוץ
2.5	2.2	2.3	2.3	2.3	השינוי באוכלוסייה הממוצעת
2.3	4.5	2.9	1.3	1.5	השינוי במספר המועסקים הישראליים
2.9	3.6	3.9	3.6	3.1	אחוז הבלתי מועסקים מבין העבודה האזורית

(העלייה או הירידה (-), מחירים שוטפים)					
92.9	54.0	48.4	32.9	36.5	שכר חודשי למשרת שכיר
					מדד נגזר של מחירי תוצר מקומי גולמי
78.0	54.2	42.5	25.9	37.8	(במחירי שוק)
78.9	53.7	36.2	28.8	40.4	מדד מחירי צריכה פרטית
34.1	37.6	39.9	17.8	31.0	אמצעי תשלום
74.3	67.6	28.0	18.2	28.6	סך הנכסים הנזילים
90.2	91.9	54.9	32.7	79.1	האשראי הבנקאי לציבור
111.4	48.1	42.5	38.0	23.5	מדד המחירים לצרכן במשך השנה

(העלייה או הירידה (-), מחירים קבועים)					
1.1	1.3	-0.9	0.9	-0.7	פריזון העבודה (תוצרת לשעת עבודה) ⁴
3.8	0.0	6.8	8.3	-4.8	שכר ריאלי לשעת עבודה ⁴
11.7	0.3	1.8	12.4	-1.9	עלות ריאלית לשעת עבודה למעביד ^{5,4}

(1) למעט זקיפת שירותי דיור.

(2) ממקורות פנים.

(3) הכנסות ממיסים והכנסות מרכוש בניכור תמיכות (למעט זקיפת אשראי) ובניכור תשלומי העברה נטו.

(4) בסקטור העסקי.

(5) ללא סכסוך הון חוזר ליצוא. בשנת 1979 משתנה הנתון ל-8.6 כאשר כוללים את הסכסוך הזה.

עליית השכר הנומינלי. אחת מתוצאותיה של האינפלציה המתמשכת והמואצת ניכרה בהתערערות המערכת המוסדית המקובלת בתחום השכר; שוב לא ניתנה עליית שכר במסגרת הסכם תוספת הווקר והסכמי המסגרת בלבד, אלא כתשלומי תוספת ווקר תכופים יותר, בשיעורים שחרגו מההסכמים המקוריים, בהענקת תוספות שכר נלוות מגוונות, ובסקטור העסקי – גם כתשלומי שכר במסגרת המפעל. מן הראוי להדגיש, כי תוספות השכר בסקטור העסקי ניתנו לעובדים תוך קיום שקט תעשייתי וגידול רב בגיוס עובדים, שנבע מהציפיות להחשת הפעילות במשק. בסקטור הציבורי נחתמו מרבית הסכמי השכר בפיגור ב-1979, כאשר עליות השכר הגלומות בהם מואצות במרוצת השנה ומשפיעות על התפתחות השכר בסקטור העסקי. נראה, שתביעות השכר המוגדלות שיקפו לא רק את המפנה בציפיות האינפלציוניות, אלא גם את התגובה על ירידת ההכנסה הפנויה, בשל ההתאמה החלקית של מדרגות המס לעליית המחירים.

בשער החליפין הנומינלי חלו תנודות רבות בשנתיים האחרונות, אולם נראה, שאלו לא השפיעו באופן משמעותי על ציפיות הציבור ועל התהליך האינפלציוני בכלל.

לתהליך האינפלציוני תרמה הזרמת הנזילות הרבה למשק, על רקע המבנה הייחודי של מערכת הנכסים הפיננסיים בישראל. הביקוש המקומי של הממשלה, שהתרחב מאז מלחמת יום הכיפורים, הביא להגדלת הזרמת הנזילות הנובעת מתקציב הממשלה, ועליו נוסף האשראי המוכוון ליצוא, שנותן בנק ישראל. ייחודיותה של המערכת הפיננסית בישראל כמשקל הגבוה של הנכסים הכספיים הצמודים כתוכה: מרבית הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור צמודים למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין, ואינם נשחקים על-ידי האינפלציה. חלקם של אלה בנכסים הנזילים גדל כתוצאה מהתהליך האינפלציוני הממושך ובמידה מסוימת גם בעקבות הליברליזציה, שהרחיבה את האפשרות להחזקת נכסים נזילים צמודי מט"ח. במקביל, החוכ הגדול אינו צמוד, וכל האצה באינפלציה מגדילה את רווחי ההון של המחזיקים בו.

בתחום פריון העבודה והשכר החרפו ב-1979 המגמות המדאיות, שהסתמנו בשנים האחרונות. פריון העבודה בסקטור העסקי גדל בשיעור זעיר – כאחוז אחד בלבד, והעלות הריאלית של העבודה בייצור גדלה בכ-10 אחוזים. התפתחויות אלה משמען צבירת לחצים אינפלציוניים, מצד אחד, והשפעה מצמצמת על כדאיות התעסוקה במשק, מצד שני. יש להדגיש, כי ההאטה בפריון היא תופעה מתמשכת, ובמיוחד חמורה היא בשנתיים האחרונות, שבהן היה גידול משמעותי בביקוש המצרפי, על רקע גידול מהיר בשנים האחרונות בהון לשעת עבודה. אין בידינו הסבר מבוסס להאטה החרפה בפריון בחמש השנים האחרונות; נראה שחלקו נעוץ בעיוותים שהם תולדת האינפלציה הגבוהה והמתמשכת, ובפרט בעיוות תכנון ההשקעות במשק. העלייה בשכר הריאלי לשעת עבודה (לעובד) היתה מתונה בהרבה מהגידול בעלות הריאלית של העבודה ליחידת תפוקה (למעביד), אך גם היא היתה גבוהה לאור תנאי המשק: כתנאים שנתהוו (ההרעה בתנאי הסחר והגידול האיטי מאוד בפריון העבודה), ונוכת השאיפה לשמור על תחרותיות המשק בשווקים הבינלאומיים, למנוע הרעה במצב התעסוקה ולרסן את האינפלציה – התחייבה ירידה ריאלית בשכר, מנקודת ראות העובד (תופעה שאכן התרחשה במשקים רבים בעולם, בנסיבות דומות) – ולא עלייה, כפי שאירעה במשק הישראלי.

בתחום מאזן התשלומים החרפה השנה מגמת ההרעה, שהחלה מסתמנת כבר ב-1978, עם התחדשות הצמיחה, וזאת אחרי שנתיים רצופות של צמצום הגירעון: גדל מאוד עודף היבוא (בניכוי היבוא הביטחוני הישיר) והתחדשה הזדקקותו של המשק ליבוא הון קצר-טווח למימון מאזן התשלומים. עיקר ההרעה נבע מהתפתחויות בצד היבוא: הגידול ביבוא, במונחים כמותיים, היה מעבר לגידול בשימושים, אך על כך נוספה התייקרות רכתי במחירי הדלק במרוצת 1979, המסבירה קרוב למחצית הגידול בעודף היבוא, התייקרות שתתבטא כמלואה רק ב-1980.

הגידול הריאלי ביבוא האזרחי (למעט יהלומים) התרכז בנכסי השקעה ומוצרי תצרוכת, ופחות ביבוא חומרי גלם. התפתחות זו הינה מחזורית בחלקה, בעלת אופי זמני, ואין בה כדי להצביע על מגמה ארוכת טווח של גידול היבוא. לא כן הדבר בתחום מחירי הדלק; נסיון העבר מלמד,

שהירידה היחסית במחיר הדלק – לעומת מחירי יבוא אחר – היתה זעומה, ואין לצפות בעתיד להחלשה משמעותית של הנטל הריאלי על מאזן התשלומים מכיוון זה. התוספת בהוצאה הריאלית למשק במטבע חוץ בגין עליית מחירי הדלק כמוה כמס חיצוני של כ-8 אחוזים על ההכנסה הריאלית במשק ב-1980. לכך נודעת השלכה חשובה על מדיניות הביקושים וההכנסות (שכר, רווחים) הדרושה: נסיון לגונן על הכנסתו הריאלית של הציבור, תוך מניעת גידול באבטלה, על אף הפגיעה בהכנסה הלאומית הריאלית, עלול לשים לאל את המאמצים לקידום פתרון בעית מאזן התשלומים.

סך היצוא גדל ב-1979 בכ-4 אחוזים, במונחים ריאליים, בדומה לאשתקד, ובניכוי יהלומים – בכ-9 אחוזים, שיעור הנמוך אך במקצת משיעור הגידול הרב-שנתי. בהתחשב בנסיבות ששררו בשווקים העולמיים ואובדן השוק האירני, ניתן לומר, שקצב צמיחתו של היצוא היה השנה בהתאם למגמה הרב-שנתית. עם זאת יש להדגיש, שבעקבות הגידול הריאלי בעודף היבוא, נדרש קצב גידול מהיר יותר של היצוא.

התפתחות היצוא הסתייעה השנה בהתמתנות הביקושים המקומיים (שהגיעה יצרנים למצוא שווקים תחליפיים בחו"ל לתוצרתם) ובגידול הסובסידיה הגלומה באשראי, המוענק ליצואנים בתנאים מועדפים. אינדיקטורים שונים מורים על כך, שב-1979 שופרה כלשהו רווחיות היצוא, יחסית לפעילות בשוק המקומי. במיוחד ראוי לציין, שבהתחשב בסובסידיה, שהיתה גלומה באשראי המוכון, ירדה בסקטור זה העלות הריאלית של העבודה ליחידת תוצר. האשראי המוכון נועד מלכתחילה להבטיח זמינות מימון נאותה ליצוא, והגידול הרב בסובסידיה הגלומה בו הינו תוצאה של ההחשה התלולה באינפלציה המקומית, ועליית שערי הריבית בעולם. שיטת סיבסוד האשראי כתמיכה ביצוא לוקה בכמה מגרעות: גודלה של הסובסידיה חלוי בקצב האינפלציה ובמדיניות המוניטרית, המשפיעה על שערי הריבית התחליפיים, ולפיכך טמונה בה מדה בלתי מבוטלת של אי-ודאות. נוסף על כך, הקצאת האשראי אינה קשורה לערך המוסף, ויתירה מזו: התרחבות האשראי, בקצב הגידול הנומינלי של היצוא, מביאה לעלייה תלולה במשקלו בכל האשראי הבנקאי, ובכך מצטמצם מרחב התמרון של בנק ישראל בניהול מדיניות מוניטרית, התואמת את צורכי המשק.

* * *

בשנת 1979 גדל התוצר ב-5 אחוזים, בדומה לשנה שקדמה לה. הפעילות הכלכלית הואצה בתחילת השנה, והתייצבה במהלכה. לקראת סוף השנה ניכרו סימני רפיון במשק, שהתגברו בראשית 1980. שנת 1979 החלה תוך ציפיות לגידול, ואף להאצה, של הפעילות הכלכלית במשק. ציפיות אלו נבעו מהגיאות בשוק הדירות ומההתחלה החזויה של ההיערכות הביטחונית בנגב. אל הציפיות חברו הנוזלות הגבוהה והריבית הריאלית הנמוכה ששררו במשק, והביאו לגידול רב בתעסוקה ולעלייה מהירה בשכר, להרחבת ההשקעות הפרטיות (במיוחד ציוד וכלי רכב כבדים) והיבוא והפעילות הכלכלית ככללה.

במחצית השנייה של השנה נוצר רפיון בשוק הדירות, והציפיות להרחבת הביקוש במשק, כתוצאה מההיערכות בנגב, לא התממשו. במרוצת השנה הפעיל בנק ישראל מדיניות, שהביאה לריסון האשראי החופשי לשוק המקומי ולהעלאת הריבית הריאלית עליו. בנובמבר ננקטו צעדי מדיניות נוספים, שעיקרם היה ביטול כמעט מלא של הסובסידיות, והצבת תקרות חוקיות לאשראי החופשי. כתוצאה מכך, התרחבה הפעילות במשק כולו, ובמיוחד כענף הבנייה, בקצב איטי מהצפוי, ולקראת סוף השנה ניכרו סימני רפיון בשוק העבודה, ונוצרו ציפיות למיתון הפעילות במשק.

גידול התוצר ב-1979 כולה היה תוצאה משולבת של האצה בגידול הביקושים במשק עם הסטה ליבוא. השימושים (למעט יבוא ביטחוני ישר) גדלו ב-7.5 אחוזים, ואילו היבוא האזרחי (למעט יהלומים) עלה ב-14 אחוזים. האצת הגידול בשימושים משקפת את הגידול הרב במלאי ואת הגידול בפעילות הבנייה הציבורית למגורים ובצריכה הציבורית המקומית, ואילו תרומת הצריכה הפרטית לגידולם קטנה יותר מאשר ב-1978.

הסקטור הציבורי תרם השנה להגברת הביקושים במשק. לאחר שלוש שנים רצופות, שבהן צמצמה הממשלה את ביקושיה המקומיים – שנטלו עדיין 32 אחוזים מהתוצר ב-1978 – עלו אלה ריאליים ב-1979 בכ-6 אחוזים. המפנה משקף בעיקר את הגידול בהוצאות הביטחון המקומיות ובבנייה הציבורית למגורים, לאחר הירידה בשנים הקודמות. לכך יש לצרף את הגידול הרב, כ-10 אחוזים, בשכר הריאלי לעובדי הסקטור. ההכנסות נטו ממסים ורכוש עלו מאוד ב-1979, בכ-28 אחוזים במונחים כמותיים. העלייה במסים נובעת בעיקר מהגידול המהיר בצריכת מוצרים בני-קיימא, מעלייה ריאליים בשכר, מאי התאמת מדרגות המס ומשחיקת חלק מתשלומי ההעברה. אם ננכה מהספיגה ממסים את התמיכות, שמקורן בהפרש בין ריבית השוק לריבית המסובסדת על מצבת ההלוואות הממשלתיות הבלתי צמודות, יתברר, כי הספיגה כמעט שלא גדלה, במונחים ריאליים.

ההשקעה הגולמית המקומית גדלה השנה בקצב מואץ, כ-16 אחוזים, לעומת 3 אחוזים ב-1978. גידול רב חל ביבוא מכונות, ציוד לעבודות עפר ומשאיות, וגידול רב במיוחד חל בהשקעה במלאי. גם בבנייה למגורים היה גידול, ובבנייה לענפי המשק חלה ירידה. הגידול הרב במלאי נבע כחלק מההאטה הלא צפויה בפעילות במשק, אך נראה שהושפע מאד גם מהסדר הקילת המלאי, שנועד למנוע שחיקת ההון העצמי.

בשוק הדיירות החל באמצע השנה רפיון, שהתבטא בהתחלות הבנייה הפרטית, ולכן השתקף רק כמעט בפעילות הענף ב-1979. מקור הרפיון בהשפעת התייקרות הדיירות על אפשרויות המימון של הרוכשים בכוח (בפרט בקרב ה"זכאים"), והירידה ברווחי הקבלנים עקב המסוי האינפלציוני. ההאטה התבטאה בהתייזכות, ואחר כך בירידה, הן במחיר הריאלי של דיירות והן בהתחלות הבנייה הפרטית. במערכת המימון בוצעה לבסוף רפורמה, שהגדילה את שיעור המימון ואיפשרה תוואי פירעון נוח; אך בינתיים הופעלה מחדש, ובהיקף נרחב, הבנייה הציבורית למגורים, פעילות שחסרונותיה מרובים, לפי נסיון העבר.

שיעור הריבית על ההלוואות הבלתי צמודות הותאם רק כמעט להאצת האינפלציה, וכך גדלה מאד, באורח בלתי מבוקר, הסובסידיה הצפויה למשקיע, ונוצר פער גדול מהמתוכנן בין מחיר ההשקעה למשק לבין מחירה למשקיע הפרטי, פער שעורר עיוותים בשיקולי ההשקעה. נוסף על כך, נהנו החייבים ב-1979 מרווחי הון גדולים, בעקבות האצה הלא צפויה באינפלציה, תופעה שהגבירה את הביקוש במשק. השנה החליטה הממשלה להצמיד את ההלוואות, תוך קיצוב סיבסוד מבוקר להשקעות, אולם בשנת 1979 מומנו עדיין רוב ההשקעות בשיטה הקודמת. אין ספק, ששיטת המימון החדשה תביא להקצאה משופרת יותר של ההשקעות במשק, אם יתוקן העיוות בשיטת המסוי, שלפיו מוכרים הפרשי ההצמדה כהוצאה לצורכי מס בעת הצטברותם, ולא בעת תשלומם בפועל.

הצריכה הפרטית גדלה ב-6 אחוזים (לאחר גידול של קרוב ל-9 אחוזים ב-1978) בעוד שההכנסה הפרטית הפנויה ירדה ריאליים בכאחוז, והחיסכון הפרטי ירד. מן הראוי להדגיש, שהשכר הריאלי הפנוי עלה, ואין ספק שהתפתחות הצריכה הושפעה מכך, וכן גם מרווחי ההון הגדולים הלא-צפויים על מצבת החובות הבלתי צמודים של הציבור לממשלה. ברכיבי הצריכה הפרטית חלו התפתחויות מנוגדות: רכישות בני-הקיימא, שרובם מיובאים, הואצו מאוד השנה, ב-34 אחוזים, ואילו בשאר הצריכה חלה האטה, והיא גדלה אך כמעט מעבר לגידול האוכלוסייה. בשנת 1979 נכלמה ההתרחבות המוניטרית, שאיפיינה את 1977-1978, שנים שבהן עלו מאד הזרמת הסקטור הציבורי, סך האשראי הננקאי ותיק הנכסים הכספיים הנזילים של הציבור. הכיוון

המוניטרי ב-1979 היה תוצאה של אמצעי מדיניות, שנקט בנק ישראל, וספיגת נזילות על ידי מאזן התשלומים. לעומת זאת פעלו גורמים מרחיבים: הזרמת הסקטור הציבורי דרך התקציב והאשראי המוכווני ליצוא.

מדיניות בנק ישראל התמקדה, כאמור, בהגבלת הרחבתו של האשראי הבנקאי החופשי, תוך העלאת הריבית הריאלית. כזכור, היה זרם יבוא ההון קצר המועד בחודשים האחרונים של 1978 אחד המקורות החשובים להתרחבות המוניטרית, ובחודש אפריל 1979 הטיל בנק ישראל תוספת ריבית של 12 אחוזים על יבוא הון זה. בהנחה שאין הציבור צופה ייסוף בשער החליפין הריאלי, מעבר לתנודות מקריות, נקבע בכך גבול תחתון לריבית הריאלית על האשראי במט"ח, בסדר גודל של כ-12 עד 14 אחוזים. הריבית על האשראי במטבע ישראלי פיגרה אמנם במרוצת 1979 אחר הריבית על אשראי במט"ח, אך האמצעים, שנקט בנק ישראל, ייקרו מאד את עלות הרחבת האשראי לבנקים, ובכך הוגבלה, למעשה, הרחבתו של האשראי החופשי בל"י.

ניתן לומר, שמאז חודש אפריל היתה רמתה של הריבית הריאלית האפקטיבית על האשראי החופשי גבוהה ביותר. התשואה על הנכסים הכספיים לא הועלתה במקביל, ונפער אפוא פער רחב בין התשואה על האשראי (כ-12 עד 14 אחוזים) לבין התשואה על הנכסים (כ-2 עד 4 אחוזים). לכך נודעה השפעה חשובה על התפתחות המצרפים המוניטרים במרוצת 1979, וביתר שאת – לקראת סוף השנה: הבדלי התשואות הביאו לצמצום צבירת נכסים, כתחליף לאשראי.

שני גורמים נוספים, לבד מבנק ישראל, משפיעים על ההתפתחויות המוניטריות: הממשלה – דרך עודף הוצאותיה המקומיות על הכנסותיה המקומיות, ומאזן התשלומים.

הגורם הראשון לא הזרים נזילות למשק, במחצית הראשונה של השנה, אך מאז חודש אוגוסט ועד לתום הרביעי הראשון של 1980 חל מפנה חריף, והזרמת הנזילות מצד הממשלה גדלה מאד, בשל גידול בהוצאות וירידת הכנסות ממסים.

השפעת הגורם האחר, מאזן התשלומים, על המערכת המוניטרית, פעלה לצמצום: במחצית השנייה של השנה, ובפרט כרביעי האחרון, חל גידול רב כרכישות מטבע חוץ של הציבור מבנק ישראל, בעיקר כתוצאה מהגידול בגירעון כחשבון השוּטף של הסקטור הפרטי (אף כי ייתכן שהגידול כרכישות מטבע חוץ שיקף גם צבירת מט"ח ופירעון חובות לחו"ל) ובכך קוזה חלקית ההשפעה המוניטרית המרחיבה, שהיתה גלומה בהזרמת הסקטור הציבורי.

במרוצת המחצית השנייה של השנה ניכרה האטה בפעילות הכלכלית במשק, שאחד מגורמיה העיקריים היה, ככל הנראה, ריסון האשראי החופשי והעלאת הריבית. בחודש נובמבר הוחלט על ריסון מוגבר של האשראי באמצעות הטלת מכסות חוקיות, הן על האשראי במטבע ישראלי והן על האשראי במטבע חוץ; אלה, על רקע הגידול בהזרמת הממשלה, גררו ירידה ריאלית ניכרת באשראי החופשי. בתחום התקציב התבטאו צעדי המדיניות בעיקר בכיטול הסובסידיה על מוצרים רבים, וייקורם הביא לירידה זמנית בשכר הריאלי, וככל הנראה גם בצריכה הפרטית. בכל אלה לא היה די כדי לבטל את השפעת ההזרמה הניכרת, אשר נמשכה גם בחודשים הראשונים של 1980. הפעלת אמצעי המדיניות היתה, אפוא, בלתי מאוזנת: ההוצאה הציבורית המקומית המשיכה להתרחב ריאלית, במרוצת השנה כולה, תוך גידול הזרמת הנזילות. צעדי המדיניות המוניטרית לבדם אינם יכולים לקזז, לאורך זמן, השפעות תקציביות מרחיבות, בלא שיביאו לריסון יתר של הסקטור העסקי לטובת הסקטור הציבורי. נוסף על כך, מוגבלת יעילותה של המדיניות המוניטרית בישראל כמכשיר למאבק באינפלציה ולצמצום הביקושים, בשל צמידותו של האשראי המוכווני (המהווה כיום כמחצית מכלל האשראי הבנקאי) להתפתחות היצוא: אשראי זה מתרחב אוטומטית עם הגידול בערך היצוא, והדבר מגביל את תחום התמרון של המדיניות המוניטרית לאשראי החופשי בלבד. זאת, ועוד: המשקל המכריע של הנכסים הצמודים בכלל חיק הנכסים הכספיים של הציבור מצמצם את יכולתו של בנק ישראל להשפיע על השינויים הנומינליים בערכו של התיק, כחלק ממדיניות מוניטרית אנטי-אינפלציונית. למען איוון התמונה יש להוסיף ולומר, שבלעדי קיומם של נכסים צמודים, על רקע של אינפלציה מהירה, – היה החיסכון הפיננסי

במשק יורד. הנכסים הצמודים מאפשרים לציבור חסכוניות כספיים המוגנים מפני האינפלציה, ובכך מונעים הם נהירה גדולה יותר לשוק הסחורות, ומשמשים כעין בלם ללחצי הביקוש. התזרת האיוון לסל אמצעי המדיניות, קרי, אימוץ מדיניות תקציבית מצמצמת בצד ריסון מוניטרי, ומדיניות הכנסות, הינה הכרחית להשגת יעדי המשק: מיתון האינפלציה וצמצום הגירעון במאזן התשלומים, תוך מניעת אבטלה וכיוון יתר של הסקטור העסקי. ממדי האינפלציה וגידולו של הגירעון בחשבון השוטף, תוך הרעת תנאי הסחר של המשק, מציבים בעיות אלה בראש סולם העדיפויות של המדיניות הכלכלית.

יש לנקוט מדיניות, המכוונת להאטה זמנית בפעילות הכלכלית הנועדת לשוק המקומי, כאמצעות ריסון הצריכה הציבורית והפרטית, ומניעת השקעות, שאינן תורמות לפתרון בעיית מאזן התשלומים. בטווח הקצר, תורמת האטה כלכלית לשיפור במאזן התשלומים, בעיקר דרך בלימת היבוא, ולריסון הלחצים האינפלציוניים. בטווח הארוך יותר, מאפשרת ההאטה בפעילות הכלכלית המקומית שינוי מבני במשק, שתכליתו הפניית גורמי ייצור להגברת היצוא. לא ניתן לבצע את השינויים המבניים הדרושים כתנאי אינפלציה דוהרת וסקטור ציבורי מתרחב. יכולתה של הממשלה להגדיל את ספיגת המסים, ללא החשת האינפלציה, מוגבלת, בשל מנגנוני הצמדה ופיצוי למיניהם. הילכך, נודעת חשיבות ראשונה במעלה לצמצום הצריכה המקומית של הממשלה, כדי להביא לירידת חלקם של השירותים הציבוריים ככלל השימושים. השגת יעד זה מחייבת מדיניות נמרצת של הקפאה, ואף ירידה מוחלטת של התעסוקה בסקטור הציבורי.

הצמדת האשראי ארוך המועד הינה צעד חשוב להבטחת יתר סלקטיביות בהשקעות, אולם יש להשלימה בתיקון מתאים של חוקי המס, ובבחינה מחודשת של החוק לעידוד השקעות הון. למדיניות ההכנסות תפקיד חשוב בבלימת האינפלציה. יש להביא להמעטת תפקידן של הציפיות בקביעת השכר הנומינלי, באמצעות אימוץ הסדרי פיצוי מתאימים. כמו כן אין לפצות על עליית מחירי הדלק המיוכא. הישענות על ריסון ביקושים בלבד עלולה לגרור את המשק לסטגפלציה, דהיינו גידול באבטלה, ללא האטה משמעותית באינפלציה. השגת יעדי המשק, כלומר צמיחה כלכלית תוך המשך השיפור של מאזן התשלומים והאטת האינפלציה, — מותנית, אפוא, בראש וראשונה, במדיניות עקבית, שתביא לריסון הביקושים של הסקטור הציבורי, בחירה קפדנית של ההשקעות ומדיניות הכנסות הולמת.