

דין וחשבון הנגיד על עליית אמצעי התשלום בתקופה שבין 31 באוקטובר 1974 ל-28 בפברואר 1975

לכבוד
הממשלה
וועדת הכספים של הכנסת
ירושלים

הרעני מתכבר להגיש בזה דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל, תשי"ד (1954) לאחר שבין סוף אוקטובר 1974 לסוף פברואר 1975, דהיינו במשך ארבעה חודשים, עלו אמצעי התשלום ב-1,361 מיליון ל"י, שהן 17.1 אחוזים.

בחודשים מארס ואפריל הואט קצב עליית אמצעי התשלום, והם עלו, לאחר ניכוי הגורמים העונתיים, ככחצי אחוז לחודש. זאת, לעומת גידול חודשי ממוצע בשיעור 4.5 אחוזים בין נובמבר לפברואר, שהושפע במידה רבה על ידי פיחות הל"י בתחילת נובמבר 1974. עם זאת, יש לציין, כי יתרת אמצעי התשלום בסוף אפריל 1975 היתה גבוהה בכ-33 אחוזים מזו שבסוף אפריל 1974, תקופה שבה עלו המחירים ב-43 אחוזים.

מאז פיחות הל"י בנובמבר עלו יתרות מטבע חוץ, המוחזקות בבנק ישראל, ומורגשת היחלשות עורפי הביקוש במרבית מגזרי המשק. בכך הושגו שתי מטרות חשובות של המדיניות הכלכלית החדשה. עליית היתרות בין סוף אוקטובר 1974 לסוף אפריל 1975 מסתכמת ב-430 מיליון דולרים, ואף כי עלייה זו קשורה בחלקה בגיוס כספים לזמן קצר בחוץ לארץ, הרי יש בה משום מפנה בהשוואה למגמת הירידה שלפני הפיחות, היא מעמידה לרשות המשק זמן נוסף לשם ביצוע השינויים הבסיסיים במבנה הכלכלי.

עם הופעת סימנים ראשונים לבלימת הגידול בצריכה הפרטית לנפש ולצמצום עורפי הביקוש נוצרו תנאים להקטנת הגירעון השוטף במאזן התשלומים. נתוני היבוא האחרונים מצביעים, כי בלימת הגידול בצריכה והירידה בהשקעות בעלות עדיפות נמוכה יחסית מתחילות להשתקף באי גידול של היבוא ואף בירידה קלה. בזאת אין להסתפק; יש לפעול בעיקר לשיפור היצוא, במיוחד יש לתת את הדעת להתפתחות היצוא התעשייתי, שלא חל בו גידול מאז הרביע השלישי של 1974.

יש להדגיש אפוא, כי לשם השגת יעדי המדיניות בתחום מאזן התשלומים יש להמשיך בצעדים לריסון הביקושים המקומיים, בעזרת התקציב והמדיניות המוניטרית. יש לנקוט את כל הצעדים על מנת להבטיח, כי ההזרמה הטמונה בתקציב 1975/76 אכן לא תעלה על 1.5 מיליארד ל"י, וכי הזרמת סכום זה תיעשה באופן הדרגתי. נוסף על כך יש להמשיך במדיניות הכנסות מרסנת ולהימנע מגידול מופרז בכוח הקנייה במשק בעקבות ההסכם הצפוי לגבי חוספת היוקר של יולי, והרפורמה במיסוי הישיר.

כבוד רב,
משה זנבר
נגיד בנק ישראל

האינדיקטורים להתפתחויות הכלכליות מאז הפיחות מצביעים על התייצבות הפעילות, מגמה שהחלה להסתמן כבר ברביע השלישי של 1974. שינוי שער ה"ל" בנובמבר וצערי המדיניות שנלוו לפיחות הביאו להיעלמות הציפיות, שגרמו עד נובמבר לזעזועים ותנודות ספקולטיביות בתחומי משק שונים. בחינה מדויקת של האינדיקטורים מעלה, כי מרביתם מצביעים על הפסקת ההתפתחויות השליליות, ורק במידה פחותה ניתן להבחין בסימנים להבראת המשק. יש לכן להמשיך ולהתמיד בהפעלת כלי המדיניות לפתרון הבעיות הקשורות במאזן התשלומים ומבנה המשק.

התופעה הבולטת ביותר מאז הפיחות היא העלייה ביתרות מטבע החוץ של המשק, המוחזקות בכנק ישראל, לאחר שבעשרת החודשים הראשונים של 1974 חלה בהן. ירידה ב-783 מיליון דולרים. בין סוף אוקטובר 1974 לסוף אפריל 1975 עלו היתרות ב-430 מיליון דולרים (העלייה מיום הפיחות, ה-9 בנובמבר, היא אף גדולה יותר ומסתכמת ב-464 מיליון דולרים). שינוי זה במגמה, עם כל חשיבותו הכלכלית והמדינית, אין בו עדיין כדי להצביע על שיפור מצב החשבון השוטף, והוא נובע ברובו מעלייה בהעברות כספים מחוץ לארץ, בעקבות שינוי הציפיות, ומקבלת אשראים לזמן קצר במטבע חוץ באמצעות מערכת הבנקאות. נתוני סחר החוץ מצביעים על כך, שעד חודש אפריל 1975 טרם ניכרה השפעת הפיחות על היצוא. היצוא התעשייתי "האחר" התייצב ברביע השלישי של 1974, ומאז לא חל בו גידול (מגמה דומה מאפיינת גם את היצוא החקלאי, להוציא הדורים). לעומת זאת, חלה בשנת 1975 עלייה בתקבולי ענף ההדרים, אך זו איננה קשורה בפחות.

גם בתחום יבוא הסחורות בלטה — עד חודש פברואר — ההתייצבות על רמת הרביע השלישי של 1974. נתוני חודש מארס מורים על ירידה תלולה ביבוא: 272 מיליון דולרים לעומת ממוצע חודשי של 370 מיליון דולרים בחודשים נובמבר 1974 עד פברואר 1975 (נתונים מנוכי עונתיות). בשלב זה אין לראות עדיין בנתוני היבוא של חודש מארס סימן להתפתחויות בעתיד, אף כי גם בבלימת הגידול ביבוא מאז הרביע השלישי של 1974 יש משום מפנה בהשוואה למגמת הגידול בו בעבר.

האינדיקטורים השונים להתפתחות הביקושים המקומיים מראים, כי ברביע השלישי נפסק הגידול בהם, וברביע האחרון של 1974 חלה בהם אף ירידה קלה.

בתחום המחירים מורגשת האטה מאז חודש ינואר 1975, לאחר שנחודשים נובמבר ודצמבר עלו המחירים ב-21 אחוזים — עלייה הנעוצה בעיקרה בפחות ובביטול הסובסידיות. בארבעת החודשים הראשונים של 1975 עלה מודר המחירים לצרכן ב-7.8 אחוזים (6.1 אחוזים שהם כ-1.5 אחוז לחודש בלא ירקות ופירות). כפי שיפורט להלן, היתה ההתרחבות המוניטרית בתקופה שלאחר הפיחות גבולות סבירים. בין נובמבר ואפריל עלו אמנם אמצעי התשלום ב-21 אחוזים לאחר ניכוי העונתיות אך עלייה זו באה ברובה לפצות על ירידת היתרות הריאליות של אמצעי התשלום בגין הפיחות. לצד העלייה באמצעי התשלום התחרש מאז נובמבר הביקוש לאיגרות חוב צמודות, ונמשך הגידול המהיר בהפקדות בתכניות חיסכון.

לסיכום, הנתונים מאז המחצית השנייה של 1974 מצביעים על היחלשות לחצי הביקוש במגזרים שונים, אך התפתחויות אלה לא תרמו עד כה לצמצום הגירעון המסחרי. מדיניות ריסון הביקושים, שבה הוחל ביולי 1974 חייבת להמשיך גם בשנת 1975 ובמקביל לה יש להמשיך בפעולות לעידוד היצוא.

2. הגורמים לעליית אמצעי התשלום

העלייה המהירה באמצעי התשלום מאז סוף אוקטובר 1974 היא המשך של תהליך, שהחל כבר באוגוסט, אך עוצמתו הוגברה אחרי פיחות ה"ל" בחודש נובמבר. ניתוח המשמעות של עליית אמצעי התשלום מחודש נובמבר ואילך חייב להתחשב בתנודות שחלו בהם מאז מלחמת יום הכיפורים ובעלויות המחירים המהירות, שנמשכו עד סוף 1974. לפיכך נקדים לתיאור המפורט של גורמי עליית אמצעי התשלום מאז נובמבר סקירה של הרקע הכללי.

כזכור, אופיינה התקופה מאז מלחמת יום הכיפורים בגידול רב בהוצאות הממשלה (שלא לווה בעלייה מקבילה בהכנסות ממסים) ובעלייה מהירה באשראי הבנקאי לציבור, החופשי והמוכוון כאחד. על אף הגידול הרב במקורות הפוטנציאליים לעליית אמצעי התשלום לא חל בהם גידול בין סוף דצמבר 1973 לסוף יולי

1974. כנגד הגידול הפוטנציאלי באמצעי התשלום ממקורות אלה היתה ספיגה בגין הירידה התלולה ביתרות מטבע חוץ. גם המכירות המוגברות של איגרות חוב צמודות מדד הקטינו את השפעת תקציב המדינה לעליית אמצעי התשלום. הספיגה הגדולה, הקשורה בירידת היתרות ומכירת האיגרות, קשורה, בחלקה, בתהליכים המשקיים הטבעיים, כגון: עליית הגירעון במאזן התשלומים וצבירת כספים בתכניות חיסכון וקופות גמל. נוסף על אלה סביר להניח, כי חלק לא מבוטל מרכישות מטבע חוץ ואיגרות חוב צמודות קשור בציפיית לפיחות הל"י, להטלת מסים עקיפים ולהתייקרויות אחרות שהיו בתקופה זו.

בחודש אוגוסט חל מפנה בהתפתחות אמצעי התשלום, שהחלו לעלות בקצב חודשי ממוצע של 3 אחוזים. מפנה זה קשור, במדה מסוימת, להרחבת האשראי הבנקאי המוכון ולהמשך ההורמה מתקציב המדינה, אך בעיקרו הוא נעוץ בירידת הביקוש להחזקת איגרות חוב צמודות בחודשים אוגוסט עד אוקטובר ובמעבר להמרת מטבע חוץ מאז נובמבר. המפנה בשוק איגרות החוב באוגוסט והירידה בהחזקת איגרות חוב, שנמשכה עד הפיחות, היו תוצאה של מספר גורמים. ראשית, ייקור הריבית הדביטורית והשפעת הקפאת האשראי החופשי; ושנית, האטה ברורה בקצב עליית המחירים במשך שלושה חודשים רצופים (יוני עד אוגוסט). גורמים אלה הקטינו, מצד אחד, את הכראיות של החזקת איגרות חוב לתקופות קצרות; ומצד שני, רחפו מחזיקים רבים לממש את הרווחים הנומינליים והריאליים, שנוצרו כתוצאה מהחזקת איגרות החוב מאז מלחמת יום הכיפורים. על רקע זה באו ההשפעות המרחיבות של פיחות נובמבר. שינוי שער הל"י הביא להמרה ניכרת של העברות מטבע חוץ ושל פיקדונות במטבע חוץ, המרות, שהתעכבו מתוך ציפיה לפיחות. כתוצאה מכך עלו אמצעי התשלום בכ-4.5 אחוזים לחודש (לאחר ניכוי הגורמים העונתיים) בחודשים נובמבר 1974 עד פברואר 1975. נתונים לחודשים מארס ואפריל מצביעים, לעומת זאת, על האטה ניכרת בעליית אמצעי התשלום: הם גדלו בחודשים אלה (בניכוי עונתיות) בפחות מאחוז אחד. נראה, שהתפתחות זו קשורה בספיגה העונתית, המתרחשת בסוף שנת התקציב, במדיניות התקציבית, שכוונה למנוע הזרמה מסיבית בתחילת שנת הכספים 1975-6 ובהאטה ניכרת בהמרות בהשוואה לחודשים הראשונים שלאחר הפיחות.

לסיכום, יש להרגיש, כי על אף התחדשות עליית אמצעי התשלום מאז חודש אוגוסט נמשכה במחצית השנייה של 1974 ובשליש הראשון של 1975 ירידה ביתרות הריאליות של אמצעי התשלום שמחזיק הציבור, שכן עליית רמת המחירים היתה מהירה יותר. בחודשים ינואר עד אפריל 1975 היתה היתרה החדרית הממוצעת של אמצעי התשלום גבוהה ב-27 אחוזים, בהשוואה לרמה של הרביעי השני של 1974, בעוד שרמת המחירים הממוצעת עלתה באותה תקופה בכ-36 אחוזים. ניתן איפוא לראות את התחדשות הגידול באמצעי התשלום מאז אוגוסט כפעולה של הציבור למתן את הירידה ביתרות הריאליות, ירידה, שהיתה ניכרת בגלל העלייה התלולה במחירים העיקריים שבאיאו לעליית אמצעי התשלום מאז הפיחות.

להלן פירוט הגורמים העיקריים שהביאו לעליית אמצעי התשלום מאז הפיחות.

א) גורמי ההרחבה העיקריים היו הפסקת רכישות מטבע חוץ מצד הסקטור הפרטי והמעבר של סקטור זה להמרת מטבע חוץ לל"י. כזכור, בתקופה שלפני הפיחות רכש הסקטור הפרטי כ-110 מיליון דולרים לחודש (475 מיליון ל"י) — רכישה המוסברת בחלקה על-ידי הרעת מצב מאזן התשלומים ובחלקה היא קשורה בספקולציות שנבעו מציפיות לפיחות. לעומת זאת מאז הפיחות ועד סוף אפריל 1974 נפסקו הרכישות של מטבע חוץ, והסקטור הפרטי מכר לבנק ישראל 147 מיליון דולרים והזרים באופן זה 880 מיליון ל"י. יש לציין, כי מכירות אלה מייצגות את הגידול הרב בקבלת אשראי לזמן קצר מחוץ לארץ, את העליה בהעברות מטבע חוץ, שעוככו בגלל ציפיות לפיחות ואת המכירות העונתיות המוגברות של מטבע חוץ בחודשים פברואר עד אפריל.

ב) השפעה נוספת של הפיחות על הנוזלות במשק התבטאה בירידת פיקדונות מטבע חוץ של הציבור. מאז הפיחות ועד ינואר 1975 ירדו פיקדונות אלה בכ-800 מיליון ל"י (לאחר ניכוי השפעת שינויים בשערי המטבעות האירופאיים). בהקשר זה יש לציין, כי תהליך ההמרה המוגברת של פיקדונות נפסק בחודש ינואר, וכי עיקר הירידה אירעה בפיקדונות נת"ד ופז"ק — ב. המשיכות מפיקדונות אלה היו צפויות, אך לעומת זאת, לא היתה עלייה משמעותית בהמרה מתוך פיקדונות מקבלי פיצויים אישיים (פז"ק או תמ"מ). מאז חודש פברואר התחדשה הספיגה, הנובעת מעליית חשבונות הציבור במטבע חוץ.

ג) מאז סוף אוקטובר 1974 ועד השבוע האחרון של שנת הכספים 1974-75 ספגו פעולות האוצר 26 מיליון ל"י; בשבוע האחרון של מארס נספגו אמנם כ-500 מיליון ל"י, אך ספיגה זו נעשתה כרוכה במסגרת הפעולות לסיום שנת הכספים, ולכן קשה לייחס לה השפעה על הפעילות במשק. יש לציין, כי פעולות בתקציב

המדינה מאז אוקטובר היו מרחיבות מהצפוי, שכן בחודשים אלה ניתן היה לצפות לספיגה תקציבית משמעותית משני מקורות. ראשית, הספיגה העונתית המתרחשת במחצית השנייה של שנת הכספים. כזכור, נסתכמה הזרמת הממשלה בחודשים אפריל עד אוקטובר 1974 בכ-2,920 מיליון ל"י, והגורמים העונתיים בתקופה שמאז נובמבר היו צריכים להביא לקיוזו משמעותי של ההזרמה שבוצעה בתחילת שנת הכספים. שנית, בעקבות הפיחות הומרו סכומים ניכרים של מטבע חוץ, ובעקבות העלייה הכללית בנזילות המשק התגברו רכישות איגרות החוב הצמודות וההפקדות בתכניות החיסכון (המביאות אף הן להגדלת ההנפקות). בחמשת החודשים שבין נובמבר לסוף שנת הכספים הסתכמו תקבולי התקציב מהנפקות האוצר והמוסדות הכספיים ב-2,930 מיליון ל"י לעומת 2,000 מיליון ל"י בשבעת החודשים שבין אפריל לאוקטובר.

ניתן איפוא, לקבוע, כי על אף הגורמים העונתיים והתחדשות הביקוש לאיגרות חוב צמודות מאז חודש נובמבר, לא תרם תקציב המדינה לקיוזו ההשפעות המוניטריות המרחיבות שנבעו מהפיחות. עם זאת יש לציין, כי בתחילת שנת הכספים 1975-76 היתה הזרמת הממשלה נמוכה, יחסית, ובחודשים אפריל ומאי, המאופיינים, בדרך כלל, בהזרמה עונתית ניכרת הורמו כ-400 מיליון ל"י בלבד¹.

(ד) המדיניות המוניטרית של בנק ישראל מאז הפיחות כוונה לספיגת חלק מהנזילות הרבה שהוזרמה למשק, ולשם כך הופעל מיגוון של כלי מדיניות:

1. בנובמבר 1974 הועלו הקנסות על גירעונות בנזילות ב-3 אחוזים, וכן הוארך תוקף הקפאת האשראי החופשי בשלושה חודשים נוספים.

2. בדצמבר הועלתה הריבית על קרנות הון חוזר לחקלאות מ-13 ל-15 אחוזים, וצומצם חלקו של בנק ישראל במקורות המימון של כל קרנות ההון החוזר. צעד זה ספג 120 מיליון ל"י בחודשים ינואר ופברואר.

3. בפברואר 1975 לא חודשה הקפאת האשראי והוטלה חובת נזילות על האשראי החופשי לציבור. חובת הנזילות שנקבעה היא בשיעור 5 אחוזים, ומועד הפעלתה היה הדרגתי: בחודש פברואר אחוז אחד, ובאפריל ומאי שני אחוזים בכל חודש. צעד זה ספג כ-275 מיליון ל"י.

4. באפריל 1975 הועלו התשואות נטו על איגרות מילווה קצר מועד באחוז אחד. זאת, בהמשך להעלאה באחוז ושלושת רבעי האחוז באוקטובר. צעדים אלה הפסיקו את המגמה הממושכת של הירידה ביתרת המילווה קצר המועד והביאו לעלייה ניכרת ביתרה שבידי הציבור. כן הועלתה באפריל הריבית על אשראי בקרנות הון חוזר לתעשייה ולתיירות מ-13 ל-15 אחוזים.

5. בין סוף אוקטובר 1974 לסוף אפריל 1975 ספג בנק ישראל, באמצעות המילווה קצר המועד, 123 מיליון ל"י וכן נספגו כספים על-ידי מכירת איגרות חוב צמודות מהתיק של בנק ישראל.

כנגד פעולות ספיגה אלה נמשכה מאז נובמבר התרחבות האשראי המוכוון ליצוא ולהון חוזר על-מנת לספק חלק מצרכי המימון שנגרמו עקב עליות המחירים, שנבעו מהפיחות. הרחבת האשראי המוכוון הביאה לעלייה נטו בנכיון המשנה לציבור ב-432 מיליון ל"י לאחר ניכוי הפרשי פיחות.

בחודש הראשון שלאחר הפיחות חלה ירידה באשראי הבנקאי החופשי לציבור, אך מאז אמצע דצמבר הוא נמצא במגמת עלייה מתונה. במקביל להתפתחות זו השתנו גם העתודות הפנויות של המוסדות הבנקאיים: מאז הפיחות ועד סוף ינואר היו לבנקים עודפי נזילות שנעלמו והפכו לגירעונות במשך חודש פברואר. בסוף חודש מארס חל גידול ניכר מאד בהיקף הגירעונות ובאשראי החופשי בגלל גורמים עונתיים, ובאפריל ובמאי שוב חלה בהם ירידה.

3. עיקרי המדיניות הכלכלית

מטרתה המרכזית של המדיניות הכלכלית בשנת 1975 ובשנים הקרובות תמשיך להיות שיפור מאזן התשלומים, ובעיקר — צמצום ממדי הגירעון בחשבון השוטף. פיחות נובמבר 1974 והצעדים שנילוו אליו יצרו בסיס להמשך מאמצים בכיוון זה. כידוע, שנת 1975 היא השנה השנייה ברציפות שבה עולה הגירעון בחשבון השוטף על 3 מיליארד דולרים. לא לאורך ימים יוכל המשק לממן גירעון בסדר גודל כזה. ירידת

¹ על פי נתון ארעי ל-25 במאי.

היתרות ב־1974 וקבלת אשראים לזמן קצר בחוץ לארץ ב־1974 ובחודשים הראשונים של 1975 הפכו למקורות מימון משמעותיים, אך היקפם של מקורות אלה הוא מטבע הדברים מוגבל, ולא ניתן להסתמך עליהם. הדרך היחידה שבה יוכל המשק להמשיך ולצמוח תוך תעסוקה מלאה של משאבי האנושיים והחומריים היא הפניית מפעלים ועובדים לענפי היצוא. צמיחה מהירה של ענפי יצוא ותחליפי יבוא תבטיח תעסוקה ברמה גבוהה, שכן היא יכולה לספק מטבע חוץ ואפשרויות תעסוקה כאחד. השינויים הנדרשים במבנה המשק הם לא רק ברפואי הייצור אלא גם ברמת הצריכה הפרטית והציבורית ובהשקעות המיועדות לסיפוק הצריכה. את ענפי היצוא ותחליפי היבוא יש לעודד ברציפות ובשיעור המתחייב מיעדי הצמיחה המהירה של ענפים אלה. ברם, בכך לא די. חובה להבטיח, כי הביקושים המקומיים לא יכשילו את תהליך ההסבה של המשק וזאת יש לעשות על ידי ריסון הצריכה הציבורית ועל ידי מדיניות הכנסות מאופקת ועידוד היסכון, שימנעו את התחדשות הגידול בצריכה הפרטית. נוסף על כך יש להגדיל את ניידות גורמי הייצור מענפים, שהביקוש המקומי לתפוקתם מצטמצם, לענפים, המסייעים לפתרון בעיית מאזן התשלומים, שכן אינדיקטורים שונים מרמזים, כי היחלשות הביקושים, שפקדה מספר ענפי משק, לא התבטאה די הצורך בשחרור גורמי ייצור ובהפניית מפעלים לענפי היצוא.

הרצון להפוך את ענפי היצוא למוכילי הצמיחה של המשק מחייב לשקול את ניתוק הצמדת הל"י לדולר והצמדתה לסל של מטבעות; וזאת לשם מניעת תנודות בלתי מתוכננות ובלתי רצויות בשער הל"י ביחס למטבעות האירופאיים. צעד זה, כשלעצמו, איננו משנה את שער הל"י ביחס לסל המטבעות — הוא מאפשר להתייחס אל הדולר כאל המטבעות החשובים האחרים.

ירידת ערך הדולר בשנתיים האחרונות שיפרה אמנם את כושר התחרות של היצוא מישראל, אך אין ודאות בכך שמגמה חיובית זו תימשך בעתיד. לכן יש להתאים את אופן קביעת שער הל"י לתנאים שנוצרו בשוקי הכספים הבינלאומיים מאז ניוד המטבעות החשובים; כך נהגו גם מספר מדינות, שמטבעותיהן אינן בנות המרה חופשית.

לסיכום, צעדי המדיניות שנקטו מאז יולי 1974 תרמו לכלימת מגמות גידול בלתי רצויות בשימושים המקומיים, ובמיוחד נבלמו העלייה המהירה בצריכה הפרטית ובהשקעות שתפוקתן מופנית לשוק המקומי. התפתחויות חיוביות אלה התבטאו בהתייצבות ההוצאה בדולרים על יבוא סחורות מאז אמצע 1974. רק מדיניות מרסנת בתחום המוניטרי והפיסקאלי ותבחום ההכנסות, המשולבת עם מדיניות נמרצת לעידוד הייצוא תביא במרוצת הזמן להחשת קצב גידול הייצוא ולצמצום השימושים המקומיים, שהם, כאמור, תנאי הכרחי להבטחת תעסוקה גבוהה לאורך ימים.

4. המלצות

א. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית חייבת להבטיח, כי יימשך הגידול האיטי באמצעי תשלום, כפי שהיה מאז סוף 1973, וכי היתרות הריאליות של אמצעי התשלום לא תגדלנה. בעוד שבעשרת החודשים הראשונים של שנת 1974 ספגה ירידת יתרות מטבע חוץ את הנזילות הרבה שהזרמה למשק, הרי בשנת 1975 יש לפעול בעזרת המכשירים המקובלים של המדיניות המוניטרית:

1. מאז הפיחות מוזרמת למשק נזילות בעקבות המרות מטבע חוץ, ואין לכן להתיר התרחבות גדולה באשראי לציבור. לאור הגידול המהיר הצפוי באשראי למימון היצוא והמשך גידול באשראי מקרנות הון חוזר לתעשייה ולחקלאות יש להגביל מאד את עליית האשראי החופשי לציבור.

2. עליית יתרות מטבע חוץ בתקופה שמאז נובמבר 1974 מאפשרת לשנות את מדיניות מתן האישורים — לתושבי ישראל — לקבלת אשראי כמטבע חוץ (מכספי פת"ח ומבנקים בחוץ לארץ) בכיוון של יתר סלקטיביות. שיפור מצב היתרות מחייב לחזור ולראות את המדיניות בתחום זה כחלק מהמכלול המוניטרי הרחב ויש לכן להמנע מהענקת אישורים ללוות מטבע חוץ לשם המרתו לל"י ולהחמיר את הקריטריונים להענקת אישורים — ביחס למטרות ולתנאי האשראי.

3. יש להמשיך במדיניות ההפעלה הגמישה של המלווה קצר מועד במטרה לחזק את כושר הספיגה של מכשיר מוניטרי זה. הפעולות בשוק הפתוח ימשיכו להיות, כפי שנעשה מאז אוקטובר 1974, אמצעים

לספיגת חלק מעודפי הנזילות, כאשר העיתוי וההיקף ייקבעו לפי התנאים שישררו בשוק הכספים.

ג. המדיניות התקציבית

1. כדי למנוע הזרמת נזילות מופרזת באמצעות תקציב המדינה וחידוש לחצי ביקוש במשק, יש לשאוף להתאמה גדולה, ככל האפשר, של ההוצאות המקומיות בתקציב להכנסות ממקורות פנים. לכן יש להמשיך במשך כל שנת הכספים במדיניות הריסון ודחיית ההוצאות, המופעלת כבר בחודשים אפריל ומאי, ולהמנע מהזרמה מוגברת בהמשך השנה.
2. הפעלת הרפורמה במיסוי הישיר על פי המלצות ועדת בן שחר, היא צעד חשוב ביותר לחיסול עיוותים במערכת המסים. מאחר שבעקבות הפעלת הרפורמה צפויה הקטנת תקבולי המסים הישירים יש לקזז, עוד בשנת הכספים הנוכחית, השפעה מרחיבה זו על ידי הגדלת תקבולים אחרים, או צמצום בהוצאות.
3. יש להפעיל בהקדם האפשרי את מס ערך מוסף. בשל חשיבותו למדיניות התקציבית הרי עיכובים בהפעלתו עלולים לפגוע בתקבולים המחוכנים.
4. יש להמנע מצעדים העלולים לפגוע בנטייה לחסוך באמצעות נכסים פיננסיים הצמודים למדד המחירים שכן הנפקת איגרות חוב צמודות עתידה להיות למקור חשוב למימון התקציב הנוכחי.
5. התפתחויות שונות מאז הכנת התקציב מצביעות, כי ללא נקיטת צעדים נוספים, ספק אם ניתן יהיה לעמוד בתחזית המקורית של הזרמה מרבית בסכום של 1.5 מיליארד ל"י. יש איפוא להבטיח, כי הנושאים השונים שהתעוררו בינתיים – בתחומי המסוי וההוצאות – יקבלו כיסוי תקציבי באופן שימנע הזרמה, דהיינו על ידי קיצוץ בהוצאות או מציאת מקורות הכנסה מקומיים נוספים.

ג. מדיניות ההכנסות

- כדי למנוע התחדשות הגידול בצריכה הפרטית והיבוא והחשה בעליית הוצאות הייצור יש להמשיך במדיניות הכנסות מאופקת. ההשלכות של מדיניות המסוי על ההכנסות הפנויות הוזכרו לעיל, וכאן נוסף מספר המלצות למדיניות השכר וההכנסות. הרפיון בביקושים המסתמך לאחרונה והעמקת גביית מסים אצל עצמאיים וחברות ימנעו, על אף האפוק במדיניות השכר, שינויים בהתחלקות ההכנסות במשק לרעת השכירים.
1. יש להעמיק ולהחיש את גביית המיסים הישירים אצל עצמאיים וחברות, ובמיוחד בענפים שבהם גדלה הרווחיות מאז מלחמת יום הכיפורים.
 2. על תוספת היוקר שתשולם החל בחודש יולי 1975 לכלול פיצוי עבור התיקרויות שמקורן בפעילות הכלכלית המקומית אך אין לפצמות בעזרתה על התיקרויות שנבעו מהפחות, ממסוי עקיף ומביטול סובסידיות. תשלום תוספת יוקר גם עבור התיקרויות שלא הגדילו את הכנסות היצרנים במשק נוסף על היותו תמריץ לעליית מחירים נוספת עלול להחריף את ההאטה בפעילות הכלכלית. בכך יסוכנו יעדי המדיניות הכלכלית בתחום מאזן התשלומים והמחירים ותיפגע רמת התעסוקה במשק.
 3. יש להבטיח הארכת תוקף הסכמי השכר עד סוף 1975, תוך תשלום תוספת יוקר על פי העיקרון שתואר לעיל.
 4. על אף האמור לגבי עיקר חלקי של תוספת היוקר יש למנוע פגיעה מהשכבה הנמצאת במצוקה, על ידי הענקת פיצוי הולם על ההתייקרויות.

התפתחות אמצעי התשלום, דצמבר 1973 עד אפריל 1975

העלייה או הירידה (—) באמצעי התשלום לעומת החודש הקודם		יתרות לסוף החודש			
נתוני מנוכי עונתיות	נתונים מקוריים	סך כל אמצעי התשלום	פיקדונות עובר ושב	מזומנים	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)			
1.6	2.6	7,392	4,677	2,715	דצמבר 1973
-5.5	-7.2	6,860	4,205	2,655	ינואר 1974
1.2	1.3	6,952	4,305	2,647	פברואר
1.7	3.7	7,212	4,493	2,719	מארס
0.3	1.0	7,282	4,544	2,738	אפריל
2.7	2.3	7,449	4,678	2,771	מאי
-2.7	-1.7	7,320	4,544	2,776	יוני
0.4	-0.3	7,296	4,502	2,794	יולי
3.1	2.4	7,470	4,557	2,913	אוגוסט
6.5	7.8	8,056	5,018	3,038	ספטמבר
0.4	-1.1	7,970	4,848	3,122	אוקטובר
5.8	4.2	8,306	5,193	3,113	נובמבר
3.8	5.0	8,722	5,549	3,173	דצמבר
2.7	0.9	8,802	5,560	3,242	ינואר 1975
6.0	6.0	9,331	5,864	3,467	פברואר
0.6	2.7	9,587	5,926	3,661	מארס
0.2	0.9	9,671	5,974	3,697	אפריל*
					העלייה בין סוף אוקטובר 1974 לסוף פברואר 1975 (התקופה הנסקרת בדין וחשבון זה) העלייה בין סוף אפריל 1974 לסוף אפריל 1975 (12 החודשים האחרונים)
19.7	17.1	1,361	1,016	345	
	32.8	2,389	1,430	959	

* נתון ארעי ליום ד' האחרון בחודש.

לוח 2

השפעה הפקטוריים השונים על בסיס הכסף, מאי 1974 עד אפריל 1975 (+) הזרמה (-) ספיגה

(שינויים במיליוני ל"י)

1975		1974					מאי עד אוקטובר	
אפריל	מארס	ינואר	דצמבר	נובמבר *				
				פברואר/	9-30	1-8		
336	-351	99	-10	-187	-346	269	2,487	1. מקורות לעלויות בסיס הכסף הצר
178	590	373	155	83	260	-329	-2,838	2. השפעת פעולות הממשלה והמוסדות הלאומיים*
(22)	(218)	(330)	(174)	—	—	—	—	3. מכירות (רכישות) מטבע חוץ ע"י הסקטור הפרטי
-86	-152	-97	108	27	657	-71	-507	מזה: השפעת הפקדות למימון יבוא (הק"י)
89	-286	-242	-154	-38	45	-20	350	4. השפעת צבירה בפקדונות מט"ח (פז"ק תמ"מ וכו')
(-22)	(-218)	(-330)	(-174)	—	—	—	—	5. אשראי במט"ח לציבור ולבנקים
181	152	34	109	72	962	-420	-2,995	מזה: השפעת הפקדות למימון יבוא (הק"י)
56	-84	-23	146	113	-75	58	1,044	6. סך כל עסקות הסקטור הפרטי במטבע חוץ (2+3+4)
-108	95	-63	-36	-36	-42	-6	225	7. אשראי בל"י לציבור ולבנקים
-37	68	29	29	166	-19	8	176	8. פעולות בשוק הפתוח ושינויים בתיק ניירות הערך
428	-120	76	238	128	480	-91	937	9. של בנק ישראל
..	..	-27	39	25	87	—	193	10. גורמים אחרים
..	..	-44	-27	59	28	-30	16	11. סך כל העלייה בבסיס הכסף הצר***
..	..	5	250	212	595	-121	1,146	12. שחיתורים מנוילות
								13. הפרש מוכר
								14. סך כל העלייה בבסיס הכסף הרחב

* לא כולל הפרשי פיתוח.

** המשכיות נטו של הממשלה מבנק ישראל (לא כולל תשלומי ריבית לבנק ישראל ולא כולל העברת רוחני בנק ישראל) בתוספת (ניכוי) מכירות (קניות) נטו של מטבע חוץ על ידי הממשלה והמוסדות הלאומיים לבנק ישראל, כתוספת השפעת הפקדות יבואנים.

*** עליית בסיס הכסף הצר מוגדרת כגידול כמומנים במחזור ובנכסים הנזילים של הבנקים.

מקורות ההתרחבות המוניטרית ורכיביה, מאי 1974 עד אפריל 1975

	מאי 1974* אפריל 1975	מאָרס 1974 אפריל 1975* (חדשיים)	נובמבר 1974 פברואר 1975 (ארבעה חודשים)	מאי 1974 אוקטובר 1974 (שבעה חודשים)		
	(מיליוני ל"י) (אחוזים)	מזה: הפרשי פיתוח			(מיליוני ל"י)	
המקורות לנכסים הכספיים שבידי הציבור						
1. רכיבי הערויים הניצוגיים						
נכסים נטו במטבע חוץ						
	38.4	2,434	1,146	(1,631)	3,579	-2,291
בבנק ישראל						
	37.7	1,586	-904	(999)	487	2,003
אשראי נטו מבנק ישראל						
	3.5	11	-26	(117)	81	-44
לממשלה						
	90.0	2,000	-259	(637)	712	1,547
אשראי מבנק ישראל לסוכנות						
	26.0	42	-1	(0)	-182	225
נכיון משנה הלוואות ושחרורים						
	47.0	6,073	-44	(3,384)	4,677	1,440
מנוילות מבנק ישראל						
לציבור						
פעולות בשוק הפתוח						
סך הכול						
2. השפעת המוסדות הבנקאיים						
נכסים נטו במטבע חוץ						
	4,915.3	-4,178	-1,022	(-154)	-2,874	-282
במוסדות הבנקים						
	51.5	685	350	(0)	431	-96
אשראי לממשלה ורכישת						
אגרות חוב ממשלתיות						
אשראי מאמצעי הבנקים						
לציבור במטבע ישראלי						
	51.6	3,993	1,044	(1,016)	2,644	305
ובמט"ח						
	5.6	500	372	(862)	201	-73
סך הכל						
3. גורמים אחרים						
	..	2,625	484	(-719)	1,764	376
סך כל המקורות						
	42.1	9,197	812	(3,527)	6,642	1,743
רכיבי הנכסים הכספיים שבידי הציבור						
	32.8	2,389	340	(0)	1,361	688
1. אמצעי תשלום						
	3.0	111	-34	(0)	213	-68
2. פקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי						
	91.3	2,797	627	(0)	1,250	920
3. תכניות חיסכון מאושרות (לא כולל הפרשי הצמדה וריבית שנצברו)						
	49.7	3,900	-121	(3,527)	3,818	203
4. פקדונות מטבע חוץ של הציבור						
	42.1	9,197	812	(3,527)	6,642	1,743
סך כל הרכיבים						
	41.2	57	20	(0)	109	-72
מילוה קצר מועד בידי הציבור						

* נתונים ארעיים.

התפתחות רכיבי האשראי הבנקאי לציבור, אפריל 1974 עד אפריל 1975

שיעור הגידול בין סוף אפריל 1974 לסוף אפריל 1975	אפריל 1975	פברואר 1975	אוקטובר 1974	אפריל 1974	תרות לסוף התקופה
(אחוזים)	(מיליוני ל"י)				
23.3	5,847	5,393	5,210	4,743	אשראי חופשי במטבע ישראלי
74.8	2,639	2,625	2,023	1,510	קרנות למימון יצוא (בל"י ובמט"ח)
86.2	1,322	1,299	917	710	מימון ענף היהלומים
50.4	722	683	602	480	קרנות הון חוזר ²
103.0	4,047	3,824	2,048	1,994	אשראי במטבע חוץ מהבנקים
161.2	1,382	1,350	1,019	529	אשראי מוכוון אחר ³
93.6	10,112	9,781	6,609	5,223	סך כל האשראי המוכוון
60.1	15,959	15,174	11,819	9,966	סך כל האשראי לציבור

- 1 נתון ארעי.
- 2 כולל את הקרנות: "הון חוזר לתעשייה", "הון חוזר לחקלאות", "כללית", "משקים נודרכים" ו"קרן ג'".
- 3 מרבית הגידול בסעיף זה קשור בקרן מילחה מעסיקים ובקרנות (הירוס) ליבוא רכב כשא וציוד עפר.
- 4 כולל הפרשי פחות.