

המשק והמדיניות הכלכלית

בשנת 1995 נמשכה צמיחת המשק בקצב גבוה, והתוצר גדל בכ-7 אחוזים, תוך המשך גידול מהיר של מלאי ההון והתרחבות רבה של התעסוקה, שהתבטאה בירידה ניכרת של האבטלה. צמיחת התוצר הגיבה על התרחבות גדולה של הביקושים במשק, שהובלה על ידי התרחבות ההשקעות ומדיניות פיסקלית מרחיבה. גידול היצוא היה השנה מאכזב, בהתחשב בהתרחבותו של הסחר העולמי בכלל ובפתיחת שווקים בפני המשק הישראלי בפרט. התפתחויות אלו, שלוו בהרעת תנאי הסחר של ישראל, התבטאו בגידול ניכר של הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, שהגיע ל-4.1 מיליארדי דולרים. השנה לא היה למשק קושי לממן גירעון זה, הודות לשיפור במעמדו בעולם, ומשום שזרם אליו הון לטווח קצר, עקב המדיניות המוניטרית המרסנת שנקטה. בתחום האינפלציה נרשמה הצלחה, הקשורה, בין היתר, למדיניות המוניטרית המרסנת. מדד המחירים לצרכן עלה השנה ב-8.1 אחוזים, ובכך חזר למסלול התואם את יעד האינפלציה, לאחר החרیגה אשתקד. למרות ההישגים הנאים השנה, מלמדים הרכב הצמיחה והגירעון הגדל במאזן התשלומים, כי תוואי ההתפתחות של המשק אינו בר התמדה, והוא מחייב תיקון.

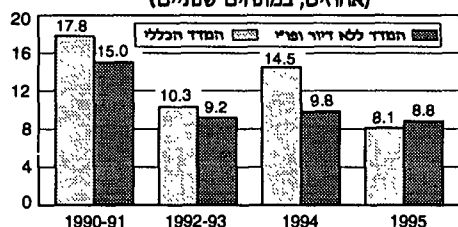
מראשית העשור צמח המשק בקצב מהיר, ובשש השנים האחרונות התרחב התוצר ב-42 אחוזים. זהו הישג מרשים, המביא את התוצר לנפש לרמה שאינה נמוכה בהרבה מן הממוצע במדינות מערביות, שאליהן אנו שואפים להידמות. במשך השנים האלה קלט המשק גל עלייה גדול, תוך הצלחה משמעותית בתחום התעסוקה. שיעור האבטלה, שעלה בראשית התהליך לרמה גבוהה, הצטמצם במהירות רבה, ורמת האבטלה ירדה אל מתחת לרמה של ערב גל העלייה, והיא קרובה במהותה לתעסוקה מלאה. גם בתחום האינפלציה רשם המשק הישג: מדרגת האינפלציה השנתית השוררת בו עתה, בסביבת 10 אחוזים, נמוכה ממדרגת האינפלציה ששררה בראשית העשור (כ-18 אחוזים), אף כי היא עדיין גבוהה מאשר במדינות המערב. מבחינות רבות חוסנו של המשק הישראלי ופוטנציאל ההתרחבות שלו עתה גדולים יותר מאשר אי פעם. יתר על כן, אם נוכל להתמיד במגמה הנוכחית, יתאפשר, בתוך שנים לא רבות, לסגור פערים קיימים עדיין בין המשק לבין הממוצע במשקים מערביים. השאלה העומדת בפנינו היא אפוא, מהם התנאים ההכרחיים להתמדה במגמת הצמיחה הזאת, ואם מצבו של המשק היום מקיים אותם. כדי להתמודד עם שאלה זו נבחן ונעריך את ההתפתחויות במשק.

שנת 1995 מאופיינת באינדיקטורים רבים המצביעים על התפתחויות חיוביות, בצד אינדיקטורים המשקפים איום על המשך מגמה זו. בצד צמיחה מהירה במשק, המשך גידול ההשקעות, ירידה משמעותית של האבטלה וירידה של שיעור האינפלציה – התרחב מאוד הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, וגדל גירעון הסקטור הציבורי, תוך גידול של הוצאותיו – במיוחד הוצאות השכר, שיש בהן התחייבות לרמה גבוהה מתמשכת.

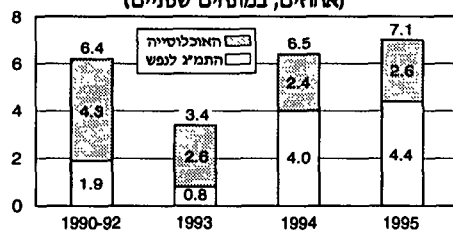
את ההתפתחויות בשנת 1995 יש לראות כהמשך לתהליך הצמיחה של המשק מראשית העשור, שנשען על תמורות דמוגרפיות ומדיניות גדולות. על רקע תהליכי הבראה כלכליים, שהתנהלו במשק החל מהמחצית השנייה של שנות השמונים, והגבירו את התחרותיות והרווחיות שלו – הגיע ארצה גל העלייה הגדול, שהגדיל את האוכלוסייה המקומית במידה ניכרת, ותרם לכוח העבודה תוספת עתירת השכלה וידע

דיאגרמה א'1 אינדיקטורים עיקריים של המשק, 1990 עד 1995

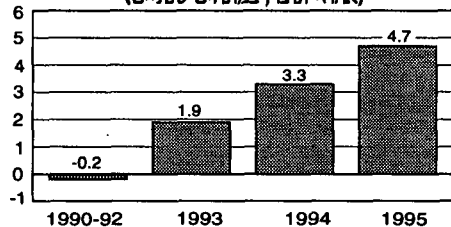
**עליית מדד המחירים לצרכן והמדד ללא דיור
ופירות וירקות
(אחוזים, במונחים שנתיים)**



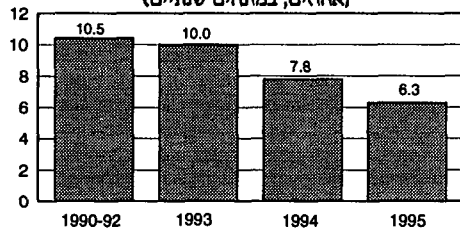
**שיעור הצמיחה של התמ"ג
(אחוזים, במונחים שנתיים)**



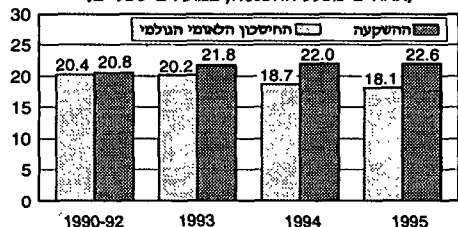
**החשבון השוטף של מאזן התשלומים
(אחוזי תוצר, במונחים שנתיים)**



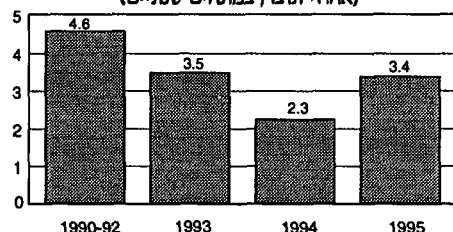
**שיעור האבטלה
(אחוזים, במונחים שנתיים)**



**החיסכון הלאומי הגולמי וההשקעה
(אחוזים מכלל ההכנסה, במונחים שנתיים)**



**גירעון הסקטור הציבורי הכולל
(אחוזי תוצר, במונחים שנתיים)**



טכנולוגי. לכך חברו שינויים מדיניים עולמיים ואזוריים, שפתחו בפני המשק שווקים חדשים, והגבירו את האטרקטיביות שלו. כדי לקלוט את התוספת המבורכת לכוח העבודה, היה צורך להרחיב במידה ניכרת את ההשקעות במשק, תוך הישענות על מימון מבחוץ. במקביל פעלו גידול פוטנציאל הצמיחה של המשק והקטנת הסיכון הגיאופוליטי להגדלת הנכונות להלוות לו ולהשקיע בו. כך ניתן היה לממש את פוטנציאל הייצור של המשק, תוך ניצול היתרונות הייחודיים הגלומים בו ובכוח העבודה החדש, באופן שיאפשר לשרת בעתיד את תוספת החוב החיצוני הנדרשת בשלבי ההשקעה הראשוניים.

ואמנם, בשש השנים האחרונות ניכרה תנופת השקעות רבה הן בענפי המשק והן בדיור. מלאי ההון גדל במהלך תקופה זו במידה רבה (34 אחוזים), אף כי הוא עדיין מפגר אחר גידולה של תשומת העבודה (43 אחוזים). היקפן הגדול של ההשקעות איפשר קליטה נרחבת של עובדים במעגל הייצור: מרביתה של תוספת כוח העבודה (קרוב ל-80 אחוזים) נקלטה בסקטור העסקי, תוך ירידה של שיעור האבטלה במהלך שלוש השנים האחרונות. התרחבות זו של היקף ההשקעות לוותה, כצפוי, בהתרחבות הגירעון במאזן

התשלומים של המשק, המשקף את הפער שבין ההשקעה בו לחיסכון הלאומי, שכן אין צורך לממן את ההשקעה כולה באמצעות החיסכון השוטף. כל עוד משקף פער זה התרחבות השקעה ששיעור תשואתה כדאי למשק, יכול המשק ללוות ויוכל לשרת בעתיד את ההלוואות האלה.

אולם, בשנתיים האחרונות החלו עננים להעיב על מגמת ההתפתחות של המשק. על רקע הרעה בתנאי הסחר של המשק, נרשמה עלייה גדולה ברמת החיים של הציבור, הן זו שהוא קובע ישירות והן זו המסופקת לו על ידי הממשלה. (משקל הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית האזרחית בסך הכנסות המשק עלה ביותר מ-3 נקודות אחוז). עליית רמת החיים תרמה תרומה ניכרת להתרחבותו של הפער בין ההשקעה של המשק לחסכונו. תרומה זו – שלא כמו ההשקעה – אין בה כדי ליצור את המקורות שיוכלו לשרת בעתיד את החוב שנלקח בחו"ל. כך, בצד הצמיחה המהירה בשנתיים האחרונות, נוצרו במשק לחצי ביקוש, שהתבטאו בשנת 1994 בהאצת עליית המחירים, ובהתרחבות הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. בשנת 1995 התרחבו הביקושים בדומה לתוצר, אולם תנאי הסחר הורעו עוד יותר, וכך הוסיף להתרחב הגירעון בחשבון השוטף, והגיע ל-4.1 מיליארדי דולרים.

ראוי היה כי הממשלה תנקוט מדיניות המגיבה על שינוי מהותי זה בנסיבות, אך לא כך היה. נראה כי פירות הצמיחה וההצלחה הרבה בצמצום האבטלה, שהייתה אבן בוחן להצלחתה של המדיניות כולה, הרפו את הלחץ להתמיד במדיניות שאינה קלה לביצוע. כך, חרף תנאים חיצוניים המורעים והולכים זה שנתיים, ואף על פי שהצמיחה וירידת האבטלה מקלים על תגובה מתקנת, לא התאימה הממשלה את מדיניותה התקציבית לנסיבות, ואף חרגה מיעד הגירעון לשנה זו. עיקר מאמצי הממשלה בתיקון חריגת המחירים התבטאו בהתייחסות נקודתית למחירי הירקות והפירות (באמצעות פתיחת הענף ליבוא בהיקף מוגבל) ולמחירי הדיוור (באמצעות זירוז הפשרת קרקעות).

על רקע זה פעלה המדיניות המוניטרית לתיקון התוואי של המשק – תיקון שנועד בראש ובראשונה להחזיר אותו ליעד האינפלציה של 1995, לאחר החריגה בשנת 1994. עיקר ההישג של המדיניות המוניטרית היה בהיפוך מגמת הציפיות הגבוהות לאינפלציה בסוף 1994, בלי שניכרה האטה בקצב הצמיחה. עם זאת, נועד הריסון המוניטרי גם למתן את לחצי הביקוש, ובכך לתקן חלק מהחריגה של תוואי הגירעון בחשבון השוטף. ואולם, אין בכוחה של המדיניות המוניטרית לבדה להתמודד עם בעיית מאזן התשלומים ללא פעולה נחרצת מהצד הפיסקלי: ככל שהמדיניות המוניטרית נוטלת על עצמה חלק גדול יותר בריסון, נוצר פער גדול יותר בין תשואות מקומיות לבין תשואות בחו"ל, הפער גורם ליבוא הון, והדבר עלול להביא לפגיעה ברווחיות של הייצור ובמיוחד של היצוא. זאת ועוד, יבוא ההון למשק, שנגזר ממדיניות מרסנת זו, איפשר את מימון הגירעון הגדל במאזן התשלומים, ואף הגדיל את יתרות מטבע החוץ של המשק – אך אסור היה שהדבר יקהה את חומרתה של בעיית מאזן התשלומים, וייצור תחושה של חוסר דחיפות בפעולה פיסקלית, מתקנת. ריסון מוניטרי נועד לסייע עד אשר תתבטא השפעתו של ריסון פיסקלי שהוא, מטבע הדברים, איטי יותר בהפעלתו; אין זה רצוי להישען על ריסון מוניטרי בלבד. אף שהשנה לא היה קושי לממן את הגירעון במאזן התשלומים, מומן חלק נכבד ממנו באמצעות יבוא הון לטווח קצר, שאינו יכול להתמיד. יתר על כן, הניתוח של גורמי היווצרות הגירעון מלמד כי חלק ניכר ממנו משקף עלייה של רמת החיים, וזו אינה יכולה להתמיד על חשבון המשך נטילת הלוואות מחו"ל. גם הגידול הניכר של ההשקעות, שתרם ליצירת הפער במאזן התשלומים, אינו משקף כולו שיעורי תשואה הכדאיים למשק, שכן חלק לא מבוטל ממנו סובסד בשיעור ניכר בידי הממשלה. יתירה מזו, כפי שנראה להלן, הרכב הצמיחה השנה אינו מממש את פוטנציאל הצמיחה של המשק, שכן אין הוא מובל על ידי צמיחה מואצת של היצוא, שגידולו היה השנה מאכזב. אינדיקטורים אלה מצביעים אפוא על התפתחויות שניתן לפרשן באורח שלילי. לפיכך עולים ספקות בדבר היכולת להתמיד ולצמוח בשיעורים שידענו מתחילת העשור, ונראה שתוואי ההתפתחות הנוכחי של המשק, הנשען על גירעון גדול בחשבון השוטף

של מאזן התשלומים, אינו ב־התמדה; יש לתקנו באמצעות ריסון פיסקלי, שיאפשר גם הקלה בריסון המוניטרי.

המדיניות הנדרשת לתיקון התוואי הקיים, מן הראוי שתיסמך על הבנת מצבו של המשק בשנת 1995, ועל הגורמים שהביאוהו לכך. נעבור עתה אפוא לסקירה מפורטת וניתוח של ההתפתחויות במשק בשנת 1995, ונחתום בהצגת המדיניות הנדרשת לשם חזרתו לתוואי הנכון, אשר יוכל לתרום להמשך צמצום הפערים שבינו לבין משקים מפותחים במערב.

* * *

בשנת 1995 צמח המשק בשיעור של כ־7 אחוזים, והסקטור העסקי התרחב ביותר מ־8 אחוזים. הצמיחה המהירה נענתה להתרחבות המהירה של הביקושים המקומיים, שהובילו על ידי גידול ההשקעה – כ־11 אחוזים – ובמיוחד בבנייה למגורים, 19 אחוזים. כנגד זאת נרשמה האטה מסוימת בקצב גידולו של היצוא, ובמיוחד ביצוא הסחורות. (למעט יהלומים גדל יצוא הסחורות בפחות מ־4 אחוזים). האטה זו היא מאכזבת, במיוחד על רקע של ההאצה בסחר העולמי (שהתרחב בכ־8 אחוזים), פתיחת שווקים חדשים בפני היצוא הישראלי והשקעות מסיביות במשק בשנים האחרונות. ההתרחבות המהירה של הביקושים במשק משקפת את המשך היערכותו לניצול פוטנציאל הצמיחה

לוח א' - 1

התוצר ורכיבי הביקוש המיצרפי, 1990 עד 1995
(ממוצעים שנתיים)

-1990				1995	
1995	1994	1993	1992		
(השינוי הריאלי לשנה, אחוזים)				(המשקל באחוזי תוצר)	
7.1	6.5	3.4	6.4	100	התוצר המקומי הגולמי
7.2	8.9	7.2	6.9	62	הצריכה הפרטית
2.7	4.0	0.4	3.9	27	הצריכה הציבורית המקומית
6.0	18.3	16.6	19.8	17	ההשקעה הגולמית המקומית: בענפי המשק
18.7	3.1	-23.7	26.7	7	במגורים
7.2	8.1	5.0	9.2	114	השימושים המקומיים (למעט יבוא ביטחוני ישיר)
9.3	13.7	12.4	11.8	46	היבוא האזרחי
10.1	11.5	10.7	4.9	32	היצוא
3.8	14.0	18.1	5.1	17	מזה: יצוא הסחורות (למעט יהלומים ויוש"ע

המקור: לוחות ב' - 1, ב' - 6, ו' - 3.

שלו, מצד אחד, ואת המדיניות הפיסקלית המרחיבה, מהצד האחר. התרחבות הביקושים לא לוותה בהתרחבות של עורך הביקוש במשק. (משקל עורך היבוא במחירים קבועים נשאר פחות או יותר קבוע). לפיכך אין בה כדי להסביר את ירידת מחירו של היצוא יחסית לתוצר השנה – כ-4 אחוזים, לאחר ייסוף ריאלי של כ-6 אחוזים אשתקד. (במחירי היצוא יחסית למחירי התוצר העסקי היה הייסוף הריאלי מתון יותר). מעבר למגמת הייסוף הריאלי, המלווה את המשק לאורך זמן כתוצאה מתהליך הצמיחה, ביטא הייסוף הריאלי בשנת 1994 גם את עודפי הביקוש המוגברים במשק. השנה השתקף הייסוף הריאלי רק ביצוא, ואילו במחיר היבוא יחסית לתוצר אף נרשם פיתוח ריאלי קטן – תופעה הקשורה בעיקר להתפתחות המחירים העולמיים, שהרעו את תנאי הסחר של ישראל. בשלב זה נראה כי האטת קצב הפיתוח לא הביאה לייסוף ריאלי משמעותי ביצוא, ועיקר השפעתה התבטא רק לקראת סוף השנה. (במחצית השנייה של השנה נרשם ייסוף ריאלי משמעותי ביצוא).

זו השנה השנייה שהתפתחויות המחירים בעולם מרעות את מצבה היחסי של ישראל, ובמצטבר הורעו תנאי הסחר (מחירי היבוא יחסית למחירי היצוא) בשנתיים אלו ב-7 אחוזים. הרעה זו, הפוגעת במשק באמצעות פגיעתה בהכנסה הלאומית, לא לוותה בירידה מתאימה של רמת החיים; להפך, בשנתיים האחרונות נרשמה עלייה מהירה של הצריכה הפרטית לנפש. (בשנים 1993 ו-1994 הייתה עלייה זו מלווה גם בירידה ניכרת של החיסכון הפרטי, ואילו השנה היא הייתה מלווה בעלייה קטנה בו). גם הממשלה לא הפנימה את הפגיעה החיצונית במשק, אף שזו נמשכה שנתיים תמימות, ולא רק שלא עשתה לקיזוז מסוים של ההרחבה בסקטור הפרטי, אלא אף הגבירה את לחצה הישיר והעקיף להרחבת הביקושים במשק. התוצר הגיב על הרחבת הביקושים בהתרחבות ניכרת, אך תוך גידול ניכר של הפער בין היבוא ליצוא בשנתיים האחרונות. פער זה, בניכוי ההעברות החד-צדדיות מחו"ל, הצטבר בשנת 1995 ל-4.2 אחוזים מן ההכנסות העומדות לרשות המשק – שיעור שלא ניתן להתמיד בו לאורך זמן.

לוח א' - 2

תנאי הייצור בסקטור העסקי, 1990 עד 1995 (אחוזים, כמונחים שנתיים)

	-1990			
	1995	1994	1993	1992
שיעור הצמיחה של התוצר העסקי	8.6	7.6	3.6	7.9
שיעור הגידול של תשומת העבודה המקומית	7.2	8.7	4.8	5.3
שיעור הגידול של מלאי ההון הגולמי	8.8	6.9	5.4	3.1
שיעור הגידול של הפריון הכולל	0.8	-0.5	-1.4	3.2
שיעור הגידול של עלות העבודה הריאלית ליחידת תוצר ¹	1.3	2.9	2.3	-2.9
שיעור התשואה של ההון הגולמי ²	12.6	13.4	14.5	13.8

(1) החישוב מבוסס על התוצר הנקי במחירי גורמי ייצור.

(2) לפני מס.

המקור: לוחות ב'-3, ב'-5, ד'-1.

מאז ראשית גל העלייה ועד סוף 1993 הקפידה הממשלה על משמעת פיסקלית ראויה. למרות תנאים המחייבים הרחבת הוצאות בגין קליטת העלייה, נחקק חוק להפחתת הגירעון, והוא נשמר בקפדנות תוך ירידה של משקל הוצאות הממשלה בתוצר והורדה של נטל המס. בשנתיים האחרונות התרופפה משמעת זו. ההתרופפות מתבטאת לא רק בתחום התקציב, כפי שיתואר להלן, אלא גם בהאטת הרפורמות המבניות במשק, שלהן מתנגדות קבוצות לחץ שונות.

בשנת 1994 ננקטה מדיניות פיסקלית מרחיבה, שהתבטאה בעיקר בהרכב ההוצאות של הממשלה: זאת במיוחד במתן תוספות שכר לעובדי הסקטור הציבורי, במסגרת הסכמים המקנים תוספות בממדים ללא תקדים, למשך כמה שנים. עם זאת נשמרה בשנת 1994 המשמעת בכל הנוגע לגירעון הממשלה, ומשקל החוב הפנימי בתוצר המשיך לרדת. בשנת 1995 נמשכה מגמת ההתרחבות של הוצאות הממשלה, שהתבטאה לא רק בעליית תשלומי השכר, אלא גם בגידול תשלומי ההעברה, בהגברת מעורבות הממשלה בתחום הבריאות ובגידול נטל הביטחון. יתר על כן, בתחום הגירעון הממשלתי נרשמה עלייה לא מבוטלת, ומשקל החוב הפנימי בתוצר לא ירד. ראשיתה של עליית הגירעון בתקציב הנוסף, שהוגש בסוף שנת 1994, לראשונה מאז תחילת גל העלייה; המשכה בחריגה של גירעון הממשלה מעבר ליעד שנקבע בחוק; חריגה זו לא התבטאה עדיין במלואה בנתונים, משום שממשלה דחתה חלק מהגירעון באופן טכני לשנת 1996. הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי כולו עלה בשנת 1995, והסתכם ב־4.4 אחוזי תוצר, והוא מבטא חיסכון שלילי של הסקטור הציבורי (0.8 אחוזי תוצר).

לוח א' - 3

גירעון הסקטור הציבורי ורכיביו העיקריים, 1990 עד 1995
(אחוזי תוצר, במונחים שנתיים)

	-1990			
	1995	1994	1993	1992
הגירעון (-)/העודף (+) הכולל של הסקטור הציבורי	-3.4	-2.3	-3.5	-4.6
הגירעון (-)/העודף (+) המקומי של הסקטור הציבורי	-4.4	-3.3	-5.2	-7.8
ההכנסות המקומיות	47.7	47.0	46.2	45.5
ההוצאות המקומיות	52.1	50.3	51.4	53.3
החוב הציבורי הכולל	92	95	102	110
מזה: החוב הציבורי הפנימי נטו	75	75	81	91
הגירעון המקומי של הממשלה (ללא מתן אשראי)	3.5	2.0	2.4	5.2

המקור: לוחות ה-1, ה-2, ה-3.

החיסכון הציבורי השלילי תרם לירידת החיסכון הלאומי לממדים נמוכים יחסית, הן ישירות והן בעקיפין באמצעות רכיביו; השפיעה במיוחד העלייה הגדולה של תשלומי השכר למועסקים בסקטור הציבורי, שתרמה לעליית הצריכה הפרטית. רמתו הנמוכה של חסכון המשק אינה מאפשרת שמירה על היקף השקעה גבוה לאורך זמן. מן הראוי לציין, שללא התנאים החיצוניים הבלתי נוחים למשק בשנתיים

האחרונות, הייתה המדיניות הפיסקלית המתוארת לעיל מביאה לעלייה מתונה בלבד של הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ולהאטה לא גדולה בקצב הצמיחה. אולם, כאמור, הרעת תנאי הסחר של ישראל בשנתיים אלה החריפה את ההשפעה השלילית של מדיניות זו.

יתר על כן, הואיל וגידולן של הוצאות הממשלה בשנתיים האחרונות מבטא רכיבים המגלמים מחויבות להתמתנה ברמה גבוהה, הוא יצמצם את היכולת להוריד את נטל המס בעתיד. בכך לא ניצלה הממשלה את צמיחתו המהירה של המשק לשם התקדמות במדיניות של הקטנת מעורבותה בו. זו יכולה להשתקף בירידת משקל הוצאותיה של הממשלה בתוצר, גם תוך הגדלת ההוצאות עצמן. כן לא מנוצלת האפשרות להורדת נטל המס, שעליה התחייבה הממשלה במדיניותה, ונפגע מיצוי פוטנציאל הצמיחה של המשק. צמיחתו של המשק, שכאמור, נענתה לביקושים הציבוריים והפרטיים, נשענה הן על השקעה ניכרת בשנים הקודמות, אשר הגדילה מאוד את מלאי ההון של המשק, והן על התרחבות רבה של התעסוקה. תרמו לכך גם השקעות מסיביות של הממשלה בתשתית והשקעה ניכרת של המשק במחקר ופיתוח. אולם הפריון לא גדל כלל. התפתחותו של הפריון בשנים האחרונות לא ענתה על הציפיות לעלייתו, הודות לקליטת מועסקים בעלי השכלה גבוהה, ונראה שציפיות אלו היו מוגזמות. יתר על כן, תהליך הקליטה המסיבי של מלאי הון חדש ומספר כה גדול של מועסקים חדשים, מתקשה, בשלבי הראשונים, להניב גידול משמעותי של הפריון.

לוח א' - 4

החיסכון הלאומי ושימושי -

ההשקעה והחשבון השוטף במאזן התשלומים, 1990 עד 1995
(אחוזים מכלל הכנסות המשק, במונחים שנתיים)

1995	1994	1993	1992	-1990	
18.1	18.7	20.2	20.4		החיסכון הלאומי הגולמי מכלל הכנסות המשק
-0.7	0.4	0.1	-0.9		א. החיסכון הציבורי
18.7	18.3	20.1	21.2		ב. החיסכון הפרטי
22.6	22.0	21.8	20.8		סך ההשקעה הגולמית
15.3	15.6	14.6	12.4		מזה: בענפי המשק
0.3	0.3	0.3	0.4		העברות על חשבון הון
-4.2	-3.0	-1.3	0.0		החשבון השוטף נטו במאזן התשלומים

המקור: לוח ב'-12.

היקף ההשקעה הנרחב מאז החל גל העלייה מתבטא בגידול מהיר של מלאי ההון העסקי השנה, כ-9 אחוזים. הגידול המהיר מקיף כמעט את כל הענפים, ובבנייה היה הגידול מהיר עוד יותר. יחס ההון לעובד, שירד ירידה תלולה בתחילת גל העלייה, עלה מאז בהדרגה, והתקרב לרמה של ערב הגל. עליית הריבית ארוכת הטווח במשק השנה - שהיא תוצאה של המדיניות המוניטרית המרסנת, מצד אחד, ושל הפער בין

היצע החיסכון להשקעה במשק, מהצד האחר – קירבה את הריבית למשקיע אל הריבית שעומדת בפני המשק, ותרמה ליתר רציונליזציה בהשקעות. אולם חלק ממלאי ההון שנצבר בשנים האחרונות, במיוחד בתעשייה, הונע על ידי החוק לעידוד השקעות הון, המסבסד את ההשקעות באורח בלתי יעיל, ואת חלקן – במידה משמעותית (קרוב ל-40 אחוזים). היה אמנם היגיון להשתמש בסבסוד משמעותי למשך זמן מוגבל בתקופת קליטת העלייה, שהביאה לאבטלה גבוהה – כדי להבטיח ששיעור האבטלה הגבוה לא יתמיד, כפי שאירע במדינות רבות שבהן עלתה האבטלה. אולם בשנתיים האחרונות, לאחר ששיעור האבטלה ירד ירידה ניכרת, ומעמדו של המשק בעולם השתפר מאוד – אין מקום להתמיד בשיעורי סבסוד כה גבוהים, ומה גם שהסבסוד ניתן באמצעות חוק עתיר עיוותים. יתר על כן, במצב הנוכחי של המשק, שיש בו עודפי ביקוש, גורמות השקעות מסובסדות אלה ללחץ נוסף על מאזן התשלומים, ואילו תשואתן למשק עלולה להיות נמוכה משיעור הריבית שהוא משלם.

ההתרחבות הגדולה של התעסוקה המקומית (עלייה של 6.7 אחוזים בתשומת העבודה) הקיפה במיוחד את הסקטור העסקי – אך גם את הסקטור הציבורי, חרף החלטות הממשלה לצמצם את שיא כוח האדם (מצבת התקנים) שהיא מעסיקה. (הסקטור הציבורי תרם השנה נקודת אחוז אחת הן לגידול התעסוקה במשק והן לצמצום שיעור האבטלה). התרחבות התעסוקה, על רקע הצטמצמות האבטלה, נשענה השנה במידה גוברת על מועסקים זרים (במיוחד בענפי החקלאות והבנייה, אך לא רק בהם). אין בידינו נתונים מהימנים על היקפי תעסוקה זו, אך גם ההערכות הממעיטות מבטאות ממדים, שעלולים ליצור בעיה חברתית בעתיד. לפיכך, אף שיש בתופעה זו כדי להגמיש את שוק העבודה הישראלי, ראוי לשקול את תרומתה כנגד הנזק הנגרם בעטיה, וזאת במיוחד על רקע האלטרנטיבה לכוח העבודה הזול – שיפורים טכנולוגיים.

גידולה של התעסוקה התבטא בירידה ניכרת של שיעור האבטלה ב-1995 ל-6.3 נקודות אחוז (לאחר

לוח א'-5

שוק העבודה, 1990 עד 1995
(אחוזים, במנוחים שנתיים)

	-1990			
	1995	1994	1993	1992
גידול האוכלוסייה הממוצעת	2.6	2.6	2.7	4.3
שיעור ההשתתפות בכוח העבודה	53.8	53.6	52.9	51.7
גידול מספר המועסקים בסקטור העסקי	6.5	7.1	5.2	4.2
בסקטור הציבורי	4.4	4.6	3.9	3.8
שיעור האבטלה	6.3	7.8	10.0	10.5
השינוי בשכר הריאלי למשרת שכיר	2.1	2.3	0.6	-0.9
מזה: בסקטור העסקי	0.2	-0.4	0.3	-1.6

(1) מנוכה במדר המחירים לצרכן.

המקור: לוחות ד'-1, ד'-3, ד'-4.

7.8 נקודות אחוז בשנה הקודמת). כך הגיע המשק לרמת תעסוקה גבוהה, הדומה במאפייניה לתעסוקה מלאה, שבה הניסיון לגייס עובדים נוספים יוצר לחצים לעליית השכר הריאלי.

השכר הריאלי בסקטור העסקי מנקודת ראות העובר כמעט שלא עלה השנה, לאחר שמראשית העשור נרשמה בו ירידה של כ-5 אחוזים, ובשנתיים האחרונות הוא לא השתנה. העלייה המתונה השנה משקפת את היחלשות הקשר ששרר בעבר במשק בין עליות השכר בסקטור הציבורי לבין העליות בסקטור העסקי: הפער בהתפתחות השכר בין שני הסקטורים האלה הצטבר בשנתיים האחרונות לכ-16 אחוזים, והוא משקף כולו את עליית השכר בסקטור הציבורי, כתוצאה מההסכמים שנחתמו בו. היחלשותו של קשר זה מבטאת את הגמשתו של שוק העבודה, הנשענת על התפתחויות הן בצד היצע העבודה והן בדרך היקבעותו של השכר במשק. כך גדלה הזיקה בין הרווחיות ומצב שוק העבודה לשינוי השכר בסקטור העסקי. מחמת ירידת רווחיותו של הסקטור העסקי בשנתיים האחרונות, לא תורגמו עליות השכר בסקטור הציבורי לעליות בסקטור העסקי, ונמנעה פגיעה נוספת ברווחיות המשק ובצמיחתו. עם זאת, אחד מהצינורות שדרכם פעל קשר זה בעבר, שכר המינימום, צפוי לעלות בחודש אפריל 1996 בכ-13 אחוזים, כך שעדיין אין להתעלם מהאיום שבגלגול שכר מסוים. יתר על כן, העלייה המתונה של השכר הריאלי השנה משקפת עלייה גדולה יותר של השכר מנקודת ראותו של המעסיק, חרף הקטנת המס המקביל. השכר למעסיק עלה כ-3 אחוזים, והוא מתורגם לעליית עלות העבודה ליחידת תוצר בשיעור של כ-1.3 אחוזים, המקטינה את רווחיות הסקטור העסקי. הפגיעה ברווחיות הייתה חריפה עוד יותר במגזר המייעד את תוצרתו ליצוא, על רקע ההרעה בתנאי הסחר של המשק, והיא תורמת להבנת התפתחות היצוא. ההרעה בתנאי הסחר של המשק משקפת את השינויים בשערי החליפין הצולבים בין המטבעות הזרים העיקריים ובמחירים יחסיים בעולם. היצוא הישראלי, התורם להכנסה הלאומית, עתיר במוצרים שמחיריהם

לוח א' - 6

מאזן התשלומים, 1990 עד 1995
(מיליארדי דולרים, במונחים שנתיים)

	1990-	1992	1993	1994	1995
עודף היבוא	6.4	7.9	9.4	11.1	
ההעברות החד-צדדיות	6.5	6.7	6.9	7.0	
החשבון השוטף	0.1	-1.3	-2.5	-4.1	
היבוא האזרחי	24.7	28.8	33.2	39.4	
היצוא	19.9	23.0	25.4	29.7	
יבוא ההון הפרטי הנגזר	-0.7	1.0	1.4	6.4	
יתרות מטבע החוץ ¹	6.5	7.1	7.3	8.7	
החוב החיצוני נטו	15.2	16.8	17.7	19.2	

(1) במוסדות המרכזיים לסוף תקופה.

המקור: לוחות ו-1, 2, ו-3.

צמודים לשער הדולר, אשר נחלש בממוצע בשנתיים האחרונות – ואילו היבוא, שמחייב הוצאה לאומית, עתיר יחסית במוצרים אירופיים, שמטבעותיהם התחזקו, ומחיריהם עלו יחסית. (קרוב ל־40 אחוזים מההרעה בתנאי הסחר השנה נזקפת להתפתחות שערי החליפין בעולם). מעבר לכך הייתה בשנתיים האחרונות התייקרות גדולה של חומרי גלם שהמשק הישראלי מייבא. שילוב התפתחויות זה משתקף בתנאי הסחר של ישראל, שהורעו במצטבר בשנתיים אלו ב־7 אחוזים. הרעת תנאי הסחר תרמה בשנת 1994 כ־35 אחוזים מגידולו של עודף היבוא, וב־1995 – כ־60 אחוזים. היא התבטאה בהתייקרות מוצרי היבוא יחסית למוצרים המקומיים, לעומת הוזלתם הניכרת של מוצרי היצוא יחסית למוצרים המקומיים. במקביל התמתן קצב הגידול הן של היבוא והן של היצוא: היבוא עלה ב־9 אחוזים, לאחר 12–15 אחוזים בארבע השנים הקודמות, ואילו יצוא הסחורות עלה אך במעט (3.8 אחוזים). עלייה זו מאכזבת, במיוחד על רקע התפתחות הסחר העולמי, שהתרחב השנה בכ־8 אחוזים, וההערכות כי שוקי היצוא של ישראל התרחבו בשיעור גדול עוד יותר. (זאת גם אם מובאת בחשבון הפגיעה המיוחדת ביצוא תעשיות הביטחון הישראליות).

רובה המכריע של ההרעה בתנאי הסחר של המשק חיצונית למשק, אולם עדיין לא ברור אם היא זמנית. הוזהרות מחייבת את קובעי המדיניות שלא לנקוט עמדה פסיבית, שכן מאזן התשלומים הוא מישור רגיש במשקים כשלנו, שהם פתוחים מאוד לסחר ולתנועות הון. לפיכך, אף שממדי החוב החיצוני אינם גדלים (והשנה לא נרשמה עלייה של יחס החוב לתוצר), ולמרות של ישראל יש קו אשראי נוח, שטרם נוצל במלואו – הערבויות מממשלת ארה"ב – יש להידרש לבעיה, שכן, ממדי תנועות ההון בטווח הקצר, העלולות להתהפך, יכולים להיות גדולים, ולעלות על היקפו של מקור זה.

עד כה לא התקשה המשק הישראלי לממן את הפער המתרחב במאזן התשלומים. גידול הצורך ללוות בחו"ל כדי לממן את ההשקעות הגדולות לווה בנכונות של העולם להלוות לישראל ולהשקיע בה – משום שכאמור, היה צפוי כי פירות ההשקעות הרבות יוכלו לשרת הלוואות אלו בעתיד. על רקע השיפור במצבה הכלכלי של ישראל, שהשתקף גם בדירוג (rating) של המשק, גברה נכונות זו, והתבטאה גם בגידול ההשקעות הזרות בה. בשנים 1993 ו־1994 מומן רובו המכריע של הגירעון בחשבון השוטף באמצעות יבוא הון לטווח ארוך, בעיקר על ידי הממשלה. בשנת 1995 הסתכם יבוא ההון לטווח ארוך בהיקף של כ־2.2 מיליארדי דולרים – רובו המכריע, 1.6 מיליארדים, באמצעות הסקטור הפרטי הלא פיננסי – וזהו היקף חסר תקדים. נוסף על כך זרם למשק גם יבוא הון לטווח קצר בממדים גדולים, שרובו מוסבר בפערי הריביות אשר שררו השנה בין המשק לבין חו"ל. פערי ריביות אלה הן תוצאה של מדיניות מוניטרית ששמה לה למטרה לשמר ריביות מקומיות גבוהות, כדי לעזור בהשגת יעד האינפלציה. בכך סייעה המדיניות המוניטרית לממן חלק מהגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים. אך, כאמור, אסור שמימון זמני זה ימעיט מן הדחיפות שבנקיטת מדיניות פיסקלית מתקנת.

היקף יבוא ההון שהונע על ידי פערי ריביות הושפע לא רק מרמת הריבית המקומית לטווח קצר, אלא גם ממדיניות ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ. במשך מרביתה של השנה התערב הבנק בשוק מטבע החוץ במטרה להקטין את ההשלכות השליליות של ירידת שער החליפין על הייצור והיצוא. ההתערבות מיתנה את ייסופו הנומinalי של השקל, אך שער החליפין נותר מתחת לשער האמצע במשך התקופה כולה. בכך תרמה מדיניות זו להגברת יבוא ההון, שכן הסיכון הכרוך בו ירד. במחצית השנייה של השנה חל שינוי, ומידת ההתערבות הצטמצמה, יחד עם הרחבת הרצועה מ־10 אחוזים ל־14 אחוזים – אך גם במשך מחצית זו ההתערבות לא הייתה אחידה. נראה שהתערבות זו, ועמה הסטייה המתמשכת של שער החליפין בפועל משער האמצע, המעיטו מחשיבות תפקידו של שער האמצע בעיצוב הציפיות לעלייתו לאופק של שנה. אמנם הייתה בכך תרומה להאטת קצב עלייתם של המחירים (כפי שיוסבר להלן), אך זאת במחיר התגברות של תנועת ההון למשק, והאפשרות שעל רקע הגירעונות הגדלים

בתקציב ובמיוחד במאזן התשלומים, זו תחליף כיוון – אם ישתנו ציפיות הציבור בדבר כדאיות ההשקעה במטבע חוץ.

המדיניות המוניטרית המרסנת, שנוהלה מאז שלהי שנת 1994, שמרה על רמה גבוהה של ריביות נומינליות, במטרה להתאים את האינפלציה בפועל ליעד שנקבע על ידי הממשלה ובנק ישראל. זאת לאחר החריגה של קצב האינפלציה במהלך שנת 1994, בין היתר בעקבות עליות שכר חריגות והתרחבות גדולה של אמצעי התשלום במחצית השנייה של שנת 1993, שלוותה ברמה נמוכה של ריבית נומינלית. מאז הצליחה המדיניות המוניטרית בקיווזה של ההרחבה המוניטרית, ובהחזרת אמצעי התשלום לתוואי המתיישב עם יעד האינפלציה. לאחר שבמהלך שנת 1994 עלו אמצעי התשלום רק ב-5 אחוזים, הם עלו במהלך שנת 1995 בכ-16 אחוזים, בדומה לשיעור התרחבותו של התוצר הנומינלי.

מהלכים אלו של המדיניות המוניטרית מבטאים שינוי דגש: ממדיניות המתמקדת בשער החליפין, ובאמצעות שמירה על התוואי שלו משפיעה על קצב עליית המחירים כולם – למדיניות המתרכזת בקביעת הריביות על מקורות בנק ישראל, במטרה להשיג את יעד האינפלציה. עם זאת, המחירים במשק עדיין מושפעים, כמובן, במידה רבה משער החליפין. עיקר השינוי מתמקד אפוא בדרך ההשפעה על ציפיות הציבור לאינפלציה, שהן ערוץ חשוב בהיקבעות המחירים. עתה הציפיות מושפעות במישרין ממדיניות הריבית ומהאיתות שהיא משדרת, ולא רק משער החליפין ומשיפוע התוואי שנקבע לו.

ככל שנמשכה המדיניות המוניטרית המרסנת, וככל שפער הריביות בין הארץ לחו"ל היה אפקטיבי יותר, כן גברה השפעתה של מדיניות זו על ציפיות הציבור לאינפלציה. בתחילתו של תהליך העלאת הריביות נרשמו עליות באומדן ציפיות הציבור – ואילו בסוף שנת 1994, לאחר העליות הגדולות של הריבית, נרשמה ירידה של הציפיות.

לוח א'-7

העליות של רמות המחירים השנתיות הממוצעות, 1990 עד 1995
(אחוזים, במונחים שנתיים)

			1992- 1995	1990- 1991
1995	1994	1993		
10.0	12.3	10.9	11.3	18.1
8.8	9.4	8.5	9.7	14.5
9.3	8.7	9.0	9.7	15.1
8.1	7.8	7.3	8.5	12.4
11.4	15.1	12.8	12.9	21.4
5.4	5.8	9.8	7.1	12.1
9.8	7.4	9.7	8.5	10.2
4.6	7.8	12.1	8.6	11.4
8.1	14.5	11.2	10.8	17.8

המקור: לוחות ג'-1, ג'-2, ג'-3, ג'-5.

מדד המחירים לצרכן עלה ב־8.1 אחוזים במשך שנת 1995, לאחר עלייה של 14.5 אחוזים במשך שנת 1994. האטה זו מגוימה בממדי ההאטה שהייתה בקצב האינפלציה השנה. התפתחות מחירים היחסי של הפירות והירקות – אשר הקשר שלהם למדיניות המוניטרית, לשער החליפין ולציפיות הוא זניח – תרמה תרומה חשובה לשוני שבין עליות המחירים בין השנים הללו. בניכוי רכיב זה היה קצב עליית המחירים בשנת 1994 12.7 אחוזים, ובשנת 1995 – 10 אחוזים.

מחיר יחסי נוסף שהשתנה מאוד בשנים האחרונות הוא מחיר הדיור. הוא הושפע מהמדיניות המוניטרית, אך גם, במידה מכרעת, מעודף הביקוש הגדול בענף, בעקבות גל העלייה וההתפתחויות המדיניות, ומזירו הפשרת הקרקעות על ידי הממשלה והחשת הבנייה בשנת 1995. כך עלה המחיר היחסי של הדיור ב־10.2 אחוזים בשנת 1994 ורק ב־6.7 אחוזים השנה, ותרומתו לעליית המדד צומצמה מ־2.6 נקודות אחוז בשנת 1994 ל־1.7 נקודות אחוז בשנת 1995. (בשנת 1992 ירד מחיר יחסי זה ב־4.7 אחוזים, וב־1993 הוא עלה ב־15 אחוזים.)

מגמת האינפלציה (underlying inflation) – הנמדדת ברמה השנתית באורח מקורב, בניכוי השפעות המחיר היחסי של הפירות והירקות והדיור – הסתכמה בשנים 1994 ו־1995 ב־9.8 ו־8.8 אחוזים, בהתאמה. החל משנת 1992 מורה מדד זה על קצב של קרוב ל־10 אחוזים, התומך בהערכה, כי בארבע השנים האחרונות נמצא המשק בסביבת אינפלציה של 10 אחוזים, תוך חריגות לא גדולות כלפי מעלה (בשנת 1994) וכלפי מטה (בשנת 1995). בממצא זה תומכת גם התפתחותם של מדדי מחירים אחרים. עם זאת נודעת למדד המחירים לצרכן חשיבות מרכזית – מפני הגדרת יעד האינפלציה במונחים, הסדרי ההצמדה אליו, פרסומו החודשי וההתייחסות הרבה אליו. ההאטה הגדולה שנרשמה בו החל מראשית שנת 1995, בגין ירידת מחירי הפירות והירקות, תרמה גם היא לירידה של ציפיות הציבור לאינפלציה, ירידה שהובילה, כאמור, על ידי המדיניות המוניטרית. על רקע ירידת האבטלה, עליות השכר בסקטור הציבורי והתרחבות הגירעון התקציבי, בולטת הצלחת המדיניות המוניטרית במניעת תרגום של עליות המחירים שהיו אשתקד לקצב מתמשך.

המדיניות המוניטרית משפיעה על התפתחות המחירים לא רק באמצעות עיצוב הציפיות של הציבור, אלא גם באמצעות שער החליפין. ריסון מוניטרי המתבטא בריבית מקומית גבוהה ייטה לגרום ליבוא הון ולהאטה בשער החליפין ואף לייסופו. אם התפתחות כזאת מתמידה, היא יכולה לפעול גם למיתון קצב עליית המחירים, אולם אם קיימות קשיחויות במשק, עלולה להיווצר פגיעה ברווחיות הסקטור הסחיר. על רקע החשש מסטייה גדולה של שער החליפין משער האמצע, שעלולה להביא לשחיקת רווחיות היצוא, מיתנה המדיניות המוניטרית את תגובת שער החליפין להיצע מטבע החוץ, ומנעה חלק מהייסוף. לשם כך רכש בנק ישראל חלק גדול מההון שיובא למשק מסוף 1994 עד סוף 1995, וקיזז אותו בכלים מוניטריים. רק חלק מיבוא ההון השפיע אפוא על שער החליפין, וכך הייתה עלייתו של השער מתונה משיפוע הרצויה. כנגד זאת הואצו השנה באופן בלתי צפוי עליות מחירי הסחר בעולם, שהם רלבנטיים להתפתחות מחירי הסחירים הישראליים, ובכך עזרו למשק להתגבר על האטת שער החליפין. ואמנם, קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים במדד המחירים לצרכן, הקשור קשר הדוק בשער החליפין ובמחירים העולמיים, הואט אך במעט.

מדיניות בנק ישראל בתחום רצועת שער החליפין בשנתיים האחרונות, שכללה אי הסתגלות לחרیגה שנרשמה באינפלציה בשנת 1994, ומתן אפשרות, אף כי מוגבלת, ליבוא ההון להשפיע על שער החליפין, משקפת שמירה על הפרמטרים המאפיינים את רצועת שער החליפין. למדיניות כזאת היה הישג בתחום עליות המחירים השנה, והתמדה בה יכולה לסייע במניעת האצת האינפלציה. אולם אין להסיק מהתפתחות המשק השנה לגבי היכולת להתמיד במדיניות כזו, אם לא תינקט מדיניות פיסקלית מרסנת. אמנם השנה המדיניות המוניטרית לא תרמה תרומה משמעותית להאטה ביצוא, אך השפעותיה עלולות לגדול עם

לוח א'-8

אינדיקטורים מוניטריים, 1990 עד 1995
(אחוזים, במונחים שנתיים)

1995	1994	1993	-1990	
			1992	
				הגידול הנומינלי של הנכסים והאשראי ¹
8.0	21.0	24.0	25.6	אמצעי התשלום (M1)
26.2	28.1	44.9	33.7	סך האשראי הבנקאי החופשי
15.6	13.4	11.3	14.2	הריבית הנומינלית על מקורות בנק ישראל
13.3	11.6	9.7	12.1	הריבית הנומינלית על פח"ק/תפ"ס
20.1	17.4	16.4	24.2	הריבית הנומינלית על האשראי החופשי במטבע ישראלי
5.4	4.8	4.7	7.7	הריבית הממוצעת על סל המטבעות
4.1	2.9	2.8	1.9	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות חוב ל-5 שנים
-13.9	-10.4	49.9	52.5	שיעור התשואה הממוצע של המניות

(1) עליות של הרמות השנתיות הממוצעות.

המקור: לוחות ז'-3, ז'-4, ז'-5, ו'-15.

התמדתה. לפיכך שימוש מתמשך בה בניסיון להאט את קצב האינפלציה, ללא תמיכה מספקת של כלי המדיניות האחרים, עלול לגבות מהמשק מחירים הולכים וגדלים בתחום הייצור של מוצרים סחירים. לסיכום: ההתפתחויות במשק בשנת 1995 – אף שהיו נאות מבחינת הצמיחה, התעסוקה והאינפלציה – משקפות תוואי שאינו יכול להתמיד, הן מבחינת גודלו של הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והרכב מימונו, והן מבחינת הרכב הצמיחה. פתירותו של המשק, ומידת החשיפה הגדולה שלו לסחר ולתנועות הון מחייבים את קובעי המדיניות להיערך גם לאפשרות של זעזועים שעלולים לפקוד את המשק בעתיד. אף שאין בשלב זה סימנים שליליים משמעותיים, מידת הוהירות מחייבת צמצום הסיכונים שהמשק חשוף להם. לפיכך נדרש בהקדם תיקון המדיניות הכלכלית, באופן שיאפשר את תיקון תוואי ההתפתחות של המשק.

כדי לאפשר למשק להתקדם לקראת יעדיו ארוכי הטווח, ולצמצם את הפער בינו לבין משקים מערביים, שומה על המדיניות הכלכלית בראש ובראשונה להחזיר אותו לתוואי בר התמדה. לשם כך יש לשנות את הרכב המדיניות – להפעיל ריסון פיסקלי, שיתיישב עם יעדי אינפלציה נמוכים ועם הרפורמות הפיסקליות הדרושות למשק, ובהן צמצום גודלו היחסי של הסקטור הציבורי, ולהקל את נטל הריסון המוטל על המדיניות המוניטרית. כך יושג גם איזון בין הגדלים הנומינליים השונים, ותתאפשר יתר רגיעה בשווקים הפיננסיים.

במקביל לתיקון התוואי של המשק, על קובעי המדיניות להמשיך ברפורמות ובשינויים מבניים, שישפרו את תפקודו, ויאפשרו לו להיטיב ולהתחרות בשוקי העולם. תחרות זו היא חיונית להמשך קידומו של המשק, שכן עקב גודלו היחסי הוא חייב לבסס את צמיחתו העתידית במיוחד על שווקים חיצוניים.

מכאן, שגם בעתיד תהיה חשיפתו לזעזועים חיצוניים גדולה יחסית, ויש צורך בשיפור תנאים פנימיים כדי להתגבר על נחיתותו היחסית.

הרפורמות המתבקשות נוגעות בראש ובראשונה לשיפור יעילותו של הסקטור העסקי. בתחום זה כבר נעשתה כבדת דרך, אולם יש להמשיך ולהביא ליתר תחרותיות במגזרים הנתונים להשפעתה של מעורבות ממשלתית. הדברים אמורים במיוחד בענפי התשתית – התחבורה, התקשורת והאנרגיה. במקביל ניתן לשפר את יעילות הסקטור העסקי באמצעות המשך הורדת נטל המס ויתר רציונליות בתחום עידוד השקעות ההון, המחייבת להחליף את החוק הקיים בכלים חדשים. במסגרת החדשה יש להפריד בין העידוד של פיזור האוכלוסין לבין העידוד של ההשקעות, ובמקביל להקטין את שיעור הסבסוד להשקעות. שיפור יעילותו של הסקטור העסקי יאפשר את הגברת הפרייון, שהוא מנוע הכרחי להמשך צמיחה מהירה. בהקשר זה נזכיר גם את תרומתה של ההשכלה הגבוהה לפרייון, ועל הממשלה להמשיך ולהשקיע בה.

תחום נוסף שנעשה בו רבות, אך יש להמשיך ולשפרו, הוא תחום שוק ההון, ובפרט הידוק הקשר שבין החוסכים למשקיעים. למרות הרפורמה המשמעותית בשוק ההון הישראלי ופתיחותו הגוברת לחו"ל, לא נעשה די בתחום זה, והשנה הייתה בו אף נסיגה, בשל החלטות הממשלה לגבי קרנות הפנסיה. לפיכך תפקודו של שוק ההון הישראלי אינו תואם את המתבקש ממשק מפותח. הדבר מגביל, מצד אחד, את אפשרויות החיסכון של החוסכים, ומהצד האחר, פוגם ביכולת המימון היעילה של ההשקעות. גם במערכת הבנקים, שהיא אמצעי חשוב לגישור בין החוסכים למשקיעים, התחרותיות עדיין אינה מספקת – חרף תהליך השינויים החיוביים בה – ועדיין נותר בה פוטנציאל לניגודי עניינים.

שיפור תפקודו של הסקטור היצרני והסקטור הפיננסי יאפשר למשק לצמוח ולהתפתח באופן חיובי. מימוש הפוטנציאל הגדול הגלום במשק יוכל להתבטא בעתיד על רקע תנאים יציבים, שיושגו באמצעות משמעת פיסקלית לאורך זמן, הן בתחום הגירעון והן בתחום הרכב ההוצאות. כך נוכל להתקדם גם בתחום האינפלציה, ולהורידה לרמה מערבית. התפתחות זו תאפשר גם את השלמת תהליך הליברליזציה בתחום מטבע החוץ ואת הפיכת השקל למטבע בר המרה, כמקובל בארצות המערב.