

שנת 1987 אופיינה בעלייה ניכרת של רמת הפעילות במשק, תוך התרחבות רבה של התוצר והתעסוקה בסקטור העסקי, ריסון התעסוקה בסקטור הציבורי וירידת שיעור האבטלה. הפריזון הכולל בסקטור העסקי גדל השנה ב-3.5 אחוזים, מחצית מגידול התוצר של סקטור זה. התרחבות התוצר העסקי, בשיעור של כ-7 אחוזים, הקיפה את כל ענפי המשק העיקריים, תוך חידוש גידולן של ההשקעות בענפי המשק והאצת גידול היצוא. השנה נשמר ההישג המרכזי של תכנית הייצוב, הירידה לשיעור אינפלציה של כ-15 עד 20 אחוזים, לפי מדרי מחירים שונים, וחשבונות הסקטור הציבורי נותרו מאוזנים.

עם זאת, נותרו עדיין בעיות: הפער בין שיעור האינפלציה המקומי לבין זה השורר במדינות המערב עדיין ניכר, וכן נרשם השנה ייסוף ריאלי מתון, במקביל לעלייה כמותית מתונה יחסית של עודף היבוא האזרחי. במונחי דולרים גדל עודף היבוא האזרחי בשיעור גבוה יותר, בשל הרעה כתנאי הסחר של המשק. הצריכה הפרטית עלתה ב-1987 בשיעור ניכר, ושיעור החיסכון הפרטי המשיך והצטמצם במידת מה, לאחר ירידה תלולה בשנה הקודמת. שיעור החיסכון הכולל, יחסית לתוצר, נותר אף הוא נמוך לעומת העבר, אולם לא היה בכך משום הכבדה על מאזן התשלומים, כי גם שיעור ההשקעה הכולל בתוצר היה נמוך; להמשך הצמיחה המהירה של המשק תידרש בעתיד עלייה של משקל ההשקעות בתוצר.

מפנה בהתפתחות המשק החל עם הפעלת תכנית החירום לייצובו ביולי 1985 — שיחודרה בהיותה תכנית מקיפה וכוללת. היא הופעלה לאחר כישלונן של תכניות ייצוב קודמות, חלקיות, והרקע המידי להפעלתה היה האצה מחודשת של האינפלציה, התערערות האמון בנכסים כספיים מקומיים ואברן של יתרות מטבע חוץ. התכנית כללה הקפאה ישירה של שער החליפין, המחירים והשכר, בצד מדיניות פיסקלית ומדיניות מוניטרית מצמצמות ביותר, והסתייעה במענק אמריקאי מיוחד. (פירוט ראה בפרק א' של רוח בנק ישראל לשנת 1985.) עוד לפני הפעלתה של תכנית הייצוב, בשנת 1984 ובראשית 1985, ירדו ריאלית הביקושים המקומיים ועודף היבוא האזרחי, תוך פחות ריאלי — וגורמים אלו סייעו להצלחת התכנית.

לאחר הזעזוע הראשון שחוללה תכנית הייצוב, החל תהליך התאמה מתמשך של היחידות המשקיות לסביבה הכלכלית שהשתנתה, תהליך שכנראה טרם הסתיים. עד כה ניתן לזהות בו שלושה שלבים: בשלב הראשון — הפחתה מהירה של קצב האינפלציה והגירעון התקציבי, תוך האטת הפעילות; בשלב השני — ביסוס היציבות, וגידול רב של הביקושים המקומיים; ובשלב השלישי — הגברת הפעילות והתעסוקה בסקטור העסקי, תוך שינוי בהרכב הביקושים והתוצר. המעבר משלב לשלב לא היה חד, ולכן קשה לתחום אותם כרונולוגית; כללית נראה, שהשלב הראשון הסתיים בראשית 1986, השלב השני נמשך לאורך רובה של שנת 1986, והשלב השלישי החל, לפי אינדיקטורים שונים, בין אמצע 1986 לראשית 1987.

למרות ההבדלים בין שנה לשנה, הרי בהשוואת התקופה שמאז תכנית הייצוב לתקופות קודמות בולט שיפור דרמטי במצב המשק בתחומים המרכזיים — בלימת האינפלציה הדוהרת, חיסול גירעונות הסקטור הציבורי ועצירת הגידול בחוב החיצוני של המשק. כן ניכר גידול רב של שיעורי עליית התוצר והפריזון הכולל בסקטור העסקי, לא רק לעומת ראשית שנות השמונים, אלא גם בהשוואה לתקופה שלפניה. לעומת זאת שולם מחיר — עלייה זמנית של שיעור האבטלה (לוח א'-2).

לוח א' - 1
אינדיקטורים להתפתחות המשק, 1982 עד 1987

1987	1986	1985	1984	1983	1982	
(העלייה או הירידה (-) במחירים קבועים, אחוזים)						
א. הביקושים, הפעילות ושוק העבודה						
1.8	-3.5	-1.0	1.5	2.2	2.9	1. הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
8.1	14.2	0.5	-6.8	8.3	7.7	2. הצריכה הפרטית
13.7	-1.6	-7.8	-11.3	12.6	5.1	3. ההשקעה הגולמית בנכסים קבועים
5.2	3.3	3.7	2.4	2.6	1.0	4. התוצר המקומי הגולמי
6.9	5.3	5.0	2.8	3.1	0.0	5. התמ"ג של הסקטור העסקי
4.5	2.1	0.1	1.5	4.3	1.6	6. התעסוקה בסקטור העסקי
3.4	3.0	4.1	-0.3	-0.1	-1.0	7. הפריזון הכולל בסקטור העסקי
7.8	7.8	-9.0	-0.4	5.9	-0.4	8. השכר הריאלי (ברוטו), כל המשק ¹
3.0	8.4	0.7	-5.6	5.4	6.8	9. עלות העבודה הריאלית למעסיק ²
6.1	7.1	6.7	5.9	4.5	5.0	10. שיעור האבטלה (אחוזים)
20.3	20.8	28.7	37.0	26.5	28.5	11. שיעור החיסכון הלאומי הנקי (אחוזים)
ב. מאזן התשלומים						
1.0	-1.5	-1.2	1.4	2.0	2.0	1. הגירעון בחשבון השוטף ³
4.8	5.4	5.1	3.4	2.9	2.6	2. ההעברות החד צדדיות
3.4	2.7	2.1	3.3	3.8	3.0	3. עודף היבוא ולמעט יבוא ביטחוני
14.2	12.1	11.2	10.8	10.5	10.6	4. יבוא הסחורות והשירותים
20.1	16.0	15.1	15.6	15.3	15.1	5. יבוא הסחורות והשירותים
19.2	19.2	19.3	19.7	18.3	15.6	6. החוב החיצוני נטו
(מדדים =100 (1980))						
77	82	92	92	91	93	7. המחירים היחסיים של היצוא ⁴
80	83	93	87	85	91	8. המחירים היחסיים של היבוא ⁴
ג. המחירים וההתפתחויות הפיסקאליות והמוניטריות						
1.3	1.5	9.1	15.2	9.3	7.2	1. מדד המחירים לצרכן ⁵
1.6	1.2	8.0	15.2	9.7	7.5	2. מדד המחירים הסיטוניים ⁵
1.1	0.5	8.4	15.7	9.4	6.2	3. שער החליפין של סל המטבעות ⁵
4.0	4.0	15.3	19.8	9.0	7.6	4. שיעור הריבית על אשראי בחח"ד ⁶
2.8	2.3	10.8	17.8	9.8	9.8	5. שיעור הריבית הממוצעת על האשראי ⁶
(אחוזים מהתוצר)						
1.2	1.4	7.3	16.6	7.3	10.2	6. הגירעון המקומי של הסקטור הציבורי ⁷
0.1	-2.8	2.2	19.0	7.8	12.1	7. הגירעון הכולל של הסקטור הציבורי ⁷
47.6	48.4	45.1	38.2	46.1	45.5	8. סך המסים ⁸
19.8	14.7	9.8	5.6	6.5	6.3	9. הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר ⁹
41.6	39.1	39.0	36.4	35.6	37.3	10. סך כל הנכסים לזמן קצר ⁹
191.3	186.6	181.3	155.0	169.7	174.1	11. סך הנכסים הכספיים ⁹
30.8	25.1	23.3	20.8	21.6	23.5	12. סך האשראי הבנקאי לציבור ⁹

- (1) שער גומינלי מנוכה במדד המחירים לצרכן.
 (2) בסקטור העסקי
 (3) סימן (-) מצוין עודף. לגיחות המגמות בחשבון השוטף יש לנכות מקדמות עבור היבוא הביטחוני — ראה פרק ז'.
 (4) ראה לוח ז-1.
 (5) שיעור השינוי במשך השנה, במונחים חודשיים.
 (6) ממוצע שנתי, במונחים חודשיים.
 (7) ראה לוח ה-1, סימן (-) מצוין עודף.
 (8) כולל תשלומי העברה מהציבור (ראה לוח ה-2).
 (9) יתרה ממוצעת יחסית לתוצר.

לוח א' - 2

אינדקטורים מרכזיים, התפתחות רב שנתית, 1977 עד 1987

	1985- 1987	1981- 1984	1977- 1980
1. האינפלציה במשך השנה (מחירים לצרכן, אחוז שינוי שנתי)	21*	192	80
2. חשבון הסקטור הציבורי (גירעון (-)/עודף (+), באחוזים מהתוצר)	0.2	-13.3	-14.3
3. החשבון השוטף נטו (מיליוני דולרים, ממוצע שנתי במחירים שוטפים)	44**	-1,663	-668
4. התוצר המקומי הגולמי בסקטור העסקי (אחוזי שינוי שנתי)	5.7	2.8	3.5
5. הפריזון הכולל בסקטור העסקי (אחוזי שינוי שנתי)	3.4	0.3	1.1
6. שיעור האבטלה (אחוזים)	6.6	5.1	3.8

* אוגוסט 1985 ואילך.

** ללא סיוע החירום בסך 1,500 מיליוני דולרים.

התהליך, שאנו עדים לו במשך מאז תכנית החירום של יולי 1985, אופייני לתכניות ייצוב. גם כאשר מושגת ירידה מהירה של האינפלציה, טבעי כי תישאר במערכת מידה ניכרת של ספקנות לגבי היכולת להתמיד בקצב החדש — וזאת במיוחד לאחר ניסיונות ייצוב קודמים, שלא הצליחו להשיג אלא הפחתה זמנית של קצב עליית המחירים, לכל היותר. בשלב זה תיתכן האטה בייצור, ואף פשיטות רגל, במפעלים שהאינפלציה המהירה שיבשה את חישובי הרווחיות שלהם; בלימתה עשויה לחשוף אייכראיות של פעילותם היצרנית, בין היתר, בשל עליית הריבית הריאלית, האופיינית לשלב ראשון בתכניות ייצוב. המעבר לפעילויות אחרות נוטה בדרך כלל להתעכב, עד שתגבר הוודאות לגבי יציבותו של קצב האינפלציה המתון. אז גם משתחררים גורמי ייצור נוספים, שקורם לכן רותקו להתגוננות מהאינפלציה, ובסקטור העסקי מתחילה היערכות מחדש, העשויה להוביל לחירוש הצמיחה, תוך שינוי בהרכב פעילותו של סקטור זה.

תכנית הייצוב כללה, כאמור, ריסון תקציבי וריסון מוניטרי חריפים, והביאה לירידה תלולה של הביקושים. אלה סייעו, מצד אחד, להאטת האינפלציה ולהמשך צמצומו של עודף היבוא, שהחל עוד בשנה הקודמת — אך תרמו גם לפגיעה במפעלים רבים ולהתגברות האבטלה בשלב הראשון של תכנית הייצוב.

למרות ששער החליפין הקבוע הוסיף לשמש אמצעי מרכזי לייצוב המחירים גם בשנת 1986, נראה שבמחציתה הראשונה עדיין שררה בציבור אידאאות ניכרת לגבי היכולת להמשיך במשטר שער חליפין זה, ולגבי התמדת השיעור המתון של עליות המחירים. רק בהדרגה, במהלך 1986, פחתו הציפיות לפיחות, והציבור השתכנע כי ירידת האינפלציה אינה זמנית. במהלך השנה צומצם בהדרגה הפיקוח על המחירים, ופחתו שיעורי הריבית, ללא האצה של שיעור עליית המחירים.

הביקושים המקומיים שבו והתרחבו מראשית 1986, תוך עלייה מהירה במיוחד של הצריכה הפרטית. התאמה של היצע התוצר לתנאים שהשתנו דורשת מעצם טבעה זמן רב יותר, ובשנת 1986 היא נתקלה בקשיים נוספים, שפגעו ברווחיות הסקטור העסקי. ומיתנו את הרחבת התוצר: קשיים בהתאמה מהירה של השכר והתעסוקה למבנה החדש של הביקושים ושל המחירים היחסיים, שהתבטאו בעליית יתר של השכר הממוצע ב-1986; עליית השיעור האפקטיבי של המסים המוטלים על הסקטור העסקי, וקשיים פיננסיים בענפי הבנייה והחקלאות, שני ענפים

עתידי אשכנזי, שנטל חובות מן העבר המשיך להעיק עליהם. בסך הכול עלה התוצר העסקי בכ־5 אחוזים, והתוצר הכולל עלה בכ־3 אחוזים. השימושים המקומיים התרחבו בשיעור מהיר הרבה יותר, וכך גרל מאוד עודף היבוא האזרחי, ונוצר ייסוף ריאלי ניכר.

הערכה, כי רמת השכר הריאלי בכ־1986 לא תאמה את הכוחות הכלכליים הבסיסיים שלאחר הייצוב, הביאה לניסיון לשפר את כושר התחרות של המשק בינואר 1987; זאת באמצעות מהלך מוסכם בין הממשלה, ההסתדרות והמעסיקים, שכלל פחות של שער החליפין עם עיקור של השפעתו מההוצאות על שכר. בדעיבר נתברר, כי מהלך זה לא מנע עלייה נוספת של השכר הריאלי בכ־1987, ואף לא את המשך הייסוף הריאלי, אם כי שיעורו היה מתון.

בשנת 1987 הואץ גידולו של התוצר המקומי הגולמי ל־5 אחוזים, תוך המשך השינוי במבנהו — עלייה קלה בלבד של תוצר הסקטור הציבורי, והאצת גידולו של התוצר העסקי ל־7 אחוזים, לאחר שכבר בשנה הקודמת הוא התרחב בכ־5 אחוזים; זאת בשיעורי גידול בלתי אחידים הן בין השימושים השונים והן בין ענפי המשנה במשק. בצד השימושים בולטות עליות של 11 אחוזים ביצוא ושל 14 אחוזים בהשקעות בנכסים קבועים — בעוד שההשקעה במלאי פחתה מאוד, הצריכה הציבורית המקומית עלתה בשני אחוזים בלבד, והצריכה הפרטית — בכ־8 אחוזים. בשנה הקודמת, לעומת זאת, הובילו את גידול הביקושים עלייה בת 14 אחוזים של הצריכה הפרטית וגידול רב של המלאי, בעוד שהצריכה הציבורית המקומית וההשקעה בנכסים קבועים פחתו, והיצוא גרל בכ־5.5 אחוזים. התרחבות השימושים המקומיים, ובפרט אלה המופנים לסקטור העסקי, נמשכה אפוא בכ־1987, אמנם בשיעור מתון מאשר בשנה הקודמת, בעוד שגידול התוצר הכולל והתוצר העסקי הואץ. לפיכך עלה עודף היבוא האזרחי, כמותית, במידה מתונה יחסית, לאחר עלייתו הרבה בכ־1986. במקביל הצטמצם גם הפער בין עליית מחירי היבוא והיצוא לזו של השימושים המקומיים, כך שהשנה נרשם ייסוף ריאלי מצומצם, לאחר ייסוף ריאלי ניכר בשנה הקודמת. התפתחויות אלה משקפות, ככל הנראה, הרחבה של הביקוש לתוצר העסקי ושל היצעו גם יחד — בניגוד לשנת 1986, שבה גידול הביקושים המקומיים עלה במידה ניכרת על גידול התוצר, בשל מגבלות מצד ההיצע.

הגורמים שפעלו להרחבת היצע התוצר בשנת 1987 הם כראש וראשונה התגברות הוודאות הכללית במשק; ככלל זה יציבותו של שיעור האינפלציה החדש, האיזון בתקציב הסקטור הציבורי והמצב הנוח במאזן התשלומים — הביטויים העיקריים להצלחת תכנית הייצוב. נראה שגורם זה החל להשפיע כבר בשנה הקודמת, אולם משנמשכה היציבות שנה נוספת, גברו הוודאות והיציפות לצמיחה נמשכת, ואילו תרמו לעלייה נאה של הפריון. עליית הפריון הכולל, בשיעור מצטבר של 10 אחוזים בשלוש השנים האחרונות, תרמה למעלה ממחצית של תוספת התוצר העסקי בשנים אלו. כן החלה להשפיע הפחתת שיעורי המיסוי הישיר בכ־1987 — הפחתת שיעורי מס ההכנסה על פרטים, הפועלת להגדלת היצע העבודה, והפחתת שיעורי מס החברות, מס המעסיקים, ותשלומי המעסיקים למוסד לביטוח לאומי, שהגדילו את הרווחיות נטו, והביאו להרחבת ההשקעות ופוטנציאל הייצור. עוד השפיעה ירידת המחיר היחסי של חומרי גלם מיובאים, זו השנה השנייה ברציפות; הקפאת התעסוקה בסקטור הציבורי תרמה להגדלת היצע כוח האדם לסקטור העסקי, וצמצום מעורבות הממשלה בשוק ההון סייע להגברת גיוס ההון של הסקטור הפרטי, תוך ירידת שיעורי הריבית לזמן ארוך. הרחבת ההיצע הנגזרת מגורמים אלה קווצה חלקית על ידי העלייה הרבה של שיעורי הריבית הריאלית לזמן קצר וגידול מה של עלות העבודה הריאלית ליחידת תוצר.

בסיכום נראה אפוא, כי במקביל לעליית הביקושים המקומיים, התרחב השנה גם היצע התוצר העסקי, תוך צמצום מרבית הפער בין שיעורי גידולם, פער שהתרחב מאוד בשנה הקודמת. לייסוף הריאלי השנה תרמו, כנראה, גורמים נוספים, כשינויים ברפואי הייצור ובהרכב הביקושים; בשנים האחרונות היתה התרחבות כושר הייצור של הענפים המייצרים מוצרים הנסחרים בשווקים הבינלאומיים מהירה במקצת מזו של אלה המייצרים מוצרים בלתי סחירים, כפי שניתן ללמוד מהרכב ההשקעות ומהשינויים הנגזרים מכך במלאי ההון; מצד הביקושים המקומיים התרחב השנה הביקוש לבלתי סחירים (במיוחד בנייה), ומחרים יחסי עלה.

אשר להתפתחות התוצר במהלך השנה — התרחבותו במחציתה הראשונה היתה מהירה יותר מאשר בשנייה. בבחינת התפתחות התוצר העסקי בענפי המשק השונים, נראה, שבכל אחד מהענפים העיקריים גרל התוצר בשיעור שבין 6 ל־8 אחוזים — פרט לענף החקלאות, שבו הביאה שנה שהתברכה בתנאי טבע מסייעים לעליית

התוצר כ"11 אחוזים. אולם העלויות הממוצעות בענפים הראשיים מסתירות שינויים דיפרנציאליים בתוך כל ענף; אלו מתבלטים כאשר משווים את ההתפתחויות בין ענפי המשנה בשנים 1986 ו-1987, ועשויים להצביע על ראשיתו של שינוי בסיסי בהרכב הייצור. כך מורכב השינוי בייצור התעשייתי מצמיחת הענפים המייצאים חלק ניכר מתפוקתם ומייצרים לצריכה פרטית, לעומת איגודול של הענפים המייצרים עבור המגזר הביטחוני המקומי. השינוי בתוצר של ענפי המסחר והשירותים מורכב מעלייה ניכרת בענף המסחר, התואמת את הגידול הרב של הצריכה הפרטית והיבוא, והאטה בשירותים העסקיים והמשפטיים ובבנקאות, כצפוי בעת ירידה תלולה של האינפלציה. התמונה בענפים האחרים דומה. (פירוט ראה במבוא לפרק ו', "ענפי המשק"). להלן נרחיב את הדיון ברכיבי המדיניות הפיסקלית והמוניטרית, וכן בגורמים החיצוניים למשק.

בפעילות הסקטור הציבורי נמשכו כ"1987 המגמות שאפיינו אותה מאז הפעלת התכנית לייצוב המשק, אם כי בעוצמה פחותה. חשבונות הסקטור הציבורי, הן המקומי והן הכולל, היו קרובים לאיזון, לאחר שבשנה ומחצית השנה הקודמות הם עברו מגירענות גדולים לעורפים (לוח א'-1). הצריכה הציבורית המקומית עלתה בכשני אחוזים, לאחר שנתיים רצופות של ירידה. שיעור עלייה זה הוא תוצאת גידול של כ"4 אחוזים ברכיב הקניות ויציבות בתשומת העבודה. השקעות הסקטור הציבורי בענפי המשק, לעומת זאת, גדלו במהירות, תוך עלייה של ההשקעות בתשתית. כסך הכול הצטמצם השנה חלקה של פעילות הסקטור הציבורי במשק: חלקם של ביקושי הישירים בתוצר פחת, תוך ירידה של חלק המועסקים בו כסך המועסקים, וכן הצטמצם חלקו בשוק ההון, הן בגיוס ההון הכולל והן במתן אשראי לציבור. עם זאת, משקלה של פעילות הסקטור הציבורי במשק עדיין גבוה מאוד. בתחום המפץ הופעל השנה שלב ראשון של רפורמה במס ההכנסה: הופחתו שיעורי המס על יחידים ועל חברות וכן הפרשות המעסיקים לביטוח לאומי בגין שכר, בוטל מס המעסיקים על מסחר ושירותים, בוצע שלב נוסף של חשיפה במכס, והוכנסו שינויים במס הקנייה. כסך הכול הופחתו השנה שיעוריהם של מסים רבים; שינוי זה, שגלומה בו השפעה מרחיבה, אכן תרם לגידול הביקושים המקומיים ולהגברת פעילותו של הסקטור העסקי; עליית השכר והתרחבות הפעילות הביאו להתרחבות גדולה במיוחד של בסיס המס, ובסך הכול עלו תקבולי המסים בשיעור דומה לעליית התוצר. כך נותר חלקו של המס בתוצר גדול מאוד, 48 אחוזים, כבשנה הקודמת — שיעור גבוה במידה רבה מזה ששרר במשק בעבר, ואף מהמקובל במשקים אחרים, ויש בו כדי לפגוע בהמשך צמיחתו של הסקטור העסקי. השנה ננקטו גם צעדים נוספים במסגרת הרפורמה בשוק ההון, שמטרתה לצמצם את מעורבות הממשלה בשוק זה, להגביר בו את התחרות, ובכך לשפר את ברירת ההשקעות. (פירוט ראה בפרק ח', סעיף 9.9) היכולת להמשיך ולהרחיב את בסיס הרפורמה בשוק ההון תלויה, עם זאת, בעלייה מתודשת של החיסכון במשק. המדיניות המוניטרית היתה השנה מרסנת, אך עוצמת הריסון הלכה ופחתה במהלך השנה. נמשך תהליך התאמת תיק הנכסים של הציבור לרמת האינפלציה שירדה, וחלקם של הנכסים השקליים הבלתי צמודים בסך הנכסים הכספיים המשיך לעלות. לפיכך הדיון בהיצע הכסף נסב על המיצר M3 — הכולל גם את הפת"ם. השנה נפתחה, כאמור, בפחות של 11 אחוזים, שבעקבותיו היתה צפויה עלייה זמנית של האינפלציה. כדי למנוע ירידה של הריבית הריאלית — דבר שהיה עלול להביא לגידול נוסף של הביקוש המקומי — העלה בנק ישראל באותה תקופה את הריבית הנומינלית המקומית לפרק זמן מוגבל. בדעיכה היתה עליית המחירים לאחר הפיחות נמוכה מן הצפויה, כך שהריבית הריאלית לזמן קצר עלתה. הערכת הציבור כי בטווח קצר לא צפוי פיחות נוסף, יחד עם עליית הריבית המקומית, התבטאו בירידת התשואה הצפויה של נכסים במטבע חוץ, ועליית זו של נכסים במטבע מקומי. שינויים אלה הביאו ליבוא הון מחו"ל, למכירת מטבע חוץ לבנק ישראל, ולעליית הביקוש לנכסים שקליים, עלייה שהתבטאה בגידול מהיר של מיצרפי הכסף. בכוחות אלה גלום לחץ לירידת הריבית המקומית, וכדי למתנו ספג בנק ישראל חלק מגידול היצע הכסף באמצעות מכירת איגרות חוב ומק"ם. החל מחודש מאי הפחית בנק ישראל בהדרגה את הריבית המקומית. הורדת הפחתה זו, ולהתרחקות ממועד הפיחות — על רקע המשך התאמת תיק הנכסים של הציבור — פסק בהדרגה יבוא ההון, ובמחצית השנייה של השנה אף התחלף ביצוא הון. כדי למנוע כיווץ מוניטרי חריף, כתוצאה מהתגברות הרכישות של מטבע חוץ, הורים בנק ישראל במחצית השנייה של השנה נזילות לבנקים, תוך הפחתת הריבית על ההלוואה המוניטרית, ובכך הביא להורדה נוספת של שיעורי הריבית. מגמת הירידה של הריבית לזמן קצר ומגמת ההאטה של התרחבות הנכסים הכספיים נמשכו גם בראשית 1988.

ההתפתחויות בהיצע הכסף משתקפות גם בהרכב מקורות ההתרחבות של מיצרף M3: יבוא ההון מחו"ל במחצית הראשונה של השנה פעל לעליית מיצרפי הכסף, בהגדילו את יתרות מטבע החוץ, ואילו המדיניות המצמצמת של בנק ישראל פעלה להפחתתם, בהקטינה את המקור המקומי להתרחבות זו (האשראי המקומי הנקי, ראה פרק ח'). במחצית השנייה של השנה פעלה ירידת יתרות מטבע החוץ לצמצום כמות הכסף, בעוד שמדיניות בנק ישראל — הפחתת הריסון המוניטרי — התבטאה בעליית האשראי המקומי הנקי. (ראה לוח ח'1).

המחזור הספולטיבי בתנועות ההון השנה מרגיש את הדילמה הניצבת בפני המדיניות המוניטרית במשטר של שער חליפין קבוע, כאשר שיעור האינפלציה במשק עדיין גבוה מזה השורר במדינות אחרות, ומדי פעם בפעם מבוצעות התאמות בשער החליפין. במצב זה יש תקופות ארוכות, שבהן הציפיות לפיחות נמוכות, והן גוברות ככל שמתרחקים ממועד הפיחות האחרון. תגובתה של המדיניות המוניטרית לציפיות אלה, באמצעות שינויים בשיעור הריבית המקומית, משפיעה הן על השווקים הפיננסיים, ובמיוחד על היקפן של יתרות מטבע החוץ, והן על השווקים הריאליים, ובמיוחד על השינוי בביקושים המקומיים, מחד גיסא, ובהיצע התוצר מאידך. מדיניות מוניטרית, המאפשרת את ירידת הריבית הריאלית בעת יבוא הון ואת עלייתה בתקופות של יצוא הון, תפעל לצמצום השינויים ביתרות מטבע החוץ — ואילו מדיניות המונעת שינויים בריבית הריאלית המקומית תמתן את ההשפעות על הפעילות הכלכלית. לאחר הפיחות של תחילת 1987 הביא החשש מהתגברות עליות המחירים להעדרת היעד של ריסון הביקוש המקומי, וכך הועלו שיעורי הריבית לזמן קצר. מהלך זה נועד לסייע בהצלחת הפיחות, ולתמוך בהמשך המשטר של שער החליפין היציב — ולו במחיר של הגברת תנועות ההון.

בעוד ששיעורי הריבית על האשראי לזמן קצר עלו השנה ריאלית — הריבית הממוצעת היתה כ־20 אחוזים, לעומת 7 אחוזים אשתקד, וריבית התח"ד הגיעה ל־39 אחוזים, לעומת 31 אחוזים בשנה הקודמת — התפתחו בכיוון ההפוך שיעורי הריבית הריאלית לטווח ארוך על הנכסים ועל האשראי: אלה ירדו ב־1 עד 1.5 נקודות אחוז לעומת השנה הקודמת, תוך עלייה של האשראי הבנקאי לטווח בינוני וארוך. גם היקף ההנפקות הפרטיות, שהיה קטן מאוד בשנים הקודמות, התרחב השנה, ומחירו של גיוס ההון באפיק זה ירד. כאן באו לידי ביטוי ממדרי הקטנים של גירעון הסקטור הציבורי בשנים האחרונות והשפעות ראשונות של הרפורמה בשוק ההון.

חשוב לציין, שבגלל הפערים הגדולים בין שיעורי הריבית על סוגי האשראי השונים, יש פיזור גדול בשיעורי הריבית הממוצעים שמשלמים ענפי המשק השונים. המחיר הריאלי של סל אשראי ממוצע — הכולל אשראי חופשי, אשראי מוכוון, אשראי ספקים מחו"ל ופמל"ה — נאמד ב־1987 בכ־10 אחוזים. ממוצע זה מסתיר שונות בין־ענפית ניכרת, מ־5 אחוזים בענפי התעשייה עתירי היצוא ועד 15 אחוזים בענף הבנייה, ובסך הכול היתה הריבית לענפים המייצרים בעיקר מוצרים סחירים נמוכה מזו שעמדה בפני הענפים ה"כלתי סחירים". (פירוט ראה במבוא לפרק ו', "ענפי המשק"). זאת ועוד, רמת הריביות על האשראי החופשי הלא־צמוד לזמן קצר גבוהה מרמת הריביות על הפיקדונות לזמן קצר. פערי ריבית חריגים אלו, המתקיימים, עם שינויים, מאז אמצע שנות השבעים, מתבטאים במירווחים גבוהים במגזר זה, שהוא המקור לחלק הארי של רווחי הבנקים. הפער מוסכר, בין השאר, בהגבלות מוסדיות על תחומי הפעילות האחרים של הבנקים (כמירווחים נמוכים על אשראים מוכוונים ופיקוח על עמלות) — על רקע הריכוזיות הגבוהה בסקטור הבנקאי והגבלת תנועות ההון לזמן קצר, משיקולים מוניטריים. במשך שנת 1987 הסיט בנק ישראל את הדגש מקביעה ישירה של שיעורי ריבית להשפעה באמצעות כמות — פעולות בשוק הפתוח ובמק"ם ומיכרזים מוניטריים. שליטה בכמות תאפשר להפעיל את כלי המדיניות המוניטרית במינון הרצוי, בניגוד לשליטה הקודמת, שלפיה יכלו הבנקים ליטול הלוואה מוניטרית בריבית נתונה, ללא הגבלה כמותית. (פירוט ראה בפרק ח' סעיף 5).

מבין הגורמים החיצוניים למשק שהשפיעו השנה על ההתפתחויות, בולטים ביותר השינויים בשערי המטבעות בעולם וההרעה בתנאי הסחר של המשק. היחלשות הדולר לעומת המטבעות האירופיים הצטברה במהלך השנתיים האחרונות לכדי 50 אחוזים, והביאה לשינויים במחירים היחסיים בעולם. כך, בצד שיפור בתחרותיות המוצרים הישראליים בשווקים האירופיים, היתה נסיגה בתחרותיות לעומת ארצות הברית. התפתחות זו כשלעצמה אמורה להביא לגידול של חלק היצוא המופנה לאירופה ושל חלק היבוא שמקורו בארה"ב, אך הנתונים אינם מצביעים, כשלב זה, על הסטות בסחר: בצד גידולו הרב של היצוא לאירופה התרחב מאוד גם היצוא לארצות הברית, בסיועו של הסכם הסחר החופשי. הרעת תנאי הסחר קשורה אף היא בחלקה להתפתחות שערי המטבעות, וכן משקפת

עלייה מחודשת של מחירי הדלק, לאחר ירידה תלולה בשנה הקודמת; מחירי תומרי הגלם הכסיסים האחרים עלו השנה בשיעור מתון במיוחד, לאחר ירידה ניכרת אשתקד. לעומת זאת נראה, כי המשבר שפרץ באוקטובר 1987 בבורסות בעולם כמעט לא השפיע על ההתפתחויות במשק הישראלי.

מדדי המחירים השונים עלו בשנת 1987 בשיעור של כ־15 עד 20 אחוזים, ובכך יש כרי לבסס את ההישג המרכזי של תכנית הייצוב. הירידה הנוספת של מדד המחירים לצרכן, ל־16 אחוזים, קשורה בהתפתחות יוצאת דופן של מחירי הירקות והפירות בשנתיים אלה, בעוד שמדדי המחירים של התוצר ושל השימושים המקומיים עלו במשך השנה ב־19 אחוזים, לאחר 24 אחוזים אשתקד. כאמור, שער החליפין שימש גם השנה כעוגן המרכזי למערכת המחירים, תפקיד המוטל עליו מאז יולי 1985. השוואה של התפתחות מחירי המוצרים הסחירים לעומת מחירי המוצרים שאינם נסחרים במסחר הבינלאומי מורה, כי התייקרות המוצרים הסחירים קרובה לזו הנגזרת מהשינוי בשער החליפין ומעליית המחירים בחו"ל, כי המוצרים הבלתי סחירים התייקרו בשיעור גבוה יותר, וכי כמו בשנה הקודמת, נרשמו עליות המחירים הגבוהות ביותר בסעיפי השירותים. במלים אחרות: גם השנה נמשך הייסוף הריאלי, אף ששיעורו היה מתון מזה של השנה הקודמת. בחניה של גורמי העלויות בשנת 1987 מלמדת, כי במשך השנה כולה הם עלו בשיעורים התואמים את שיעור האינפלציה הכללי, אולם לא כן בחלקי השנה השונים; התייקרות רכיבי העלויות העיקריים התמתנה במהלך 1987 ובראשית 1988, בלא שהיתה האטה מקבילה של האינפלציה באותה תקופה. אין לנו הסבר מלא להתפתחות המחירים במהלך השנה; ייתכן שהרפוסים הנוכחיים של התאמת המחירים דומים לאלה של ראשית ואמצע שנות השבעים יותר מאשר להתאמות המידיות שאפיינו את תקופת האינפלציה המהירה — כך שהפיגור של עליית המחירים אחרי גידול העלויות במחצית הראשונה של השנה הודבק רק במחציתה השנייה.

שוק העבודה מאופיין השנה בהתרחבות ניכרת של התעסוקה בסקטור העסקי, בירידת האבטלה ובהמשך עלייתו של השכר הריאלי בסקטור העסקי בשיעור גבוה מזה של עליית התוצר למועסק. ההתפתחויות בשוק העבודה עומדות בסימן השינויים הרבים, המתחוללים במבנה הביקושים ובהרכב התוצר במשק מאז הפעלת התכנית הכלכלית. עם הגברת היציבות במשק, והשינויים שחלו במחירים היחסיים, נהנים חלק מהסקטורים ומהמפעלים מעליית הביקוש למוצריהם; אלה הגדילו את התוצר והתעסוקה, תוך העלאת השכר הריאלי — בעוד שמגזרים אחרים, שמחיריהם היחסיים נפגעו או שהביקוש לתוצרתם פחת, התקשו להתאים עצמם לשינויים אלה, ורווחיותם נפגעה. הנתונים הממוצעים לגבי הסקטור העסקי מצביעים על עליות של 4.5 אחוזים בתעסוקה, 2.5 אחוזים בתוצר העסקי למועסק ו־8 אחוזים בשכר הריאלי לשכיר. הקטנת נטל המס על עבודה ועליית פריון העבודה צמצמו את השפעתה של עליית השכר על הוצאות העבודה ליחידת תוצר, ואלו גדלו ב־3 אחוזים, לאחר גידול של 8 אחוזים בשנה הקודמת. קשה לכאורה ליישב הורדה נוספת של משקל התמורה להון בתוצר העסקי עם ההתאוששות הגוברת בפעילות הכלכלית. (עם זאת יש לזכור, שגם בשנת 1985 לא שרר בשוק העבודה שיווי משקל.) נראה שחלק מההסבר קשור בהתגברות איהאחידות בהתפתחויות בין הענפים השונים ובתוכם. בשל קשיחויות כלפי מטה בשוק העבודה, קשה לצמצם תעסוקה או להפחית שכר ריאלי במפעלים שנקלעו לקשיים, וכך כולל חישוב הרווחיות הממוצעת ענפים צומחים ורווחיים בצד מגזרים שהפסדיהם גדלים. הסדרים כללי־משקיים, כגון תוספות שכר גלובליות או חוק שכר המינימום, מחייבים גם מפעלים בקשיים להעלות שכר מעבר למתחייב מהכוחות הכלכליים, ומגבירים את הפגיעה ברווחיותם. עליית שיעורי הריבית לזמן קצר ב־1987 היתה אף היא, כמתואר לעיל, בלתי אחידה בין ענפי המשק השונים, וכן העיקה במיוחד על המפעלים שנקלעו לקשיים, וזנקו לאשראי רב יותר בגלל צבירת הפסדים. כדי לבסס את השינוי, שהחל מסתמן בהרכב הייצור, יש לצמצם את הסדרי השכר הכללי־משקיים, להמשיך במגמת ההאחדה של שיעורי הריבית, תוך הפחתת הריבית הריאלית השולית לזמן קצר, ולתעל את הסיוע הציבורי הניתן למגזרים המפסידים לכיוונים המעודדים את התאמתם לתנאים שהשתנו.

בהתפתחות השימושים המקומיים של הסקטור הפרטי נמשך השנה הגידול, תוך האטת ההתרחבות של הצריכה הפרטית והמלאים, וחירוש גידולה של ההשקעה בנכסים קבועים. הצריכה הפרטית התרחבה השנה ב־8 אחוזים, לאחר 14 אחוזים ב־1986, ושיעור החיסכון הפרטי נותר על הרמה הנמוכה־במיוחד שאליה ירד בשנה הקודמת. העלייה יוצאת הדופן של הצריכה הפרטית אשתקד נראתה כתגובת־יתר לירידתה בראשית התכנית, והיא הוסברה

בעיקר בגידול הרב של ההכנסה הפנויה משכר ומתשלומי העברה ב־1986. גם בעבר היה המיתאם של משתנה הכנסה זה עם הצריכה הפרטית טוב יותר מזה של סך ההכנסה הפנויה — כנראה בשל היות קירוב טוב ממנה להכנסת משקי הבית. עם זאת, אין לנו הסבר מלא להמשך הגידול המהיר של הצריכה הפרטית ב־1987, ולהתייבשות שיעור החיסכון הפרטי על הרמה הנמוכה של השנה הקודמת. אלה קשורים, כנראה, בין היתר, להצלחה בהאטת האינפלציה ולהגברת הציבות הכלכלית, שעוררו ציפיות להמשך מגמות אלה ולעליית ההכנסות גם בעתיד. גם עצם ירידתו של גירעון הסקטור הציבורי יוצרת בציבור ציפיות להגדלה של המשאבים שיעמדו לרשותו בעתיד, ולכן מפחיתה את נטייתם של הפרטים לחסוך ליום סגריר. בחינת רכיבי הצריכה הפרטית מורה, כי שיעורי הגידול של מרבית הרכיבים התמתנו, וכי רכישות בני הקיימא גדלו בשיעור הרב ביותר, כמו אשתקד. העלייה בהשקעות ב־1987 כוללת הן גידול בבנייה למגורים, לאחר ירידה רצופה מאז 1982, והן עלייה של כ־15 אחוזים בהשקעות בענפי המשק. המפנה בהתפתחות הבנייה למגורים קשור לגידול של קבוצות האוכלוסייה הנזקקות לדירור חדש, לעליית ההכנסה הפנויה בשנתיים האחרונות, ולירידה המצטברת במחירים היחסיים של יריות מזה שלוש שנים. גידול ההשקעות בענפי המשק, לאחר ירידה מתמשכת בשלוש השנים הקודמות, קשור, ככל הנראה, להפחתה של האינפלציה ושל אי־הוודאות, להגברת הציבות במשק, בעקבות התכנית הכלכלית, וכן להאצת גידולו של התוצר העסקי — 5 אחוזים בכל אחת מהשנתיים הקודמות ול־7 אחוזים ב־1987. גורמים אלה מקטינים את הסיכון שבפני היוםים ומקילים על תכנון הייצור וגביש תכניות ההשקעה הנגזרות ממנו. כן השפיעו הפחתת שיעור מס ההכנסה על חברות השנה והחלת מחיר ההון לזמן ארוך, מפירותיה הראשונים של הרפורמה בשוק ההון. כחלק מרפורמה זו הופחתה חובת ההשקעה של מסגרות החיסכון המוסדי באיגרות חוב ממשלתיות, צומצמה מאוד הנפקת איגרות חוב בלתי סחירות למסדות החיסכון — ולעומת זאת ניתן לפירמות היתר כללי להנפיק איגרות חוב. כתוצאה מכך גבר גיוס ההון של הפירמות, ועלותו פחתה — גורמים שתרמו לגידול ההשקעות. נרגיש, שבתקופה של שינויים ניכרים בהרכב הענפי של התוצר, צפויה מראש הגברת ההשקעות, שכן בענפים המתרחכים נדרשת הגדלה של מלאי ההון, בעוד שבמלאי ההון שמפנים הענפים המתכווצים לא ניתן בדרך כלל לעשות שימוש אלטרנטיבי. על אף גידולן של ההשקעות בענפי המשק השנה, התוספת נטו למלאי ההון עלתה רק במעט על זו של אשתקד, ומשקלן של ההשקעות בתוצר עדיין נמוך. כדי להמשיך בתנופת הצמיחה יהיה צורך להעלות בעתיד את שיעור ההשקעות בתוצר. לבסוף, למרות גידול רב של ההשקעות בתשתית המשקית ובמיוחד בכבישים, בשנה האחרונה, הרחבת תשתית הכבישים עדיין מפגרת אחר גידולה של מצבת כלי הרכב בשנים האחרונות, והצפיפות בדרכים החריפה בשנים אלה. לשם מניעת "צווארי בקבוק" בייצור ובשיווק, חשוב להמשיך ולהרחיב השקעות אלה.

עודף היבוא האזרחי הריאלי עלה השנה בשיעור מתון יחסית לשנה הקודמת, שכן התרחבות הביקושים המקומיים, למעט יבוא ביטחוני ישיר, עלתה רק במעט על עליית התוצר. בשנה הקודמת, לעומת זאת, עלה גידולם של השימושים המקומיים במידה רבה על זה של התוצר, כך שעודף היבוא התרחב ריאלי בשיעור גבוה. עם זאת, כמונחי דולרים שוטפים נרשם גם השנה גידול של כ־650 מיליוני דולרים בעודף היבוא האזרחי, והוא קשור בעלייה הדולרית של מחירי סחר החוץ, בשל היחלשות הדולר, ובהרעת תנאי הסחר של ישראל — בין היתר, עקב העלייה המחודשת של מחירי הדלק. הרעת תנאי הסחר משמעה תוספת הוצאה ריאלי למשק. (בשנה הקודמת עלו מחירי סחר החוץ בשיעור מתון, תוך שיפור בתנאי הסחר). הגידול הריאלי המתון של עודף היבוא האזרחי השנה מבטא עליות כמותיות של 11.5 אחוזים ביבוא ושל 10.5 אחוזים ביצוא. העלייה ביצוא התבטאה בגידול בלתי אחיד של רכיביו. כאן נדרשה התאמה לא רק להתפתחויות בתוך המשק, בתגובה על הפחתת ביקושים מקומיים ספציפיים, אלא גם לשינויים בתנאים חיצוניים, שמשפיעים באופן לא־אחיד על ענפי היצוא השונים. העלייה הכמותית שנרשמה השנה ביבוא התמקדה ביבוא הסחורות (למעט דלק), והקיפה את כל רכיביו — נכסי צריכה, נכסי השקעה ותשומות לייצור — ומבין סעיפי השירותים גרל במיוחד יבוא שירותי התיירות. ההעברות החד־צדדיות למשק פחתו השנה, תוך ירידה תלולה של העברות הסקטור הציבורי — עם סיום סיוע החירום מממשלת ארה"ב — וגידול רב של העברות הסקטור הפרטי. החשבון השוטף (בניכוי מקדמות, ראה פרק ו' עמוד 163) מצביע אפוא על גירעון של כרבע מיליארד דולרים — לאחר עודף ניכר בשנתיים הקודמות. מימונו של גירעון זה היה השנה נוח — השקעות נטו מחו"ל והלוואות לזמן בינוני ולזמן ארוך. מעבר לכך אופיינה שנת

1987 ביבוא הון רב, שזרם למשק והגדיל את יתרות מטבע החוץ. החוב נטו של המשק לחו"ל נותר יציב¹, זו השנה השלישית ברציפות, ויחס החוב לתוצר פחת.

. . .

הגברת קצב הגידול של התוצר השנה, תוך שינוי בהרכבו, היא התפתחות מעורדת, שניתן לייחסה בעיקר להצלחה בהורדת האינפלציה והגירעון התקציבי, ולאווירת היציבות במשק. עם זאת, צמיחה שניתן להתמיד בה בטווח הארוך צריכה להישען על גידול נמשך של הפריזון והרווחיות בסקטור העסקי, והיא מחייבת גם גידול נוסף של ההשקעות. בעוד שגידול חריפתי של ההשקעות ניתן לממן גם באמצעות הגדלה זמנית של החוב החיצוני, הרי עלייה ארוכת טווח של חלק ההשקעות בתוצר מחייבת פינוי מקורות באמצעות ירידת משקל הצריכה בתוצר, דהיינו גידול של שיעור החיסכון הלאומי. לפיכך, במקביל לעליית שיעור החיסכון הפרטי, חשוב להמשיך ולצמצם את חלק הצריכה הציבורית בתוצר, כמפתח לצמיחה ארוכת טווח, תוך יציבות במאזן התשלומים. גם בתחום הפחתת האינפלציה טרם הושג היעד, שיעור אינפלציה חריפתי. כל עוד האינפלציה המקומית גבוהה מזו שבמדינות המערב, נוצרות מדי פעם בפעם ציפיות לפיחות, המגבירות את אי-הוודאות ופוגעות ביציבות. נראה, שמיצוי היתרונות שבמהלך הייצוב תלוי במידה רבה בהשלמת הרפורמות שכבר הוחל בהן, וכן בהפעלת רפורמות בתחומים נוספים. בתחום המיסוי — שיעור המיסוי ברוטו מתוך התוצר עדיין גבוה מאוד, וראוי להפחיתו, תוך הפחתה מקבילה של הוצאות הסקטור הציבורי. כן יש לצמצם את עיוותי מערכת המס, תוך השלמת הרפורמה במיסוי הישיר וצמצום אפוליות במיסוי העקיף על ייצור מקומי ועל יבוא. בשוק העבודה — הגמשה של הסדרי שכר כלל-משקיים תאפשר העלאות שכר במגזרים רווחיים, בלי לגרור מגזרים אחרים למתן תוספות שכר שמעבר ליכולתם, ולפיטורין. בתחום האשראי — האחדה של שיעורי הריבית על האשראי, תוך הפחתת הריבית השולית, תקטין את האפליה בין צרכני האשראי השונים. בתחום מאזן התשלומים — צמצום הגבלות בתחום סחר החוץ יגביר את יכולת ההשפעה על רמת המחירים באמצעות שער החליפין; שכלול שוק ההון המקומי, יחד עם חשיפה מסיימת לשוק ההון הבינלאומי, עשויים להגדיל את היצע ההון הדרוש להשקעות, תוך התאמת מחיריו למחירי ההון שהמשק ניצב בפניהם. השלמת יישום הרפורמה בשוק ההון תתרום להמשך הצמצום של מעורבות הממשלה בפעילות העסקית. מהלכים אלה יסייעו בטווח הקצר להפחתה נוספת של האינפלציה, ולהמשך הצמיחה, ויישאו פירות גם בטווח הארוך — יצמצמו עיוותים במשק, וישפרו את תפקודו.

¹ הערה 1 בפרק 1' מסבירה כיצד החוב נטו נשאר קבוע, למרות עודף בחשבון השוטף ב-1986 וגירעון ב-1987.