

# 2009

## המדיניות המקרו-כלכלית בזמן משבר כלכלי

ראש הצוות: ערן ישיב



פורום קיסריה ה-17, יולי 2009

## הצוות המכין

### ראש הצוות

פרופ' ערן ישיב, אוניברסיטת תל אביב

### חברי הצוות

שמואל אברמזון, כלכלן בכיר, המועצה הלאומית לכלכלה  
איל ארגוב, כלכלן, חטיבת המחקר, בנק ישראל  
רובי גינל, ראש אגף כלכלה, התאחדות התעשיינים  
ורד דר, כלכלנית ואסטרטגית ראשית, פסגות בית השקעות  
ישראלה מני, סמנכ"ל כלכלה ומסים, איגוד לשכות המסחר  
ד"ר עמית פרידמן, ראש תחום מאקרו, אגף מאקרו ומדיניות, חטיבת המחקר,  
בנק ישראל  
ד"ר טלי רגב, אוניברסיטת תל אביב  
ד"ר אבי שמחון, ראש החוג לכלכלה חקלאית, האוניברסיטה העברית בירושלים  
נירה שמיר, כלכלנית ראשית, בנק דיסקונט

### עוזרת מחקר

נועה קורם, המכון הישראלי לדמוקרטיה

## תוכן העניינים

4	תקציר
6	מבוא
7	<b>פרק א: ההתפתחויות במשק הישראלי בצל המשבר הגלובלי</b>
7	1. ההתפתחויות במשק הישראלי: נתונים עיקריים
19	2. ההתפתחויות במשק העולמי
20	3. התהליכים הכלכליים ביסוד ההתפתחויות
22	<b>פרק ב: המדיניות הפיסקלית</b>
22	1. המדיניות הפיסקלית בעולם בצל המשבר
24	2. המדיניות הפיסקלית ל-2009 ו-2010
25	3. שיקולים בקביעת המדיניות הפיסקלית
26	4. תרחישים להתפתחות הגירעון הממשלתי בשנים 2009–2010
28	5. ניתוח של תוואי המסים המתוכנן עד 2016 והשפעותיו המשוערות
33	6. סיכום והמלצות
34	<b>נספח: ההנחות העומדות ביסוד הסימולציה של השפעות תכנית המסים</b>
35	<b>פרק ג: המדיניות המוניטרית והפיננסית</b>
35	1. הבעיות והסיכונים
48	2. תכניות אפשריות, יתרונות וחסרונות
61	נספח א: הסדרי חוב
62	נספח ב: צעדים אנטי-דפלציוניים
63	<b>פרק ד: המדיניות בשוק העבודה</b>
63	1. רקע: שוק העבודה והמשבר
73	2. מדיניות
81	3. סיכום והמלצות

82	<b>פרק ה: בעיות מבניות במשק הישראלי</b>
82	1. תהליך גיבוש התקציב
83	2. ניהול מדיניות מוניטרית באמצעות פעולות בשוק הפתוח
84	3. רגולציה
84	4. השתתפות בשוק העבודה
85	5. חינוך
86	6. אי־שוויון
87	7. תשתיות
87	8. סיכום
88	<b>רשימת המקורות</b>
89	<b>הסתייגות מהמסמך - שמואל אברמסון</b>

## תקציר

- המשבר הכלכלי-פיננסי העולמי, שהחל ב-2007 והחריף מאוד למן המחצית השנייה של ספטמבר 2008, פגע גם במשק הישראלי, הפתוח מאוד למסחר עם חו"ל. אופיו הגלובלי של המשבר הוכיח שפיזור סיכונים על פני מדינות איננו פתרון מועיל. הפגיעה במשק התבטאה בין השאר בירידה של 3.6% (בשיעור שנתי) בתמ"ג ברביע הראשון של 2009 לאחר ירידה של 0.5% ברביע האחרון של 2008. הירידות בתמ"ג העסקי ובצריכה הפרטית היו אף חמורות יותר. על רקע זה נדרשת המדיניות המקרו-כלכלית לצעדים מיוחדים. יש לציין, עם זאת, כי ירידת התמ"ג בישראל מתונה מהירידה שחלה ברביע הראשון של 2009 באיחוד האירופי – 10% – ובארצות הברית – 5.7% (במונחים שנתיים).
- מפרוץ המשבר ועד מאי 2009 אירעו שלוש התפתחויות פיסקליות חשובות: נפילה חדה בגביית המסים; "תקציב 1/12" עקב אי-אישור תקציב ל-2009; ירידה של 13% ברביע הראשון (בשיעור שנתי) בתצרוכת הציבורית לפי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. כלומר, ההוצאות והמסים ירדו בפועל הן בעקבות הירידה בפעילות המשקית הן בשל התהליכים התקציביים. התפתחויות אלו שיקפו, בין השאר, את המצב הפוליטי, ובכלל זה את אי-אישור התקציב ל-2009 ואת הבחירות בפברואר 2009.
- באפריל-מאי 2009 גיבשה הממשלה החדשה תקציב דו-שנתי לשנים 2009 ו-2010. תהליך גיבוש התקציב לווה בלחצים פוליטיים רבים והוביל להחלטות שחרגו מתכניות אגף התקציבים באוצר. התקציב שהתקבל משקף את הנפילה בגביית המסים על רקע ההאטה בפעילות המשקית, יותר משהוא משקף החלטות מושכלות הנוגעות להיקף התקציב הרצוי בעת הזאת ולהרכבו. דרך קבלת התקציב גם היא הביאה לידי ביטוי תהליכים לא רצויים.
- מן הראוי היה לקבוע את תמהיל ההוצאות ואת תמהיל המסים האפקטיביים ביותר לעידוד הפעילות במגבלת הגירעון. לישראל חוב ציבורי של כ-80% תוצר, ולכן מרחב התמרון בכל הקשור בגירעון מוגבל. הנפילה בגביית המסים הביאה את התקציב לגירעון של כ-6% תוצר, ונראה שקשה לחרוג חריגה גדולה ממספר זה. עם זאת לא נראה שנקבע סדר עדיפויות חדש בתחום ההוצאות או המסים שישקף את צורכי המשק כעת.
- יש להיערך מראש לתרחיש של חריגת הגירעון התקציבי בפועל בשנים 2009-2010 מהתוואי המתוכנן. במידה שישתמן עוד גידול בגירעון, יש לשקול הקפאה של תוואי הפחתות המסים, העלאת מסים או קיצוץ בהוצאות. יש להבהיר לציבור כיצד מתכוונת הממשלה להפחית את נטל החוב בשנים הקרובות ויש לאמץ כלל מדיניות ארוך טווח.
- התכנית להפחתות מסים עד 2016 עלולה להוביל לעלייה שאינה בת קיימה ביחס החוב לתוצר, וראוי לבחון אותה מחדש.

- נוסף על הלחצים הפוליטיים השוטפים, כגון הסכמים קואליציוניים בסדר גודל של 5 מיליארד ש"ח, קשה לקבוע מדיניות פיסקלית מושכלת משום שפתיחת התקציב, קרי שינויים בתקציב לאחר אישורו, ושינוי סדרי העדיפויות הם תהליך מורכב. הקשיים נובעים בעיקר ממגבלות פוליטיות הקשורות לאופי המשטר הקואליציוני ולריבוי המפלגות (כולל מפלגות מגזריות) ומן החוב הציבורי הגדול, היוצר נטל של תשלומי ריבית. כל עוד לא יחולו שינויים יסודיים יותר בתהליך התקצוב, המרחב לשינוי מדיניות פיסקלית בישראל יישאר מוגבל ביותר. משבר זה הוכיח שקשה לשנות כיוון במערכת.
- בנק ישראל הוריד את הריבית במשק במהירות והחל ברכישת איגרות חוב ממשלתיות בשוק, בד בבד עם המשך מדיניות של רכישת מטבע חוץ. צעדים אלה הביאו להפחתה מהירה בעלות האשראי. המדיניות המוניטרית עד כה נראית לנו ראויה, אולם יש להיערך לתסריטים חלופיים בעתיד: "הקלה כמותית" אגרסיבית יותר אם יימשכו מגמות הקיפאון בשוקי האשראי והיערכות לריסון מוניטרי אם יתפתחו לחצים אינפלציוניים גדולים מוקדם מהצפוי.
- הבעיות בשוקי האשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי נמשכות. הועלו הצעות לפתרון הבעיות אך הצעדים שננקטו בפועל היו מצומצמים ביותר. יש שורה ארוכה של צעדים לביצוע, ובהם ייעול קרנות המדינה בסיוע למגזר העסקי, הטבת התנאים לערבות מדינה להנפקת הון משני של הבנקים וחיזוק הגופים החוץ-בנקאיים באמצעות העמדת מקורות אשראי.
- בשוק העבודה – המשבר כבר נותן את אותותיו ואף צפוי להעמיק. דרושה התערבות ממשלתית כדי לעודד תעסוקה, להקל את מצבם של הנפגעים מן המשבר ולמנוע נזקים לטווח ארוך. אם המדיניות לא תועיל בטווח הארוך, עליה להיפסק בתום פרק זמן מוגדר היטב. בגלל חוסר הוודאות באשר למשך המשבר ועומקו, יש להיערך לפרישה של חלופות מדיניות בשוק העבודה ולתעדף אותן. נוסף על הצעדים שכבר הוחלט עליהם, אנו ממליצים להגדיל את תקציבי המחקר והפיתוח, להרחיב את ביטוח האבטלה ואת מס ההכנסה השלילי, להקפיא את העלאת השכר, לקדם פתרונות של גמישות תעסוקתית (כגון מימון חופשה ללא תשלום) ולתמוך בפריפריה. כל רכיב במכלול זה נועד להיות אפקטיבי בטווח הקצר, אך בונה גם תשתית לטווח הארוך (תקציבי מחקר ופיתוח) ודואג לרווחת המובטלים (ביטוח אבטלה) ולרווחת בעלי הכנסות נמוכות (מס הכנסה שלילי).
- מצב האינדיקטורים המקרו-כלכליים השוטפים – אינפלציה, אבטלה, צמיחה, גירעון פיסקלי, החשבון השוטף – היה טוב יחסית ערב המשבר, ולכן הפגיעה במשק הייתה סבירה עד כה. עם זאת למשק קשיים מבניים בתחומים כגון חינוך, תשתיות, השתתפות בכוח העבודה, אי-שוויון ועוד. המשבר הבליט את הקשיים הללו, אולם בד בבד הוא גם העניק הזדמנות לרפורמות חשובות.

## מבוא

פורום קיסריה 2009 עומד בצל המשבר הכלכלי העולמי שהחריף מאוד מספטמבר 2008. לפיכך הניתוח וההמלצות שיוצגו במסמך זה יחרגו מהמסגרת הנהוגה בכנסים קודמים. נתייחס לאירועים החריגים המתרחשים בעולם ובישראל ונסיק מסקנות הנוגעות למדיניות מקרו-כלכלית מתאימה. המסמך יפתח בתיאור קצר של ההתפתחויות בישראל ובעולם. הדברים נכתבו במחצית השנייה של מאי 2009, וכיוון שקצב האירועים מהיר, על הקורא להביא בחשבון שעלולה לחול התיישנות מואצת על תיאורים מסוג זה.

המסמך ינתח את המדיניות המקרו-כלכלית בשלושה ממדים: המדיניות הפיסקלית, המדיניות המוניטרית-פיננסית והמדיניות בתחום שוק העבודה. בכל נושא נפרט את הבעיות שנוצרו בעטיו של המשבר, נביא הצעות לפתרון, נמנה את החסרונות והיתרונות הגלומים בצעדים המוצעים ונסח המלצות. בפרק נפרד נציג סקירה קצרה של קשיים מבניים במשק ודרכים לפתרונם.

---

\* תודה מיוחדת על העזרה בכתיבת חלקים מהחוברת לשמואל אברמזון, איל ארגוב, ד"ר עמית פרידמן וד"ר טלי רגב. תודתנו לבני פפרמן ולניצה קסיר על הערותיהם המועילות.

## פרק א: ההתפתחויות במשק הישראלי בצל המשבר הגלובלי

בחלק זה נסקור בקצרה את ההתפתחויות העיקריות. סעיף 1 סוקר את המשק הישראלי. סעיף 2 סוקר את ההתפתחויות בחו"ל הרלוונטיות למשק. סעיף 3 מביא ניתוח קצר של התהליכים המקרו-כלכליים שעומדים ביסוד האירועים.

### 1. ההתפתחויות במשק הישראלי: נתונים עיקריים

מכיוון שהמשק הישראלי פתוח מאוד למסחר עם חו"ל, הן בסחורות ושירותים הן בהון פיננסי, בעקבות המשבר הכלכלי-פיננסי העולמי, שהחריף מאוד בספטמבר 2008, חלה הידרדרות ניכרת בכל האינדיקטורים המקרו-כלכליים למן הרביע האחרון של 2008. עיקרי ההתפתחויות הם:

#### א. ירידה בתוצר ובתעסוקה, עלייה באבטלה

ברביע האחרון של 2008 ירד התמ"ג ב-0.5%. ברביע הראשון של 2009 הוא ירד ב-3.6% לעומת הרביע הקודם, במונחים שנתיים. התמ"ג העסקי ירד ב-1.6% וב-4.2% ברביעים אלה, בהתאמה. ירידה זו תימשך ככל הנראה במהלך המחצית הראשונה של 2009. לשם השוואה נציין שמוצע הצמיחה של המשק הישראלי מ-1987 (לאחר ייצוב האינפלציה) עד 2007 עמד על 4.5% לשנה. בכל 61 שנות קיום המדינה נרשמה צמיחה שלילית בתמ"ג רק ב-1953 ובשנים 2001–2002. תחזית הצמיחה של בנק ישראל ל-2009 עומדת על -1.5%, ויש תחזיות לירידות גדולות יותר.

ירידה זו בייצור משתקפת בנתוני התעסוקה, האבטלה והמשרות הפנויות. ברביע הראשון של 2009 חלה ירידה של 0.3% בתעסוקה, ושיעור האבטלה עלה ל-7.6% (לאחר ירידה באבטלה בין 2003 – אז עמדה על 10.3%, ל-2008 – אז הגיעה ל-6.1%). נוסף על כך ברביע הראשון של 2009 חלה ירידה של 28% במספר המשרות הפנויות (ירידה של 9,500 משרות) לעומת הרביע הקודם.

לוח א-1 מציג את השינויים בתוצר וברכיביו. תרשימים א-1 עד א-4 מתארים את ההתפתחויות

העיקריות.



לוח א-1

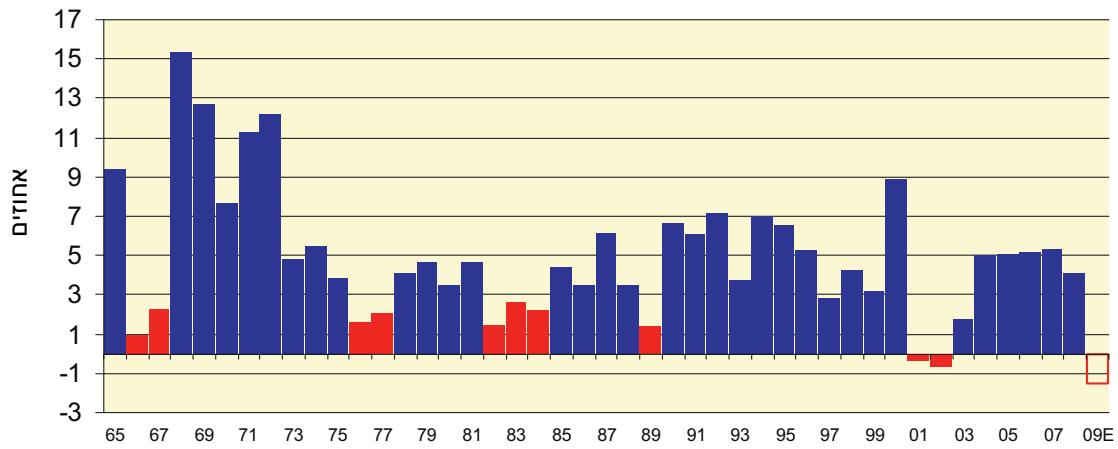
הוצאה על התוצר המקומי הגולמי והשימושים במקורות

כל רבע לעומת קודמו					כל מחצית לעומת קודמתה					שינוי כמותי באחוזים, בשיעור שנתי
2009	2008				2007		2008		2007	
רבע I	רבע IV	רבע III	רבע II	רבע I	רבע IV	רבע III	מחצית II	מחצית I	מחצית II	
-3.6	-0.5	1.3	3.4	4.7	6.8	5.9	1.3	4.9	6.0	<b>תוצר מקומי</b>
-4.3	-3.1	0.6	0.2	7.6	4.6	8.5	-0.4	5.0	6.3	<b>גולמי</b>
-6.0	-4.9	-1.2	-1.4	5.7	2.6	6.4	-2.2	3.1	4.4	<b>הוצאה</b>
-6.6	-35.8	-14.4	-39.5	70.2	36.7	9.4	-27.0	24.7	15.0	<b>לצריכה</b>
-4.3	-1.3	1.9	2.8	0.8	-1.3	6.7	1.3	0.8	3.1	<b>פרטית</b>
-13.0	6.3	4.3	-4.6	10.8	-4.8	-0.4	2.5	2.8	0.8	הוצאה לצריכה פרטית לנפש צריכת מוצרים בני קיימה לנפש צריכה למעט מוצרים בני קיימה לנפש
-11.9	5.8	7.6	-0.7	2.7	1.7	1.1	5.0	1.6	2.1	<b>הוצאה</b>
-27.8	2.4	-10.2	0.7	9.5	-10.3	51.6	-4.5	2.0	24.5	<b>לצריכה</b>
3.5	9.0	0.5	0.4	2.5	4.7	11.4	2.6	2.5	5.9	<b>ציבורית</b>
-37.6	0.8	-13.6	0.2	12.5	-14.6	67.6	-6.8	2.0	30.9	מזה: לא כולל ייבוא ביטחוני
-11.4	7.5	3.7	4.2	0.6	6.1	3.5	4.8	2.8	6.1	<b>השקעה</b>
-46.3	-44.8	1.1	-12.0	18.5	16.8	14.1	-15.6	9.6	12.1	<b>בנכסים</b>
-49.9	-33.2	8.9	-5.8	23.6	13.5	18.0	-6.8	13.1	13.4	<b>קבועים</b>
-22.4	-7.2	-1.2	-0.8	5.9	8.5	7.5	-2.6	4.8	8.1	בתי מגורים ענפי המשק
-62.7	-18.6	-5.8	-7.9	4.5	15.6	10.3	-9.6	3.8	13.9	<b>שימושים</b>
-61.9	-2.5	2.6	-7.5	11.4	17.7	9.8	-1.3	7.7	15.1	<b>מקומיים</b>
-4.2	-1.6	1.0	3.7	5.7	7.9	7.2	1.0	5.8	7.2	<b>ייצוא סחורות</b>
-4.4	-2.1	0.8	3.7	6.3	8.0	7.3	0.8	6.0	7.2	<b>ושירותים</b>
										מזה: לא כולל ייבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
										<b>תמ"ג עסקי</b>
										מזה: לא כולל חברות הזנק

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים א-1

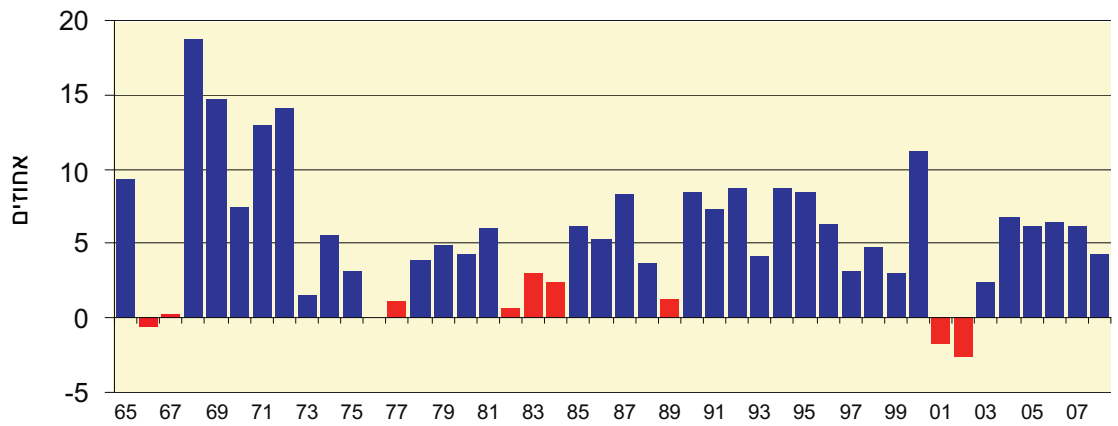
התוצר הראלי, אחוזי שינוי, 1965–2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

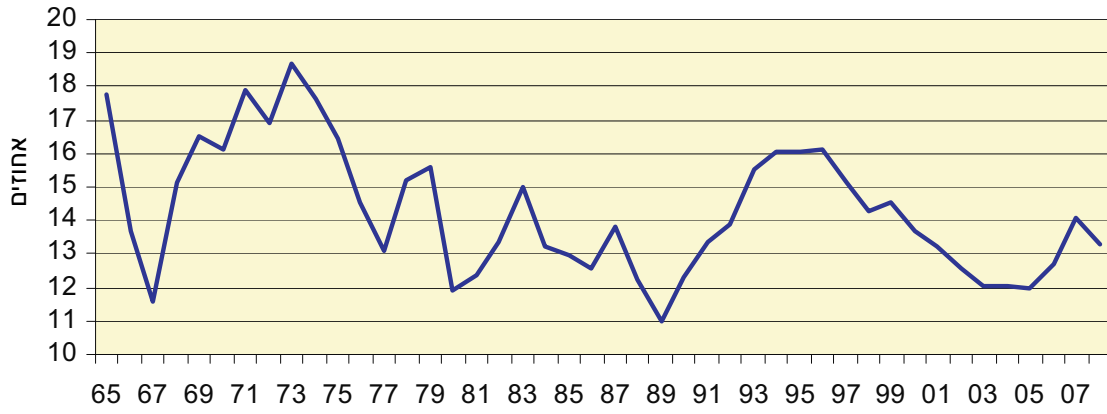
תרשים א-2

התוצר העסקי, אחוזי שינוי, 1965–2008



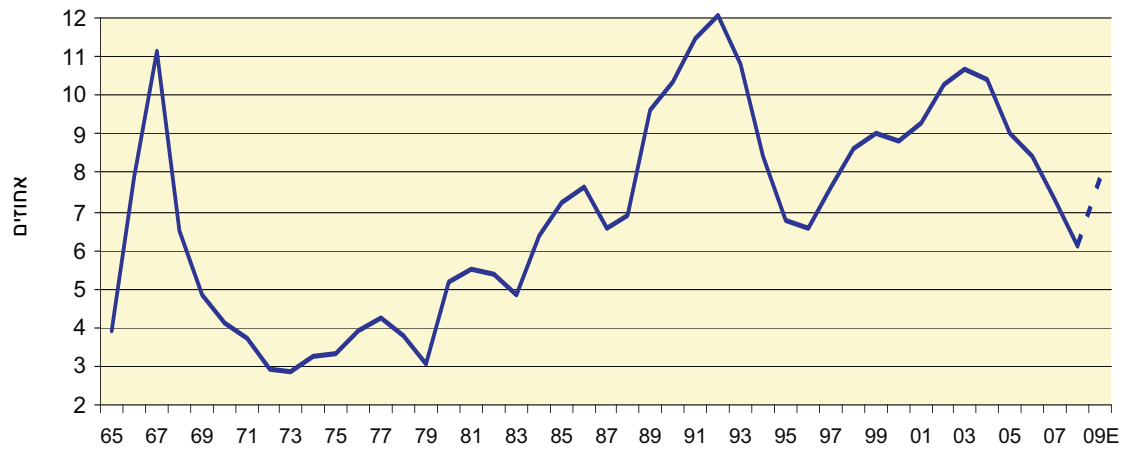
מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים א-3  
 ההשקעה בענפי המשק באחוזי תוצר, 1965–2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים א-4  
 שיעור האבטלה, 1965–2008

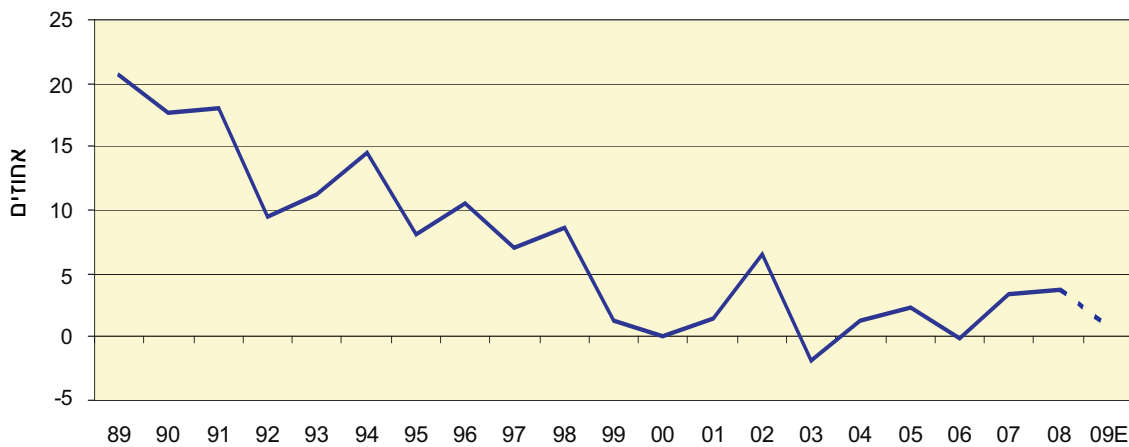


מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

## ב. ירידה באינפלציה ובריבית

על רקע ההתפתחויות הראליות הללו ונפילת מחירי נכסים פיננסיים ומחירי סחורות ואנרגיה בארץ ובחו"ל חלה ירידה בשיעור האינפלציה. ברביע הראשון ירדה האינפלציה לקצב נמוך מ-1% במונחים שנתיים ברביע הראשון. אולם בחודשים האחרונים הציפיות לאינפלציה שבו ועלו ועמדו על כ-1.5% ב-2009 ועל כ-2.2% ב-2010. עם ההתפתחויות הראליות והירידה באינפלציה הוריד בנק ישראל את הריבית מרמה של 4.25% בספטמבר 2008 ל-0.5% באפריל 2009. תרשימים א-5 עד א-9 מתארים את ההתפתחויות העיקריות.

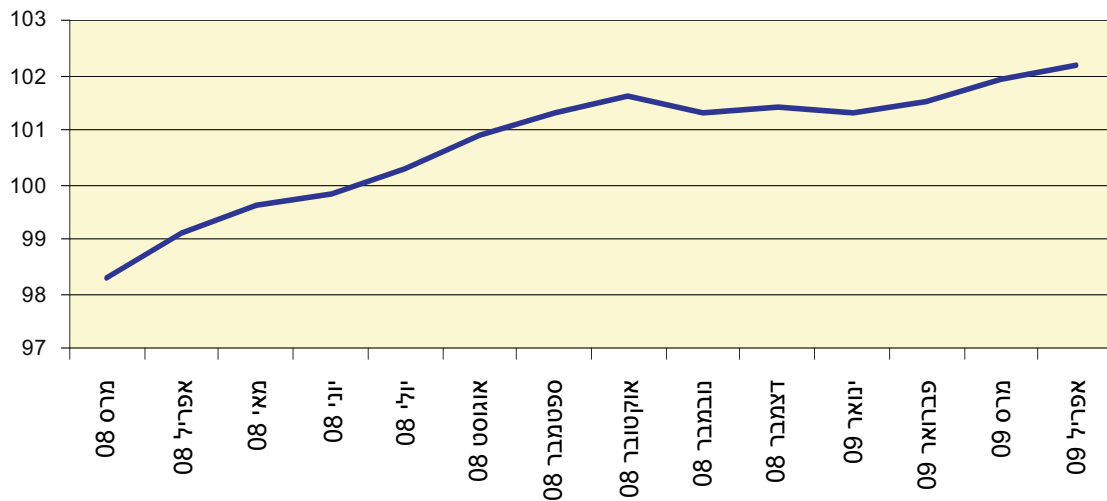
תרשים א-5  
שיעור האינפלציה, 1989–2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים א-6

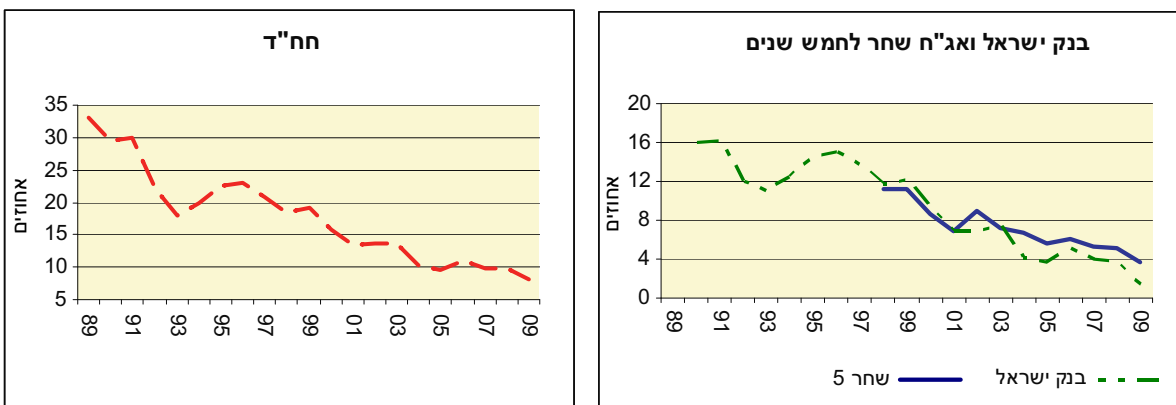
התפתחות מדד המחירים לצרכן, מרס 2008 – אפריל 2009 (מנוכה עונתיות)



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים א-7

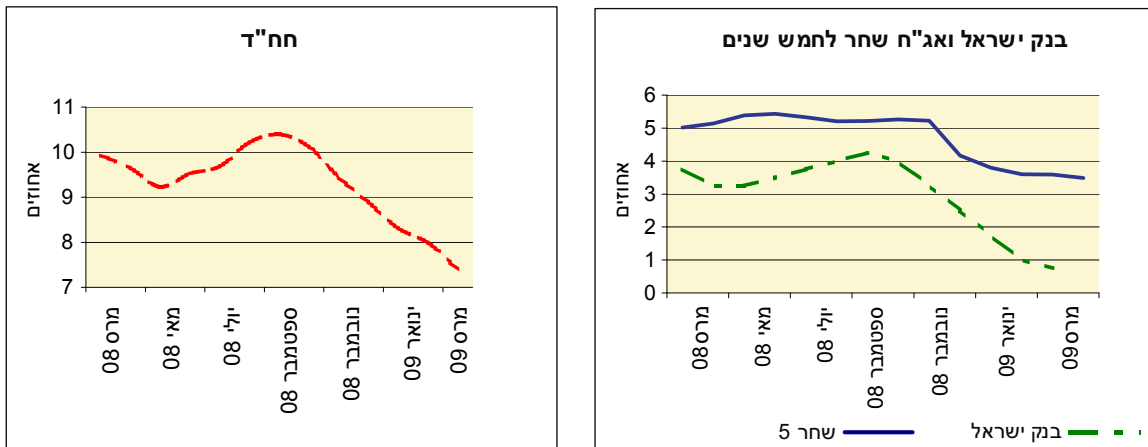
ממוצע שיעורי ריבית בנק ישראל, חח"ד ואג"ח שחר לחמש שנים, 2009–1989



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

תרשים א-8

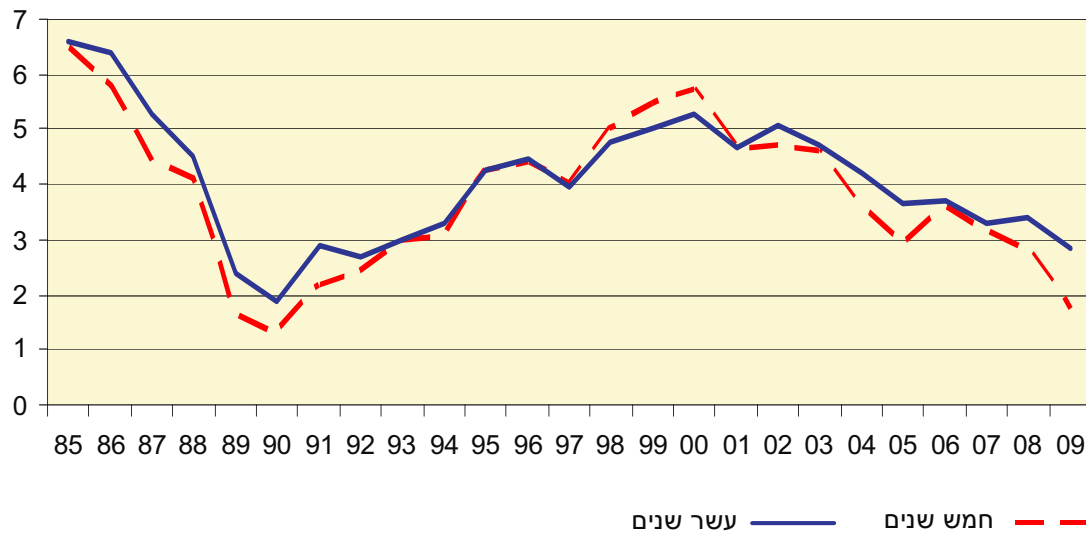
ריבית בנק ישראל, חח"ד ואג"ח שחר לחמש שנים, מרס 2008 – מרס 2009



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

תרשים א-9

תשואת אג"ח גליל לחמש ועשר שנים, 1985–2009



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

בתרשים א-5 אפשר לראות שהאינפלציה בעשור האחרון יציבה יחסית. תרשים א-6 מראה שחלה ירידה ברמת המחירים לפי מדד המחירים לצרכן נמוכה עונתיות במעבר מאוקטובר לנובמבר 2008 ומדצמבר 2008 לינואר 2009. ירידה זו התבטאה גם במדדי מחירים אחרים, כגון מחירי תפוקת התעשייה ומחירי התשומות בבנייה למגורים. עם זאת מתחילת השנה כבר הייתה עלייה במדד. תרשים א-5 מראה שגם בעבר הקרוב שררה סביבת אינפלציה נמוכה (בשנים 2000, 2003 ו-2006). כפי שעולה מתרשימים א-7 ו-א-8, בד בבד עם ההתפתחות באינפלציה ובריבית של בנק ישראל חלו ירידות בתשואות על איגרת החוב הממשלתית שחר ובריבית חח"ד (חשבון חוזר דביטורי). מתרשים א-9 עולה שהריבית הראלית על תשואות גליל קרובה לרמות הנמוכות ששררו לפני 20 שנה, וכי מאז סוף שנות השמונים לא הייתה ריבית נמוכה כזאת במשק הישראלי.

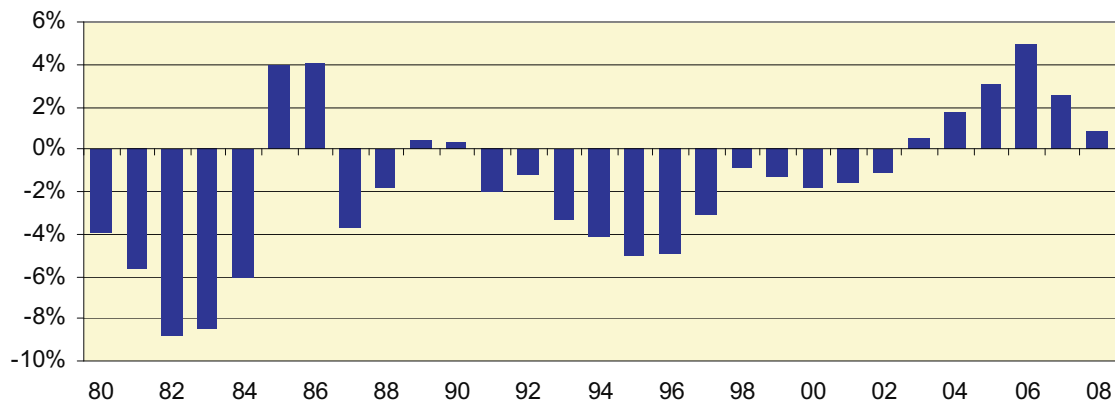
### **ג. מגזר החוץ: ירידה בסחר ופיחות בשער השקל**

בעקבות המיתון בעולם ובישראל חלה ירידה הן בייצוא הן בייבוא. תחזיות הצמיחה בחו"ל עודכנו כלפי מטה כמה פעמים בחודשים האחרונים. לדוגמה, קרן המטבע הבין-לאומית (IMF) הורידה את תחזית הצמיחה העולמית מ-3.9% ביולי 2008 ל-1.3% באפריל 2009; את התחזית לאיחוד האירופי מ-1.7% ביולי 2008 ל-4.2% באפריל 2009; את התחזית לארצות הברית מ-1.3% ביולי 2008 ל-2.8% באפריל 2009; את התחזית לסין מ-9.7% ביולי 2008 ל-6.5% באפריל 2009.

על רקע זה יש להבין את הירידה בייצוא הישראלי ב-46% (במונחים שנתיים) ברביע הראשון של 2009 בהמשך לירידה של 45% ברביע האחרון של 2008. לפיכך רמת הייצוא ברביע הראשון של 2009 הייתה נמוכה בכ-25% מרמת השיא ברביע השלישי של 2008. עם המיתון בישראל חלה ירידה של 62% (במונחים שנתיים) בייבוא (לא כולל ייבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים) ברביע הראשון של 2009. תרשימים א-10, א-11, א-12 מתארים את ההתפתחויות בייבוא ובייצוא בחשבון השוטף. אפשר לראות בתרשימים את הפתיחות הגדולה של המשק הישראלי לחו"ל, העומדת ביסוד ההשפעה הגדולה של המשבר הכלכלי עליו. כמו כן התרשימים מציגים את השיפור שחל בחשבון השוטף בשנים האחרונות.

תרשים א-10

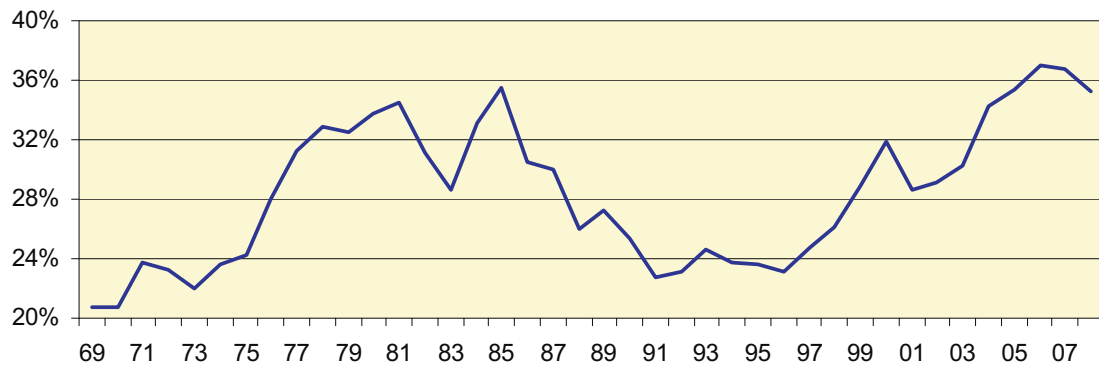
החשבון השוטף של מאזן התשלומים באחוזי תוצר, 1980–2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים א-11

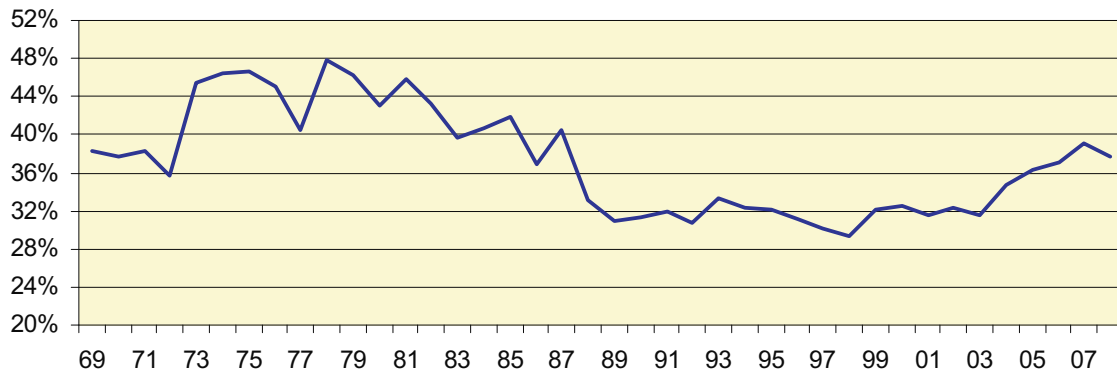
ייצוא סחורות ושירותים, לא כולל יהלומים, (באחוזי תוצר) 1969–2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



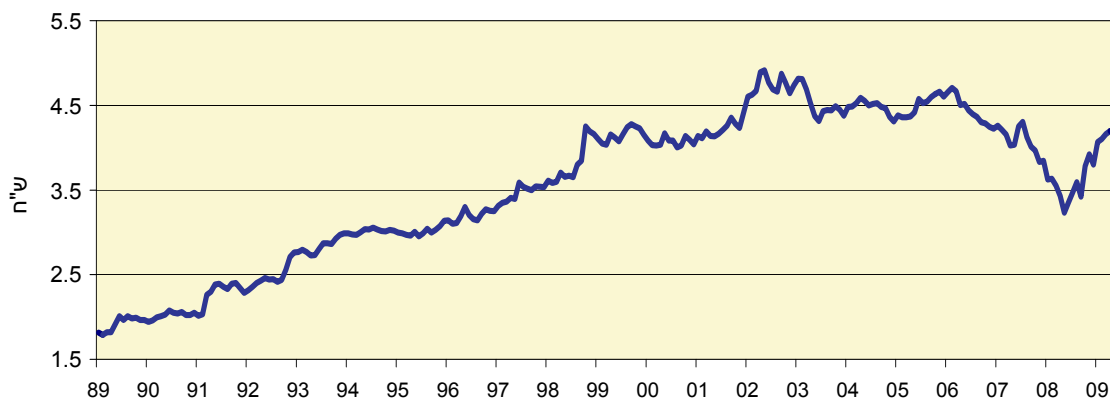
תרשים א-12  
**ייבוא סחורות ושירותים, לא כולל יהלומים, 1969–2008 (באחוזי תוצר)**



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

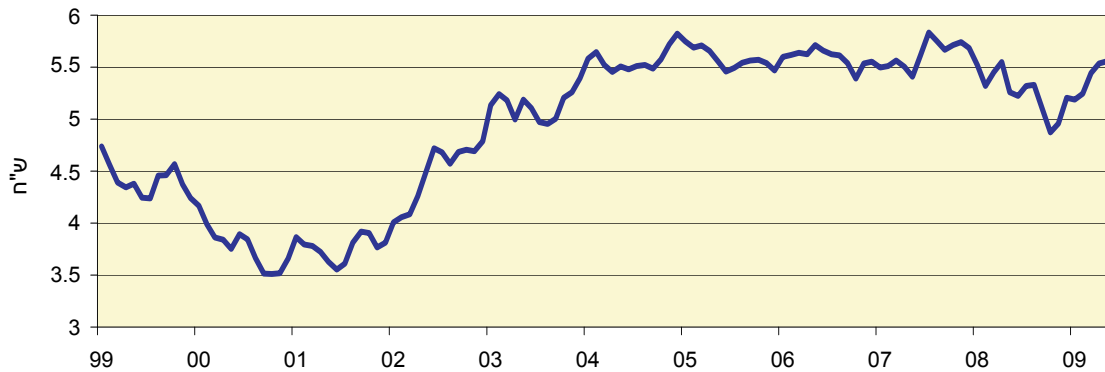
שער החליפין של השקל נחלש לאורך מרבית תקופת המשבר, כפי שנראה בתרשימים א-13 וא-14. ממחצית ספטמבר 2008 ועד 28 במאי 2009 היה הפיחות הנומינלי בשקל 10% לעומת הדולר ו-7% לעומת האירו. פיחות זה עשוי לסייע למתן את הפגיעה בייצוא. עם זאת בשבועות האחרונים מסתמנת מגמת ייסוף בשקל.

תרשים א-13  
**שער החליפין שקל-דולר, 1989–2009**



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

תרשים א-14  
שער החליפין אירו-שקל, 1999–2009

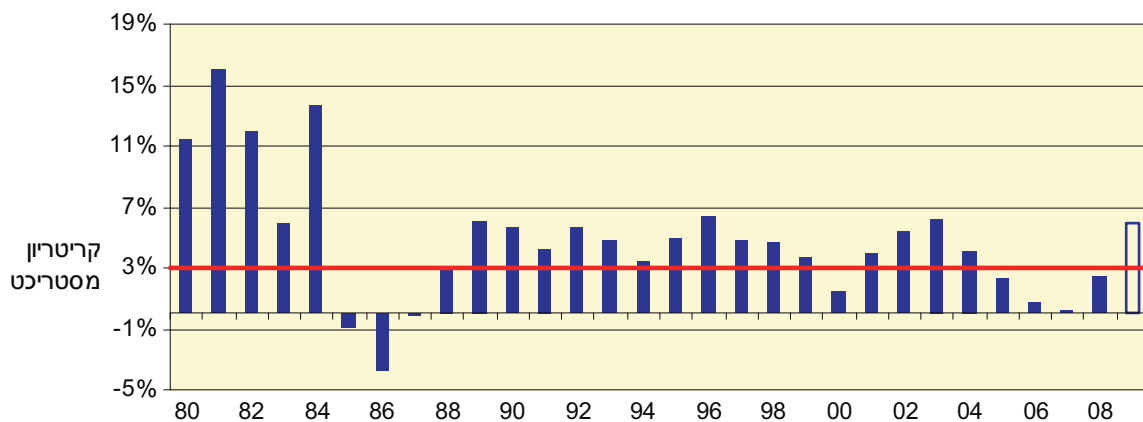


מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

#### ד. המדיניות הפיסקלית

לאחר שנים של גירעונות נמוכים יחסית נוצר גירעון פיסקלי המוערך כעת ב-6% תוצר בתקציב המדינה לשנת 2009 (ראו תרשים א-15), בעיקר עקב ירידה אנדוגנית חריפה במסים שאירעה בעקבות הירידה בפעילות הראלית. בפרק ב להלן נסקור את ההתפתחויות בתקציב ונציג גם נקודת מבט בין-לאומית. מעניין לציין שבמשך שלושה עשורים הגיע הגירעון לרמה של מתחת ל-3% (קריטריון מסטריכט) פעמים ספורות בלבד. עם זאת הגירעון הצפוי השנה יהיה ככל הנראה אחד הגדולים שנראו מאז תקופת ייצוב האינפלציה באמצע שנות השמונים.

תרשים א-15  
הגירעון בתקציב הממשלה הרחבה באחוזי תוצר, 1980–2008



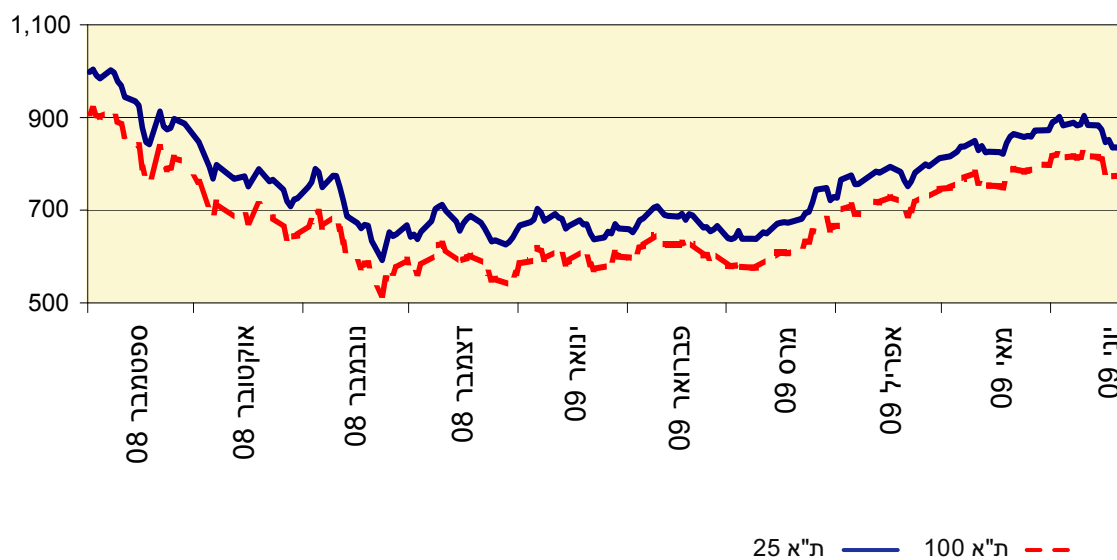
מקור: עיבודי המחברים מנתוני משרד האוצר.

### ה. השווקים הפיננסיים: ירידות חריפות ואחר כך עליות

נסכם את ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים בישראל עד כה כדלקמן: מפולת בחודשים הראשונים של המשבר והתאוששות ניכרת כחצי שנה אחרי כן. מספטמבר 2008 עד תחילת מרס 2009 חלה ירידה תלולה בכל המדדים. כך למשל, מדד תל אביב 25 ירד ב-35.9%, מדד תל אביב 100 ירד ב-36.2%, מדד תל בונד 20 – ב-7.9%, מדד תל בונד 40 – ב-16.4% ומדד תל בונד 60 – ב-11.4%. ירידות אלו אירעו בד בבד ירידות בשוקי העולם והיו מעט גבוהות יותר מהירידות בשווקים המובילים. מתחילת מרס 2009 חל שינוי במגמה ועד 28 במאי 2009 נרשמו עליות נאות במדדים אלה, לרוב בקצב מהיר מקצב העליות בשווקים המובילים בעולם. כך, מדד תל אביב 25 עלה ב-34.3%, מדד תל אביב 100 עלה ב-35.8%, מדד תל בונד 20 – ב-7.4%, מדד תל בונד 40 – ב-12.6% ומדד תל בונד 60 – ב-9.5%. תרשימים א-15 וא-16 מתארים את ההתפתחויות.

תרשים א-16

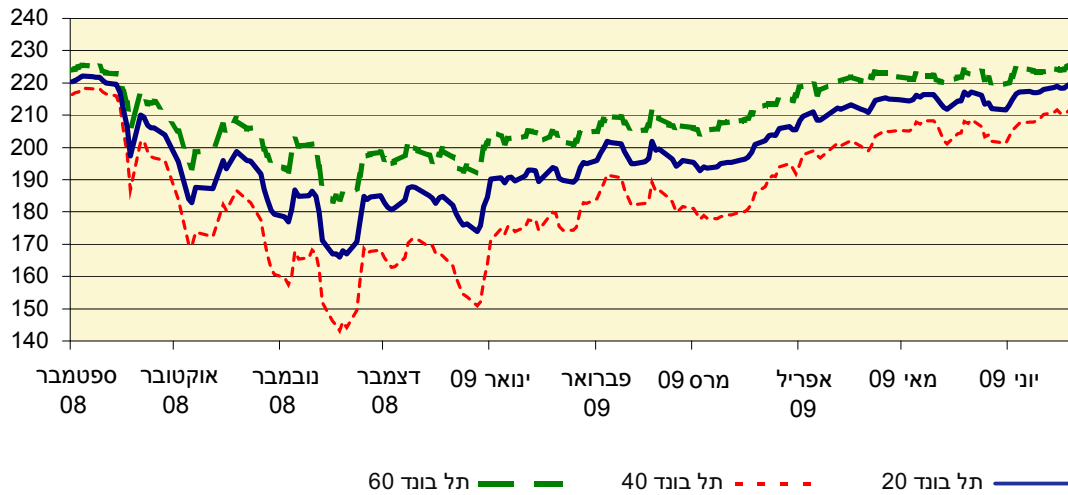
מדדי שוק המניות בתל אביב, ספטמבר 2008–מאי 2009



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הבורסה לניירות ערך, תל אביב.

תרשים א-17

מדד איגרות חוב קונצרניות בתל אביב, ספטמבר 2008–מאי 2009



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הבורסה לניירות ערך, תל אביב.

בסקירה קצרה זו ציינו רק את ההתפתחויות החשובות ביותר כרקע לדיון במדיניות בפרקים הבאים. הקורא המעוניין ימצא סקירות מפורטות בפרסומי בנק ישראל, בעיקר בדוח האינפלציה הרבעוני<sup>1</sup> ובדוח ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים.<sup>2</sup>

## 2. ההתפתחויות במשק העולמי

להלן נתאר את ההתפתחויות בחו"ל הרלוונטיות למשק הישראלי. ארבע התפתחויות עומדות במוקד ההשפעה של חו"ל על המשק הישראלי.

האחת היא הירידה בפעילות הראלית, שהביאה לירידה במסחר הבין-לאומי ובכלל זה בביקוש לייצוא הישראלי. הבאנו לעיל את התחזיות של קרן המטבע הבין-לאומית. נציין גם שהמשק האמריקני אינו צפוי לצאת מהמיתון שהחל בדצמבר 2007 לפני המחצית השנייה של 2009, ושהתמ"ג צפוי לרדת השנה בשיעור של בין 3% ל-4%; בגוש האירו, המונה כעת 16 מדינות, צפויה צמיחה שלילית של כ-4%, ובגרמניה, המדינה הגדולה באיחוד האירופי, צפוי התמ"ג לרדת ביותר מ-6% השנה; יפן חווה את המשבר בצורה קשה עוד יותר – ירידת התמ"ג ברביע הראשון של 2009, כמעט 16% במונחים שנתיים, היא החמורה ביותר מאז החלו לאסוף את נתוני התוצר, ובשנה כולה צפויה ירידה של יותר מ-6%; התמ"ג העולמי צפוי לרדת ביותר מ-1% תוצר, ירידה כמעט חסרת תקדים.

1 ראו [www.boi.gov.il/publheb/publslf.php?misg\\_id=10](http://www.boi.gov.il/publheb/publslf.php?misg_id=10) (כל אתרי האינטרנט בחוברת זו אוזרו לאחרונה ביוני 2009).

2 ראו [www.boi.gov.il/publheb/publslf.php?misg\\_id=8](http://www.boi.gov.il/publheb/publslf.php?misg_id=8)

ההתפתחות השנייה המשפיעה מאוד על המשק הישראלי היא ירידת האינפלציה וירידת הריבית ברוב המשקים. האינפלציה העולמית יורדת מכ-5.5% לשנה ב-2008 לכ-1.3% ב-2009. במדינות מובילות – ארצות הברית, יפן, גוש האירו – צפויה השנה ירידת מחירים בסיכום שנתי. ירידת המחירים הובילה לירידה דרסטית בריביות הבנקים המרכזיים לקרוב ל-0 ולנקיטת צעדים לא שגרתיים, כגון מדיניות של הקלה כמותית. להתפתחויות אלו נודעת השפעה רבה על מדיניות בנק ישראל. ריבית בנק ישראל עומדת כעת על 0.5% וזהה לריבית בבריטניה – גבוהה מהריבית בארצות הברית (0–0.25%) וביפן (0.1%) ונמוכה מריבית גוש האירו (1%).

ההתפתחות השלישית החשובה לישראל היא הנפילה החדה בשווקים הפיננסיים המובילים, בייחוד ברביע האחרון של 2008. כך למשל, מדד SP500, שעמד על 1,252 נקודות לפני קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס (Lehman Brothers), עמד בתום השנה על 903 נקודות – נחיתה של כ-28%; במהלך כל 2008 ירד המדד בקרוב ל-40%, ומשיאו באוקטובר 2007 – בכ-42%. להתפתחות זו השפעה מהותית ופסיכולוגית על השווקים בישראל. ההשפעות המהותיות הן בעיקר ירידה בערך נכסי חו"ל של פרטים ופירמות במשק, קושי לגייס הון בחו"ל, השפעות על שוקי האשראי המקומיים ובכלל זה על מצבם של הבנקים, יציאת הון זר מישראל ועוד. ההשפעה הפסיכולוגית קשורת לנטייה של ירידה של השווקים, בייחוד בארצות הברית, לגרור ירידות בבורסה בתל אביב. המתאם בין מדד SP500 למדד תל אביב 100 בתקופה ספטמבר-דצמבר 2008 היה 0.96. בדומה, גם העלויות בשווקים בחו"ל ממרס 2009 משפיעות לטובה על הבורסה בתל אביב.

ההתפתחות הרביעית היא השינוי במדיניות הפיסקלית. מדינות רבות אימצו מדיניות של תמרוץ פיסקלי נוסף על התמריצים המוניטריים כדי למנוע מהמשקים לגלוש לשפל נוסח שנות השלושים של המאה העשרים. המדינה הנוקטת צעדים מרחיקי לכת ביותר היא ארצות הברית, שהגירעון בה צפוי להגיע לקרוב ל-2 טריליון דולר<sup>3</sup> בתקציב הממשלה לשנה הפיסקלית 2009, כלומר יותר מ-13% מהתוצר. על פי התחזית בבריטניה צפוי גירעון של כמעט 10% תוצר. במדינות אירופה הגירעונות הפיסקליים צפויים להיות נמוכים יותר: כ-5% תוצר בגוש האירו ובסביבות 7% בצרפת ובספרד.

### 3. התהליכים הכלכליים ביסוד ההתפתחויות

ההתפתחויות המתוארות לעיל הן תולדה של התהליכים האלה:

(1) המשבר בשוקי האשראי העולמיים, בעיקר המשבר בשוק המשכנתאות בארצות הברית שהחל ביולי 2007 והחריף מאוד במהלך 2008, בייחוד עם התמוטטות בנק ליהמן ברדרס במחצית ספטמבר 2008. משבר זה לווה בכניסה של המשק האמריקני למיתון מדצמבר 2007. המשבר עצמו היה תולדה של בועה שנוצרה במחירי הנדל"ן יחד עם הרחבה מסיבית באשראי למשקי בית ומינוף גדול של פירמות, כולל בנקים. שימוש לא מושכל באיגוח הלוואות ומשכנתאות, כולל הערכות מוטעות של הסיכון הגלום במכשירים מסוימים (למשל איגרות חוב מגובות משכנתאות) ודירוג יתר שלהם, החריף מאוד את תוצאותיה של התפוצצות בועת הנדל"ן.

3 טריליון = 1 ר-12 אפסים.

- (2) המשבר התבטא בקיפאון בשוקי האשראי למיניהם, הן במערכת הבנקאות הקונבנציונלית הן במערכות החוץ-בנקאיות. חלה עלייה ניכרת במדדי "פחד" וירידה דרמטית בנכונות לתת אשראי. בעקבות זאת עלו המרווחים בשוקי האשראי לרמות שיא היסטוריות.
- (3) המשבר בשוקי האשראי גרר מיתון בפעילות הכלכלית. הפירמות החלו לסבול מקשיים בקבלת הלוואות או במחזור חוב קיים. משקי הבית העלו מאוד את שיעור החיסכון.
- (4) בעקבות התפתחויות אלו חלה בתחילה שחיקה בשוקי המניות ובהמשך, מאוקטובר 2008 – מפולת. תופעות אלה גלשו עד מהרה מארצות הברית לשאר העולם. מאחר שהגלובליזציה הפיננסית והכלכלית סייעה להפצת המשבר התברר שפיזור פעילות והשקעות על פני מדינות בעולם איננו כלי מועיל במיוחד.
- (5) חלק מהמדינות סבלו מהאטה ראלית ומנפילות בשווקים הפיננסיים שהיו חמורות אף מאלו שאירעו בארצות הברית. נציין את איסלנד, אירלנד, מדינות מזרח אירופה וגם את יפן – שם נרשמות ירידות תלולות במיוחד.
- (6) המשק הישראלי, בהיותו פתוח מאוד לסחר ולתנועות הון בין-לאומיים, נפגע גם הוא. הירידה במחירי הנכסים הפיננסיים בחו"ל גררה בעקבותיה גם השפעות פסיכולוגיות אשר החריפו את התהליכים הכלכליים. במילים אחרות, המשק הישראלי הפגין את כל התופעות שנוצרו בשאר העולם: האטה בכל סוגי הפעילות, ירידות חדות בכל מגזרי השווקים הפיננסיים, קיפאון בשוקי האשראי ומחיקות גדולות של חובות במאזני הבנקים.
- (7) השוני בין ישראל ובין מדינות אחרות שנפגעו קשה מתבטא עד כה באלמנטים אלה: לא ניכרת כרגע בישראל פגיעה דרמטית במאזני הבנקים המסחריים עד כדי סכנה ליציבותם; השווקים הפיננסיים החלו לעלות מוקדם יותר ובמגמה חדה יותר; ההאטה בפעילות הראלית מתונה יחסית.

## פרק ב: המדיניות הפיסקלית

מאחר שהשנה נערך פורום קיסריה לאחר קבלת ההחלטות על התקציב, הפרק על המדיניות הפיסקלית יטפל בנושאים שלהלן: תיאור כיווני המדיניות הפיסקלית בחו"ל בעקבות המשבר, ההחלטות העיקריות שכבר התקבלו בישראל, שיקולים בנושא קביעת המדיניות הפיסקלית, ניתוח תרחישים עיקריים למקרה שתחול חריגה של הגירעון מהתוואי המתוכנן בשנים 2009 ו-2010, סימולציה של ההשפעות האפשריות של התכנית להפחתת המס עד 2016 וסיכום ההמלצות. במהלך הדברים נתייחס להרכב ההוצאות ולהרכב המסים.

בפתח הדברים נציין כי אנו מוצאים שתהליך התקציב לא היה מיטבי וסדרי העדיפויות בו לא הותאמו כהלכה. בתחום המסים, הגירעון והחוב יש סכנה שהמדיניות לא תהיה בת קיימה לאורך זמן.

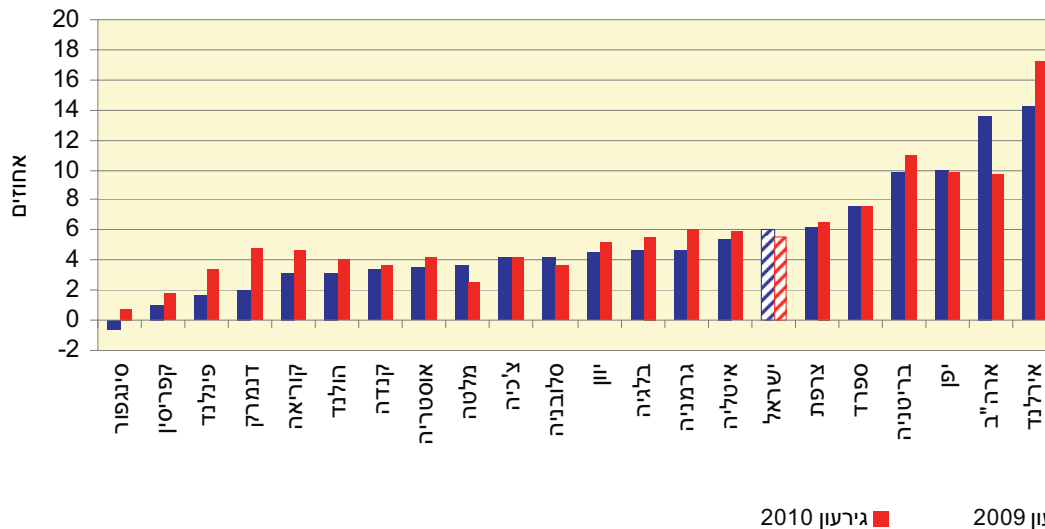
### 1. המדיניות הפיסקלית בעולם בצל המשבר

לאחר שבמשך שנים ניתנה עדיפות ברורה, הן מבחינה אקדמית הן מבחינה מעשית, למדיניות מוניטרית בהחלקת מחזורי העסקים, המשבר העולמי הנוכחי שב והעלה לקדמת הבמה את התפיסה שמדיניות פיסקלית יכולה לסייע במידה רבה בהתמודדות עם האטה כלכלית. ואכן, מרבית הממשלות בעולם, במדינות המפותחות ובמדינות המתפתחות, נקטו בחודשים האחרונים צעדים מובהקים של תמרוץ פיסקלי שנועדו להקל את המיתון המתפשט בעולם. מדינות OECD (הארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי) הכריזו על תכניות תמרוץ פיסקליות בהיקפים גדולים, ובהן בולטת במיוחד ארצות הברית. גם מדינות לא מפותחות, דוגמת סין ורוסיה, הכריזו על צעדים בהיקפים דומים.

הערכת הגירעונות הפיסקליים משתנה עם הזמן ותלויה גם בגוף המעריך. לפי תחזית של OECD ממרס 2009 עמדו הגירעונות החזויים לשנת 2009 על 7.2% מהתוצר לממוצע OECD, 10.2% מהתוצר לארצות הברית, 5.4% מהתוצר לגוש האירו, 9.3% מהתוצר לבריטניה ו-6.8% מהתוצר ליפן. תרשים ב-1 מתאר את תחזית קרן המטבע הבינלאומית שניתנה באפריל 2009, וכאן המספרים כבר גבוהים יותר.

תרשים ב-1

גירעונות ממשלה רחבה צפויים במדינות נבחרות (% תוצר)\*



\* הנתונים של ישראל נוגעים לגירעון של הממשלה המרכזית.

מקור: עיבודי המחברים מנתוני IMF World Economic Outlook, April 2009

**תגובת המדינות דיפרנציאלית.** המדינה הנוקטת את הצעדים הדרסטיים ביותר היא ארצות הברית. הגירעון הצפוי בה מגיע ל-1.9 טריליון דולר בתקציב הממשלה לשנה הפיסקלית 2009, שהם יותר מ-13% תוצר, ול-1.5 טריליון בשנה לאחר מכן. על פי הערכה של בנק ההשקעות האמריקני גולדמן סאקס מ-6 במאי 2009, התמרוץ הפיסקלי של ממשל אובמה – 787 מיליארד דולר – יביא לגידול בצמיחה של 0.9% תוצר ברביע הראשון, 3.1% ברביע השני, 3.3% ברביע השלישי ו-1.1% ברביע האחרון של 2009 (במונחים שנתיים). התכנית נחלקת לסעיפים האלה: כ-40%, קרוב ל-300 מיליארד דולר, מכוונים לעידוד הצריכה הפרטית באמצעות הפחתות מסים ומתן קצבאות (כולל ביטוח אבטלה, תלושי מזון וביטוח בריאות); כ-20% סיוע למדינות, בעיקר בתחומים של חינוך וביטוח רפואי; כ-33% בהוצאות פיסקליות ישירות, בייחוד בתחום התשתיות (ובעיקר תחבורה ואנרגיה); השארית מיועדת למתן תמריצים לעסקים. בבריטניה הגירעון הצפוי על פי התחזית עומד על כמעט 9.5% מהתוצר ועל שיעור דומה בשנה לאחר מכן. החוב הציבורי צפוי לעלות מכ-43% מהתוצר טרום המשבר לכ-76% ב-2013–2014. הממוצע בגוש האירו יהיה כנראה גירעון של 5%–5.5% מהתוצר בכל אחת מהשנים 2009 ו-2010. בספרד הערכות מצביעות על גירעון של 8%–10% מהתוצר ב-2010, לאחר עודף תקציבי של 2.2% תוצר ב-2007. תכנית התמרוץ הפיסקלי מגיעה לכ-5% מהתוצר, כולל תכניות לעבודות ציבוריות בהיקף של 8 מיליארד אירו אשר יעסיקו כ-400 אלף איש.



מנגד יש מדינות שהגירעון הצפוי בהן נמוך או אפילו מדינות שיש להן עודף תקציבי: עודף קטן (0.3% מהתוצר) בקנדה, איזון תקציבי בשוודיה וגירעונות של פחות מ-3% מהתוצר באוסטרליה, בדנמרק ובשווייץ.

## 2. המדיניות הפיסקלית ל-2009 ו-2010

עוד לפני מאי 2009 היו שלוש התפתחויות פיסקליות חשובות: נפילה חדה בגביית המסים; "תקציב 1/12" עקב אי-אישור תקציב ל-2009; ירידה של 13% ברביע הראשון (בשיעור שנתי) בתצרוכת הציבורית, לפי נתוני הלמ"ס (אומדן ראשון מ-17 במאי 2009). כלומר, ההוצאות והמסים ירדו בפועל הן בשל הירידה בפעילות המשקית הן בשל התהליכים התקציביים.

התכנית הכלכלית והתקציב לשנים 2009 ו-2010, שאושרו בממשלה במאי 2009, כוללים הגדלת הוצאות בהיקף של 3.05% ב-2009 לעומת 2008 (כ-1% מהתוצר) וגידול נוסף של 1.7% ב-2010 לעומת 2009. כלומר, הממשלה החליטה על תוספת תקציבית חדשה של כ-3 מיליארד ש"ח בכל שנה שלא תוכננה קודם לכן (הרחבה פיסקלית של כ-0.45% מהתוצר בכל שנה).

התכנון המקורי של אגף התקציבים כלל הגדלה של 1.7% בלבד בהוצאות בכל שנה. במסגרת זו הציע האוצר הפחתה של כ-3 מיליארד ש"ח בתקציב הביטחון והפחתות שכר של כ-5 מיליארד ש"ח, כולל מקורות המתפנים ב-2009 לשימוש ב-2010 – כ-7 מיליארד ש"ח.

בפועל הופחת תקציב הביטחון בשיעור נמוך בלבד והשכר במגזר הציבורי לא נפגע מלבד ויתור על תשלום דמי הבראה בשנתיים הקרובות. כדי לעמוד בדרישות התקציביות, ובכלל זה בהסכמים הקואליציוניים, הוחלט על קיצוץ רוחבי בתקציבי המשרדים בהיקף גבוה של 5 מיליארד ש"ח: קיצוץ של 6.5% בבסיס שנת 2009 וקיצוץ של 6.5% נוספים ב-2010. קיצוץ זה לא יחול על תקציב הביטחון. נראה שההפחתות הרוחביות הגבוהות בתקציבי המשרדים צפויות לפגוע פגיעה של ממש בפעילות המשרדים. הממשלה החליטה גם על העלאה זמנית של המע"מ ועל העלאת מסים נוספים (בעיקר על מוצרי "יוקרה") כדי לתת מענה לגידול בגירעון, גידול שצפוי להגיע לכ-6% מהתוצר ב-2009 ולכ-5.5% מהתוצר ב-2010. לא מן הנמנע שמקצת התכניות להעלאת המסים, כמו גם הרכב ההוצאות, יעברו שינויים לקראת אישור התקציב בכנסת.

כמו כן הוחלט על תכנית רב-שנתית חדשה להפחתת המסים הישירים – הפחתות שערכן יגיע בסופו של דבר ל-13.8 מיליארד ש"ח (כ-2% מהתוצר) בשנת 2016. הפחתות המסים החדשות לשנים 2009 ו-2010 צנועות יחסית (כ-0.5 מיליארד ש"ח בכל שנה שמקורם בהפחתה נוספת במס חברות), אולם הן מצטרפות להפחתות מסים בהיקפים של כ-3 מיליארד ש"ח בכל שנה שתוכננו קודם לכן ל-2009 ו-2010. במסגרת תכנית המסים הוחלט גם על העלאת מסים מסוימים וביטול פטורים בהיקף שצפוי להסתכם בכ-4.6 מיליארד ש"ח מ-2010. הבולט שבין פטורים אלה הוא מע"מ על ירקות ופרות. נדגיש כי בסיכום כולל התקציב מבטא ירידה במסים מסוימים (ישירים) ובה בעת עלייה במסים אחרים (עקיפים).

בסיכומו של דבר הפעולות הפיסקליות ה"אקטיביות" של הממשלה (discretionary measures), כלומר הגדלת ההוצאות והשינויים בשיעורי המס, הן ניטרליות על פני מחזור העסקים, שכן סכום הגידול השנתי הכולל של הפעולה הפיסקלית בשנים 2009 ו-2010 קרוב לגידול בתוצר הפוטנציאלי (כ-3.2%).

צמיחה שנתית).<sup>4</sup> לפיכך מדיניותה הפיסקלית המרחיבה של הממשלה בעת הזאת מתבטאת ברובה בפעולת המייצבים האוטומטיים – הנפילה בגביית המסים שנגרמה בעקבות המיתון. אין להקל ראש בפעולת המייצבים האוטומטיים בישראל, ובייחוד לא בצניחה בגביית המסים. הגירעון בישראל נראה כעת בסדר גודל של הגירעונות הצפויים ביבשת אירופה ונמוך מהגירעונות הצפויים בארצות הברית, בבריטניה ובין, כפי שעולה מתרשים ב-1 שלעיל.

### 3. שיקולים בקביעת המדיניות הפיסקלית

סוגיית המדיניות הפיסקלית הנדרשת בישראל דורשת בחינה מיוחדת בשל התנאים הייחודיים המאפיינים את המשק הישראלי. הפעלת מדיניות פיסקלית מרחיבה בישראל כרוכה בכמה מכשולים: בראש ובראשונה החוב הציבורי גבוה. עובדה זו מתבטאת בנטל גבוה של תשלומי ריבית, של כ-5% מהתוצר, בהשוואה לנטל ממוצע של כ-1% מהתוצר במדינות OECD. מחישובי משרד האוצר עולה שאילו היה החוב ברמה הממוצעת של החוב במדינות OECD הייתה מתאפשרת תוספת של כ-9 מיליארד ש"ח לתקציב. ההשפעות השליליות על יציבותה הפיננסית של הממשלה מקטינות את דרגות החופש שיש לה בהפעלת מדיניות גירעונית.<sup>5</sup> כך למשל, חברת דירוג האשראי Standard and Poor's הורידה את דירוג האשראי של ספרד מ-AAA ל-AA+, בינואר השנה, בעקבות הגירעון הגדול שהוזכר לעיל. הגדלה לא מבוקרת של הגירעון עלולה לגרום לגידול בעלויות גיוס החוב של הממשלה ולפגוע ביציבות הפיננסית של הממשלה והמשק. יתרה מזו, המשק הישראלי הוא משק פתוח, ולכן חלק גדול מההאצה הפיסקלית יבוא לידי ביטוי בהגדלת הביקושים למוצרים מחו"ל.

לכן אנו מציעים:

- להיערך מראש לתרחיש שבו ביצוע התקציב בפועל חורג מהתוואי המתוכנן.
- להבהיר לציבור כיצד בכוונת הממשלה להפחית את נטל החוב בשנים הקרובות ולאמץ כלל מדיניות ארוך טווח. יש להתאים את התכניות הרב-שנתיות של הממשלה, הן בצד ההוצאה הן בתחום המיסוי, לתוואי המדיניות המפורט לעיל.

צעדים אלו חשובים במיוחד בשל אי־ודאות קיצונית המאפיינת את התקופה הנוכחית. העובדה שאומץ תקציב דו־שנתי מחריפה את הבעייתיות שהממשלה תצטרך להתמודד עמה.

נביא להלן שני ניתוחים בהקשר זה: האחד עוסק בתרחישים להתפתחות הגירעון הממשלתי בשנים 2009–2010; השני עוסק בתוואי המסים המתוכנן עד 2016 והשפעותיו האפשריות.

4 להרחבה בנושא זה ראו בנק ישראל, מרס 2009. ישראל והמשבר העולמי: המלצות מדיניות לממשלה, עמ' 21.

5 ראוי לציין בהקשר זה כי לישראל כמה מאפיינים העשויים לאפשר חוב (וגירעון) גדול בהשוואה למדינות אחרות. בין מאפיינים אלה נמנה את שיעור גידול האוכלוסייה, המוביל לגידול מהיר יותר של התוצר, ואת העובדה שיש במשק הישראלי עודף נכסים על התחייבויות במטבע חוץ. עם זאת הסיכון הגאופוליטי המיוחד של ישראל מעצים את הסכנות הטמונות בחוב ממשלתי גבוה.

## 4. תרחישים להתפתחות הגירעון הממשלתי בשנים 2009–2010

שני התרחישים העיקריים שיש להיערך לקראתם הם גידול נוסף ולא מתוכנן בגירעון או לחלופין גירעון נמוך מהמתוכנן. נפרט להלן את הצעדים שאנו ממליצים לנקוט במקרים אלו.

### תרחיש א: גידול נוסף ולא מתוכנן בגירעון

הגירעון הממשלתי בפועל עלול להיות גבוה מהגירעון החזוי. סיבה מרכזית לכך היא האפשרות שגביית המסים בפועל תהיה נמוכה מהגבייה המתוכננת. מנגד, הוצאות הממשלה עלולות להיות גבוהות מהמתוכנן, למשל בגלל צרכים ביטחוניים לא צפויים או גידול חריג בתשלומי ההעברה. במקרה כזה מוצע לפעול להקטנת הגירעון ולהשארותו ברמה שנקבעה בתקציב הממשלה. להלן נציג את הדרכים האפשריות לעשות זאת.

### א. עצירת מתווה הפחתת המסים הנוכחי

#### יתרונות

מכיוון ששיעורי המס הממוצעים בישראל הם בקרבת ממוצע המדינות המפותחות, לא צפוי שהקפאת מתווה הפחתת המסים החדש תפגע במידה ניכרת בתחרותיות של המשק לעומת חו"ל.

#### חסרונות

עצירת תכנית שהממשלה אישרה פוגעת בהכרח באמינות הממשלה בעיני הציבור והמגזר העסקי. אמנם להפחתות מסים אלה יש תרומה לרווחיות הפירמות ולהכנסה הפנויה של הציבור, אולם הן עלולות לפגוע בפעילות המשקית.

### ב. העלאת מיסוי

היתרון המרכזי של כלי העלאת המיסוי הוא בקלות היחסית של הביצוע (בייחוד אם בוחרים להעלות מע"מ), ואילו החיסרון הוא הפגיעה הצפויה לפעילות המשקית. כך או כך יש לוודא שהבחירה במסים שיועלו תיעשה מתוך התחשבות במאפייני הפגיעה המשקית (למשל, מניעת עיוותים בהקצאת המקורות) ומתוך התחשבות בהשפעתו של המס על חלוקת ההכנסות.

לפיכך יש להעדיף את העלאתם של מסים אלה:

- ביטול פטורים המעוותים את יעילות הקצאת המקורות במשק, בייחוד הפטורים ממס על חיסכון שאינו ארוך טווח ופטורים מגזריים אחרים.
- מסים על פעילות בעלת השפעות חיצוניות מזיקות, כגון זיהום אוויר ומסים על אלכוהול וסיגריות.
- מסים שמושגים על שכבות אוכלוסייה עשירות, דוגמת מסים על מוצרי מותרות (כגון רכבי שטח) או מס ירושה.

עם זאת ייתכן שמסים אלו יניבו הכנסה נמוכה או יהיו קשים לגבייה. במצב כזה יש לבחור בחלופות שיש להן השפעה גדולה יותר על ההכנסות ממסים, גם אם יהיו קשות יותר לביצוע.

## ג. צמצום הוצאות

### יתרונות

מדובר בצעד קל יחסית לביצוע טכני (בהנחה שיהיה אפשר להתגבר על המכשולים הפוליטיים). אם ייבחרו תחומי הקיצוץ הנכונים יהיה אפשר למזער את הפגיעה במשק. צמצום ההוצאות של הממשלה עשוי להיות תמריץ ליעול המערכת.

### חסרונות

קשה מאוד להבטיח שהקיצוץ אכן יופנה לתחומים שאינם פוגעים בפעילות המשקית ובהקצאת המוצרים הציבוריים הנדרשים למשק. כיום, עוד לפני הקיצוץ, היקף המוצרים הציבוריים האזרחיים שהממשלה מספקת (כלומר, לא כולל הוצאות ביטחון ותשלומי ריבית) נמוך בהשוואה בין-לאומית. קיצוץ נוסף בהוצאות הממשלה צפוי להחמיר את המצב.

### יש להעדיף קיצוץ הוצאות מהסוגים האלה:

- הוצאות שאינן בעלות מכפיל פסקלי גבוה, למשל הוצאות מוטות ייבוא.
- הוצאות שאינן תומכות בצמיחה ארוכת טווח.
- הוצאות שקיצוץן לא צפוי לפגוע בתעסוקה.
- הוצאות שצמצומן לא יעצים את הפגיעה בשכבות החלשות.
- תחומים שתקציבם קוצץ במידה צנועה בלבד בתקציב שאושר בממשלה, ובכלל זה הוצאות הביטחון והשכר.

### תרחיש ב: גירעון נמוך מהמתוכנן

אם גביית המסים בפועל תהיה גבוהה מהמתוכנן או הוצאות הממשלה יהיו נמוכות מהצפוי, למשל בשל עיכוב בביצוע פרויקטים, הגירעון בפועל יהיה נמוך מהתחזית בתקציב. במקרה כזה אפשר להימנע מכל פעולה ולאפשר לגירעון (ולכן לחוב) להצטמצם. עם זאת אפשר גם להגדיל את הגירעון לרמתו המקורית באמצעות הגדלת הוצאות או הפחתת מסים נוספת. בשל נטל החוב החרגי של הממשלה והירידה החרגה בגביית המסים, הצוות ממליץ להעדיף את הקטנת הגירעון ולכן, במקרה של גירעון נמוך מהמתוכנן, להימנע מכל פעולה אקטיבית בצד ההוצאות או ההכנסות.

## **5. ניתוח של תוואי המסים המתוכנן עד 2016 והשפעותיו המשוערות**

### **א. עיקרי תכנית הפחתת המס לשנים 2010–2016**

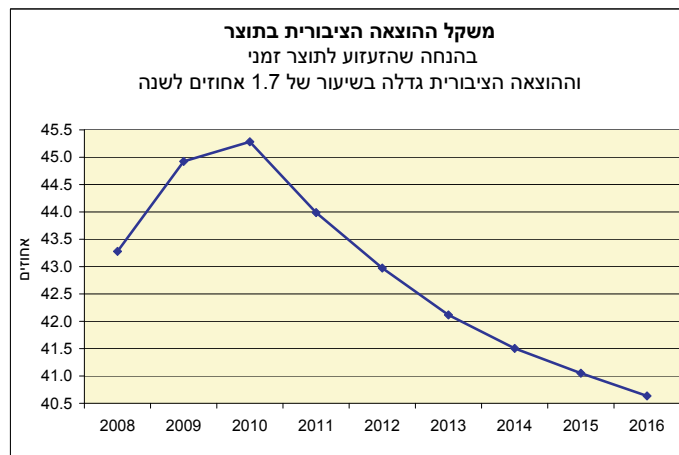
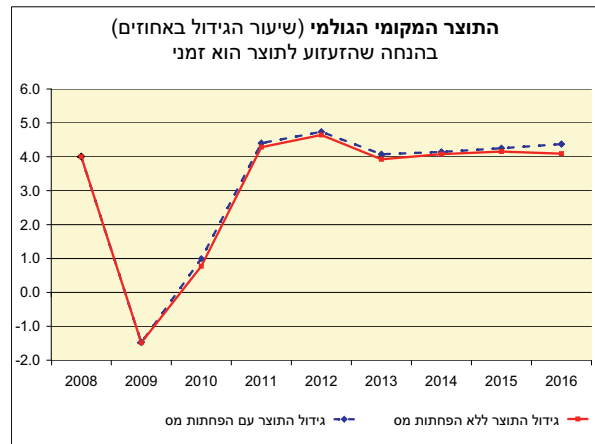
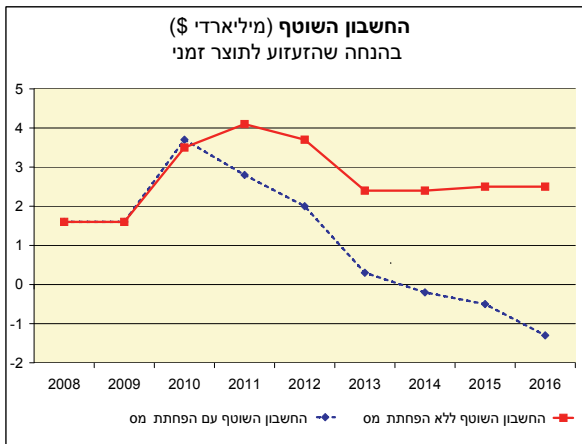
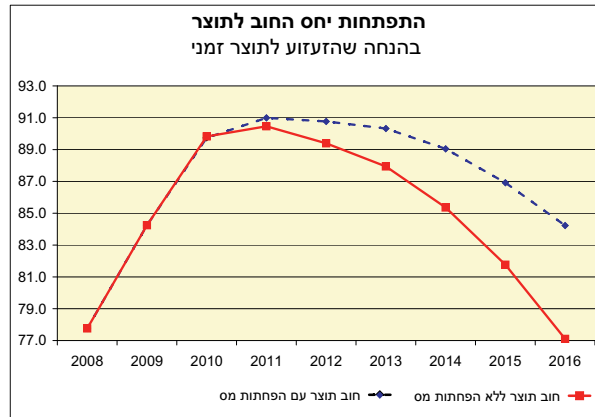
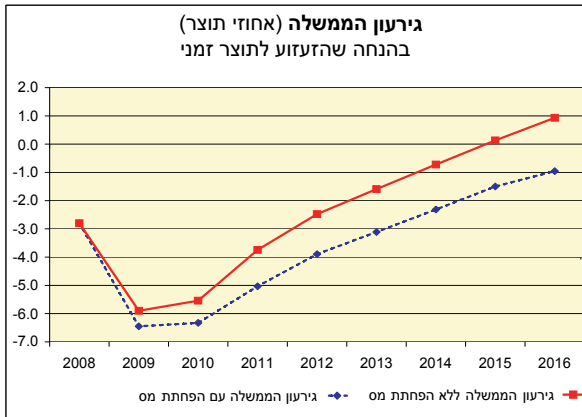
במסגרת הצעת התקציב אימצה הממשלה תכנית להפחתה הדרגתית עד 2016 של שיעורי המס הישיר. התכנית כוללת הפחתות מס על יחידים – שיעור המס השולי המרבי בשנת 2016 יעמוד על 39% בלבד לעומת 46% היום. כמו כן התכנית כוללת הפחתת הדרגתית במס החברות לרמה של 18%, לעומת 26% כיום. עלות הפחתות המס הכוללת בשנת 2016 מוערכת בכ־13.8 מיליארד ש"ח (במחירים נוכחיים). נוסף על הפחתות המס הוחלט על העלאות מסים (מע"מ על ירקות ופרות, בלו על בנוי וצמצום פטורים שונים). ערכן נאמד בכ־4.6 מיליארד ש"ח.

### **ב. השפעות התכנית**

השפעותיה של התכנית להפחתת המס על הצמיחה, על הגירעון, על התפתחות יחס החוב לתוצר ועל החשבון השוטף של מאזן התשלומים מנותחות כאן בעזרת המודל המקרו-כלכלי של חטיבת המחקר בבנק ישראל. שתי הנחות יסוד חלופיות משמשות אותנו: (1) אם הזעזוע לתוצר בשנים 2009 ו-2010 זמני בלבד, קצב הצמיחה הממוצע בשנים 2011–2016 יהיה גבוה מקצב הצמיחה של התוצר הפוטנציאלי ופער התוצר ייסגר. במילים אחרות, המשק ידביק את הפער שנוצר בעקבות המשבר באמצעות תקופה של צמיחה מהירה במיוחד. (2) אם הזעזוע לתוצר פרמננטי, קצב הצמיחה בשנים 2011–2016 לא יהיה גבוה משיעור הצמיחה הפוטנציאלי. במילים אחרות, אבדן התוצר בעקבות המשבר לא יוחזר. תוצאות הסימולציה מוצגות בתרשימים ב-2, ב-3. ההנחות שביסוד הסימולציה מוצגות בנספח לפרק זה.

תרשים ב-2

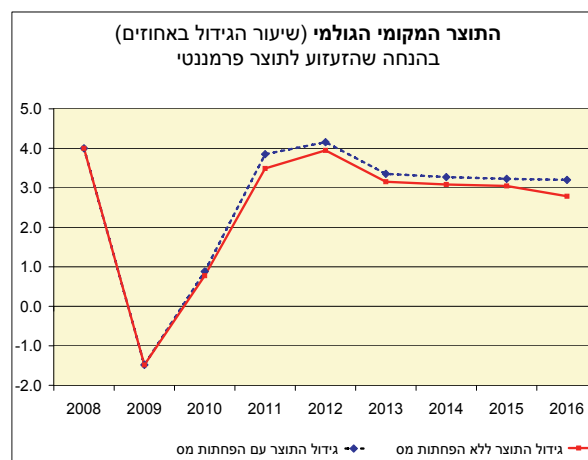
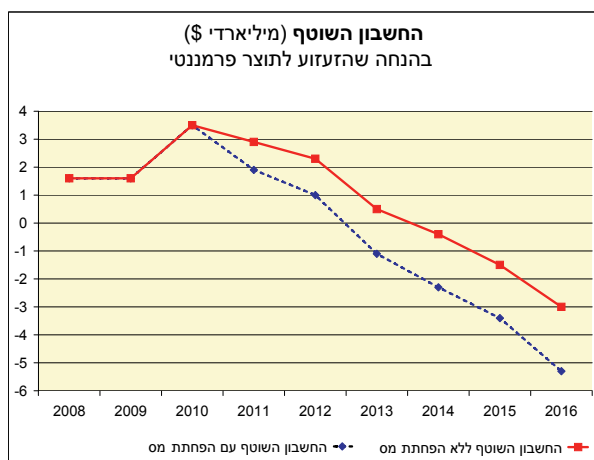
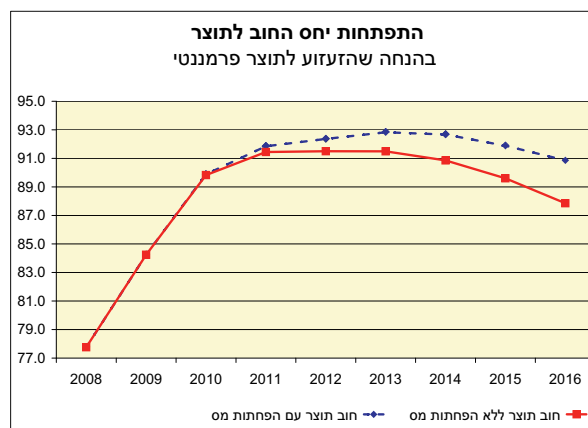
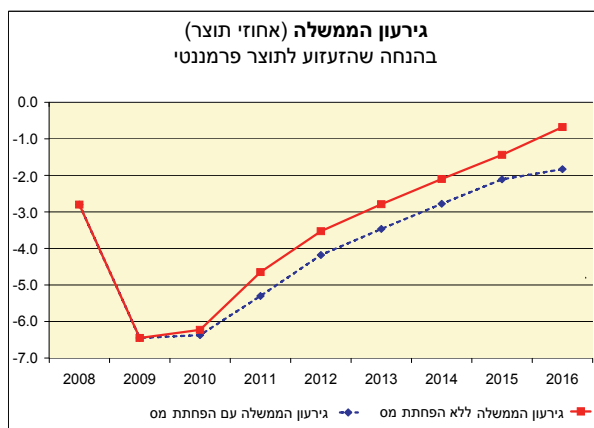
ההשפעות המקרו-כלכליות העתידיות של תכנית הפחתת המס בהנחה שהזעזוע לתוצר זמני



מקור: סימולציה של מודל בנק ישראל.

תרשים ב-3

ההשפעות המקרו-כלכליות העתידיות של תכנית הפחתת המס בהנחה שהזעזוע לתוצר פרמננטי



מקור: סימולציה של מודל בנק ישראל.

התרשימים מראים שבמקרה של זעזוע זמני לתוצר יהיה יחס החוב לתוצר בשנת 2016 גבוה מ-80%, כלומר גבוה מרמתו ערב המשבר, למרות ההשפעה המרחיבה של הפחתות המסים על הפעילות. תרחיש זה אינו מתאר היווצרות בעיות מבניות, אך הוא אינו מתיישב עם חתירה מהירה להפחתה של יחס החוב לתוצר אלא אם כן יהיו שיעורי הגידול של ההוצאה הציבורית נמוכים יותר.

אם הזעזוע לתוצר פרמננטי, גירעון הממשלה מתייצב על רמה גבוהה מקצב הצמיחה הפוטנציאלי ומביא למגמת התבדרות של יחס החוב לתוצר בתקופה האמורה. בנוסף מתפתח במהירות גירעון ניכר בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. התפתחויות אלו יכולות להביא לעלייה ניכרת בפרמיית הסיכון, להיווצרות ציפיות פיסקליות שליליות, לעלייה בריבית הראלית ולהתערערת היציבות המקרו-כלכלית.

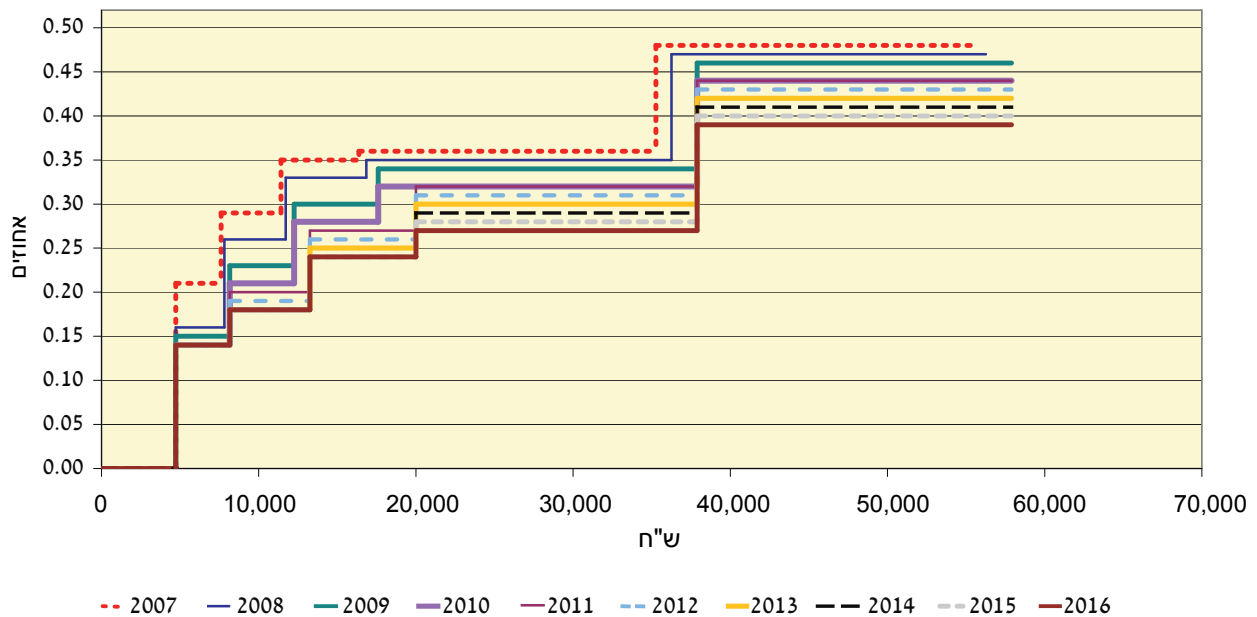
למעשה תרחיש כזה מראה ששיעורי המס לפי התכנית אינם בני קיימה בשיעור הנתון של גידול ההוצאה הציבורית. מכאן שהדבר יחייב העלאה של שיעורי המס או הפחתה של שיעורי הגידול של ההוצאה הציבורית. דיון נפרד על גודלה הרצוי של ההוצאה הציבורית ועל השאלה אם רצוי להפחיתה מעבר לרמתה הנוכחית נעשה בצוותו של פרופ' יוסי זעירא. בשל ההשפעות הצפויות הללו מוצע לקבוע בחינה מחודשת של תכנית הפחתת המסים. יש לשקול ביטול של חלק מהפחתות המס או דחייה שלהן.

### ג. הרכב הפחתות המס בתכנית

לפי תכנית הפחתת המס, מס החברות ירד בהתמדה בשיעור של נקודת אחוז בכל שנה, משיעור של 25% ב-2010 ל-20% ב-2015. ב-2016 ירד מס החברות ב-2 נקודות אחוז ויגיע לשיעור של 18%. מדרגות המס הישיר על עבודה יעודכנו כלפי מטה בכל שנה, כפי שמתואר בתרשים ב-4. תרשים ב-5 מתאר את שיעור המס הממוצע במשך השנים.

תרשים ב-4

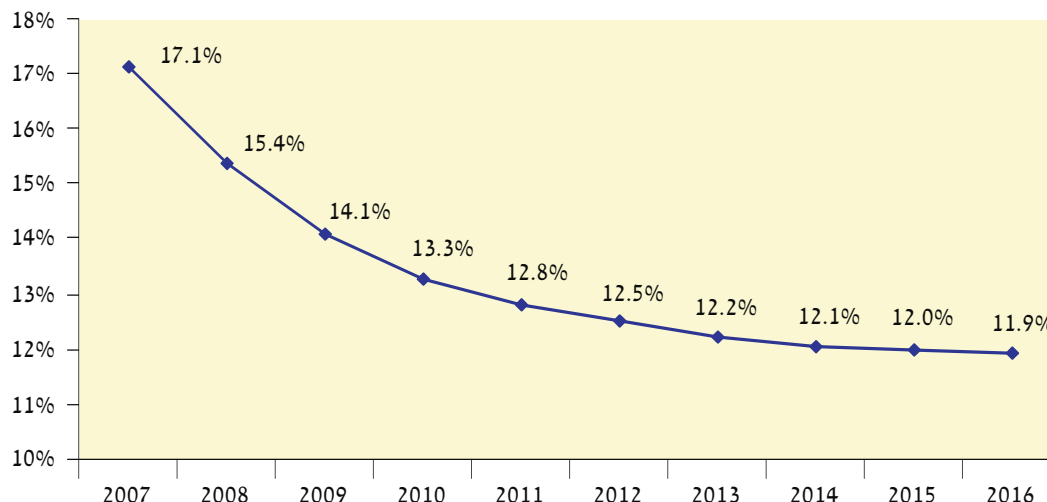
שיעורי מס הכנסה שוליים על עבודה לפי שנה, 2016–2007



מקור: עיבודי המחברים מתחזיות בנק ישראל.



תרשים ב-5  
**שיעור המס הממוצע על עבודה**  
**(סימולציה לפי נתוני סקר ההכנסות של 2007)**



מקור: עיבודי המחברים מתחזיות בנק ישראל.

בתרשים ב-4 אנו רואים שתכנית הפחתת המס הקודמת (עד 2010) השפיעה גם על עובדים המשתכרים שכר ממוצע, אולם התכנית מ-2011 ואילך מתמקדת בבעלי ההכנסות הגבוהות. מספרם של עובדים אלה מצומצם יחסית ולכן ההפחתה בשיעור המס הממוצע נמוכה יחסית להפחתה בתכנית הקודמת.

**ד. שיקולים הנוגעים להרכב המסים**

לדיון זה שני ממדים לפחות: מסים על ההון לעומת מסים על עבודה; מסים ישירים לעומת מסים עקיפים. הבחירה בין הפחתת מס על חברות לבין הפחתת מס על יחידים נוגעת לשאלת הצורך לתמרץ את ההשקעה בהון בהשוואה לצורך לתמרץ את העבודה.

לזכות הפחתת מיסוי חברות עומדים השיקולים של הגברת התחרותיות של המשק הישראלי. הגברת התחרותיות תגדיל את הפעילות העסקית ובעקבות זאת את התעסוקה והתוצר. משקיעים זרים נהנים מהטבות מס שהולכות ופוחות בשל אי-עדכון ההטבות ובשל הירידה במס החברות בשנים האחרונות. מנגד, זרימת ההשקעות מחו"ל בהיקפים גדולים בשנים האחרונות מעידה שבתקופות רגילות (להוציא את המשבר הנוכחי) נהנה המשק מגידול בהון הפיזי ושהרווחיות עליו גבוהה יחסית.

לזכות הפחתת מיסוי על עבודה עומד השיקול שלפיו ההון האנושי הוא רכיב חשוב בצמיחת המשק. אנו עדים לתופעה מתמשכת של בריחת מוחות, שאת חלקה הגדול אפשר לייחס לעובדה

שהעוזבים צופים הכנסה גבוהה יותר בארצות היעד. בריחת הון אנושי מישראל פוגעת בעמוד תווך מרכזי שעליו מתבססת הכלכלה הישראלית.

תכנית הפחתת המס הנוכחית אינה "מאוזנת" במובן שהפחתת המס על ההון (החברות) גבוהה מהפחתת המס על עבודה. רצוי לשקול את המינון של הפחתת מסי חברות ביחס להפחתת מס הכנסה מתוך התחשבות בשיקולים שלעיל. יש מקום לעבודה יסודית בנושא שתעגן את התכנית בנתונים מתאימים, עדכניים ובפרספקטיבה בין-לאומית.

יש להתייחס באופן ספציפי יותר לקשר שבין ההפחתה במסים לבין מטרות התכנית. כך למשל, מן הראוי שהפחתת מסי ההכנסה תהיה ממוקדת ברמות הכנסה שבין 15 ל-30 אלף ש"ח ולא ברמות הגבוהות יותר. אלה רמות ההכנסה של עיקר עובדי התעשייה והשירותים עתירי הידע. בעובדים אלה צריכה המדינה להשקיע משאבים כדי להשאירם בתחומיה. בד בבד מוצע לבחון הטלת מסים אחרים שיפעלו להקטנת האי-שוויון ולהקלת הגירעונות הצפויים.

בממד השני, החלוקה בין מסים ישירים למסים עקיפים, יש לציין כי נטל המס העקיף בישראל גבוה יחסית לעולם. מן הראוי שרפורמה בשיעורי המס תבחן לא רק הקלה במסים הישירים, אלא תבחן אותם תוך כדי שקלול נטל המסים העקיפים. צעדים שנעשו עתה, כגון הפחתת המסים הישירים בצד העלאת המע"מ, פועלים בכיוון לא רצוי.

## 6. סיכום והמלצות

(1) הגירעון התקציבי הצפוי בישראל ב-2009, של כ-6% תוצר, תואם את סדרי הגודל של הגירעונות בגוש האירו. יש להיערך מראש לתרחיש של חריגת הגירעון התקציבי בפועל בשנים 2009–2010 מהתוואי המתוכנן. אם יסתמן עוד גידול בגירעון יש לשקול הקפאה של תוואי הפחתות המסים, העלאת מסים נוספים או קיצוץ בהוצאות.

(2) יש להבהיר לציבור כיצד בכוונת הממשלה להפחית את נטל החוב בשנים הקרובות ולאמץ כלל מדיניות ארוך טווח.

(3) יש לבחון מחדש את התכנית להפחתות מסים ארוכת טווח (עד 2016) משום שהיא עלולה להוביל לעלייה שאינה בת קיימה ביחס החוב לתוצר. יש לשקול ביטול של חלק מהפחתות המס או דחייה שלהן.

(4) יש מקום לעבודה יסודית בנושא הפחתת המסים. יש לעגן את התכנית בנתונים מתאימים, עדכניים ובפרספקטיבה בין-לאומית. כך למשל, ייתכן שיש להעדיף הפחתות מסים לשכבות המשתכרות בין 15 אלף ל-30 אלף ש"ח על פני הפחתת מסי חברות ומסים על השכבות בדרגות השכר הגבוהות ביותר. כמו כן יש להביא בחשבון את נטל המסים העקיפים בעת התכנון מחדש.

## נספח: ההנחות העומדות ביסוד הסימולציה של השפעות תכנית המסים

- שיעור הגידול של ההוצאה הציבורית בשנת 2009 עומד על 3.0%, על 1.7% ב-2010 ועל 1.0% בלבד ב-2011 (עקב סגירה של "קופסאות"). ההנחה היא שבשנים 2012–2016 יעמוד שיעור הגידול של ההוצאה הציבורית על 1.7%<sup>6</sup> בכל הסימולציות ההוצאה הציבורית זהה.
- הריבית הראלית בכל התרחישים זהה. ההנחה כאן היא שיחס חוב תוצר גבוה יותר אינו גורם לעלייה של פרמיית הסיכון. אם מניחים שהגידול ביחס החוב לתוצר בתרחישים עם הפחתות המסים גורם לעלייה של הריבית הראלית, התוצאות בתרחישים אלו יהיו גרועות יותר.
- קצב גידול התוצר הפוטנציאלי בשנים 2011–2016 הוא 3.2%. קצב זה מתיישב עם גידול של 2.0% בכוח העבודה, תוצאה של גידול אוכלוסייה ומגמת גידול בשיעור ההשתתפות, ועם גידול של 1.2% בפריון העבודה, בדומה לממוצע הגידול בטווח הארוך.
- לפי תחזית בנק ישראל קצב הצמיחה בשנים 2009 ו-2010 יהיה 1.5% ו-1.0% בהתאמה.
- הפחתת המס הישיר: בכל התרחישים הונח תוואי פוחת של מס חברות עד לשיעור של 18% ב-2016. הפחתת המס הישיר חושבה באמצעות השינוי בשיעור המס הממוצע, בהנחה שהתפלגות ההכנסות נותרת קבועה כפי שמראה סקר ההכנסות לשנת 2007.
- שיעורי מס אחרים יעלו בהתאם להצעת התקציב. כך נכללו, בין השאר, עליות המס על הדלק והסיגריות, המע"מ על ירקות ופירות (צעדים פרמננטיים) וכן עליית שיעור המע"מ, היטל המים והעלייה בתקרת הביטוח הלאומי (צעדים זמניים).

6 שיעורי גידול כאלה ידרשו קיצוץ גדול בהוצאה האזרחית בשנים 2011 ו-2012, בסדר גודל של כ-5% לנפש.

## פרק ג: המדיניות המוניטרית והפיננסית

בפרק זה נעסוק במדיניות הפיננסית והמוניטרית. בחלק 1 נציג את הבעיות והסיכונים הקשורים לאשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי ואת הבעיות בתחום מדיניות בנק ישראל, כולל סכנות דפלציה ואינפלציה. בחלק 2 של הפרק נדון בצעדי מדיניות בתחום האשראי ובניהול מדיניות מוניטרית בסביבת ריבית אפס.

### 1. הבעיות והסיכונים

בחלק זה נציג את הסוגיות שעל המדיניות להתמודד אתן. נעסוק בבעיות או בשאלות שהתעוררו עם המשבר ולא בשאלות שיש להתמודד עמן בשגרה. נרחיב בעיקר בנושאים המיוחדים למשבר.

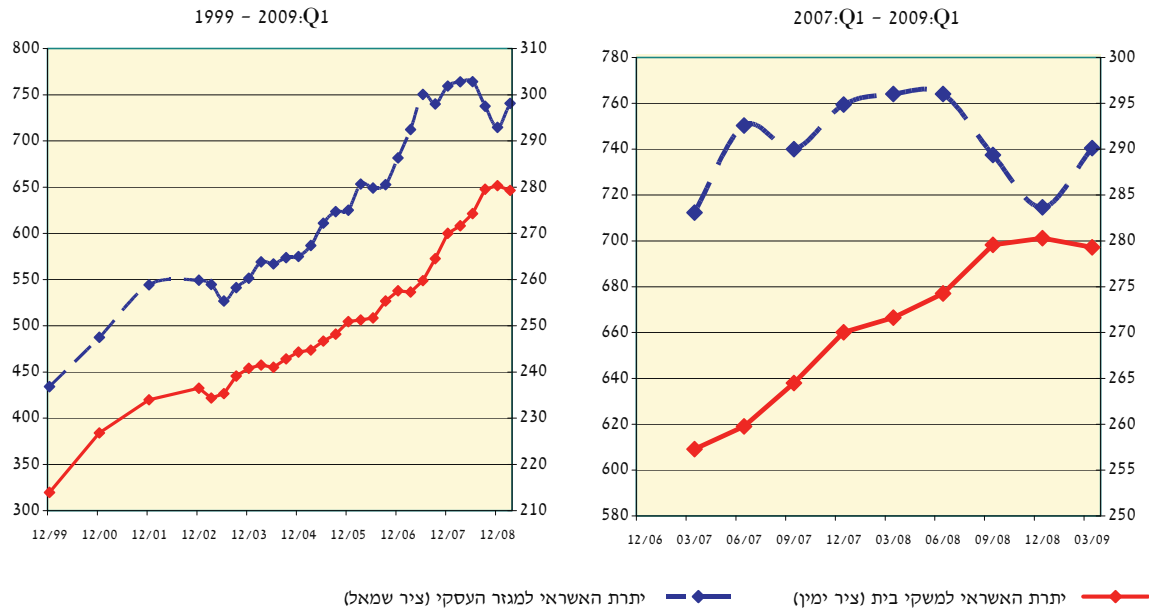
#### א. הבעיות בתחום האשראי

##### רקע

ברקע מצוקת האשראי המאפיינת תקופה זו ניצב תהליך שראשיתו ב־2003 ובו החל המגזר העסקי להסתמך יותר ויותר על אשראי חוץ-בנקאי, בייחוד על איגרות חוב קונצרניות סחירות. התפתחות מצרפי האשראי מתוארת בתרשימים ג'1, ג'2; נציין כי יש להתייחס בזהירות לנתונים אלו, הנפוצים בדיון הציבורי ועומדים במרכזו, משום שיש בהם חלק המשוערך לשווי שוק (החלק הסחיר) וחלק שאינו משוערך (החלק הלא סחיר). לפיכך תמחור החלקים השונים אינו עקבי. ההסתמכות על אשראי חוץ-בנקאי אירעה עקב שורה של גורמים – הירידה בהיקף הגיוסים הממשלתיים, הירידה בעלות האשראי וקצב הצמיחה המהיר של המשק. ועדת בכר, שהוציאה עשרות רבות של מיליארדי ש"ח ממוטת השליטה של הבנקים, תרמה גם היא את תרומתה. כך חלה עלייה מגיוס חוב בהיקף שנתי של 7 מיליארד ש"ח בממוצע בשנים 2001–2003 להיקף של 60 מיליארד ש"ח בממוצע בשנים 2005–2007.

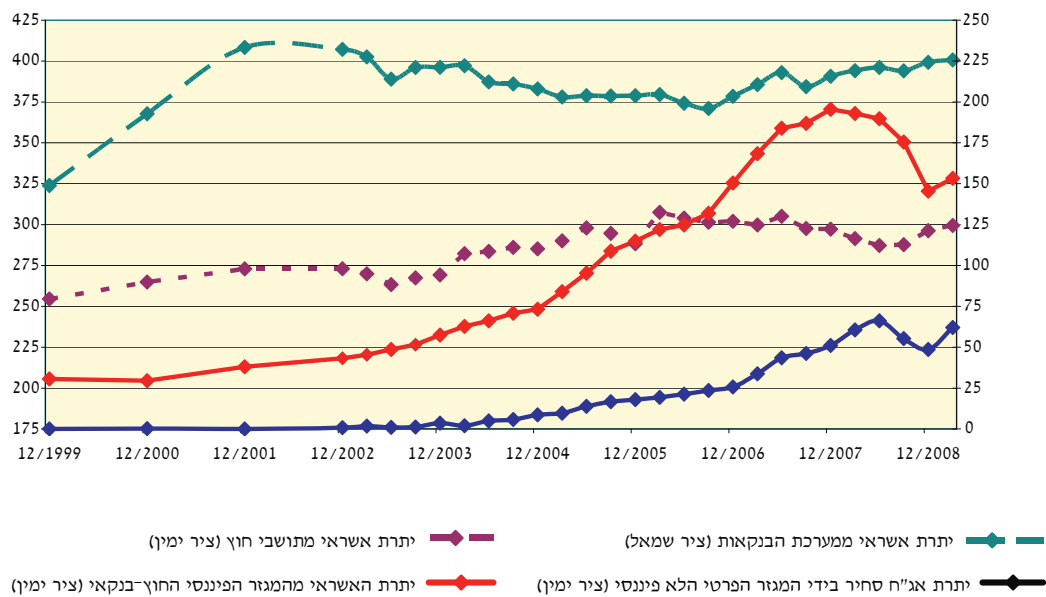
תרשים ג-1

יתרות האשראי למגזר העסקי ומשקי הבית  
(מיליארדי ש"ח במחירי 2008, מנוכה במדד המחירים לצרכן)



תרשים ג-2

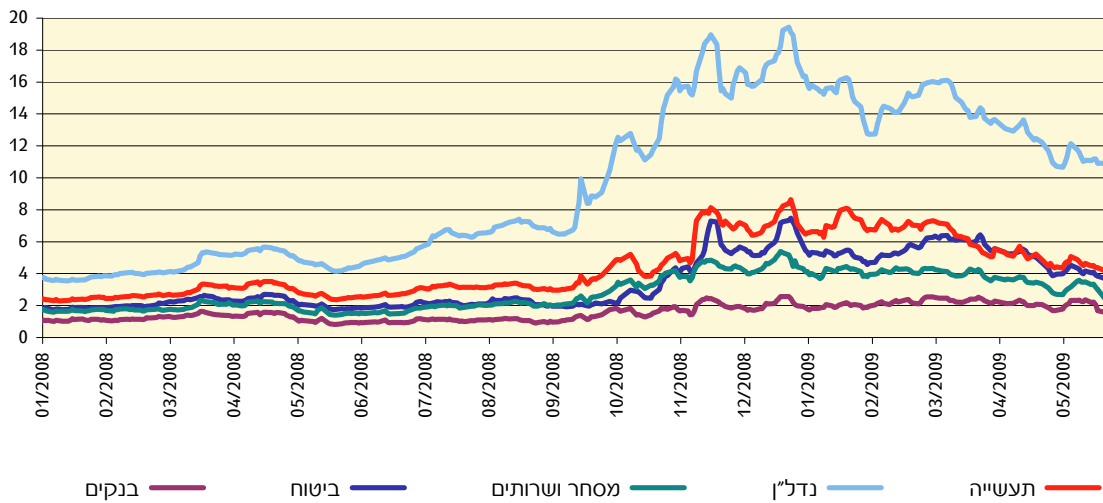
יתרות האשראי למגזר העסקי לפי מגזר נלווה  
(מיליארדי ש"ח במחירי 2008, מנוכה במדד המחירים לצרכן)



מקור: אתר בנק ישראל, נתוני בנק ישראל ואגף שוק ההון במשרד האוצר ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל.

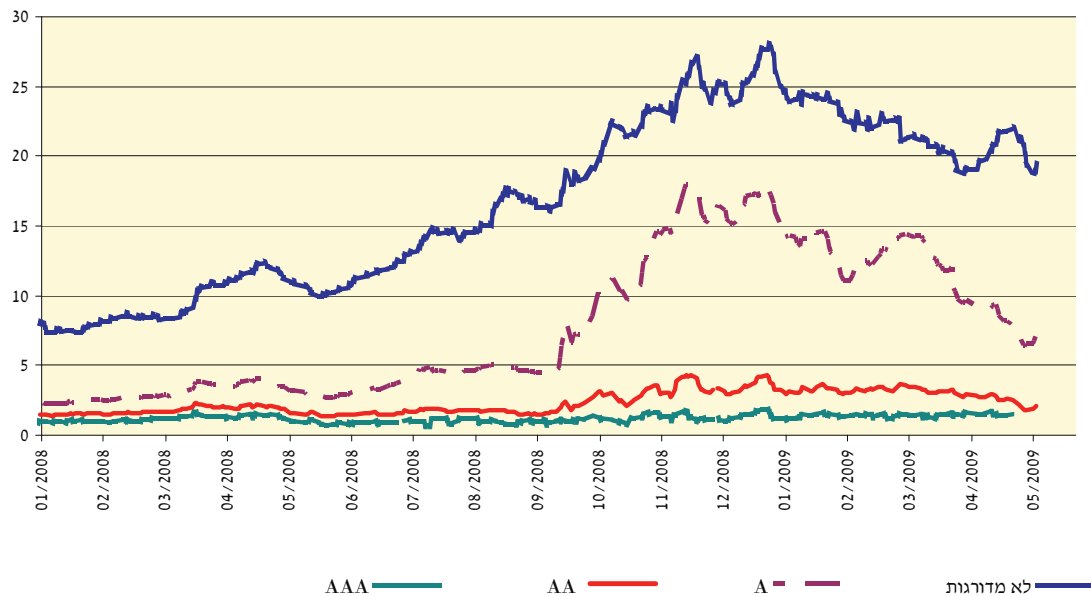
ירידת המחירים בשוקי ההון העולמיים והמקומיים בעקבות המשבר הפיננסי העולמי שהחל ביולי 2007 לצד חידוד המודעות לתמחור שגוי של סיכונים חשפו מחירי בועה בשוק איגרות החוב הקונצרניות המקומיות. התוצאה הייתה עליית תשואות וגידול חד במרווחים על איגרות החוב הקונצרניות. תרשימים ג-3א, ג-3ב מציגים את המרווח שבין התשואות על איגרות חוב קונצרניות לבין התשואות על איגרות חוב ממשלתיות צמודות מדד.

תרשים ג-3א  
**הפער בין ממוצע משוקלל של תשואות אג"ח חברות צמודות מדד לבין אג"ח גליל, לפי ענפים**  
 (נקודות אחוז) 5/2009 – 1/2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

תרשים ג-33  
**הפער בין ממוצע משוקלל של תשואות אג"ח חברות צמודות מדד לבין אג"ח גליל, לפי דירוגים**  
 (נקודות אחוז) 5/2009 – 1/2008



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

אפשר לראות שהעלייה במרווחים התרחשה בעיקר ברביע האחרון של 2008, עם התעצמות המשבר הפיננסי בעולם בעקבות קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס. מתחילת 2009 ניכר בשוק תיקון מסוים במרווחי התשואות, אם כי רמתן עדיין גבוהה משהייתה ערב המשבר. הסברה הרווחת היא שמרווחי התשואה ערב המשבר היו נמוכים מדי ולא שיקפו את הסיכון האמיתי של הפירמות המנפיקות. לכן אין לצפות שמרווחי התשואה ישובו להיות כפי שהיו טרם המשבר. תרשים ג-33 מראה שהעלייה התלולה ביותר במרווחי התשואה הייתה בענף הנדל"ן – תוצאה של ירידת מחירי הנדל"ן בחו"ל. מנגד, בענף הבנקאות חלה עלייה שולית בלבד במרווחי התשואות – עדות להערכת השוק שהמערכת הבנקאית בישראל יציבה או להערכה שבמקרה הצורך היא תקבל גיבוי מן המדינה. תרשים ג-33 מראה שעיקר הגידול במרווחים התרכז בחברות שמלכתחילה היו מסוכנות יחסית, כלומר בחברות שלא היו מדורגות או היו בעלות דירוג הנמוך מ-AA. לעומת זאת עליית המרווחים בחברות בעלות דירוג גבוה הייתה קטנה בהרבה. עליית התשואות בשוק איגרות החוב הקונצרני הביאה גם לקיפאון בשוק ההנפקות החדשות. יוצאות מן הכלל היו הנפקות של גופים שהסיכון המוערך שלהם היה נמוך במיוחד, אם בגלל צפי לסיוע ממשלתי בעת צרה (בנקים, חברת חשמל, מקורות) ואם בגלל היותן חברות תזרימיות (למשל חברות הסלולר). כמו כן מחנק האשראי בחו"ל הקשה על פירמות שגייסו בעבר אשראי בחו"ל להמשיך ולגייס

שם. מצב זה יצר לחץ לקבלת אשראי מהמגזר הבנקאי. הבנקים המקומיים מתקשים לספק את הביקוש לאשראי הנוסף משתי סיבות:

(1) **דרישות הלימות ההון:** הבנקים נדרשים להעלות את יחס ההון לנכסי הסיכון שלהם (הלימות הון) ל-12% עד סוף 2009, על רקע עלייה בנכסי הסיכון של הבנקים בעקבות הגידול החד באשראי ב-2008 ובסיס ההון שנפגע בשל צבירת הפסדים במשבר. על כן, כדי להגדיל את האשראי הבנקאי בכ-5% ובד בבד להגיע ליחס הלימות הון של 12%, הבנקים יצטרכו לגייס הון בהיקף של בין 10 ל-15 מיליארד ש"ח כאשר תנאי השוק אינם טובים.

(2) **עלייה בסיכון הפירמות:** בגלל ירידת הביקושים מחו"ל וגלישת המיתון לישראל נעשו הפירמות במגזר העסקי מסוכנות יותר. לכן הבנקים זהירים יותר במתן אשראי.

בניגוד למצב השורר בחו"ל, אין במערכת הבנקאות הישראלית מצוקת נזילות ממשית. למערכת הבנקאות יש עודף נזילות מבני של כ-50 מיליארד ש"ח המופקדים בפקדונות מוניטריים בבנק ישראל. כמו כן בכל תקופת המשבר היה מסחר בין-בנקאי תקין סביב ריבית בנק ישראל. כלומר, לא מקורות מגבילים את יכולתה של המערכת הבנקאית להרחיב אשראי, אלא הדרישה הרגולטורית של הלימות ההון וההרעה באיכות הלווים העומדים מולה.

**הבעיות:** פירמות עסקיות מתקשות לגייס אשראי או למחזר את חובן (בנקאי או חוץ-בנקאי) בתנאים ששררו בעבר (ריבית, דרישת ביטחונות). אשראי זה דרוש להן לניהול הפעילות השוטפת וכדי לצלוח את תקופת המשבר. תרשים ג-1 שלעיל מצביע על הירידה שהחלה במחצית השנייה של 2008 ביתרת האשראי למגזר העסקי. ברביע הראשון של 2009 חל תיקון מסוים, ויתרת האשראי גדלה.<sup>7</sup> לשם השוואה, בתחילת המיתון הקודם (אמצע 2000) עלתה יתרת האשראי למגזר העסקי ורק בשיאו, או לקראת סופו (אמצע 2003), החלה לרדת ממש. יש להתייחס לנתונים אלה בזהירות, שכן הירידה ביתרת האשראי במחצית השנייה של 2008 נבעה בעיקרה מירידת מחירים בשוק איגרות החוב הסחירות, ולא מעודף פדיונות על הנפקות או מהפחתת מלאי האשראי הבנקאי. עם זאת הירידה היא עדיין אינדיקציה לקשיים בקבלת אשראי, משום שבמצב אחר פירמות שהנפיקו בעבר איגרות חוב סחירות היו לוות מהמגזר הבנקאי כדי לרכוש את איגרות החוב בחזרה במחיר נמוך. טיעון דומה נכון גם לעניין עליית יתרת האשראי ברביע הראשון של 2009, וגם כאן יש להתייחס בזהירות, אך הוא מעיד על הקלה מסוימת במחנק האשראי. עדות נוספת למחסור באשראי עולה מסקר החברות של בנק ישראל.

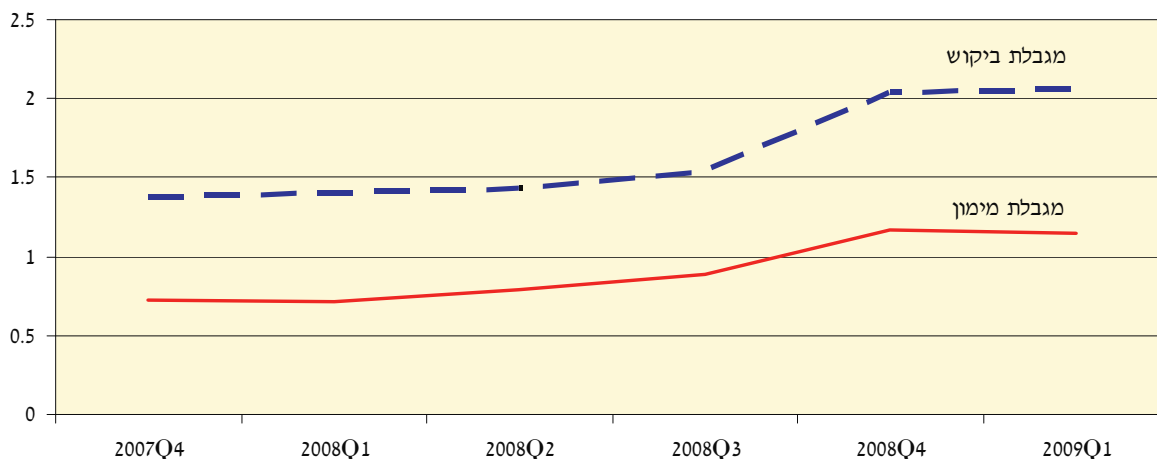
---

7 יש לציין שהאשראי החוץ-בנקאי משוערך לפי שווי שוק. לפיכך חלה ירידה גדולה ב-2008 ועלייה גדולה ב-2009 בעקבות שינוי המחירים, ולא דווקא הכמויות. האשראי מתושבי חוץ, הניתן במטבע חוץ, מוצג בשקלים וכולל הפרשי שער. לכן העלייה בו בסוף 2008 היא תוצאה של פיחות שער החליפין ב-10%. יתרת האשראי במונחי מטבע חוץ, לעומת זאת, ירדה.



תרשים ג-4

דיווחי החברות במגזר העסקי על מגבלת הביקוש ועל המימון להרחבת הפעילות



\* בכל רביע החברות המשתתפות בסקר נשאלות על חומרת המגבלות לביצוע הפעילות שתוכננה. בנוגע לכל סוג מגבלה עליהן לדרג את חומרתה מ-0 (אין מגבלה) עד 4 (מגבלה חמורה במיוחד). כאן מוצג ממוצע הדירוגים של החברות במגזר העסקי. סוגי המגבלות נחלקות לביקוש (מהארץ, מחו"ל, מצב ביטחוני, החרפת התחרות בענף) והיצע (מחירי תשומות, מחסור בצידוד, מחסור בעובדים, קשיי מימון).

**מקור:** עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

תרשים ג-4 מראה שעל פי דיווח הפירמות, במחצית השנייה של 2008 חלה עלייה בקשיי המימון. התרשים מצביע על עוד שתי התפתחויות חשובות:

- בתחילת 2009 חלה ירידה מסוימת בקשיי המימון של הפירמות. ירידה זו עשויה להעיד ששיא המשבר הפיננסי מאחורינו. הירידה לא אירעה בקבוצת החברות הקטנות, שם ייתכן שמצוקת האשראי טרם החלה להשתחרר. חשוב לציין שסקר שערכה בינואר לשכת התיאום של הארגונים הכלכליים על המגזר העסקי מצייר תמונה קשה יותר על שוק האשראי – כ-70% מהחברות דיווחו שנתקלו בקושי לקבל אשראי חדש או נוסף לפעילותן השוטפת וכן בקושי לקבל אשראי למימון השקעות חדשות.
- עניין נוסף הבולט מן התרשים הוא שמגבלת הביקוש שהחברות מדווחות עליה חמורה יותר ממגבלת המימון – עדות למצוקת אשראי בישראל, אך שחומרתה מוגבלת ברמה המצרפית.

מן הבעיה הברורה של אותן חברות שלא יצליחו לגייס או למחזר אשראי נובעת עוד בעיה: במקרה של חדלות פירעון עלול הקונצרן להגיע למצב של פירוק החברה והנזלת נכסיו. במצב כזה תהיה לבנקים בעיה חמורה. בניגוד לנכסים הפיננסיים שבידי הגופים המוסדיים, הבטוחות שבידי הבנקים אינן משוערכות על פי שווי הוגן. פירוק החברה יציף את ערכה ואת ערך הבטוחות שלה, וסביר להניח שאלה יהיו נמוכות

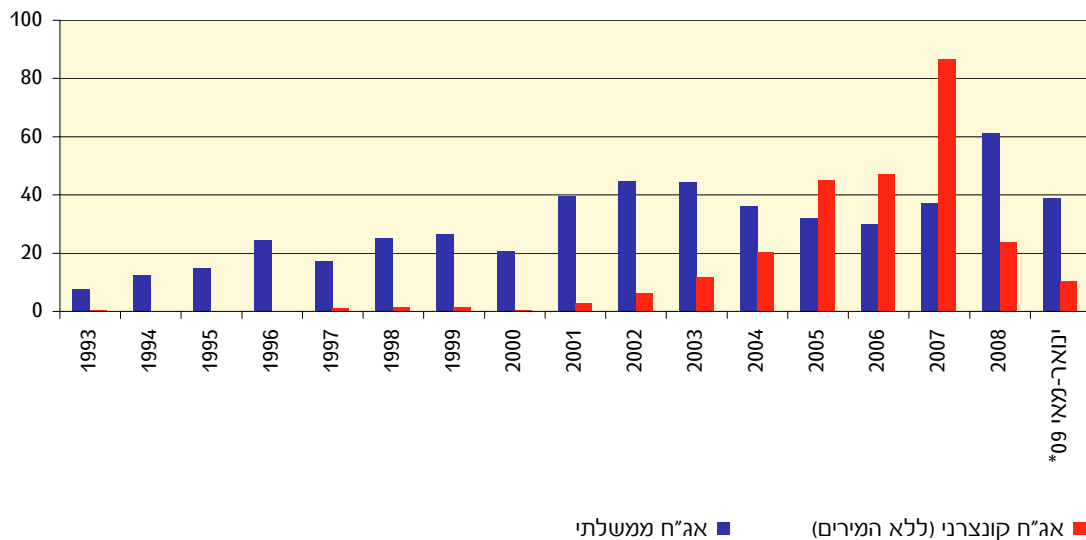
מהשווי הרשום בספרי הבנק. הבנקים ייאלצו לבצע מחיקות גדולות, ואלה יעצימו את הקושי להנפיק אשראי בנקאי חדש בשל מגבלת הלימות ההון.

נציין שעד כה נשמרה יציבותה של המערכת הפיננסית. ההפסדים שנגרמו בגלל מחיקת חובות והירידה בהכנסות נספגו היטב בכריות ההון של הגופים הפיננסיים, בלא כל צורך בפעולות הצלה ממשלתיות. אולם המשבר העולמי הביא להפסדים גדולים מאוד לתאגידים – בייחוד בענף הנדל"ן בחו"ל – השייכים לקבוצות עסקיות גדולות. קבוצות אלה פעלו במהלך השנה לפירעון חובותיהם של התאגידים הנפגעים באמצעות מימוש נכסים של הקבוצה ושימוש בשווקים פנים-קבוצתיים, קרי העברת מקורות מהחברות החזקות בקבוצה אל החברות הנתונות בקשיים (tunneling). התמשכות המיתון מגבירה את הסיכון שהתאגידים השייכים לקבוצות העסקיות יעמדו לפני חדלות פירעון מאחר שערוצי השווקים הפנים-קבוצתיים מוצו. יתרה מזו, השימוש שהיה בשווקים הפנים-קבוצתיים הגביר את פגיעותן לזעזועים של חברות שהיו חזקות. קשה להעריך את ההשפעה המערכתית של התרחשות כזאת. מצד אחד, פיזורן של הקבוצות העסקיות על פני מגוון רחב של ענפים עלול להעמיק את המיתון בכל ענפי המשק. מצד אחר, ההערכות הן שפגיעה של ממש ביציבות הפיננסית חייבת לעבור דרך מערכת הבנקאות. מערכת זו נראית, לפחות לעת עתה, איתנה דיה להתמודד עם משבר בסדר גודל כזה.

בשנים 2009–2010 צפויים להגיע לפדיון 25–30 מיליארד ש"ח בכל שנה באיגרות חוב קונצרניות. כדי לסבר את האוזן נציין שבשליש הראשון של 2009 הושלמו גיוסים ומחזורים בהיקף של 6.1 מיליארד ש"ח בלבד, כ-44% מההיקף שגויס בתקופה המקבילה אשתקד (תרשים ג-5). כמו כן שיעור גבוה מהגיוסים בחודשים האחרונים מיוחס לבנקים – שיעור גבוה במידה ניכרת בהשוואה ל-2008.

תרשים ג-5

הנפקות איגרות חוב מדינה ואיגרות חוב קונצרניות  
מיליארדי ש"ח, 1993–2009



\* הנתונים לארבעת החודשים האחרונים של 2009 בלבד.

מקור: עיבודי המחברים מנתוני הבורסה לניירות ערך.

## הייחודיות של בעיית האשראי החוץ-בנקאי בישראל

הבעיה שתוארה לעיל אינה ייחודית לישראל; קיפאון ברמה כזאת או אחרת הורגש בשנה וחצי האחרונות בכל שוקי האשראי בעולם. אולם לישראל יש בכל זאת מאפיין ייחודי, והוא הניסיון הקצר עם שוק האשראי החוץ-בנקאי.

בעיית מחזור החובות בשוק האשראי החוץ-בנקאי היא אחת מתופעות הלוואי של כל מיתון. לכן ללווים ולמלווים האמריקנים ברור שחלק לא מבוטל מלוקחי האשראי לא יחזירו את חובם. הם אף יכולים לתת הערכות מבוססות, על בסיס תקופות מיתון קודמות, של שיעור החברות שיגיעו לחדלות פירעון. חשוב מכך, המערכות הרגולטוריות בעולם מורגלות במצבי מיתון (גם אם לא בסדרי גודל כאלה) וכל השחקנים, המלווים, הלווים, הרגולטורים ומערכת המשפט, יודעים בדיוק כיצד להתנהל. ברם לא כך בישראל. אמנם המיתון האחרון התרחש לא מזמן (2001–2003), אולם שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל היה עדיין בחיתוליו. התוצאה היא שלשחקנים בישראל אין ניסיון במצב שהמדינה נקלעה אליו. כך הרגולטורים מנסים לייצר פתרונות חדשים תוך כדי תנועה, למשל רעיון "קציני האשראי". הצורך ליצור את מודל "קציני האשראי" נולד מההכרה שהחקיקה הקיימת אינה מאפשרת לגופים המוסדיים ולבנקים להידבר ולהגיע בתוך זמן סביר להסדר מוסכם הן בינם לבין עצמם הן בינם לבין הלווים.

## ב. הבעיות בתחום ניהול המדיניות המוניטרית

### רקע

ירידת הביקושים לייצוא הישראלי בעקבות המיתון העולמי ומצוקת האשראי בשוק המקומי צפויה להביא לפגיעה ניכרת בפעילות המשקית המקומית ובתעסוקה (בנק ישראל צופה צמיחה שלילית של 1.5% ב-2009 ועלייה בשיעור האבטלה לרמה של 8.4% בסוף שנה זו). ירידת ההכנסה של משקי הבית, לצד הפגיעה שכבר חלה ברכושם ובביטחון התעסוקתי, צפויה להביא לירידת הצריכה הפרטית. ירידת הביקושים המקומיים והביקושים מחו"ל נוסף על רמתם הנמוכה של מחירי הסחורות (לעומת רמתם טרום המשבר) פועלים לריסון האינפלציה.

מסיבות אלה נדרשת מדיניות מוניטרית מרחיבה. כיום, כמו בזמנים רגילים, מדיניות מוניטרית מרחיבה מתבטאת בהורדת הריביות הראליות העומדות לפני משקי הבית והפירמות כדי: (1) להוזיל את עלות האשראי לצורך צריכה פרטית, השקעות וניהול שוטף של עסקים; (2) להוריד תשואות על נכסים חסרי סיכון לטווח קצר ובכך לתמרץ השקעה בנכסים מסוכנים יותר (מניות, איגרות חוב קונצרניות), בנכסים ארוכים יותר (איגרות חוב ארוכות, השקעה ראלית) ובצריכה פרטית; (3) להקטין את האטרקטיביות של נכסים שקליים יחסית לנכסים במטבע חוץ וכך ללחוץ לפיחות שער החליפין.

באופן כללי, הריבית הראלית האפקטיבית העומדת לפני הפירמות ומשקי הבית בנויה משלושה רכיבים:

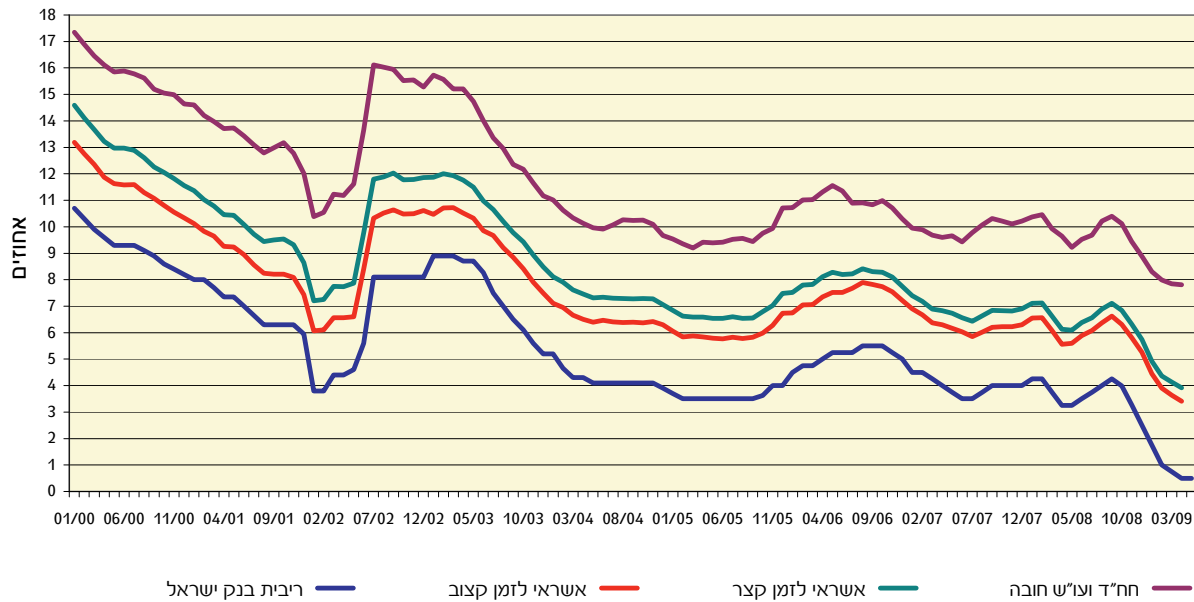
ריבית נומינלית חסרת סיכון (פחות) ציפיות לאינפלציה (ועוד) מרווחי סיכון

מובן שיש מגוון רחב של ריביות ראליות. הן נבדלות זו מזו באופק הזמן (ריבית לחודש, ריבית לעשר שנים וכו') ובזהות הלווה והמלווה – גורם המשפיע על מרווחי הסיכון.

עד תחילת השנה פעלה המדיניות המוניטרית, כמו בזמנים רגילים, בעיקר באמצעות הכלי הקונבנציונלי של הפחתת הריבית הנומינלית לזמן קצר. תרשים ג-6 מראה שפעולה זו הייתה אפקטיבית בהורדת הריביות במגזר האשראי הבנקאי בשיעור כמעט דומה.

תרשים ג-6

**ריבית בנק ישראל והעלות הממוצעת על יתרת האשראי הבנקאי**



**מקור:** עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

מפברואר 2009, עם התקרבות הריבית לגבולה התחתון, החל בנק ישראל להפעיל גם כלי הרחבה כמותיים (quantitative easing) – רכישת איגרות חוב ממשלתיות כדי להוריד את התשואות חסרות הסיכון לטווח הבינוני; צמצום הספיגה באמצעות יתרת המלווה הקצר מועד (מק"מ) כדי להגביר את הנזילות במשק; רכישת מטבע חוץ (נוסף על התכנית המקורית להגדלת יתרות מטבע חוץ) שתומכת בשער חליפין מופחת. לכל הפעולות הללו של בנק ישראל מתלווה גידול בכמות הכסף, בערך כגודל ההתערבות, בלא שינוי מהותי בבסיס הכסף. כמות הכסף גדלה<sup>8</sup> מאחר שאיגרות חוב, מלווה קצר מועד או מטבע חוץ (שנמכרים לבנק ישראל) מוחלפים בתיק הנכסים של הציבור (שגודלו אינו צריך להשתנות מהותית מהפעולה) תמורת שקלים (המתקבלים מבנק ישראל). ברמה המצרפית כל אלה חייבים להימצא בפקדונות שקליים במערכת הבנקאות. אולם בסיס הכסף אינו משתנה מהותית (מלבד הגידול בחובת הנזילות), מאחר שבמהלך כל התקופה ביצע בנק ישראל עיקור מלא של ההזרמה, קרי בנק ישראל ספג בחזרה, באמצעות פיקדונות מוניטריים ממערכת

8 כאשר הריבית גבוהה דיה עיקר הגידול יתרכז במצרפי הכסף הרחבים, דוגמת M2, הכוללים נוסף על אמצעי התשלום גם פיקדונות נושאי ריבית. עם זאת כאשר הריבית נמצאת בסביבת אפס, אין למשקי הבית תמריץ להפקיד כסף בפיקדונות. לכן בתקופות כאלה נצפה לראות גידול באמצעי התשלום (M1) בעקבות רכישת איגרות חוב או מטבע חוץ מצד בנק ישראל.

הבנקאות, את מלוא בסיס הכסף הדרוש כדי שהריבית בשוק הכסף (למשל הריבית הבין-בנקאית) תתאים לריבית בנק ישראל, גם לאחר ההתערבות. חלקו השני של לוח ג-1, המציג את המקורות לשינויים בבסיס הכסף, מראה שמכלול הפעולות הכמותיות של בנק ישראל (המרות מטבע חוץ ופעולות בשוק הפתוח – רכישת איגרות חוב וצמצום יתרת המלווה הקצר מועד) הסתכם בחודשים פברואר-מאי ב-37.7 מיליארד ש"ח. אולם כנגד פעולה זו הגדיל בנק ישראל את הפיקדונות המוניטריים ב-31 מיליארד ש"ח, וכך בסיס הכסף גדל ב-3 מיליארד ש"ח בלבד (את ההפרש ספגה הממשלה, והיא הגדילה את יתרת פיקדונותיה בבנק ישראל). גידול זה בבסיס הכסף תאם את הביקוש הגובר של הציבור למזומן בשל רמת הריבית הנמוכה.

לוח ג-1

מצרפי הכסף, בסיס הכסף והמקורות לשינויים בו

פברואר עד מאי 2009**	ינואר עד מאי 2009	2008	2007	
				<b>שיעור השינוי במהלך התקופה (באחוזים):</b>
3.8	1.6	16.9	13	M2
24.2	22.5	21	17.2	M1
6	5.6	20.1	10.6	בסיס הכסף
				<b>המקורות לשינוי בסיס הכסף* (מיליארדי ש"ח)</b>
3	2.8	8.3	4	שינוי בסיס הכסף = (1)+(2)+(3)+(4)+(5)
-5.3	-13.1	-17.4	-10.8	(1) הזרמות הממשלה
26.9	34.3	44	0	(2) המרות מט"ח
-31.0	-23.2	-28.0	-7.8	(3) השינוי בפיקדונות/הלוואות מוניטריות
10.8	3.3	10.8	23.7	(4) פעילות בנק ישראל בשוק הפתוח
8.8	8.8	0	0	מזה: רכישות אג"ח מדינה
1.2	1.2	-1.0	-0.9	(5) התאמות

**הערות:**

\* סך בסיס הכסף (מזומן בידי ציבור + רזרבות של מערכת הבנקאות) יכול להשתנות רק עקב פעולות המעבירות שקלים מבנק ישראל אל הציבור. יש ארבע קבוצות של פעולות היוצרות שינוי בבסיס הכסף: (1) הזרמות הממשלה: מאחר שהממשלה רשאית לנהל חשבונות שקליים בבנק ישראל בלבד, כל פעולה תזרימית שלה (תשלום משכורות, גביית מסים, הנפקת איגרות חוב מדינה) מול הציבור יוצרת שינוי בבסיס הכסף. היקף פעולה זו אינו בשליטת בנק ישראל; (2) המרות מט"ח על ידי בנק ישראל: מחליפות מטבע חוץ בשקלים וכך פועלות לשינוי בבסיס הכסף; (3) פעילות בנק ישראל בשוק הפתוח: כאשר בנק ישראל רוכש נכס פיננסי בשוק הפתוח, כגון איגרות חוב או מלווה קצר מועד (מק"מ), הוא עושה זאת תמורת שקלים ואלה משנים את בסיס הכסף; (4) השינוי בפיקדונות/הלוואות מוניטריות: בכל יום מפקדה מערכת הבנקאות עודפי נזילות בבנק ישראל (בסיס כסף שאינו דרוש לחובת הנזילות). מרגע שעודפים אלה הופקדו (ובאופן זמני אינם זמינים למערכת הבנקאות) הם אינם נכללים בבסיס הכסף. בנק ישראל קובע את היקף הפיקדונות שיתקבל באותו יום כך שהריבית עליהן (ועל המסחר הבין-בנקאי באותם עודפי נזילות) תתאם את ריבית בנק ישראל.

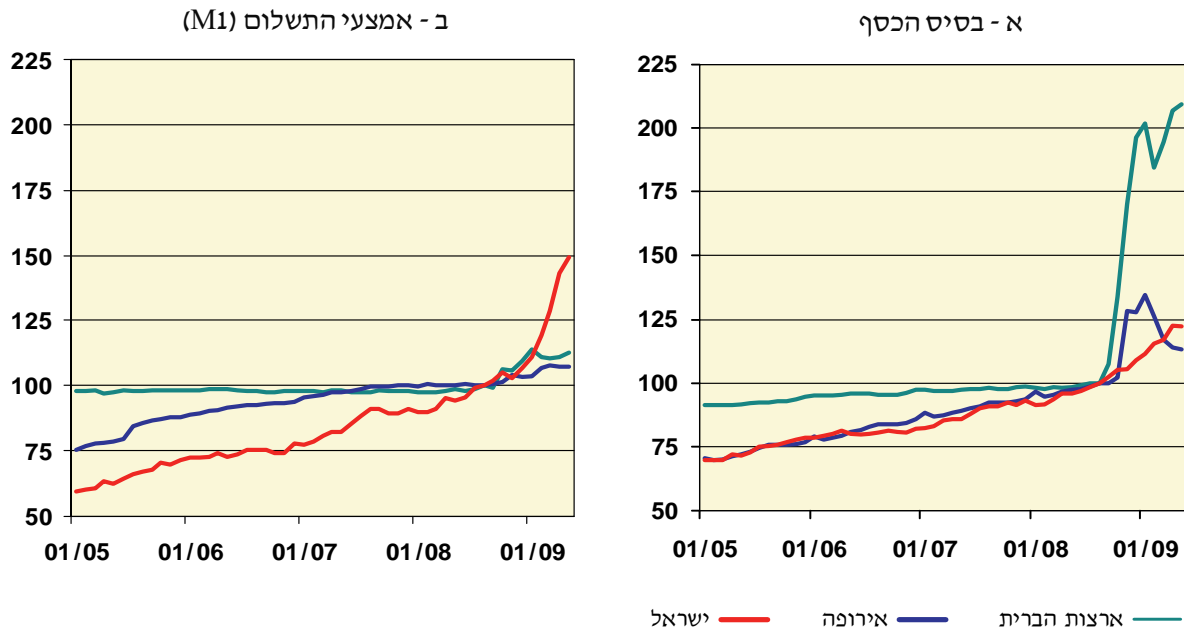
\*\* עמודה זו מציגה את נתוני 2009 בניכוי חודש ינואר משני טעמים: (1) בנק ישראל החל לרכוש איגרות חוב מדינה רק בפברואר; (2) נתוני ינואר על הפעולות בשוק הפתוח והפיקדונות המוניטריים מציגים תמונה לא מדויקת בגלל פער של ימים מספר בין פדיון מק"מ בסוף דצמבר (31.12.2008) להנפקה חוזרת בתחילת ינואר (1.1.2009).

מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

מלוח ג-1 עולה שאמצעי התשלום (M1 = מזומן בידי ציבור + עו"ש) גדלו בשיעור ניכר בחמשת החודשים הראשונים של השנה – 22.5%. הסיבה העיקרית היא הפחתת ריבית בנק ישראל מאז ספטמבר 2008, אשר מוזילה את העלות האלטרנטיבית של החזקת אמצעי תשלום וכך פועלת להעברת שקלים מפיקדונות לא נזילים נושאי ריבית לאמצעי תשלום נזילים אשר אינם נושאי ריבית. מכאן העלייה המתונה בלבד במצרף הכסף הרחב (M2 = מזומן בידי ציבור + עו"ש פיקדונות לטווח קצר).  
 תרשים ג-7 מציג את התרחבות בסיס הכסף ואמצעי התשלום בפרספקטיבה בין-לאומית.

תרשים ג-7

**התפתחות בסיס הכסף ואמצעי התשלום (M1) בארצות הברית, אירופה וישראל**



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל, ECB, FED ובלומברג.

בתרשים ג-7א אנו רואים שהתרחבות בסיס הכסף בישראל נכון לאפריל 2009 דומה להתרחבות בסיס הכסף באירופה, ואף מעט גדולה ממנה. אולם יחסית להתרחבות של ארצות הברית, אשר הכפילה את עצמה מפרוץ המשבר, בישראל היא פחותה בהרבה. השוואה זו מלמדת יותר על אופי המשבר בארצות הברית משהיא מלמדת על אופי המשבר בישראל. התרחבות בסיס הכסף בישראל היא בראש ובראשונה תוצאה של הפחתת הריבית (המגדילה את הביקוש לאמצעי תשלום בכלל ולמזומן בפרט), ואילו בארצות הברית הגידול בבסיס הכסף מתמקד בעודפי הרזרבות של מערכת הבנקאות. המצב בארצות הברית נובע ממשבר הנזילות, שהתרחש על רקע חוסר האמון בין המוסדות הפיננסיים וששיתק את המסחר ביניהם. המוסדות הפיננסיים שהיו זקוקים לנזילות נשענו על מקורות הבנק המרכזי, תוך כדי הגדלת בסיס הכסף, במקום ללוות ממוסדות פיננסיים בעלי עודפי נזילות כפי שקורה בשוק תקין וכפי שקרה במשך כל

התקופה בישראל. הבנק הפדרלי בארצות הברית תמך בתופעה זו באמצעות תשלום ריבית על עודפי הנזילות שבידי המערכת הבנקאית כדי לספק את צורכי הנזילות שגברו. על כך אפשר ללמוד גם מתרשים ג-7, המראה שהתרחבות בסיס הכסף בארצות הברית לא הועברה לציבור: בסיס הכסף התרחב מאוד, אולם כמות הכסף גדלה אך במעט. לעומת זאת אנו רואים שבישראל ההאצה בגידול כמות הכסף הייתה בולטת יותר.

**הבעיה:** מהלכי הפחתות הריבית של בנק ישראל בשנה האחרונה הביאו את הריבית אל קרבת אפס – הגבול התחתון האפשרי של הריבית הנומינלית. לפיכך אי-אפשר עוד להרחיב בדרך הקונבנציונלית וצריך לפנות לכלי מדיניות מוניטרית אחרים. השאלה היא מהי הדרך האפקטיבית ביותר לנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה כאשר הריבית הנומינלית בקרבת אפס.

### ג. סיכויי דפלציה ואינפלציה

תחזיות האינפלציה לשנה הקרובה, המובאות בלוח ג-2, נמצאות בין מרכז תחום יעד האינפלציה (2.0%) ובין גבולו התחתון (1.0%) לאחר חודשים מספר שבהם נעו התחזיות בין 0 ל-1% בלבד, בעיקר בהשפעת הביקושים הממותנים הצפויים בשנה זו. אולם במחצית חודש מאי, לאחר סדרה של מדדי מחירים גבוהים והחלטת הממשלה על העלאת מסים עקיפים, עלו תחזיות האינפלציה בנקודת אחוז בערך. בסוף מאי עומדים האינפלציה הצפויה הנגזרת משוק ההון וממוצע הערכות החזאים הפרטיים על 2.2%, אך יש לציין את השונות הגבוהה יחסית בתחזיות של האחרונים. מנגד, מודל של בנק ישראל מצביע על אינפלציה ממותנת יותר – 0.8%.

לוח ג-2

#### תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים

מודל בנק ישראל***	סקר החברות של בנק ישראל	חזאים פרטיים*	שוק ההון	היעד	
1.6	1.4	2.6	1.9	2	ממוצע
	3.5–0.0**	4.2–1.7		3–1	טווח

**הערות:**

- \* תחזיות במחצית השנייה של מאי של בנקים מסחריים וחברות ייעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר.
- \*\* מעודכן ליוני. סקר החברות מעודכן לסוף אפריל.
- \*\*\* משקף סימולציה שנערכה בסוף מאי באמצעות מודל DSGE המופעל בחטיבת המחקר בבנק ישראל. התוצאות לא בהכרח משקפות את הערכות הפורום המוניטרי הבכיר של הבנק.

**מקור:** עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל והערכות חזאים.

### סיכוי אינפלציה

על רקע ההרחבה הכמותית המבוצעת בחודשים האחרונים בעולם ובישראל התעוררו חששות שבטווח הביניים צפויה אינפלציה גבוהה. כך למשל, משוק ההון נגזרות ציפיות לאינפלציה של 3.2% בעוד שנתיים. להלן כמה טיעונים נגד חששות אלה:

(1) ההרחבה הכמותית באמצעות רכישת נכסים מהציבור (איגרות חוב, מטבע חוץ) אינה מגדילה את הערך הנומינלי של נכסי הציבור. בדרך זו לא נוצר עודף נכסים נומינליים ביחס לפוטנציאל הייצור, עודף אשר מחייב בסופו של דבר עליית מחירים. מאחר שאיגרות החוב הממשלתיות הן בבחינת נכסים חסרי סיכון, אין תרחיש שבו איגרות החוב לא נפדות בגלל חדלות פירעון. כך הונו העצמי הנומינלי של הציבור גדל, ובהינתן מקורותיו הראליים הפוטנציאליים נוצר לחץ לעליית מחירים. להבדיל, כאשר איגרות החוב הקונצרניות שהבנק המרכזי קנה נעשות חדלות פירעון יורד צד ההתחייבויות של הציבור כלפי הבנק המרכזי ונוצר גידול בהונו העצמי של הציבור.

(2) כאשר יחלוף המשבר ותחול עלייה בביקושים יהיה אפשר להדק חזרה את המדיניות המוניטרית בקלות יחסית באמצעות העלאת הריבית הנומינלית.

(3) ייתכן שמדיניות דוגמת ארצות הברית יתירו לאינפלציה לעלות כדי לשחוק את חובות הענק שנוצרו בעקבות תכניות הסיוע שהופעלו. אין בכך חשש ממשי באשר לאינפלציה בישראל שכן אינפלציה המיוצרת בחו"ל באמצעות מדיניות מוניטרית מרחיבה תלווה, ככל הנראה, בייסוף נומינלי אשר יקזז את ההשפעה על מחירי היבוא. חשוב במקרה זה לאפשר לייסוף הנומינלי להתרחש (בלא פגיעה בשער החליפין הראלי) כדי שעליות המחירים בחו"ל לא יתגלגלו לאינפלציה כאן.

כרגע תרחיש של התפרצות אינפלציונית בישראל לא נראה סביר. עם זאת כמו בכל מהלך הרחבה (ובייחוד במהלך גדול) חשוב לנסות לזהות את נקודות המפנה בכלכלה כדי שלא להישאר עם מדיניות מרחיבה מדי, גם כאשר הביקושים ישובו להתרחב.

### סיכוי דפלציה

על רקע הציפיות המתוארות לעיל ובשל היכולת המוגבלת להשתמש במדיניות מוניטרית מרחיבה (בגלל קרבת הריבית לאפס), זעזועים שליליים נוספים – כגון העמקת המיתון בעולם או בישראל, ירידה חדה במחירי הסחורות או ייסוף שער החליפין – יכולים להביא לירידה נוספת ברמת האינפלציה ובד בבד גם להתפתחות ציפיות לדפלציה מתמשכת. הסכנה במצב זה היא שהציבור הצופה כי המחירים ירדו בעתיד, יפעל לדחיית רכישות וכך יעמיק עוד יותר את ירידת הביקושים. ירידה זו תחזק את התהליך הדפלציוני. כלומר, נוצרת ספירלה של דפלציה וירידה בפעילות הראלית. דוגמה למצב זה נראתה ביפן בשנות התשעים: במהלך עשור (1992–2003) היה קצב הצמיחה השנתי הממוצע נמוך מ-1%, ורמת המחירים לצרכן היום זהה לזו של 1993. השאלה היא כיצד אפשר לזהות ספירלה דפלציונית כזאת ואיך אפשר להיחלץ ממנה אם תתרחש.



## 2. תכניות אפשריות, יתרונות וחסרונות

בחלק זה אנו סוקרים צעדי מדיניות שכבר ננקטו או תוכננו ומעלים הצעות לצעדים אחרים. הסעיף הראשון עוסק בתחום האשראי והשני בתחום המדיניות של בנק ישראל.

### א. צעדים אפשריים בתחום האשראי (בנקאי וחץ-בנקאי)

#### הצעדים שנקטו עד כה בישראל

- קרנות המנוף: קרנות משותפות למגזר הפיננסי ולממשלה שימחזרו אשראי לחברות ישראליות על פי קריטריונים מסוימים. מעורבות הממשלה תבטיח תשואה מינימלית לגופים הפיננסיים שישתתפו במיזם. התכנון המקורי היה שהאוצר ישקיע בקרנות אלו 5 מיליארד ש"ח והגופים הפיננסיים ישקיעו עוד 15 מיליארד ש"ח.
- רכישת איגרות חוב מדינה על ידי בנק ישראל מפחיתה את העלות של איגרות החוב הקונצרניות. כל שאר התנאים שווים (ראו גם חלק ב-3).
- קרנות האשראי למגזר העסקי: כדי לסייע לעסקים הפועלים בישראל הקימה הממשלה באמצעות הבנקים קרנות סיוע המאפשרות העמדת הלוואות לעסקים אלה. במסגרת הקרנות מפקידה הממשלה, בבנקים שהתקשרה אתם בהסכמים, פיקדונות המהווים בטוחה להלוואות אלה. כיום מפעילה המדינה ארבע קרנות. שתי הקרנות העיקריות הן הקרן לעסקים קטנים (בעלי מחזור מכירות של עד 22 מיליון ש"ח) והקרן לעסקים בינוניים. יש גם קרן ליצואנים וקרנות לעסקים קטנים באזור הדרום או בבעלות חיילי מילואים. הממשלה נותנת את הלוואות בערבות של 70% מהבטוחות, והבנקים עשויים לדרוש מהלווים ביטחונות עבור היתרה עד לגובה של 25%–30% מהיקף הלוואה. בנוסף נדרשת ערבות אישית של הבעלים. הלוואות ניתנות בשני מסלולים: הלוואות להון חוזר והלוואות במסלול השקעות. תהליך קבלת הלוואה לעסקים קטנים ובינוניים מתחיל בפנייה לחברות תבור או BDI, המשמשות גוף מתאם בקרן מטעם הממשלה לצורך בדיקה ראשונית, וממשיך בבחירה של אחד משלושה בנקים שעמם התקשרה הממשלה.
- ערבות ממשלתית ישירה למגזרים ספציפיים: לדוגמה, מתן ערבות חלקית לקבלנים בתהליך גיוס האשראי ממערכת הבנקאות.
- ערבות מדינה לגיוס הון של הבנקים: בתכנית המקורית העמידה המדינה 6 מיליארד ש"ח לגיוס הון משני בערבות המדינה.

#### העקרונות המוצעים למעורבות ממשלתית בתחום האשראי

מאז פרוץ המשבר הוצע ואף אושר מספר לא מבוטל של צעדים בתחום האשראי. בחינת הצעדים האפשריים צריכה להיעשות על בסיס עמידתם בכמה עקרונות.

בבחירת תכניות סיוע יש להבחין בין שלושה סוגי חברות:

- חברות בעייתיות שלא יצליחו למחזר את החוב ויפשטו את הרגל. במקרה של חברות אלו מחזור החוב יהיה בבחינת "לזרוק כסף טוב אחרי כסף רע", ולכן במקרה שלהן אין מקום למעורבות ממשלתית בתחום איגרות החוב הקונצרניות.
- חברות שאין להן בעיה לגייס גם כיום. כאמור, מדובר כיום בעיקר בחברות שהשוק מעריך שיקבלו סיוע ממשלתי או בחברות תזרימיות. גם כאן אין צורך בהתערבות ממשלתית.
- הסוג השלישי הוא הבעייתי ביותר ונראה שהוא דורש סיוע. מדובר בחברות טובות, שיש להן זכות קיום עסקית וכלכלית, קרי חברות שיכולות לצלוח מחזור עסקים "רגיל". ברם במשבר העמוק והחריג הנוכחי חברות אלה לא יוכלו להמשיך ולפעול בלא מחזור החוב או בלא מחזור שלו במחיר סביר.

(1) יש להעדיף ערבות מדינה על פני הוצאה תקציבית (בשונה ממה שנעשה בקרן המנוף שכבר אושרה), במיוחד במקרים שעצם מתן הערבות יוצר השפעות חיוביות בשוק שמפחיתות את ההסתברות לפשיטות רגל ולמימוש הערבות.

(2) יש להותיר את החלטת ההשקעה או האשראי למגזר הפיננסי ולא לממשלה (בשונה ממה שנעשה בסבסוד ישיר של מגזרים מסוימים).

(3) יש להעדיף תכניות שמשלם המסים מקבל חלק מהיתרון של הצלחתן. כלומר, נגד ההוצאה הממשלתית לסיוע לפירמות או הסיכון שהמדינה מקבלת על עצמה יהיה מנגנון שיגדיל את הכנסות המדינה במקרה שתכנית הסיוע תביא לשיפור ניכר במצב הפירמות (בשונה ממה שנעשה בסבסוד הישיר למגזרים ובשונה ממה שנעשה בערבות לגיוסי הבנקים).

(4) חברות שקיבלו סיוע יעמדו בקריטריונים האלה (במשולב):

א. מעסיקי ישראלים (כפי שמוגדר היום בקרנות המנוף).

ב. חברות שקריסתן תיצור תגובת שרשרת שתפגע בחברות מקומיות (המעסיקות ישראלים)

או בגופים פיננסיים מקומיים החיוניים לתפקוד התקין של המערכת הפיננסית, על בסיס ניתוח ספציפי של החברות.

(5) יש להציב למקבלי האשראי מגבלות על השימוש בכסף.

(6) ההתערבות בשווקים, שבזמנים רגילים אינם מאופיינים בכשל שוק, צריכה להיות זמנית.

(7) ככלל, במרבית צורות ההתערבות הממשלתית בשוק האשראי יש רכיב של סיכון מוסרי: סיוע או הצלת גופים אשר קיבלו החלטות כלכליות שגויות, לפעמים תוך כדי סיכונים גדולים, מעודדים המשך פעילות זו. מתוך הנחה שהממשלה תסייע גם בעתיד לבחור את הפעולות להתערבות ממשלתית יש לעצב אותן בדרך שתצמצם תופעה זו.

בנספח א לפרק ב הרחבנו בנושא הסדרי חוב בהקשר זה.

### צעדים אפשריים:

#### רכישת איגרות חוב קונצרניות מצד קרנות הפנסיה הוותיקות

הגוף שמנהל את קרנות הפנסיה הוותיקות מחזיק נכסים בהיקף של כ-150 מיליארד ש"ח, 65% מהם מקורם באיגרות חוב ממשלתיות מיועדות המבטיחות תשואה. רכישת איגרות חוב קונצרניות או מחזור החוב של הקונצרנים באמצעות הקרנות עשויים להשפיע על מעבר שוק איגרות החוב הקונצרניות למגמה חיובית. עם זאת נציין כי הממשלה בחנה את הרעיון ושללה אותו בשל התנגדות הקרנות וחסמים משפטיים.

#### יתרונות

- אם נכונה ההערכה שבטווח הארוך החברות שיקבלו אשראי יהיו רווחיות, מאחר שהמדינה ממלא מעניקה לקרנות אלה רשת ביטחון לטווח ארוך יש היגיון במהלך.
- הבחירה באילו איגרות חוב קונצרניות להשקיע נשאת בידי המגזר הפיננסי.

#### חסרונות

- נראה שהקרנות אינן מעוניינות להשקיע באיגרות חוב קונצרניות; בהכוונתן לשם יש נסיגה מעקרון ההשקעה לפי שיקול כלכלי עצמאי של הקרנות.

#### רכישת איגרות חוב קונצרניות מצד בנק ישראל

ראו חלק ב להלן.

#### ערבות ממשלתית להנפקות חדשות – "תכנית גושן"

על פי תכנית זו המדינה תערוב למשקיעים אשר ישקיעו בסל של חברות שיעמדו בקריטריונים. כך, במקרה של הפסד, המשקיעים יאבדו רק 20% משווי ההשקעה והמדינה תבטיח 80%.

#### יתרונות

- תכנית גושן תסייע לעורר את שוק ההנפקות הראשוניות וכך תאפשר מחזור חובות ותמנע קריסת חברות המעסיקות עובדים ישראלים.
- מאחר ש-20% הראשונים של הסיכון הם של המשקיעים, החלטות ההשקעה נשארות בידי המגזר הפיננסי.

#### חסרונות

- במקרה של העמקת המיתון והתמשכותו, העלות למשלם המסים עלולה להיות אדירה.
- ברגע שהמשקיע איבד 20% משווי כספו שלא בוטחו בתכנית, הוא אדיש לחלוטין לעתידה של ההשקעה. נטל ההסדרים, הפירוק ופשיטת הרגל עוברים למדינה.

### ייעול קרנות המדינה בסיוע למגזר העסקי (עסקים קטנים ובינוניים)

נכון להיום קבלת הלוואה אורכת בדרך כלל בין חודש וחצי לשלושה חודשים. כדי להבטיח מתן הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים הנתונים בקשיים בתקופת זמן קצרה ככל האפשר יש לייעל את מנגנון מתן הלוואות. המלצה זו נוגעת גם לגורמי הייעוץ (חברות תבור ו-BDI) וגם לבנקים שאתם התקשרה הממשלה. יש להציב כמטרה את קיצור משך הזמן המרבי לקבלת הלוואה ל-21 יום.

#### יתרונות

- העלות האפקטיבית של אשראי אינה רק הריבית שהלווה נושא בה. היא כוללת גם את העלות של הזמן והמאמץ הדרושים להשגת האשראי. עלות זו רלוונטית יותר בעסקים קטנים ובינוניים, משום שהם מעסיקים פחות אנשי מקצוע לטיפול בעניינים אלה.
- מסקר החברות של בנק ישראל עולה שבניגוד לקבוצת החברות הגדולות, אשר דיווחה על הקלה מסוימת במגבלות המימון בתחילת 2009, קבוצת החברות הקטנות דיווחה על המשך ההרעה במגבלות המימון. מכאן שיש לתת עדיפות לתכניות סיוע נוספות המתמקדות בעסקים קטנים.
- מסקר שערכה התאחדות התעשיינים עולה ש-29% מהחברות שלא הגישו בקשה למימון מקרנות המדינה ציינו בין הסיבות את הרתיעה מהבירוקרטיה.

#### חסרונות

- חשוב שייעול מנגנון מתן הלוואות לא יבוא על חשבון ברירה נכונה של העסקים שראוי לתת להם אשראי. נקודה זו חשובה על אחת כמה וכמה כאשר נותני האשראי (הבנקים) אינם הנושאים הבלעדיים בסיכון.

### הטבת התנאים לערבות מדינה להנפקת הון משני של הבנקים

המגבלה המרכזית על הרחבת האשראי הבנקאי היא חובת הבנקים להעלות את יחס הלימות ההון ל-12% עד סוף השנה. כדי להתמודד עם מגבלה זו הקציבה המדינה לבנקים 6 מיליארד ש"ח להנפקת שטרי הון בערבות מדינה (בעת האחרונה הודיעו ראש הממשלה ושר האוצר על כוונה להרחיב את היקף הערבות ל-12 מיליארד ש"ח). עם זאת ניתוח נוסח הערבות מגלה ערבות מורכבת מאוד לתמחור, לא מלאה, רצופת סייגים ושעלותה אינה נמוכה. לא ברור מהי הפרמיה שיתן השוק להון משני שיכלול ערבות זו. על כן אף בנק אחד לא השתמש עד כה באופציה זו הלכה למעשה (כמה בנקים אף העדיפו להנפיק בלא הערבות). יש מקום לשפר את התנאים בכמה היבטים:

- (1) בתכנית זו הערבות תקפה לגיוס בארץ בלבד, ולכן היא סוגרת לפני הבנקים שווקים שהיו אמורים להיות רלוונטיים. בנוסף הבנקים עלולים להיתקל בקשיים בשוק המקומי בשל היקף הגיוס הגדול הצפוי מצד הממשלה ב-2009. אפשר לבצע את הגיוס גם בשווקים בין-לאומיים.
- (2) בתכנית זו יש לממש את הערבות עד יוני 2009. לאחר מכן (ועד ספטמבר 2009) יהיה מימוש הערבות כרוך בקנס מסוים. יש מקום לדחות את מועד הגיוס האחרון בלי קנס.
- (3) ערבות המדינה פוחתת ופוקעת לחלוטין בתום 10 שנים. בכל מקרה הערבות לא תעלה על 95% (עד השנה השלישית) ותגיע ל-30% בין השנה השביעית לעשירית. כך לאחר השנה השישית הערבות

למעשה כמעט לא רלוונטית. יש מקום להאריך את משך הערבות ואף להעלות את היקפה ל-100% עד תום המשבר הפיננסי (שנה עד שנתיים).

(4) הערבות תמומש רק בעת חדלות פירעון, ולא בעת קיומם של תנאים משעים. עובדה זו תפחית את האטרקטיביות בעיני המשקיעים. יש מקום להגמיש את התנאים למימוש הערבות.

(5) השימוש בערבות בתכנית זו כרוך בעמלה שתופחת אם הבנק יגדיל את האשראי בשנים 2009–2011 ב-6% לשנה (קצב הגידול הממוצע של סך כל האשראי העסקי ב-10 השנים האחרונות). כפי שצוין לעיל, כדי להגדיל את האשראי הבנקאי ב-6% (ולעמוד בדרישות הלימות ההון) יש צורך בגיוס הון הגבוה פי 3 מההיקף המקורי שהציעה המדינה. יתרה מזו, במצב הנוכחי בנק אשר יגדיל אשראי במעט פחות מ-6% ישלם עמלה זהה לבנק שלא יגדיל את האשראי כלל. יש מקום לקבוע עמלה מדורגת לפי שיעור הגדלת האשראי.

בחינה של הנעשה בעולם מראה שמדינות מסוימות בחרו להתמודד עם המשבר האחרון באמצעות הזרמת הון או נזילות למערכת הבנקאית ולשוקי הכספים. צעד זה נועד (1) לטפל בכשל של בנק יחיד אשר נקלע למצוקת נזילות או למחסור בהון; (2) להקל את המגבלות על המערכת הבנקאית ולעודד מתן אשראי לפירמות הראליות וכך להקל את מחנק האשראי.

במדינות רבות אימצו מודל מתן ערבות ממשלתית לחוב ולמכשירי חוב של הבנקים המקומיים. הערבויות נבדלות זו מזו באופיין – ערבות מלאה וגורפת לכל החוב הקיים והעתיד של הבנק לתקופה קצובה (אירלנד) או ערבות ספציפית להנפקות (בריטניה). רק במעט מדינות התנו את קבלת הערבויות בהמשך מתן אשראי למגזר הראלי או לחלק ממנו (בצרפת רק עסקים קטנים ובינוניים מקבלים ערבות; בגרמניה ובאירלנד הותנתה הערבות בהרחבת אשראי). כמו כן ניתנה ערבות מדינה להנפקת איגרות חוב של מוסדות אמריקניים (בעיקר בנקים וחברות החזקה). הזרמת ההון נעשית לעתים תוך כדי רכישת מניות רגילות או מניות בכורה (הלאמה מלאה או חלקית). הבנק של יפן החיה תכנית לרכישת מניות ישירות מהבנקים על פי פנייה שלהם ועמידה בתנאים מסוימים.

## יתרונות

- מחסור בהון עצמי הוא המגבלה העיקרית של הבנקים להרחיב אשראי כעת (בהינתן דרישת הלימות ההון). המוטיבציה להזרמת ההון היא השאיפה שמערכת הבנקאות תרחיב את היקף האשראי ובה בעת תפצה על שיתוקו של השוק החוץ-בנקאי (אינטרס מקרו-כלכלי לאומי).
- לאחר הזרמת ההון ימשיך מתן האשראי על פי שיקולים כלכליים.
- הבנקים המקומיים הציגו יציבות מרשימה במשבר הנוכחי (יחסית לעולם). על כן נראה שההסתברות למימוש הערבות נמוכה.
- התכנית זמנית מטבעה שכן הערבות פגה כעבור שנים אחדות.

## חסרונות

- נראה שיש היגיון מצד האינטרס הציבורי במרבית התנאים שהציבה המדינה בתכנית המקורית. אנו מציעים להגמישם כדי להגדיל את האטרקטיביות של התכנית עבור הבנקים, אך בכך אנו פוגעים בתנאים (בייחוד בתנאים של זמניות הערבות, היקפה והתנייתה בהרחבת אשראי).

### חיזוק הגופים החוץ-בנקאיים באמצעות העמדת מקורות אשראי

אחת החלופות כיום למימון המגזר העסקי, מלבד הבנקים, היא גופים חוץ-בנקאיים. יש להבהיר את ההבדל בין השחקנים העיקריים בשוק המימון החוץ-בנקאי:

(1) הגופים המוסדיים – קופות גמל, קרנות פנסיה ותיקות וחדשות, חברות ביטוח וקרנות השתלמות. האשראי שחברות אלו נותנות מבוסס על כספי החיסכון של העמיתים בהתאם למדיניות ההשקעה של ועדת ההשקעות בחברה. מדובר בדרך כלל באיגרות חוב בסכומים גבוהים. לגופים אלה אין מחסור במקורות למתן אשראי.

(2) חברות למתן אשראי חוץ-בנקאי – כגון חברות כרטיסי אשראי, פקטורינג וחברות למימון חוץ-בנקאי (שוק אפור חוקי). מקורות האשראי שלהן מבוססים בעיקרם על הבנקים ומקצתם על גיוס איגרות חוב או על משקיעים פרטיים. המקורות למתן אשראי של חברות אלה צומצמו בעקבות המשבר הנוכחי.

מקורות אשראי יכולים להינתן לגופים חוץ-בנקאיים כאלה דרך בנק ישראל, והוא יעמיד מקורות מימון בדומה להלוואות המוניטריות הניתנות לתאגידי בנקאיים או באמצעות מקורות ממשלתיים. מובן שעל הגופים שיקבלו הלוואות מבנק ישראל לעמוד בדרישת ביטחונות ובדרישות רגולטוריות אשר יבטיחו את החזר ההלוואה והשימוש התקין בה (כמו התאגידיים הבנקאיים).

## יתרונות

- הרחבת מקורות האשראי לגופים החוץ-בנקאיים (הלא מוסדיים) תאפשר הרחבת אשראי למגזר העסקי.
- צעד זה יכול להוות בסיס להסדרת הגופים החוץ-בנקאיים הלא מוסדיים למתן אשראי לטווח ארוך.

## חסרונות

- חוק בנק ישראל הנוכחי (משנת 1954) אינו מאפשר לבנק ישראל להלוות לתאגידיים שאינם בנקאיים, אולם בטיטות חוק בנק ישראל החדש מוצע להרחיב את האפשרות להלוות לגופים פיננסיים נוספים. על כן מוצע (ולא רק מסיבה זו) להשלים את חקיקת חוק בנק ישראל במהרה.
- חיזוק הגופים החוץ-בנקאיים בעזרת מקורות ממשלתיים מחייב קודם כול שיפורים במבנה הפיקוח על אותם גופים.

## ב. צעדים אפשריים בניהול המדיניות המוניטרית בקרבת ריבית אפס

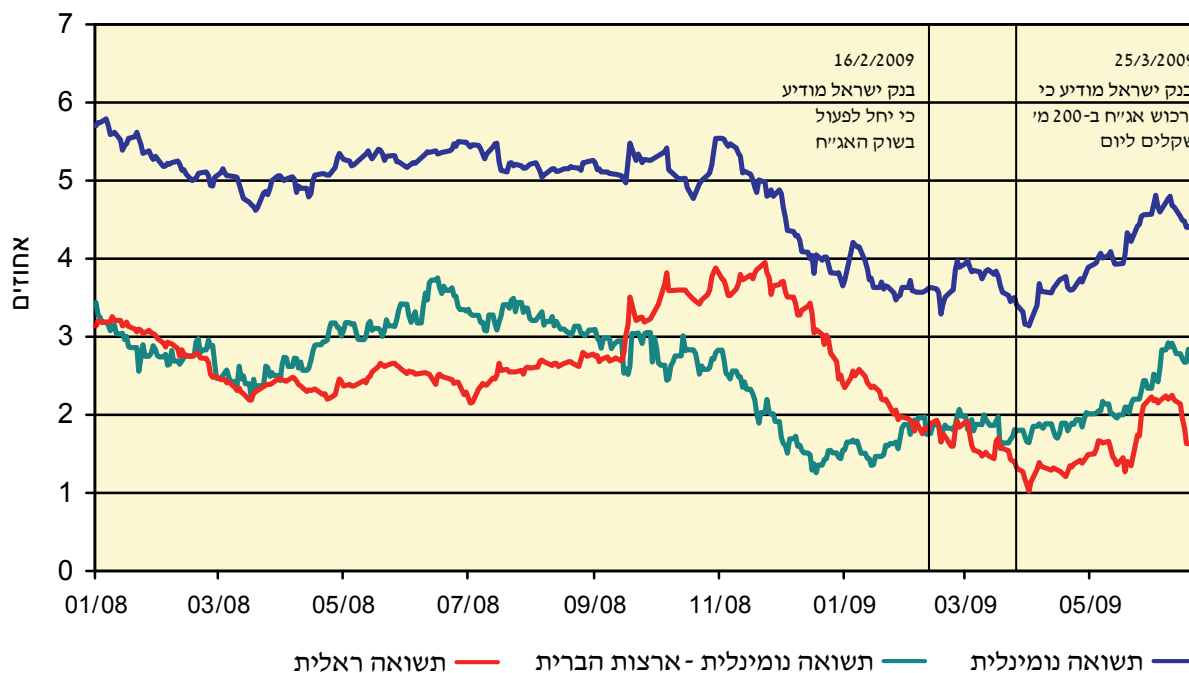
הפתרונות בתחום ניהול המדיניות המוניטרית נחלקים לשני סוגים: הרחבת מאזן בנק ישראל באמצעות רכישת נכסים (חסרי סיכון או מסוכנים) והשפעה על הציפיות האינפלציוניות.

### רכישת נכסים שקליים חסרי סיכון (איגרות חוב מדינה) ומטבע חוץ

בפברואר 2009 הודיע בנק ישראל על כוונתו לרכוש איגרות חוב מדינה, ובמרס הודיע על הרחבת התכנית לרכוש איגרות חוב בשווי 200 מיליון ש"ח בכל יום (עד כ-15–20 מיליארד ש"ח) ובד בבד להמשיך לרכוש מטבע חוץ בקצב של 100 מיליון דולר ליום. רכישת איגרות חוב יכולה להביא להפחתת ריביות חסרות סיכון לטווח בינוני וארוך, המשמשות מדד ייחוס (benchmark) לתמחור נכסי חוב אחרים. איגרות החוב פועלות לירידת עלות האשראי העומדת לפני מגוון רחב של משקי בית ופירמות. רכישות מטבע חוץ פועלות לפיחות שער החליפין, המגדיל את רווחיות הייצוא ומוריד את אטרקטיביות הייבוא. בהנחה שרכישות מטבע חוץ יימשכו עד שיתרות מטבע החוץ יעמדו על 50 מיליארד דולר ושער הדולר יתייצב על 4.0 ש"ח, מכלול פעולות אלה צפוי להגדיל את מאזן בנק ישראל ב-30% במהלך 2009 לעומת סוף 2008 ובכ-70% לעומת סוף 2007. רכישת נכסים המגדילה את מאזן הבנקים המרכזיים היא הפעולה הלא קונבנציונלית השכיחה בתקופה זו. לשם השוואה, מאזן הפדרל ריזרב ומאזן הבנק המרכזי של אנגליה גדלו בסוף פברואר בפי 2 מרמתם בסוף 2007, ומאזן ECB גדל בכ-40%. תרשים ג-8 מציג את התשואה הראלית והנומינלית על איגרות חוב ממשלתיות ל-5 שנים.

תרשים ג-8

תשואות לפדיון על איגרות חוב ממשלתיות ל-5 שנים: צמוד ולא צמוד מדד בישראל ובארצות הברית



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל.

ניכר שרכישות בנק ישראל תמכו בשבועות הראשונים של תכניות אלה בהמשך מגמת הירידה בתשואות הממשלתיות (בעיקר התשואות הראליות). עם זאת מאפריל אנו עדים לעלייה מחודשת של התשואות, והן עומדות כעת על רמה דומה לרמה ערב התכנית. בטווחים הארוכים יותר התשואות אף גבוהות משהיו ערב התכנית. ייתכן שזו אינדיקציה להשפעה המוגבלת שיש לרכישות בנק ישראל על תשואות איגרות החוב. אולם חשוב לזכור כי על התשואות פועלים גם כוחות אחרים, בעיקר עליית התשואות בחו"ל והצפי להתרחבות הגירעון הממשלתי. קשה להעריך מה היו התשואות בלא התערבות בנק ישראל.

### יתרונות בהמשך רכישות של איגרות חוב

- הפחתה של תשואות חסרות סיכון פועלת על המגוון הרחב ביותר של ריביות העומדות לפני משקי בית ופירמות. התשואות על איגרות חוב מדינה משמשות מדד ייחוס לתמחור ריביות על משכנתאות, אשראי בנקאי וכן מחירי איגרות חוב קונצרניות.
- רכישות אלה חיצוניות למערכת הבנקאות: הפוטנציאל שלהן להביא להפחתת תשואות אינו תלוי ביכולתה של מערכת הבנקאות לתווך הלוואות, המצומצמת כרגע בשל מגבלת הלימות ההון שהבנקים נדרשים לעמוד בה.
- נראה שהגידול הצפוי בגירעון הממשלה יביא להגדלת היצע איגרות החוב הממשלתיות. המשך פעולות בנק ישראל בשוק יצמצם לחץ לעלייה מחודשת בתשואות.
- רכישות של איגרות חוב יוצרות סניוראז' (רווחים לבנק ישראל) הנובע מכך שהתשואה על איגרות החוב גבוהה מריבית בנק ישראל. הסניוראז' יוכל לממן פעולות מסוכנות יותר של בנק ישראל.
- כ-60% מהרכישות של איגרות החוב מגיע מן הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות פנסיה, חברות ביטוח וקרנות נאמנות). מכירת איגרות חוב שעושים הגופים המוסדיים מנזילה את נכסיהם, וכך הם עמידים יותר בפני גל של פדיונות (אם יתרחש).

### חסרונות בהמשך רכישות של איגרות חוב

- מלאי איגרות החוב הממשלתיות הסחירות עומד היום על 250 מיליארד ש"ח. היקף התכנית עד כה הוא רכישה של כ-6% עד 8% מהשוק. מאחר שלא רצוי שבנק ישראל יחזיק בנתח גדול מדי משוק איגרות החוב הממשלתיות הסחירות, אין להרחיב רכישות אלה באופן בלתי מוגבל.
- מידת ההשפעה של רכישות איגרות חוב על התשואות אינה ברורה.
- התשואות הראליות בשוק איגרות החוב הממשלתיות הגיעו בחודשים מרס-אפריל לרמה הנמוכה ביותר מאז ומעולם. סביר להניח שכדי להביא להפחתה נוספת בתשואות יידרש היקף פעולה הולך וגדל. נוסף על כך לא רצוי להרחיק באופן מלאכותי את התשואות בשוק משיווי משקל שהיה נקבע בהיעדר התערבות.

### יתרונות בהמשך רכישות של מטבע חוץ

- התערבות בשוק מטבע חוץ מתוך כוונה להשפיע על מחירו של המטבע אפשרית רק במדינות קטנות. לא סביר שפיחות יזום של המטבע הישראלי יגרור תגובת פיחות אצל שותפות הסחר שלנו.
- המשק הישראלי עתיר ייבוא (כ-42% מהתוצר). פיחות שער חליפין מייקר את הייבוא וכך: (א) מסיט ביקושים מייבוא לייצור מקומי; (ב) יוצר לחץ אינפלציוני המביא לירידת הריבית הראלית.



### חסרונות בהמשך רכישות מטבע חוץ

- היקף יתרות מטבע חוץ עומד כיום על 45 מיליארד דולר – גבוה מהרמה הרצויה (35–40 מיליארד דולר) שהגדיר בנק ישראל כאשר החל לרכוש מטבע חוץ במרס 2008.
- בהתעלם משינויים בשערי חליפין, צבירת יתרות מטבע חוץ מקטינה את רווחי בנק ישראל, שכן לאורך זמן הריביות שבהן מושקעות היתרות (ריביות חסרות סיכון בחו"ל) נמוכות מהריבית שבנק ישראל משלם כדי לעקר את הרכישות.
- העלאת האינפלציה במדד המחירים לצרכן באמצעות פחות שער החוץ פועלת בעיקר דרך מחירי המוצרים המיובאים בסל הצריכה. פעולה זו שוחקת את השכר הראלי מבחינת העובד (שכר נומינלי או מחירים לצרכן) וכך מצמצמת ביקושים מקומיים. מנגד, השחיקה בשכר הראלי מבחינת היצרן המקומי (שכר נומינלי או מחירים מקומיים) פחותה יותר, שכן מחירי היצרנים המקומיים רגישים פחות לשער החליפין. כך הגדלת הביקוש לעבודה מוגבלת.

### רכישת נכסים מסוכנים כגון איגרות חוב קונצרניות

עד כה הרחיב בנק ישראל את מאזנו רק באמצעות רכישה של נכסים חסרי סיכון מהציבור (איגרות חוב ממשלתיות ומטבע חוץ<sup>9</sup>). אולם אחד ממוקדי הבעיות בתחום האשראי בישראל הוא בשוק איגרות החוב הקונצרניות הנחשבות לנכסים מסוכנים. בנק ישראל יכול לרכוש איגרות חוב קונצרניות וכך להגדיל את היקף מאזנו, אך גם את הסיכון.

### יתרונות

- התשואות של איגרות חוב קונצרניות והמרווח שלהן מעל תשואות חסרות סיכון עלו בשיעור ניכר מאז פרוץ המשבר והיו הגורם להתייבשות השוק הראשונית. יצירת ביקושים בשוק המשני תפעל לירידת הריביות הראליות העומדות לפני משקי הבית והפירמות דרך צמצום מרווחי הסיכון בשוק. בנוסף הרכישה תפנה מקורות אשראי, מהלך שעשוי לסייע לעורר את השוק הראשוני.
- חלק ניכר מתכניות האשראי בארצות הברית, בייחוד AMLF, MMIFF, CPFF, ולאחרונה ALF, הכניסו סיכון למאזן הפדרל ריזרב בעקבות רכישת נכסים מסוכנים. הבנק המרכזי לפיתוח ביפן הודיע שירכוש איגרות חוב חברות לטווח קצר. בבריטניה הוקמה קרן לרכישת איגרות חוב קונצרניות בתפעולו של בנק אנגליה. עד כה לא קיבל על עצמו בנק ישראל סיכונים אשראי. התכניות המבוצעות בישראל, או אלו שעומדות על הפרק, מטילות את העלות או הסיכון על תקציב הממשלה, קרי על משלם המסים. נשיאת חלק מהעלות או מהסיכון תעביר חלק מהנטל לסיכוני אינפלציה עתידית.

### חסרונות

- מאז תחילת השנה ירדו התשואות על איגרות החוב הקונצרניות והצטמצמו המרווחים בינן לבין איגרות החוב הממשלתיות. ייתכן שירידות אלה מבטאות התייצבות לרמות המשקפות את הסיכון של

9 ברכישת מטבע חוץ ישנו סיכון מטבעי: התחזקות השקל ביחס למטבעות בעולם מקטינה את נכסי בנק ישראל במונחי שקלים ויוצרת הפסדי הון לא ממומשים. עם זאת בהנחה שאין כוונה להשתמש ביתרות לרכישת נכסים או מוצרים בישראל (באמצעות המרתם לשקלים) אין לכך משמעות גדולה.

הפירמות ואינן סימן לבהלה בשווקים. הפחתה מלאכותית של המרווחים תהיה במקרה זה עיוות מחירים.

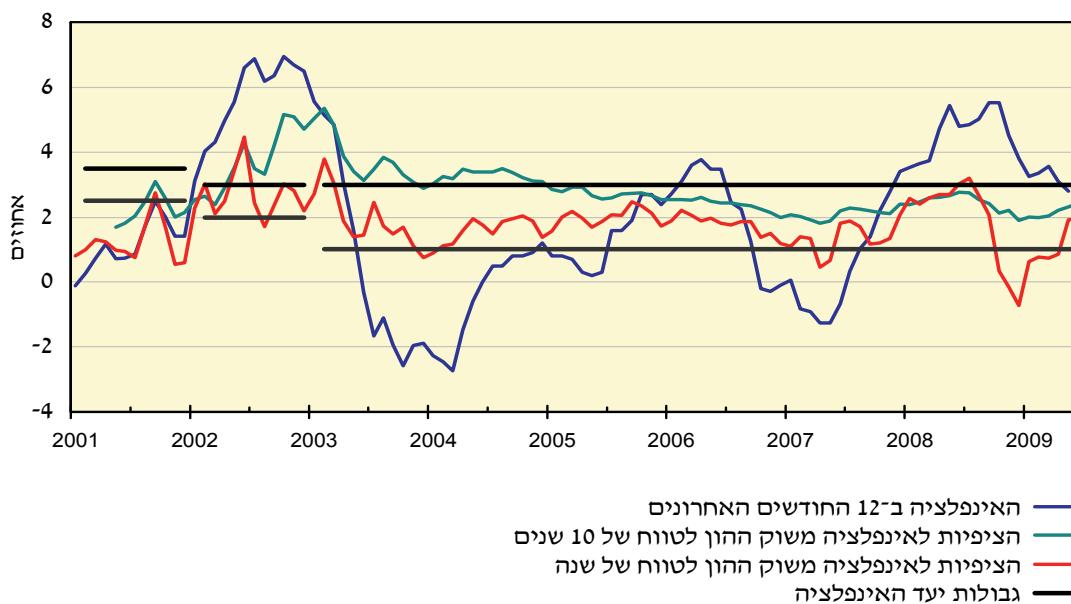
- יש בעיה תפעולית קשה בהחלטה אילו איגרות חוב של אילו חברות לקנות. לא רצוי שלבנק המרכזי יהיה עניין בפירמות ספציפיות, קל וחומר שיהיה עליו לבחור באילו פירמות להשקיע. ישנה אפשרות לרכוש תעודות סל על מדדים (תל בונד 40, תל בונד 20), אם כי גם כאן צריך לבחור פירמות הכלולות במדד. בנוסף, כיוון שלתעודות סל אין פירעון, אין אסטרטגיית יציאה פשוטה מרכישות כאלה.
- חדלות פירעון של איגרות חוב קונצרניות בידי הבנק המרכזי יוצרת הפסד במאזן הבנק שפירושו הזרמה בלתי הפיכה של נזילות לשוק. לפני פעולה כזאת יש להסדיר כיצד תכסה הממשלה (דרך משלם המסים) את הפסדי הבנק המרכזי. אם הממשלה תכסה את ההפסדים האלה (הזרמת הון מהממשלה לבנק המרכזי), הנטל ייפול על משלמי המסים. לעומת זאת אי-כיסוי ההפסדים מצד הממשלה ייצור לחצים אינפלציוניים עתידיים, שכן לבנק המרכזי יש אך ורק מקורות נומינליים ולא מקורות ראליים.

### תגובה לחזרה לאינפלציה

בחודשים האחרונים אנו עדים לעלייה בציפיות לאינפלציה כפי שהן נמדדות בשוק ההון. הציפיות האינפלציוניות (הנגזרות) לטווח של שנה עמדו במחצית השנייה של מאי על 2.2% לעומת 0.7% בדצמבר (ראו תרשים ג-9).

תרשים ג-9

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים, הציפיות לאינפלציה ויעדי האינפלציה, 2001 - מאי 2009 (ממוצעים חודשיים)



מקור: עיבודי המחברים מנתוני בנק ישראל, בלומברג ופדרל ריזרב.

ציפיות האינפלציה הגבוהות ביותר הן לעוד שנתיים – צפי של 3.2% לעומת 0.2% בסוף השנה שעברה. עליית הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים יותר ניכרה עד אפריל – אז הציפיות לטווח של 5 שנים עמדו על 3.4% לעומת 2.1% בסוף 2008, אולם במאי ירדו ציפיות אלה ל-2.5%.

נראה שכמה גורמים מניעים את עליית הציפיות לאינפלציה: חשש מתוצאות ההרחבה המוניטרית (הן הכמותית הן הריבית הנמוכה), עליית מחירי הנפט בעולם בחודשים האחרונים וההעלאה הצפויה במסים העקיפים בעקבות החלטת הממשלה (בעיקר העלאת המע"מ בנקודת אחוז). חשוב לציין שהציפיות הן אינדיקטור ללחצים אינפלציוניים ולא זו בלבד אלא שעלייתן עלולה להיות זרז לעליית האינפלציה עצמה. התפיסה שהציפיות לאינפלציה הן בין הגורמים המשפיעים על האינפלציה בפועל מושרשת בתאוריה הנאו-קיינסיאנית המקובלת היום במסגרת ניהול מדיניות מוניטרית. לפי תפיסה זו, תהליך קביעת המחירים מתאפיין בקשיחות, שהרי המחירים אינם משתנים באופן רציף בהתאם לתנאים המשתנים, אלא אחת לכמה תקופות (אמידות מצרפיות שונות בישראל ובעולם הראו שמחירים משתנים כל 6–9 חודשים). על כן כאשר פירמה משנה מחיר, היא יוצאת מנקודת הנחה שככל הנראה לא תעשה זאת שוב בחודשים הקרובים. אם היא צופה שבתקופה זו תתרחש אינפלציה גבוהה, היא תעלה את המחיר יותר כדי לשמור על מחירה היחסי, כלומר עצם הציפיות לאינפלציה גורמות לפירמות להעלות מחירים בשיעור גבוה יותר.

המשך תהליך זה של עלייה מהירה בציפיות לאינפלציה טומן בחובו דילמה למדיניות המוניטרית: כיצד יש לנהוג כאשר מצד אחד האינפלציה עולה (ודורשת ריסון מוניטרי) ומצד אחר הפעילות הראלית ממונתת (ודורשת הרחבה מוניטרית). בבואם להכריע בדילמה זו, על קובעי המדיניות להביא בחשבון שתי נקודות חשובות:

(1) היעד המרכזי של המדיניות המוניטרית הוא יציבות המחירים. התמיכה ביעדי הממשלה של פעילות ראלית ותעסוקה מותנית ביכולת לעמוד ביעד האינפלציה. יתרה מזו, נהירתן של מדינות רבות בשני העשורים האחרונים אל משטר יעד האינפלציה מושתתת על ההכרה שיציבות מחירים היא תנאי הכרחי לצמיחה בת קיימה ושכלי המדיניות המוניטריות הם המתאימים ביותר לשמירה על יציבות מחירים.

(2) בחודשים הראשונים של המשבר (מספטמבר 2008 עד מרס 2009), לא היה אפשר לקיים מדיניות פיסקלית אקטיבית בשל הבחירות בפברואר 2009. בחודשים הראשונים של המשבר נדרשה מדיניות מוניטרית אקטיבית מאוד כדי לצמצם את ממדי המשבר בתחום הראלי. מדיניות זו התבטאה בהורדות ריבית אגרסיביות לצד אימוץ כלי הרחבה כמותיים. עתה, עם כניסתה של ממשלה חדשה, אפשר לשוב ולהטיל על המדיניות הפיסקלית את נטל צמצום הפגיעה הראלית בכלכלה, מאחר שהכלים העומדים לפניה רחבים יותר ומגוונים יותר.

לפיכך נראה שהמדיניות המוניטרית הרצויה במקרה של האצה בציפיות לאינפלציה, ובעקבותיה האינפלציה בפועל, היא מעבך לריסון מוניטרי. ריסון זה יתבטא בהפסקת הפעולות הכמותיות של בנק ישראל (רכישת איגרות חוב ומטבע חוץ) ובהעלאה הדרגתית של הריבית.

### השפעה על הציפיות האינפלציוניות

על אף האמור לעיל, אחד החששות כיום בעולם הוא שלפני שובה של האינפלציה תהיה תקופה של דפלציה. במקרה של דפלציה מתמשכת, יתבקש מאוד לפעול בכיוון של העלאת הציפיות לאינפלציה. ישנן כמה דרכי פעולה התומכות בהעלאת הציפיות האינפלציוניות:<sup>10</sup>

- **פרסום תחזיות אינפלציה לטווחי ביניים.** סביר להניח שבטווח של שנה-שנתיים צפויות עיקר ההשפעות המרסנות של המשבר על האינפלציה לעבור, וכך האינפלציה תהיה גבוהה יותר. אם בנק ישראל יפרסם תחזיות לאינפלציה ויסביר את הגורמים הצפויים להביא לחזרת האינפלציה לתחום היעד, הציפיות האינפלציוניות לטווחים אלה עשויות לעלות.
- **התחייבות לשמירה על רמת ריבית נמוכה לאורך זמן.** מובן שבנק מרכזי אינו יכול להתחייב מראש לרמת ריבית מסוימת, אולם הוא יכול להעריך מהו תוואי הריבית הסביר ביותר שהוא צופה בתנאים הקיימים. באמצעות הערכות אלה אפשר להעביר לציבור מסר שהריבית תישאר נמוכה יחסית גם בעתיד. כך אפשר ליצור השפעה על הריביות הארוכות טווח, המושפעות מהציפיות לריבית בנק ישראל בעתיד, ודרךן להשפיע על עליית האינפלציה (בהווה ובעתיד). ברוח זו פעלו הבנקים המרכזיים של ניו זילנד וקנדה כאשר התחייבו להחזיק ריבית אפס עד 2010.
- **העלאה זמנית של יעד האינפלציה.** לדוגמה: העלאת היעד ל-4%. כאשר יעד זה מושג, מפחיתים את היעד חזרה ל-2%. אם היעד הזה יהיה אמין, הציפיות האינפלציוניות לטווחי הביניים יעלו ויורידו את הריביות הראליות.
- **קביעת יעד במונחי רמת מחירים.** במשטר יעד האינפלציה הנוכחי רמת האינפלציה שאליה מכוון הבנק המרכזי אינה תלויה בהתפתחות האינפלציה בעבר, ולכן אפשר לקבוע יעד של תוואי רמת המחירים. מטרת הבנק המרכזי היא להביא את רמת המחירים, על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, לתוואי העולה בקצב של 2% בכל שנה. במקרה כזה תקופות של אינפלציה נמוכה (או שלילית) מרחיקות את רמת המחירים מרמת היעד, וכך עמידה ביעד תחייב בעתיד קצב אינפלציה גבוה מ-2% כדי לפצות על התקופה הדפלציונית. אם הבנק המרכזי יהיה אמין, כפי שהוא אמין כעת, הציבור יצפה לאינפלציה גבוהה יותר בעתיד. בדרך זו הריביות הראליות לטווחים הבינוניים ירדו.

### יתרונות

- ערוצי השפעה אלה דורשים אמינות של המדיניות המוניטרית. כיום זוכה המדיניות המוניטרית לאמינות גבוהה יחסית, כפי שאפשר ללמוד מיציבות הציפיות האינפלציוניות הנמדדות בשוק ההון יחסית לתנודתיות האינפלציה בפועל (תרשים ג-9 לעיל).
- כאשר הריבית הנומינלית נתונה במגבלת אפס, הפחתת הריבית הראלית באמצעות צמצום מרווחי הסיכון עשויה להיות כרוכה בעלות כלכלית גדולה (צורך ברכישה גדולה של נכסים; עלות תקציבית של מתן ערבויות או סבסוד אשראי מצד הממשלה). ייתכן שבמצב זה הדרך היעילה ביותר, בשל עלותה הנמוכה, היא לנסות להשפיע על הציפיות.

---

10 כי כפי שעולה ממשוואת הריבית הראלית שלעיל, אפשר להוריד ריבית זו באמצעות העלאת הציפיות האינפלציוניות. בנספח ב בפרק זה נביא צעדים נוספים למקרה של דפלציה מתמשכת.

### חסרונות

- העלאת הציפיות האינפלציוניות היא פעולה "אקדמית" שאינה שכיחה בעולם (אם כי ביפן של שנות התשעים, בארצות הברית של תחילת עשור זה ובארצות הברית, ניו זילנד וקנדה של היום טענו נגידי הבנקים המרכזיים שהריבית צפויה להישאר נמוכה לאורך זמן כדי להעלות את הציפיות האינפלציוניות).
- ביעד רמת המחירים כלול רכיב שאינו עקבי על פני זמן (time inconsistent) משום שהבנק המרכזי מתחייב ליצור בעתיד דבר לא רצוי, כלומר אינפלציה גבוהה מ"המקובל".
- ביעד רמת המחירים יש שינוי של משטר יעד האינפלציה, כלומר שינוי מבני בתגובה למשבר בעל אופי זמני.

## נספח א: הסדרי חוב

לאחר שנפתרה (כנראה) בעיית התיאום בין יותר משלושה גופים בנושא הסדרי חובעדיין נותרו כמה סוגיות פתוחות:

• **תשלום דמי הצלחה לגופים חיצוניים המובילים הסדרי חוב במשק:** הפתרונות הרבים המוצעים לגיבוש הסדרי חוב מגוונים ויצירתיים. מקצת הפתרונות מגיעים מצדדים שלישיים, ולא מצד החברות או הגופים המוסדיים (מנהלות הסדר חיצוניות, קרנות PE, קרנות מנוף, SPC'S למיניהם ועוד), שרואים עצמם מתוגמלים בהתאם להצלחת גיבוש ההסדר. אם הרגולציה תאפשר תשלום דמי הצלחה לגופים אלה כחלק מתהליך ההסדר ולא על חשבון חברות הניהול, יגבר הסיכוי לקיומם שלהסדרים מתאימים במשק כמו גם ביצועם המהיר, וייתכן גם שגופים מוסדיים יוכלו להשפיע השפעה מהותית יותר על תנאי ההסדר (בזכות ריכוז כמות גדולה יותר באותו סל ובידי הגוף המנהל את המשא ומתן).

• **גיבוש עקרונות להסדרי חוב:** פרסום ציבורי של עקרונות מנחים לגיבוש הסדרי חוב שעל פיהם יפעלו הגופים המוסדיים והחברות. כל הסדר יידון אמנם לגופו, מתוך שימת דגש על העקרונות הרלוונטיים למקרה הספציפי, אך להערכתנו פרסום עקרונות מנחים יקצר תהליכים במשא ומתן, ירזז הגעה לעמק השווה ואף "יסנדל" גופים מוסדיים הנוטים להיות אקטיביים פחות בתחום זה. עקרונות מנחים לגיבוש הסדרי חוב עשויים לכלול פיצוי בעלי איגרות חוב כנגד הגדלת הסיכון והארכת מועדי הפירעון, חיזוק מבנה ההון של החברה, טיפול בקדימויות החוב וחיזוק הממשל התאגידי.

• **גיבוש עקרונות להתנהלות קונצרנים חייבים העומדים לפני קשיים תזרימיים עתידיים:** פרסום ציבורי של כללי התנהגות מנחים (גם אם לא יהיו מעוגנים בחקיקה) שהרשות לניירות ערך הייתה מצפה לראות מהקונצרנים החייבים. למשל, ציפיות הרשות בכל האמור בסעיפים האלה:

- תשלום דיבידנד או דיבידנד בעין לבעלי מניות תקופה קצרה לפני ההסדר.
- העברות כספיות בין חברות בת, חברות אם וחברות אחיות.
- שימוש בכספים חדשים שגויסו או בקופת המזומנים של החברה.
- רכישות איגרות חוב ומניות של החברה מצד בעלי השליטה או מי מטעמה.

• **מימון הנציגויות:** חיוב השתתפות במימון הפעילויות של הנציגות, גם של גופים שלא הסכימו להקמתה. כיום גופים שמתנגדים לעצם הקמתה של נציגות אינם מחויבים לשאת בעלויותיה; רק גופים שהסכימו מחויבים לעשות כן. לטעמנו התנהלות זו אינה נכונה, והיא מעודדת את תופעת ה"טרמפיסט".

## נספח ב: צעדים אנטי-דפלציוניים

תסריט שהעסיק רבות את קובעי המדיניות במדינות מסוימות בתחילת המשבר הוא דפלציה מתמשכת, בשל הדמיון למשבר שהתחולל בשנות השלושים של המאה העשרים והניסיון הרע של אותן שנים. לאחרונה מתחילים חששות אלה להתפוגג בהדרגה.

נוסף על הנאמר לעיל נציין שמחקרים על בסיס מודלים מקרו-כלכליים<sup>11</sup> מראים שאימוץ יעד במונחי רמת מחירים מקטין מאוד את ההסתברות להיתקל במחסום האפס על הריבית וכפועל יוצא בדפלציה מתמשכת. במאמר מ-2001 מציע לארס סוונסון (Svensson, 2001), כיום המשנה לנגיד הבנק המרכזי בשוודיה, תכנית להימלטות מ"מלכודת נזילות". להלן רכיביה:

(1) קיבוע שער החליפין הנומינלי ברמה גבוהה מהנוכחית, כך ששער החליפין הראלי (לאחר הפיחות) יבטא רמה גבוהה משיווי משקל ארוך טווח. בניתוח אקונומטרי שנערך בבנק ישראל נמצא ששער החליפין הראלי הוא כעת בקרבת שיווי משקל (הנגזר מהמצב הראלי של ישראל יחסית לעולם).<sup>12</sup> כך, כל פיחות נומינלי שייבחר ימקם את שער החליפין בפועל ברמה הגבוהה משיווי משקל.

(2) קביעת יעד של תוואי רמת מחירים עולה בקצב שנתי של 2%.

(3) מרגע שיעד המחירים מושג זניחת משטר זה, שחרור שער החליפין וחזרה למשטר יעד אינפלציה רגיל.

יצירת פיחות ראלי שימקם את שער החליפין הראלי גבוה משיווי משקל ארוך טווח תחייב תהליך של ייסוף ראלי בעתיד. תהליך זה יכול להתרחש דרך ייסוף נומינלי או דרך עליית מחירים מקומית (בהינתן שמחירי חו"ל אקסוגניים). קיבוע שער החליפין הנומינלי מבטיח שהלחץ לייסוף ראלי יופעל על רמת המחירים המקומיים. משטר יעד תוואי רמת מחירים מחזק את קיבוע שער החליפין משום שהוא תומך ביצירת ציפיות אינפלציוניות ומשמש כלי מדיד להצלחת התכנית ולהפסקתה.

### יתרונות בפעולה זו:

- מבחינה תאורטית היא מבטיחה היחלצות ממלכודת הנזילות.
- מנצלת את היותה של ישראל משק קטן ופתוח.
- ניתנת לביצוע בלא עלות פיסקלית ישירה.
- התכנית מגדירה את אופן היציאה ממנה ואת החזרה למשטר יעד האינפלציה הקיים.

### חסרונות בפעולה זו:

- תאורטית מאוד.
- משטר שער חליפין קבוע טומן בחובו סכנות רבות, כגון הצורך למכור מטבע חוץ בחלק מהזמן.
- יש בתכנית זו רכיב שאינו עקבי על פני זמן (time inconsistent).

11 לדוגמה (2009) Clinton et al.; (2005) Wolman (1998, 2005);

12 ראו דו"ח בנק ישראל 2008, פרק ב, תיבה 2.

## פרק ד: המדיניות בשוק העבודה

### 1. רקע: שוק העבודה והמשבר

שיעור האבטלה, שהגיע ברביע השלישי של 2008 לרמה של 5.9% – שפל של 20 שנה – החל לעלות ועמד על רמה של 6.5% בסוף השנה ועל רמה של 7.6% ברביע הראשון של 2009. לפי הערכות בנק ישראל צפוי התוצר המקומי הגולמי להתכווץ בשנת 2009 בשיעור של 1.5% ושיעור האבטלה הממוצע צפוי לרדת ל-8.0%. המשמעות היא עלייה מתמדת בשיעור האבטלה במהלך 2009 – בסוף שנה זו צפוי שיעור האבטלה לעמוד על כ-8.4%. ההתפתחויות העיקריות הצפויות ב-2009 מוצגות בלוח ד-1.

לוח ד-1

#### התוצר ושוק העבודה: נתונים ותחזית לשנת 2009

**2009F	2008	2003	2002	2001	2000	
<b>שיעורי שינוי</b>						
-1.5	4.0	1.8	-0.7	-0.4	8.9	התוצר המקומי הגולמי
-2.7	4.4	2.4	-2.6	-1.7	11.2	התוצר העסקי
-0.8	3.7	2.1	-0.1	1.3	4.6	המועסקים במגזר העסקי
38.5	39.1	39.9	40.2	39.8	40.7	ממוצע שעות עבודה בשבוע למועסק במגזר העסקי (שעות)
0.0	-1.0	-2.5	-6.6	3.3	6.6	השכר במגזר העסקי
-0.6	0.1	1.6	-1.1	0.7	4.0	פריון העבודה (תוצר לשעה)
1.0	1.0	-2.9	-1.6	2.0	-1.4	עלות העבודה ליחידת תוצר
56.0	56.5	54.5	54.1	54.3	54.2	שיעור ההשתתפות
8.0	6.1	10.7	10.3	9.3	8.8	שיעור האבטלה
23.0	22.3	21.6	20.0	19.6	18.8	תחולת העוני (נפשות) <sup>1</sup>
31.5	29.5	31.8	31.2	31.3		תחולת העוני לפני תשלומי העברה ומסים ישירים (נפשות)*
<b>משתני מדיניות</b>						
0.0	-1.8	1.4	-3.1	7.9	4.9	שכר המינימום (ראלי)
11.0	11.7	15.7	19.5	19.6	18.6	שיעור המס הממוצע על עבודה (השכר הממוצע)
860.0	823.1	727.3	716.4	694.5	664.5	המועסקים במגזר הציבורי (אלפים)
203.3	203.3	220.6	254.5	246.3	206.0	מספר העובדים הזרים (אלפים)
4.0	0.5	-3.9	-3.6	7.4	6.2	תשלומי העברה לציבור לנפש (שיעור שינוי, מחירי 2008)*, סך הכול

**הערות:**

\* מחצית ראשונה של 2008.

\*\* תחזית בנק ישראל.

**מקור:** עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



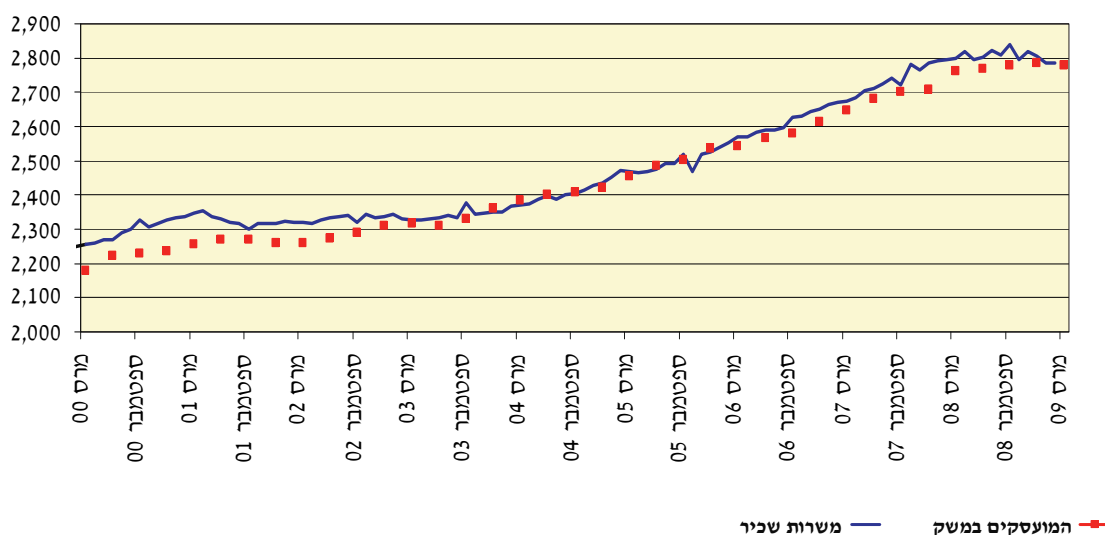
ההשפעה של המשבר על שוק העבודה תלויה מאוד במשכו. אם ההתאוששות תהיה מהירה והמשק יחזור לתוואי צמיחה בסוף 2009 או בתחילת 2010 – ההשפעה תהיה קטנה. לעומת זאת אם המשבר יימשך, ההשפעה על שוק העבודה תהיה קשה. בהקשר זה נציין שהגידול באוכלוסייה בישראל ושיעור הצמיחה הנמוך מ-2% – בהנחה ששיעור ההשתתפות נותר בלא שינוי – מביאים לגידול באבטלה.

### א. שוק העבודה בתחילת 2009: תמונת מצב עדכנית

בדרך כלל שוק העבודה מגיב לזעזועים בשוק המוצרים בפיגור. יתרה מזו, התאמת השכר הראלי אורכת זמן, האינפלציה הצפויה בשנת 2009 נמוכה מאוד וקשיחות השכר הנומינלי עשויה לעכב את תהליך התאמת השכר הראלי. ואכן, השכר הנומינלי טרם הגיב למשבר, ובעקבות חוסר התאמה של המחירים נוצר "לחץ" על הכמויות. הדבר מתבטא בירידה במספר המועסקים, כפי שמלמד עיון בכמה מקורות (ראו תרשימים ד-1, ד-2).

תרשים ד-1

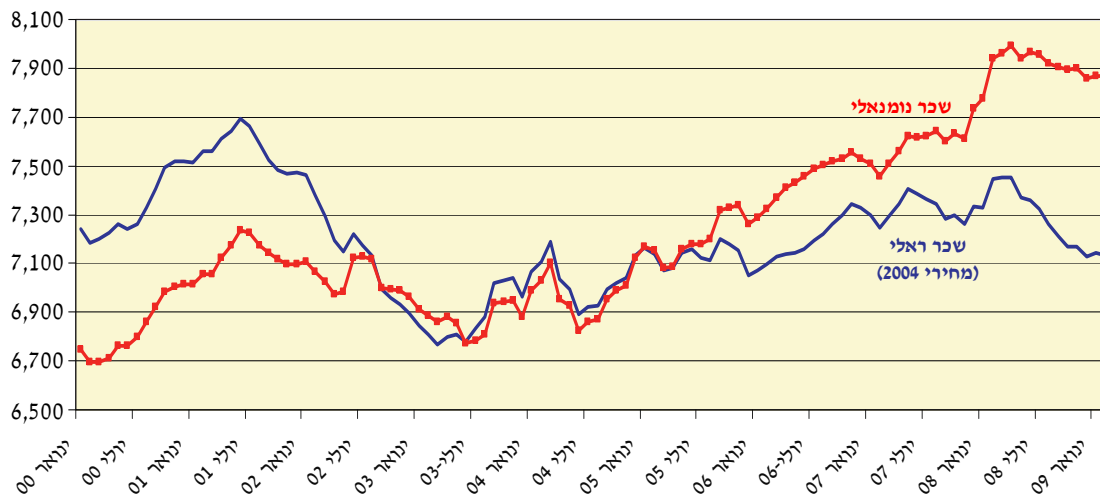
מועסקים ומשרות שכיר (ישראלים בלבד, אלפים), 2009–2000



\* מועסקים – לפי סקר כ"א (כולל עצמאים); משרות שכיר לפי נתוני הביטוח הלאומי (שכירים המחזיקים ביותר ממשרה אחת).

מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תרשים ד-2  
 השכר הראלי והנומינלי (כל המשק, ממוצע נע על פני שלושה חודשים), 2009–2000

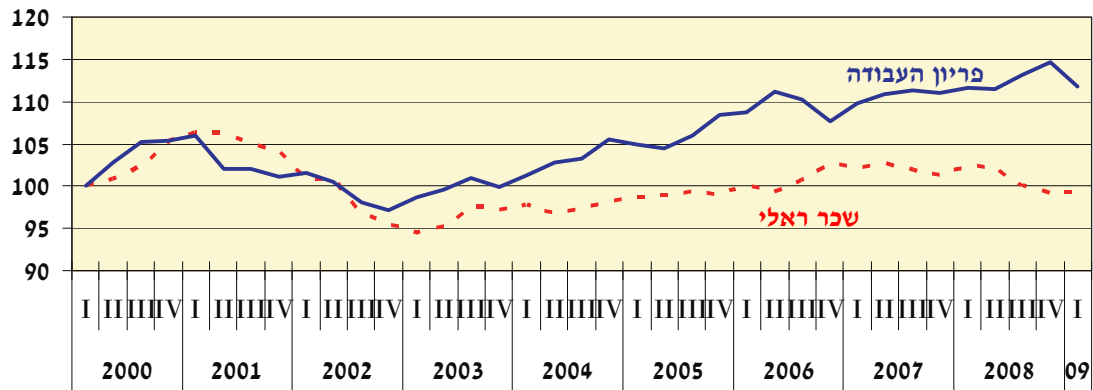


מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תרשים ד-1 מציג את מספר משרות השכיר לפי נתוני הביטוח הלאומי ואת סך כל המועסקים במשק לפי סקר כוח אדם. הנתונים מצביעים על התייצבות בתעסוקה במהלך 2008 ועל ירידה בתעסוקה בתחילת 2009. התנהגות השכר מצביעה על קשיחות מסוימת של השכר הנומינלי – ירידת השכר הראלי, שגם היא מתונה ביותר, נבעה בעיקר מעליית המחירים.

מהמיתון הקודם, שהתרחש בשנים 2001–2002, אפשר ללמוד שרוב ההתאמה של שוק העבודה לזעזוע שלילי נעשית דרך ירידה בשכר הראלי ולא דרך ירידה בתעסוקה. עם זאת הסתכלות ארוכת טווח מראה שהגידול המצטבר הוא בשכר נמוך יחסית לגידול בפריון העבודה, ומשמעות הדבר היא שהחברות יכולות לספוג פגיעה מסוימת בפעילות בלי שתהיה התאמה מלאה של תשומת העבודה או של מחירה.

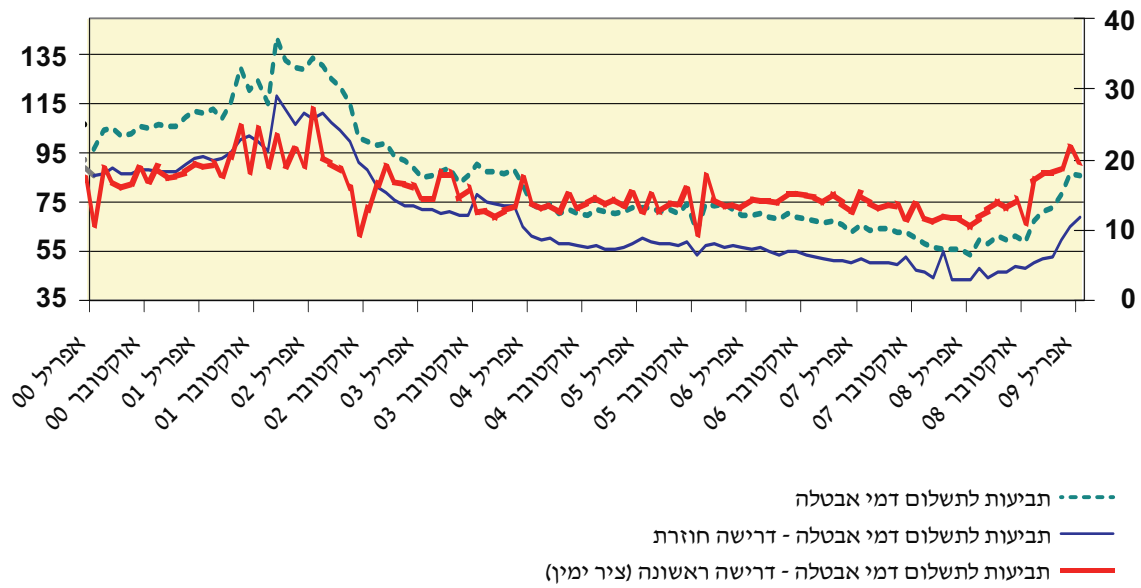
תרשים ד-3  
 השכר הראלי ופריון העבודה במגזר העסקי, 2008–2000  
 מדד Q20001=100



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

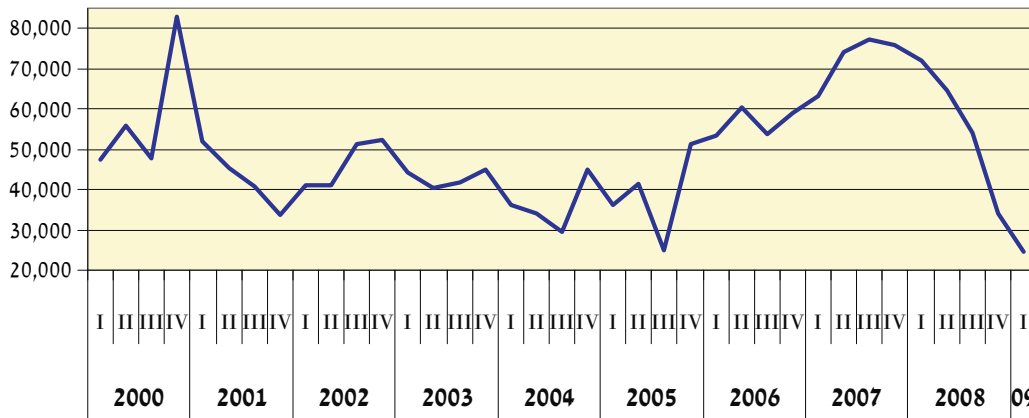
נתוני לשכות התעסוקה מצביעים על עלייה ניכרת בבקשות לתשלום דמי אבטלה, ולפי סקר המעסיקים של משרד התעשייה, המסחר והתעסוקה חלה ירידה דרמטית במספר המשרות הפנויות (ראו תרשימים ד-4, ד-5). התפתחויות אלו מקטינות מאוד את סיכויים של המובטלים למצוא עבודה, שכן היחס בין מספר המובטלים למספר המשרות הפנויות עלה מאוד.

תרשים ד-4  
תביעות לתשלום דמי אבטלה (באלפים), 2009–2000



מקור: עיבודי המחברים מנתוני המוסד לביטוח לאומי.

תרשים ד-5  
משרות פנויות, 2009–2000



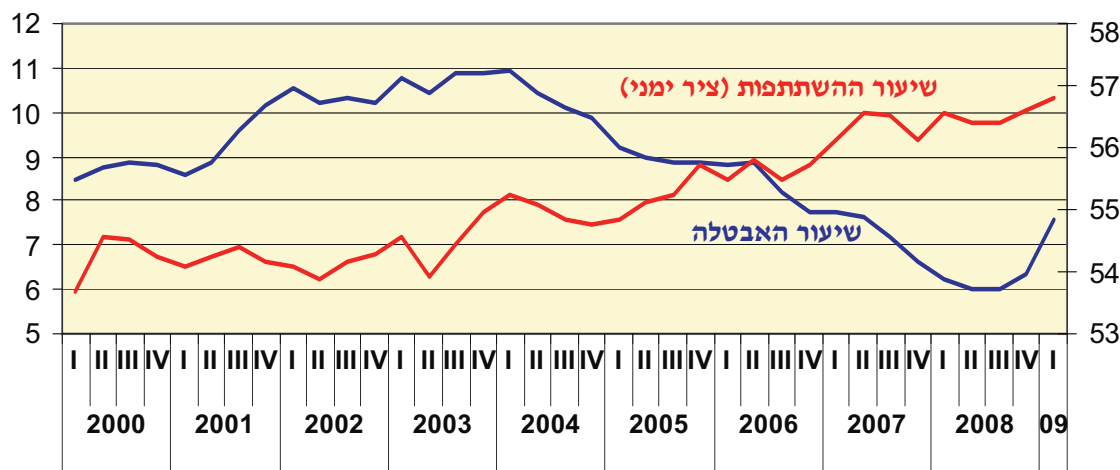
מקור: סקר מעסיקים, מנהל מחקר וכלכלה, משרד התעשייה, המסחר והתעסוקה.

אף על פי ששוק העבודה מגיב בדרך כלל בפיגור לעזוועים, נראה שהפעם התגובה מהירה משהייתה במשבר הקודם. על כך מצביעה העלייה של שיעור האבטלה כבר ברביע האחרון של שנת 2008, שחלה יחד עם הירידה בתוצר. אפשר להשוות זאת לתגובה המאוחרת של שוק העבודה במשבר הקודם, אז עלה שיעור האבטלה בפיגור של שני רביעים לאחר הירידה בתוצר.

גם המעבר של חברות רבות במשק לשבוע עבודה מקוצר מצביע על גמישות רבה יותר בשוק העבודה יחסית למשבר הקודם. נוסף על כך נראה שהמשבר הנוכחי חמור יותר בעוצמתו וכן שהעזווע מקיף יותר מבחינת השפעתו על ענפי המשק. מכאן שהתגובה בשוק העבודה תהיה כנראה קשה יותר; עם זאת נקודת המוצא הטובה של המשק, ובייחוד שיעור האבטלה הנמוך טרם העזווע, יביאו לשיעור אבטלה נמוך יחסית לעומת המשבר הקודם.

תרשים ד-6

שיעור האבטלה ושיעור ההשתתפות, 2009–2000



מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

התגובה המהירה של שוק העבודה מתבטאת בעלייה החדה של שיעור האבטלה ברביע הראשון של 2009 ל-7.6% ובירידה של 0.3% במספר המועסקים. אמנם חלק מהעלייה הזרמטית בשיעור האבטלה מוסבר בעלייה מפתיעה בשיעור ההשתתפות, אך גם שיעור האבטלה של המשתתפים בגילי העבודה העיקריים (25–64) עלה בחדות – משיעור של 5.7% בסוף 2008 לשיעור של 6.8% ברביע הראשון של 2009, בלא שהייתה עלייה מקבילה בשיעור ההשתתפות (תרשים ד-6).

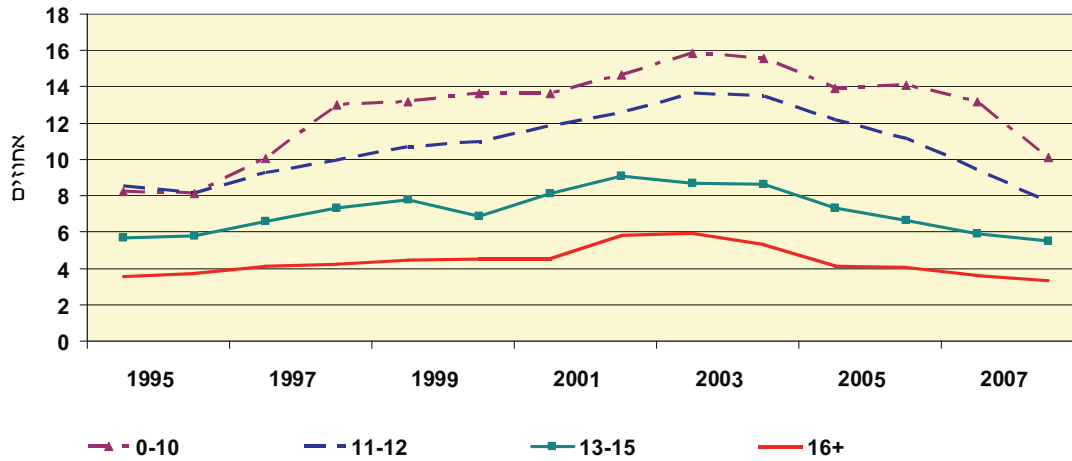
## **ב. לקחים מהעבר: שוק העבודה בשנים 2001–2002**

על תגובת שוק העבודה לזעזוע חיצוני חזק אפשר ללמוד מהמשבר הקודם. בשנים 2001–2002 נפגע המשק הישראלי משני זעזועים חריפים: המשבר העולמי בענפי הטכנולוגיה העילית ופריצתה של האנתיפאדה השנייה. אלו הביאו לירידה חדה בביקוש המצרפי ולירידה רצופה של התוצר המקומי הגולמי. חלק זה מתאר את השפעת המשבר הקודם על שוק העבודה. הרעיון הוא שמבנה שוק העבודה נותר דומה. בשני המקרים מקור הזעזוע הוא בשוק המוצרים, אם כי נראה שהזעזוע הפעם רחב הרבה יותר. התנהגות שוק העבודה במשבר הקודם מאפשרת להעריך את תגובת שוק העבודה למשבר ולזהות את הנפגעים העיקריים מהירידה בפעילות, וכך למקד את כלי המדיניות בסיוע לאותם מגזרים ועובדים שהפגיעה בהם קשה במיוחד.

### **הפגיעה בעובדים לפי הון אנושי**

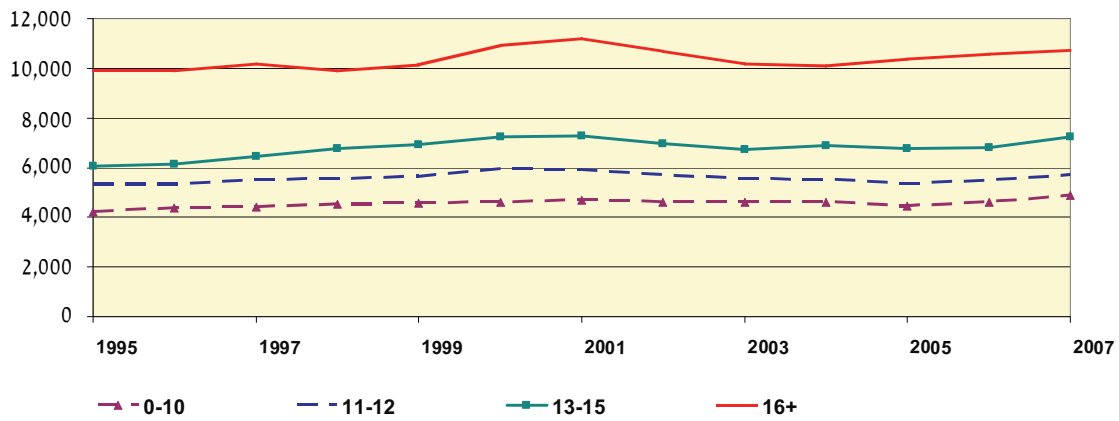
אילו עובדים נפגעים מהמחזור הכלכלי? שיעורי האבטלה לפי שנות לימוד מלמדים שהנפגעים העיקריים במשבר של 2001–2002 הם עובדים בעלי מספר מועט של שנות לימוד. בנוסף, שיעור האבטלה של עובדים אלה היה גבוה יותר גם לפני המשבר, והתוצאה היא ששיעור האבטלה שלהם בזמן המשבר הגיע ל-15% ויותר. גם הירידה בשיעור האבטלה בשנות הצמיחה המהירה, 2004–2008, הייתה גבוהה יותר קרב עובדים בעלי שנות לימוד מועטות. המסקנה היא ששיעור האבטלה של עובדים בעלי השכלה נמוכה מתאפיין בגמישות גבוהה יחסית. תוצאה זו יכולה להיגרם גם בשל דחיקה של עובדים בעלי השכלה נמוכה מצד עובדים בעלי מספר שנות לימוד רב יותר (תרשים ד-7).

תרשימים ד-7, ד-7א, ד-7ב  
**אבטלה ושכר לפי שנות לימוד**  
**שיעור האבטלה לפי קבוצות השכלה, 1995–2008**



**השכר הראלי לפי קבוצות השכלה, 1995–2007**

(מחירי 2005)



**מקור:** עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

התפתחות השכר הראלי במשבר הקודם מראה שעיקר ההתאמה היא בקרב בעלי מספר שנות לימוד (ושכר) גבוה. שכרם הראלי של עובדים שלמדו עד 10 שנות לימוד כמעט לא ירד למרות האינפלציה הגבוהה בשנת 2002, שפעלה לשחיקה שווה של השכר הראלי והביאה גם לשחיקה בשכר המינימום. ייתכן שהצמצום בהיצע העובדים הזרים תרם ליציבות השכר של עובדים בעלי השכלה נמוכה יותר. המסקנה העולה מניתוח התנהגות שוק העבודה במשבר הקודם היא שעיקר ההשפעה של זעזוע שלילי על עובדים בעלי הון אנושי נמוך היא דרך הכמויות ולכן היא מתבטאת בפיטורין ובאבטלה, ואילו עיקר ההשפעה על עובדים בעלי הון אנושי גבוה מתבטאת בירידת שכר.

### המשבר וענפי המשק

ההתפתחויות בענפי המשק העיקריים מתוארות בלוח ד-2.<sup>13</sup> בחינה של התנהגות ענפי המשק במשבר הקודם מצביעה על פגיעה קשה בענף התעשייה, התפתחות הצפויה גם הפעם בעקבות ירידה בביקושים העולמיים. עם זאת ההשפעה של ירידת הביקוש והתוצר של הענף על מספר המועסקים בו הייתה חלקית ביותר. ירידת התוצר הביאה בעיקר לירידה בפריון העבודה, וגם השכר הגיב באופן חלקי בלבד. המשמעות היא ירידה חדה ברווחיות הענף וייתכן שהדבר נובע משיעור ההתאגדות הגבוה בו. זעזוע חזק בענף המתאפיין בקשיי התאמה של גורמי הייצור ובמגבלות מימון עלול להביא לפשיטות רגל ולאבדן קבוע של הון אנושי ופיזי ייחודיים.

בניגוד למשבר הקודם, אז הייתה הפגיעה בענפי הפיננסים והשירותים העסקיים מזערית, נראה שהזעזוע הפעם יתבטא בהם בעוצמה. לא ברור מה תהיה ההשפעה על המועסקים בענפים אלה. מצד אחד שיעור ההתאגדות וכוחם של הוועדים במערכת הבנקאות גבוהים, אך מצד אחר שוק העבודה במערכת הפיננסית החוץ-בנקאית ובענפי השירותים העסקיים גמיש ביותר. עם זאת נראה שהשכר בענף גמיש מאוד – גם בחלק המאוגד – בשל החלק הגבוה יחסית של מענקים מותני רווח בסך כל תשלומי השכר.

עוד בולטת היציבות היחסית של ענפי המסחר, ככל הנראה בשל תרומה של החלקת התצרוכת הפרטית. תוצאה זו יכולה לחזור על עצמה. הירידה בפעילות בענף הבנייה לוותה בירידה תלולה מאוד במספר המועסקים, ועיקר הירידה נבע מירידה במספר הזרים.

---

13 הענפים המוצגים בלוח מייצגים יותר מ-80% מהתוצר העסקי. הענפים החסרים הם חקלאות, חשמל ומים, תחבורה ותקשורת וענף השירותים הקהילתיים. מקצת הענפים האלה תנודתיים מאוד בלא קשר למחזור (כגון ענף החקלאות) ואחרים יציבים מאוד (חשמל ומים).



לוח ד-2

**התגובה בענפי המשק בשנים 2001–2002: שיעורי שינוי ממוצעים**

בנייה	מוסדות פיננסיים ושירותים עסקיים	מסחר, שירותי אוכל והארוחה	תעשייה	
			שיעורי שינוי	
-1.5	0.3	-0.9	*-8.3	התוצר
-4.7	3.3	-0.5	-3.6	תשומת עבודה
-5.0	3.5	0.0	-2.2	מועסקים
-0.2	-4.3	** -2.3	-0.7	שכר ראלי
3.4	-2.9	-0.4	-4.9	פריון העבודה

**הערות:**

\* לא כולל יהלומים.

\*\* רק ישראלים, לא כולל שירותי אוכל והארוחה.

**מקור:** עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

המסקנה העולה מהתגובה של הענפים למשבר הקודם היא גמישות גבוהה יחסית של השכר הראלי בענפי השירותים לעומת קשיחות בענפי הסחורות, אף על פי שהזעזוע פגע בעיקר בענפי הסחורות. הפעם המשבר רחב, עמוק ומקיף יותר, ובעיקר מדאיגה בהקשר זה יכולת ההתאמה של ענף התעשייה. הייצוא התעשייתי ירד עד כה בשיעור ניכר – בסדר גודל של כ-20%. בלא התאמה של השכר בענף, חברות רבות עלולות לפטר מספר גדול של עובדים כדי לשרוד. ואכן, לפי נתוני סקר כוח אדם חלה ירידה במספר המועסקים בתעשייה, שנמשכת שלושה רביעים ברציפות. הירידה המצטברת מגיעה ל-22 אלף מועסקים.

**הגאוגרפיה של המשבר**

בחינה של השתקפות המשבר הקודם לפי מחוז גאוגרפי (תרשים ד-3) מצביעה על תמונה מפתיעה מעט: העלייה הגבוהה ביותר בשיעור האבטלה התרחשה במרכז הארץ והעלייה בשיעור האבטלה בפריפריה – במחוזות דרום וצפון – הייתה נמוכה יחסית. אמנם רמת האבטלה טרם המשבר במחוזות אלו הייתה גבוהה יותר בשנת 2000 וכך גם ב-2008, אך הפערים בשיעורי האבטלה קטנים כיום בהרבה יחסית לפערים ב-2000. התגובה של שוק העבודה במשבר הקודם, כמו גם ההתכנסות של שיעורי האבטלה המחוזיים, מראות שהמדיניות המוצעת לטיפול במשבר לא בהכרח צריכה להיות תלויה מקום. עם זאת נתוני סקר כוח אדם מהרביע הראשון של 2009 מצביעים על עלייה חריפה בהרבה של שיעור האבטלה במחוז הדרום. השיעור הארצי עלה בכ-1.1 נקודות אחוז, ואילו שיעור האבטלה בדרום עלה מ-6.2 נקודות אחוז ברביע האחרון של 2008 ל-9.2 ברביע הראשון של 2009. במידה שהמצב בדרום ימשיך להיות חמור בהרבה מהמצב הארצי, יש מקום לשקול גם הפעלה של חלק מהכלים המוצעים על בסיס מקומי. כדאי להזכיר שבפריפריה יש תלות במספר קטן יחסית של מפעלים. לכן לנפילה של מפעל יש השפעה גדולה יחסית על התעסוקה. חלק ניכר מהירידה בתעסוקה בתעשייה במשבר הקודם התרחשה באזורי פיתוח.

לוח ד-3

שיעורי האבטלה לפי מחוזות

2009Q1	2008	2007	הפער בין 2000 ל-2003 בנקודות אחוז	2003	2000	
8.4	7.4	9.5	-1.3	7.7	9.0	ירושלים
8.9	7.7	9.2	1.7	11.1	9.4	צפון
7.1	6.7	7.4	2.4	11.6	9.2	חיפה
6.7	5.1	6.3	3.1	10.6	7.5	מרכז
6.1	4.7	5.7	1.9	9.9	8.0	תל אביב
9.2	6.9	8.4	2.3	13.6	11.3	דרום
7.6	6.1	7.3	1.9	10.7	8.8	ממוצע ארצי

מקור: עיבודי המחברים מנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

## 2. מדיניות

### א. עקרונות ההתערבות

על פי כל האינדיקטורים והתחזיות שלעיל המשבר כבר נותן אותותיו בשוק העבודה, ואף צפוי להעמיק. כדי לעודד תעסוקה, לשמור על יכולת ההתאוששות והצמיחה של המשק, לעזור לנפגעים להתמודד עם המשבר ולמנוע נזקים לטווח ארוך יש צורך בהתערבות ממשלתית. כפי שמפורט להלן, ההתערבות צריכה להיות מיידית וממוקדת. עליה להגדיל את התעסוקה והרווחה ולהועיל גם בטווח הארוך. אם המדיניות אינה בנויה להועיל לטווח הארוך, עליה להסתיים בטווח סופי ומוגדר היטב. להלן העקרונות המוצעים:

**מיידיות:** התכנית צריכה לקבל אישור, להתבצע ולהביא לתוצאות מיידיות.

**תעסוקה:** עליה להגדיל מקומות עבודה כדי לעודד ישירות את הפעילות היצרנית במשק וכדי להגדיל את הביקוש לתוצר דרך הכנסות העובדים. בנוסף התכנית תקטין את האבטלה וכך תשמור על ההון האנושי של העובדים, הנוטה להישחק במצב אבטלה.

**רווחה:** על התכנית האידאלית להגדיל את הרווחה במשק ולהקטין את אי-השוויון הכלכלי. יש לוודא שהאוכלוסיות החלשות יכולות להתקיים בכבוד, במיוחד בשל הגידול בפערי ההכנסה בישראל בשנים האחרונות, ולמנוע גידול נוסף בפערים.

**טווח:** אם לא צפויות לתכנית תוצאות חיוביות לטווח ארוך, מועד הסיום צריך להיות ברור ומוגדר היטב.

**התמקדות:** התכנית צריכה להתמקד בענפים ובעובדים החשופים לנזקי המשבר.

נוסף על עקרונות אלה, יש יתרון לפרויקטים שמקלים את מחנק האשראי. כל רכיב בתכנית צריך לתת תמורה הולמת להוצאה הפיסקלית. כמו כן על המכלול להיות מגוון, גם בגלל ריבוי המטרות וגם בגלל אי-הוודאות באשר למשך המשבר ונזקיו.

## ב. ניתוח חלופות

חלק זה מציג את חלופות המדיניות והשפעותיהן הצפויות על שוק העבודה, אם בעקיפין, קרי בהוצאה פיסקלית הגורמת גם לגידול בתעסוקה, אם בהתערבות ישירה בשוק העבודה, קרי תשלומי ביטוח אבטלה. כל תכנית מוערכת על פי עקרונות המדיניות שלעיל, מתוך מתן דגשים ופירוט יתרונות וחסרונות. חלק גדול מהחלופות הללו הופיעו גם בתכנית חטיבת המחקר של בנק ישראל מ־10 במרס 2009. צעדים מסוימים כבר מתבצעים או צפויים להתבצע בעקבות החלטות הממשלה בנושא התקציב מ־12 במאי 2009 (או החלטות קודמות), כפי שנפרט להלן. נדגיש כי גם כשמדובר בצעדים שכבר הוחלט עליהם עולה השאלה אם ההחלטות ייושמו ואם היישום יענה על הקריטריונים שצוינו לעיל.

### צעדים הנוגעים למובטלים

#### הרחבת ביטוח אבטלה

בשל הגידול הצפוי במספר המובטלים ותוצאותיו החברתיות והכלכליות החמורות יש לתמוך באוכלוסיית המובטלים, הן בדרך של העלאת משך הזכאות המרבית הן בדרך של הגמשת תקופת האכשרה לצורך זכאות. הרחבת ביטוח אבטלה צפויה להגדיל את הצריכה במשק בשל נטייתן של אוכלוסיות מעוטות יכולת לצריכה שולית גבוהה. בד בבד יש לפעול נגד ניצול של המערכת ולהגביר את האכיפה של מבחן התעסוקה. קביעת מועד ליישום התכנית יקטין את אי־הוודאות בקרב המועסקים במשק. ראוי לשקול מודל ביטוח אבטלה דיפרנציאלי על בסיס גאוגרפי כדי לתמוך יותר באוכלוסיית הפריפריה, שסיכוייה למצוא עבודה נמוכים יותר.

#### יתרונות

- מוריד אי־ודאות ומגדיל את רשת הביטחון של כל העובדים. לפיכך הצורך לחסוך לשם זהירות ירד והצריכה של כל הפרטים תגדל.
- התמקדות במובטלים; הגדלת רווחה והקטנת אי־שוויון.
- מערכת ביטוח האבטלה כיום מחמירה, וממילא יש מקום להרחבתה.<sup>14</sup>
- מאפשר חיפוש והתאמה טובים יותר בין עובדים למעסיקים.
- יישום והשפעה מידיים.
- מונע את דחיקת המובטלים אל מחוץ למעגל העבודה.

#### חסרונות

- הקטנת התמריץ לחיפוש עבודה.
- הגדלת התמריץ לניצול של המערכת.

14 משך הזכאות כיום הוא 50 יום לבני 25 ומטה, 100 יום לצעירים, 138 יום עם שלושה תלויים, 175 יום למבוגרים עם שלושה תלויים. ברוב מדינות אירופה משך הזכאות הוא יותר משנה; באיטליה, יוון, אוסטרליה, יפן, שוודיה, גרמניה, ופולין הממוצע הוא שנתיים.

נציין כי ב-12 במאי 2009 קיבלה הממשלה את החלטה 185, אשר מאריכה את התקופה המרבית לתשלום דמי אבטלה עד תוספת של 30 יום. החלטה 146 מאפשרת שמירת זכויות לקבלת דמי אבטלה למוטל שבחר לפתוח עסק עצמאי לתקופה ארוכה יותר. עם עליית האבטלה ל-7.6% מופעלת גם הגמשה בתקופת האכשרה לצורך זכאות.

#### **השמה של מובטלים בשוק העבודה**

ההצעה היא לתמוך בהכשרתם של מובטלים ובשילובם מחדש בשוק העבודה. בדרך זו אפשר להקטין את האבטלה ולצמצם את הפערים החברתיים. תכנית "אורות לתעסוקה" נועדה לשלב מקבלי קצבאות מהביטוח הלאומי בשוק העבודה. הרחבת התכנית לפרישה ארצית והחלתה על מקבלי הבטחת הכנסה אושרו. מועד יישומה נקבע ל-2010–2012, אך מומלץ להקדימה במידת האפשר. כמו כן מומלץ לחולל רפורמה בשירות התעסוקה (הכשרה מקצועית, הכשרה לחיפוש עבודה, סבסוד הוצאות נסיעה לעבודה) ולבחון ביסודיות את האפשרות להפריטו. מטרת ההמלצה לייעל את שירותיו של שירות התעסוקה ולהגדיל את מספר המוכשרים והמועסקים במשק. כמו כן מומלץ לאשר זיכוי מס לתקופת ההכשרה.

#### **יתרונות**

- התמקדות באוכלוסייה מובטלת נזקקת; גידול ברווחה והקטנת אי-שוויון.
- הסרת מחסומים המקשים על אוכלוסייה נזקקת לצאת לעבודה.
- התייעלות שירותי ההשמה באמצעות הפרטה.
- לטווח הארוך הקטנת פערים וגידול ברווחה של אוכלוסיות נזקקות.
- לטווח הארוך חיסכון תקציבי בשל יציאה של העניים ממעגל התמיכה.
- אין השלכות על החוב משום שמדובר בהקדמת הוצאה מתוכננת ("אורות לתעסוקה").

#### **חסרונות**

- בעקבות ההפרטה גם לחברות המפעילות יש תמריצים כלכליים. חברות אלה מרוויחות על חשבון הפרטים.
- בתקופה של שפל כלכלי הסיכוי למצוא עבודה נמוך, ולכן להשקעה בטווח הקצר תהיה תשואה נמוכה.

חשוב לציין שהממשלה קיבלה ב-24 באוגוסט 2008 את החלטה 3994 לפרישה ארצית של תכנית "אורות לתעסוקה"; עם ההרחבה יוכנסו שינויים כגון החזרת בני 45 לתכנית. המבחן יהיה ביישום.

#### **צעדים לעידוד יצירת תעסוקה או תמיכה בתעסוקה קיימת**

##### **קידום פרויקטים ציבוריים**

השקעה בפרויקטים הנמצאים בהליך אישור ויישום בתחומי תחבורה, מים, מחשוב, אנרגיה ושיקום מרכזי ערים בדרך של הגדלת התקציב לביצוע ומימון פרויקטים של תשתיות ובדרך של מתן קדימות לפרויקטים המאושרים, על פי העקרונות שלעיל. בבחירה ותיעודן של הפרויקטים יש לשים לב לזמינות

הביצוע ולמידיות התוצאות. למשל, יש להעדיף פרויקטים קטנים יותר כגון פיתוח עירוני. בנוסף, יש לבחור בפרויקטים הצפויים להעסיק ישראלים, במיוחד בענפים שנפגעו זמנית. לבסוף, יש להעדיף פרויקטים שנעשה בהם שימוש בהון אנושי ולא בהון פיזי או הון מיובא, למשל מתן עדיפות נמוכה יותר לרכבת הקלה ועדיפות גבוהה יותר לפרויקטים של מחשוב.

#### יתרונות

- עידוד התעסוקה והגדלת הפעילות במשק בטווח הארוך.
- קידום פרויקטים נחוצים שזכו לאישור.
- כשמדובר בפרויקטים שאושרו בעבר אין גידול בחוב הציבורי, כיוון שרכיב ההוצאה כבר הובא בחשבון.

#### חסרונות

- אין עלות זמן עבור פרויקטים שכבר אושרו.
- חלק מהפרויקטים דורשים זמן תכנון ארוך ותהליך ממושך של אישורים סטטוטוריים.
- פרויקטים עתירי עבודה הם מעטים.

#### הגדלת תקציב מחקר ופיתוח

ההצעה היא להגדיל את תקציב המדען הראשי ולחלק מחדש את התקציב המוגדל מבחינת צורכי התעשייה (על פי ועדת מקוב, למשל) מתוך התחשבות בעובדים החשופים לפיטורים. כמו כן אפשר ליחד כספים לצורך הקמת מרכזי מחקר ופיתוח בפריפריה.

#### יתרונות

- הקלה במחנק האשראי.
- תמיכה בצמיחה לטווח ארוך.
- ממוקד בעובדים משכילים (פגועים).
- תשואה גבוהה והשפעות חיצוניות חיוביות, לא דוחק החוצה כסף פרטי.

#### חסרונות

- ייתכן שהביקוש לאשראי עבור מחקר ופיתוח, כמו גם המימוש, יהיה נמוך.

#### מס הכנסה שלילי

דרך אפשרית להגדיל תעסוקה של בעלי שכר נמוך היא מתן מס הכנסה שלילי. אפשר להקדים את הפרישה הארצית של מס הכנסה השלילי המתוכננת ל-2010, כמו גם להגדיל את סכום ההטבה. אמנם העובדים אינם מקבלים את מלוא ההטבה (חלק ממנה עובר למעבידים), אך גם להטבה כזאת יש השפעות תעסוקה חיוביות, גם אם השפעות הרווחה קטנות יותר.

### יתרונות

- מיקוד: מתמרץ תעסוקה של אוכלוסייה ענייה. משפר את מצבן הכלכלי של משפחות שיש בהן עובדים בשכר נמוך ומסייע בחילוצן מעוני.
- הגדלת רווחה והקטנת אי-שוויון.
- מיתון ירידה בביקושים בעזרת הגדלת ההכנסה של אוכלוסייה בעלת נטייה שולית לצריכה גבוהה.
- יישום התכנית מידי (כמו גם התוצאות).
- אין השפעה על החוב משום שהוא כבר תוקצב.

### חסרונות

- ההצעה נותנת הטבה נמוכה יחסית.
- עלולה לצמצם שעות עבודה של זכאים שכבר עובדים.
- בגלל ירידה בביקוש לעובדים נראה שרוב הסובסידיה תגיע לידי המעסיקים (וזה דרך עקיפה מאוד ולא מבחינה לתמיכה במעסיקים).

### החלפת עובדים זרים

העסקת עובדים זרים דוחקת החוצה עובדים ישראלים, במיוחד במקצועות עם שכר נמוך. כיוון שהסיבה המרכזית להעסקת זרים היא עלות העסקתם הנמוכה (כ-60% שכר ישראלים בחקלאות ובסיעוד), יש להגביל את היתרונות להעסקתם באמצעות אכיפת חוקי העבודה והגנה על זכויות העובדים הזרים, כולל שכר מינימום.

הממשלה כבר קיבלה החלטות רבות בנושא, ובהן תמרוץ של שילוב ישראלים והחלפת עובדים זרים בענף הסיעוד, ניסוי של החלפה כזאת בענף החקלאות, צמצום כמות ההיתרים בבניין, תעשייה ומסעדות אתניות ועוד (החלטות 446 ו-447 מ-12 בספטמבר 2006, החלטה 1205 מ-15 בפברואר 2007, החלטה 4170 מ-12 באוקטובר 2008, החלטות 142 ו-147 מ-12 במאי 2009). השאלה היא אם החלטות אלה יבוצעו ובאיזה קצב. מסמך של משרד האוצר על המדיניות הכלכלית ל-2009–2010 מדווח על 263.4 אלף עובדים זרים כולל פלסטינים ב-2008, בהשוואה ל-241.2 אלף ב-2007.

בענפים שיש בהם ריבוי עובדים זרים אפשר לתת תמריץ כספי למי שיעסיק עובדים ישראלים. לחלופין אפשר להגדיל את עלות העסקתם של הזרים. באותם ענפים יש מקום להציע הכשרות מקצועיות ועזרה בשילוב ובהשמת עובדים. בד בבד אפשר להקטין את מספר ההיתרים לעובדים זרים, להגביר את האכיפה על העסקת עובדים זרים לא חוקיים ולאפשר הגירה רק בהסכמת המדינות השולחות וארגון ההגירה הבין-לאומי.

### יתרונות

- התמקדות בענפים מרובי עובדים זרים ובאוכלוסייה ישראלית נטולת הכשרה.
- הגדלת רווחה והקטנת אי-שוויון.
- כדאיות לטווח ארוך מבחינת השפעות על פריון, שכר ותעסוקת ישראלים.

### חסרונות

- ביקוש העובדים הישראליים לתכניות ולמקצועות אלה נמוך.
- היענות נמוכה של המעסיקים.

### הסכם הקפאת שכר

מוצע להגיע להסכם הקפאת שכר בשירות הציבורי ולדחות את ההעלאה המוסכמת מדצמבר 2009 לדצמבר 2010. מטרת ההצעה לחסוך בעלויות השכר במגזר הציבורי. ההסכם, ברוח תכנית הפחתת השכר במשבר 2000–2001 ("עידוד הצמיחה"), יתאים את השכר במגזר הציבורי למגמות במשק.

### יתרונות

- חיסכון בעלויות שכר יפנה משאבים לתכניות אחרות.
- התאמת השכר הציבורי לשכר בשאר המשק.

### חסרונות

- ייתכן שיהיה קשה להעביר הסכם כזה.
- פגיעה באמינות הממשלה.

### מימון חופשה ללא תשלום

כדי לסייע לעסקים ולתעשיות אשר נקלעו לקשיים בעקבות המשבר ולמנוע את יציאתם של עובדים משוק העבודה מוצע לממן בצורה ממוקדת חופשה ללא תשלום (חל"ת) בעסקים שנקלעו לקשיים זמניים, במיוחד באזור הפריפריה. אפשרות אחת היא להשתתף במימון יום חופשה בשבוע (יום ראשון). אפשרות אחרת – לממן חל"ת לתקופה מוגבלת של 3 חודשים באמצעות תשלום לעובד בגובה דמי אבטלה. המעסיק ימשיך לשלם זכויות סוציאליות וכך יימנע ניצול לרעה של המערכת (בשיתוף פעולה בין המעסיקים למועסקים). מימוש הזכאות לחופשה לא ימנע את הזכאות לדמי אבטלה בעתיד.

### יתרונות

- מניעת פיטורים ושמירה על זיקה של העובד לפירמה.
- התמקדות באזור בפריפריה שבו קשה במיוחד לצאת מאבטלה ויש תלות של מועסקים במפעלים יחידים.
- חיסכון בעלויות פיטורים ושכירת עובדים.
- המשך תשלום התנאים הסוציאליים מצד המעסיק אמור להבטיח שרק מעסיקים המעריכים שהירידה בפעילותם זמנית יצטרפו לתכנית.
- הקלה במחנק האשראי.
- הפחתת חשש העובדים מפיטורים ולפיכך גידול ברמת הצריכה.
- עידוד קיצור שבוע העבודה מחזק תהליך שהחל באופן טבעי ומכניס גמישות בשעות העבודה.

### חסרונות

- אפשרות לפגיעה ביעילות משום שהצעד יפחית את תגובת מחזור העסקים. כמו כן ייתכן ניצול של המערכת.
- קושי בירוקרטי ופוליטי בישום הקריטריונים לזכאות (זיהוי קושי זמני של המעסיק, החלטת זכאות).
- גידול במספר פליטות העובדים מהפירמה (אם כי רק למצב של חל"ת).
- משך הזכאות המוצע קצר ממשך המיתון הצפוי. לפיכך יש לצפות שחזרתם של העובדים לאחר שלושה חודשים לא תתממש.
- ההתערבות מכניסה עיוות חזק לשוק העבודה.

### צעדים להעלאת הון אנושי

#### תמיכה בלימודים גבוהים

כיוון שבעת שפל כלכלי קשה יותר למובטלים למצוא עבודה, כדאי להפנות משאבים לתמיכה בלימודים גבוהים. אפשר לחזק את הנטייה הטבעית של צעירים מובטלים לצאת ללימודים בעזרת סבסוד לימודים, הגדלת המכסות של המכללות והגדלת תקציב המוסדות להשכלה גבוהה. יש לשים דגש על לימודים גבוהים כדי לשמור על ההון האנושי של מובטלים בעלי השכלה. תמיכה במוסדות ההשכלה עשויה להיות מותנית ברפורמה לייעול ולשיפור ארוך טווח.

#### יתרונות

- מיקוד: תמיכה באוכלוסיות צעירים.
- השקעה ממשלתית בהון אנושי עם תשואה לטווח ארוך, מניעת שחיקה של הון אנושי בגלל אבטלה.

### חסרונות

- יש להיזהר מתמרוץ יתר שיפגע בתעסוקה ובפעילות.
- הגדלת מכסות עלולה ליצור עיוות של תחומי לימודים.

#### הכשרות מקצועיות

מטרתן של הכשרות מקצועיות להגדיל את ההון האנושי של מובטלים ושל מועסקים במיומנויות נמוכות. מחקרים רבים מצביעים על עלות גבוהה מול תשואה נמוכה של הכשרות כאלה. כדי להתגבר על בעיה זו מומלץ לשלב את ההכשרה וההשמה תחת קורת גג אחת, כפי שנעשה במרכזי "אורות לתעסוקה"; לתמרץ את ספקי ההכשרה על פי מידת הצלחה בהשמת העובדים ואיכותה; להתמקד באוכלוסיות שהתשואה מהשמתן בעבודה תהיה גבוהה; להדגיש הכשרות במקצועות מחליפי עובדים זרים; לשלב מעסיקים בקביעת התכנים של ההכשרה, בתכנונה ובביצועה (בייחוד רצוי להרחיב את ההכשרה הפנים-מפעלית). מן הראוי שהתכניות ילוו במעקב אחר הצלחתן ובהסקת מסקנות.



### יתרונות

- מיקוד: תמיכה באוכלוסיות נזקקות.
- השקעה ממשלתית בהון אנושי עם תשואה לטווח ארוך, מניעת שחיקה של הון אנושי בגלל אבטלה.

### חסרונות

- עלות גבוהה יחסית ותשואה לא ודאית. יעילותן של ההכשרות המקצועיות שנויה במחלוקת, במיוחד במקצועות שיש בהם ערך רב להתנסות מעשית.
  - עלול להיות שיפוט לא נכון של צורכי המשק בהכוונת העובדים.
- בפועל החליטה הממשלה להפסיק את פעולתם של חמשת מרכזי ההכשרה המקצועית הממשלתיים. הכוונה היא להעביר את התקציב המתפנה מסגירת המרכזים להכשרה מקצועית במקצועות עתירי עובדים זרים. לפי משרד האוצר יש תוספת של 200 מיליון ש"ח להכשרה מקצועית, שמשמעותה הכשרה של עוד 5,000 איש.

### תמיכה בפריפריה

כיוון ששיעורי האבטלה גבוהים במיוחד בפריפריה הסיכוי לצאת מאבטלה נמוך יותר באזורים אלו, ולפיכך יש להתערב בהם התערבות ממוקדת ולהעניק סיוע לעסקים ולמובטלים. ההצעה היא להקצות חלקים גדולים יותר מתקציבי המדען הראשי לפריפריה. בנוסף, מוצע להגדיל את ההשקעה בהון אנושי מן הפריפריה בדרך של סבסוד לימודים ולהקצות משאבים למפעלים באזורי תעשייה בפריפריה. את הקריטריונים להקצאת המשאבים יקבע מנגנון שיבחן גם קשיים נקודתיים.

### יתרונות

- התמקדות באוכלוסייה חלשה שסובלת מקשיי השתלבות מחודשת בשוק העבודה.
- עידוד מעבר של עסקים לפריפריה לטווח ארוך.
- סבסוד לימודים מחזק את הפריפריה לטווח ארוך.

### חסרונות

- הגדלת ההון האנושי והגדלת תקציבי המחקר יישאו פרי רק בטווח הרחוק.
- הצעדים הללו לא יספקו מענה למשבר התעסוקה במשק בכללותו.

### 3. סיכום והמלצות

לוח ד-4 מסכם את התכניות השונות על פי עקרונות המדיניות שהוצגו ומשווה ביניהן.

לוח ד-4

#### סיכום תכניות למדיניות בשוק העבודה

תמורה להוצאה	אשראי	מיקוד	טווח		רווחה	תעסוקה	מידיות	יתרונות
			סופי	ארוך				תכנית
		+	+		+		+	הרחבת ביטוח אבטלה
		+		+	+	+		הכשרה והשמה של מובטלים
+		+		+		+		קידום פרויקטים ציבוריים
+	+			+		+	+	הגדלת תקציבי מחקר ופיתוח
		+		+	+	+	+	מס הכנסה שלילי
				+		+		החלפת עובדים זרים
	+		+		+		+	הסכם הקפאת שכר
	+	+	+		+		+	מימון חופשה ללא תשלום
		+		+		+	+	תמיכה בלימודים גבוהים
		+		+		+	+	הכשרות מקצועיות
		+	+	+	+		+	תמיכה בעובדים ובפירמות בפריפריה

על פי הניתוח שלעיל, אנו ממליצים להגדיל את תקציבי המחקר והפיתוח, להרחיב את ביטוח האבטלה ואת מס ההכנסה השלילי, להקפיא העלאת שכר ולתמוך בפריפריה. זהו מכלול שכל רכיב בו נועד להיות אפקטיבי בטווח הקצר ובה בעת גם לבנות תשתית לטווח הארוך (תקציבי מו"פ) המביאה בחשבון את רווחת המובטלים (ביטוח אבטלה) ואת רווחת המועסקים בשכר נמוך (מס הכנסה שלילי). כמו כן הקפאת העלאות השכר מאפשרת לשחרר תקציבים בלי לפגוע בתעסוקה או ברווחת החלשים, והתמיכה בפריפריה מספקת חמצן לאזורים מוכי אבטלה ומתאימה גם למטרות ארוכות הטווח של הממשלה.

התכניות שלא נכללו בסל המומלץ הן תכניות שלא נותנות תוצאות מידיות, לדוגמה: הכשרת מובטלים והשמתם, החלפת עובדים זרים או השקעה בפרויקטים ציבוריים המעניקים תמורה גבוהה בטווח הארוך אך פחות בטווח הקצר. כמו כן איננו ממליצים על חופשה ללא תשלום, כיוון שתרומתה לרווחה היא קצרת טווח מאוד ועקיפה מדי ותרומתה לגידול בתעסוקה מוטלת בספק.

כאמור, הממשלה כבר אימצה צעדים אחדים, אך יש להקפיד על העקרונות שהותוו לעיל בעת ביצועם ויישומם.

## פרק ה: בעיות מבניות במשק הישראלי

האינדיקטורים המקרו-כלכליים השוטפים – אינפלציה, אבטלה, צמיחה, גירעון פיסקלי, החשבון השוטף – היו במצב טוב יחסית ערב המשבר, ולכן הפגיעה במשק הייתה עד כה סבירה. עם זאת למשק קשיים מבניים חמורים בתחומים כגון חינוך, תשתיות, השתתפות בכוח העבודה, אי-שוויון ועוד. המשבר חשף ביתר שאת את הבעיות המבניות הללו. בד בבד הוא מהווה גם הזדמנות לעריכת רפורמות משמעותיות.

להלן נתאר כמה מהבעיות המרכזיות ונציג כיוונים של דרכי פעולה לפתרון. כיוון שמדובר בבעיות יסוד, פרק זה אינו מתיימר להתוות פתרונות למדיניות. יש לבחון את הסוגיות ברצינות הראויה כדי לגבש מדיניות בפועל. עם זאת אנו מביאים הפניות לדוחות ולגופים שטיפלו בנושאים השונים. כאשר מבקשים להעריך צעדי מדיניות מהסוג שהובא לעיל, מן הראוי לראות כיצד הם עשויים לסייע גם בטיפול בבעיות המבניות.

בצד ההזדמנות לטפל בבעיות המבניות נציין שהמערכת הפוליטית, מערכת פרגמנטרית ורופסת, מציבה מגבלות חמורות.

### 1. תהליך גיבוש התקציב

הבעייתיות בתהליך התקציב נחשפה בחדות באפריל-מאי 2009 עת גובש התקציב ל-2009 ו-2010. הקשיים המבניים רבים, ובהם אפשר למנות:

(1) יש קושי רב לשנות סדרי עדיפויות בתקציב מהיסוד משום שההתייחסות היא לרוב לשוליים, לתוספות השנתיות.

(2) המבנה הפוליטי בישראל יוצר לחצים קשים בממשלה ובכנסת על גודל התקציב והרכבו.

(3) תהליך התקצוב בישראל ריכוזי מאוד, ובדרך כלל בשליטתו של אגף התקציבים באוצר. מצב זה הוא בין השאר תולדה של התגובות למערכת הלחצים הפוליטית ולהתנהגות השרים וחברי הכנסת. משך הכהונה הקצר של הממשלות ושל הכנסת רק החרیف את המצב.

(4) חוק ההסדרים, שהופעל לראשונה ב-1985 כצעד לשעת חירום, נעשה חוק נלווה לתקציב כדבר שבשגרה. הוא משמש כלי להעברת חוקים ורפורמות נוסף על התקציב, ומשקף גם את הבעייתיות המאפיינת את תהליך גיבוש התקציב בישראל.

(5) תקציב הביטחון הגדול (ההוצאה הביטחונית עומדת על כ-7.5% תוצר) הוא מעין "זירת התגוששות" שנתית בין המערכת הביטחונית למשרד האוצר. הניסיון המצטבר מעיד על חוסר תיאום בין גופים אלה ועל אפשרות מוגבלת של משרד האוצר להשפיע על הרכב השינויים בתקציב הביטחון.

רבות מהבעיות האלה נסקרות בספרם של אבי בן בסט ומומי דהן – "מאזן הכוחות בתהליך התקצוב" (2006).

\* את הפרק הזה כתב ראש הצוות פרופ' ערן ישיב, והוא אינו מבטא בהכרח את עמדת כל חברי הצוות.

נציע שלושה צעדים אפשריים לשינוי המצב:

(1) הקמת גוף באגף התקציבים באוצר שיבחן את סדרי העדיפויות בתקציב על פי ההתפתחויות המקרו-כלכליות במשק. גוף זה יכלול כלכלנים הבקיאיים בניתוח עלות-תועלת וכלכלנים האמונים על ניתוח מקרו-כלכלי ויהיה מסוגל לבצע את הצעדים המפורטים להלן וגם לטפל בגיבוש סדר עדיפויות תקציבי על בסיס שוטף. דוגמה לגוף כזה (היושב מחוץ לממשלה) הוא המכון למחקרים פיסקליים (Institute for Fiscal Studies), מוסד בריטי הקיים זה 40 שנה. היעדרו של גוף מחקרי-מעשי מסוג זה מונע גיבוש מושכל של צעדים רלוונטיים למשבר.

(2) הגוף האמור יהיה מסוגל לבחון היבטים בתקציב המדינה. כיוון שמדובר בתקציב בעל היקף עצום, לא רק מבחינת ההיקף הכלכלי אלא גם מבחינת מורכבות הסעיפים, בחינה זו תיעשה במגבלות האפשרות המעשית, בהדרגה, ותתפרש על פני כמה שנים. ראוי לבחון את האפשרות שגוף זה יוביל ליישום תכנית דינור לתקציב בשיטת מלמטה למעלה (bottom-up).

(3) הממשלה תקבע יעדים תקציביים המתחשבים במחזור העסקים. הכוונה היא שיעד הגירעון יוגדר בשני ממדים: גירעון מבני וגירעון מחזורי. יעד הגירעון המבני ישקף את יעדי הממשלה במצב שהמשק צומח לפי הממוצע הרב-שנתי. הרכיב המחזורי ישקף את השפעת מחזור העסקים. בתכנון נכון יאופיינו תקופות של שפל בגירעון גדול יותר, המתקזז – בתקופות של גאות – בגירעון קטן יותר או בעודף תקציבי. הגירעון המבני אמור להלוים את יעדי הממשלה בתחום יחס החוב הציבורי לתוצר. הגוף המוצע לעיל יציג לפני הממשלה המלצות לתוואי הגירעונות הללו וליחס חוב-תוצר.

צעדים אלה יכולים להביא לחיסכון ניכר באמצעות בחינה מחדש של הרכב התקציב, להגברה ניכרת בשקיפות התקציב, להצגת מידע ברור ומקיף יותר לפני מקבלי ההחלטות ולניהול מושכל יותר של התקציב על פני זמן. עם זאת כל עוד המשטר הפוליטי לא ישתנה, הלחצים הפוליטיים, ובכללם ההסכמים הקואליציוניים והמאבקים השנתיים בוועדת הכספים של הכנסת, ימשיכו למלא תפקיד חשוב ומזיק בתהליך התקצוב.

## 2. ניהול מדיניות מוניטרית באמצעות פעולות בשוק הפתוח

המשבר הביא את בנק ישראל לנקוט צעדים לא שגרתיים. אחד מהם הוא רכישת איגרות חוב ממשלתיות בשוק הפתוח. פעולה זו היא פעולה שגרתית של בנקים מרכזיים בעולם, בייחוד הפדרל ריזרב האמריקני. בנק מרכזי זה מנהל בדרך כלל את המדיניות המוניטרית שלו באמצעות פעולות קנייה ומכירה לטווח קצר של איגרות חוב של ממשלת ארצות הברית באמצעות עסקאות REPO המבוצעות בחדר המסחר של הפדרל ריזרב בניו יורק.<sup>15</sup>

אימוץ שיטת פעולה זו, נוסף על הכלים הרגילים של הלוואות מוניטריות ופעולות במק"מ (מלווה קצר מועד), ירחיב את הכלים העומדים לרשות הבנק המרכזי. כמו כן שיטה זו עשויה לחזק את שליטת

15 לפירוט ראו אתר הפדרל ריזרב: [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org)

בנק ישראל בריבית קצרת הטווח ולתרום להמשך פיתוחו של שוק איגרות החוב. המשבר מעניק הזדמנות למיסוד שיטת פעולה זו.

### 3. רגולציה

המשבר עורר את כל המדינות המפותחות לתת את הדעת לכשלים ברגולציה של מוסדות פיננסיים. ההתייחסות היא במיוחד לנושאים האלה:

(1) כשלים בפיקוח על מסחר בנכסים מתוחכמים כגון נגזרות או איגרות חוב מורכבות של תיקי משכנתאות.

(2) כשלים או היעדר פיקוח על מוסדות פיננסיים שאינם בנקים רגילים כגון קרנות גידור, כולל בעיות של ארביטרז' על רגולציה.

(3) כשלים בפיקוח על העיוות בתמריצים הנוצר כאשר מערכת השכר והבונוסים מתגמלת הישגים קצרי טווח בלא התחשבות בסיכון או בהישגים ארוכי טווח. במבט רחב יותר נראה שהפיקוח על הממשל התאגידי במוסדות פיננסיים רבים נכשל.

(4) כשלים בפיקוח על מצב הלימות ההון ומצב הנזילות של הבנקים, בין השאר בגלל הערכות חסר של סיכונים.

(5) קשיים בהערכות סיכון מערכתית וסיכון בין-לאומי.

(6) בלבול וחוסר עקביות בטיפול במוסדות שפשטו את הרגל או חוו "ריצה על הבנק". הכשלים שהתגלו היו קשורים באיכות כוח האדם במוסדות הרגולטוריים ובמבנה המערכת הרגולטורית.

בעיות בסוגיות אלה מאפיינות גם את ישראל. הגופים הרגולטוריים העיקריים – הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר והרשות לניירות ערך – לא הפגינו תיאום רב. באופן טבעי עלו הצעות למיזוגם או להגברת התיאום ביניהם.

נושא זה מחייב לימוד והסכמה של הגופים המעורבים על שיטת הפעולה הראויה. יש לנצל את המשבר הנוכחי, המחייב לא מעט פעולות רגולטוריות מהסוג שנידון בפרק ג לעיל, ליצירת שינוי זה. ישראל יכולה להיעזר בין השאר בפתרונות הנידונים כעת במסגרות שונות בעולם, ובכלל זה בקרן המטבע הבינלאומית וב-BIS, לעריכת רפורמה במסגרות הרגולטוריות שלה.

### 4. השתתפות בשוק העבודה

שיעור האי-השתתפות בישראל גבוה מאוד בקרב קבוצות מסוימות. שיעור ההשתתפות הכללי עומד על כמעט 57% ובגילים 25–64 – כמעט 75%. הקבוצות העיקריות ששיעור השתתפותן בהן נמוך הן נשים ערביות וגברים חרדים. כמו כן אנשים בעלי מוגבלויות ואנשים השייכים לקבוצת הגיל 55–65 משתתפים

בשיעורים נמוכים יחסית למקובל בעולם המערבי. הדבר נכון בייחוד עיקר כשמדובר בבעלי השכלה נמוכה.<sup>16</sup>

מצבן של הקבוצות האמורות זכה לתשומת לב לא מעטה בשנים האחרונות, אולם צעדי המדיניות שנקטו לשינויו היו מצומצמים. לא כאן המקום לפרט את מכלול הצעדים האפשריים, אולם להלן נמנה כמה צעדי מדיניות שסביר שיינקטו בהקשר זה:

(1) הקצאת מקורות לחינוך ולהשכלה שיהיו מכוונים ספציפית לקבוצות אלה, למשל הקמת מסגרות שיקנו השכלה מדעית לגברים חרדים.

(2) סיוע בפריצת חסמים תרבותיים או דתיים. אצל הגברים החרדים פירושו של דבר ניסיון למצוא הסדרים חדשים לתעסוקה, כולל התייחסות לנושא השירות הצבאי. אצל הנשים הערביות פירושו של דבר ניסיון ליצור הכוונה לתעסוקה שלא תפגע במגבלות תרבותיות.

(3) הקצאת מקורות לסיוע ליציאה לעבודה – שיפור אמצעי תחבורה והסעה לנשים ערביות, מסגרות לטיפול בילדים וכדומה.

(4) הקמת מוסדות ברמה המיקרו-כלכלית – בכפרים ערביים, בשכונות חרדיות, במוסדות הקשורים לנכים – שיספקו שירותי מידע, תיווך והכוונה לאוכלוסייה הרלוונטית. מרכזים כאלה יסייעו גם באיתור מועמדים להכשרה מקצועית ספציפית.

בעולם המערבי יש ניסיון מצטבר רב בנושאים אלו ופרסומים רבים של OECD, למשל, מוקדשים להם. לפיכך אין מחסור בחלופות למדיניות ממשלתית. אולם עד כה טרם הופגנה בישראל הנחישות הראויה לטיפול בסוגיות הקשורות להשתתפות בשוק העבודה.

## 5. חינוך

הנושא העיקרי הזוכה לתשומת לב תקשורתית רבה הוא ההידרדרות ברמה היחסית של החינוך בישראל. הבעיות המרכזיות במערכת הן:

(1) ירידה באיכות החינוך היסודי והעל-יסודי. ירידה זו מתבטאת במבחנים בין-לאומיים דוגמת טימס (TIMSS) ופיזה (PISA) ובקיפאון במספר הזכאים לבגרות.

(2) ירידה באיכות היחסית של התלמידים המצטיינים במערכת.

(3) מערכות חינוך לקויות מבחינת איכות ההוראה ותכניה במגזר החרדי והערבי. הדבר מתבטא בפערים גדולים בהישגים הלימודיים.

(4) באוניברסיטאות – מחסור מחריף במשאבים, סגל אקדמי מצטמצם ומזדקן ובריחת מוחות גוברת. תהליך ירידת האיכות המחקרית גורר גם ירידה באיכות ההוראה ובסופו של דבר עלול ליצור שפל של שנים רבות.

בעיות אלו מטרידות על רקע היתרון היחסי שיש היום לישראל בתחומי ידע רבים. כך למשל, שיעור המשרות של המועסקים במשלחי יד טכנולוגיים עומד על 8.4% בישראל בהשוואה ל-5.5% בארצות

16 ראו דו"ח בנק ישראל לשנת 2008, עמ' 180-185, 189-192.

הברית ו-5.4% ב-OECD בממוצע; ההוצאה הלאומית למו"פ מגיעה ל-4.5% תוצר בהשוואה ל-2.1% תוצר בארצות הברית ו-1.6% ב-OECD.

תופעה מוזרה קשורה בצעדי המדיניות בתחום זה: מצד אחד הוקמו שתי ועדות שחקרו לעומק את הבעיות – ועדת דברת בתחום החינוך היסודי והעל-יסודי וועדת שוחט בתחום ההשכלה הגבוהה. ועדות אלו הגישו המלצות מפורטות אך נתקלו בהתנגדויות שונות, בעיקר מצד ארגוני המורים, הסגל האקדמי והסטודנטים, ולא יושמו. מצד אחר, תחום חשוב זה זכה למחקר אקדמי-כלכלי מוגבל מאוד. אמנם גם כלכלנים היו חברים בוועדות אלה, והן התייחסו לעמדות ולמחקרים כלכליים, אך לא נעשתה עבודה יסודית בתחום. נגיד בנק ישראל ציין עובדה זו בכנס של בנק ישראל שהוקדש לנושא בדצמבר 2007, ולא הרבה השתנה מאז. אם לא תימצא הדרך הפוליטית לקדם רפורמות בתחום, בסיוע מחקר רציני יותר, לא נראה באופק את השיפור החיוני הדרוש.

## 6. אי-שוויון

פועל יוצא מאי-ההשתתפות של אוכלוסייה לא מבוטלת ושל הידרדרות רמת החינוך הוא גידול באי-שוויון בישראל. לפי כל המדדים המקובלים – למשל מדד ג'יני או מדדי עוני מוחלט ומדדי עוני יחסי – חלה עלייה על פני זמן ברמת האי-שוויון בישראל. תופעות דוגמת העסקה דרך חברות כוח אדם תורמות אף הן למגמה זו. החרפת המצב בתחום זה הביאה את מחברי המסמך "ישראל 2028: חזון ואסטרטגיה כלכלית-חברתית בעולם גלובלי" בעריכת דוד ברודט לתאר את ישראל כמשק דואלי. אנו מצטרפים לתיאור זה. מתוך המסמך (עמ' 11):

בישראל התפתחו שתי מערכות כלכליות, זו בצד זו, כלכלה מתקדמת וכלכלה מסורתית. הכלכלה המתקדמת היא עתירת ידע, נעזרת בטכנולוגיות מתקדמות ולעתים אף מובילה חדשנות טכנולוגית. כלכלה זו מיטיבה להיענות לאתגרי הגלובליזציה. היא נהנית מפריון גבוה, צמיחה מהירה ויצוא מתרחב. מגזר משקי זה מעסיק רק 6% מהעובדים במשק ותורם 9% לתפוקת המגזר העסקי. לצידה של הכלכלה המתקדמת, עתירת הידע, פועלים ענפי כלכלה מסורתיים, בייצור ובשירותים, הסובלים מפריון נמוך וצמיחה נמוכה; מגזר זה הנאלץ להתחרות בשוק בין לאומי עתיר עבודה זולה מעניק לעובדיו שכר נמוך. הדואליות הזו מתרגמת לאי שוויון משמעות בפריון, בשכר, בהכנסות וברמת החיים.

מדובר בנושא יסודי ביותר שאין לו פתרון פשוט. לצורך שינוי יסודי בטווח הארוך יש לטפל בנושאים שהועלו לעיל – השתתפות בשוק העבודה וחינוך ברמות השונות. לצורך שיפור מסוים בטווח הקצר רצוי להרחיב צעדים קיימים, בעיקר מס הכנסה שלילי והתכנית "אורות לתעסוקה". צעדים אלו זכו עד כה ליישום מוגבל בהיקפו והן נתקלות בהתנגדויות פוליטיות שונות.

## 7. תשתיות

ישראל ממשיכה לפגור במידה ניכרת בתחום התשתיות הפיזיות: כבישים, רכבות, ביוב, מערכות מים, מערכות חשמל, נמלי האוויר והים ועוד. מדובר בהזנחה רבת שנים, הקשורה להיעדר תכנון טוב לטווח ארוך או אסטרטגיה לאומית. אין גוף בעל סמכות ביצועית האחראי לתחום התשתיות – בפועל הוא מטופל בכמה משרדי ממשלה. קיצור משך החיים הממוצע של הממשלות גורם לשיתוק בתחום. כותבי המסמך שצוטט לעיל, "ישראל 2028", מעריכים שעד 2028 תצטרך ישראל להשקיע קרוב לחצי טריליון ש"ח בפיתוח תשתיות כדי לקיים משק סביר (עמ' 159). השקעה של סכומים כאלה לא נראית באופק במצב הנוכחי. המשותף לבעיות התשתיות הוא היעדר השקעה מספקת בהון ובעובדים כדי לעמוד בקצב גידול המשק. כך למשל, מערכת הכבישים צפופה בהשוואה למדינות הצפופות ביותר באירופה; מערכת החשמל נמצאת תדיר על סף גבולות הייצור, כפי שאפשר להיווכח, למשל, מהפסקות החשמל היוזמות בעת ביקושי שיא. נראה שתהיה תזוזה בנושא זה רק אם –

(1) יתאפשר להקצות משאבים גדולים בהרבה מהקיים לצרכים אלו. לשם כך רפורמה בתהליך התקצוב היא חיונית.

(2) יוקם גוף ביצועי – או ייקבע שגוף קיים יקבל את האחריות – להתוויית מדיניות ברורה בנושא. גוף זה צריך להיות בלתי תלוי במידה רבה בחילופים התכופים של הממשלות ושל השרים ולספק המשכיות בידע ובהוראות הביצוע.

(3) יאומצו שיטות מימון לפיתוח תשתית שיקלו את הנטל על תקציב המדינה, כפי שכבר נעשה בעבר. יש לחשוב גם על פיתוח מיוחד של מקורות משוק ההון לנושאים אלו.

הדברים לעיל נועדו להדגיש שישראל לוקה בבעיות מבניות חמורות. מתן תשומת הלב לאינדיקטורים המקרו־כלכליים השוטפים עלול לבוא על חשבון ההכרה שנושאים אלה קריטיים למשק ודורשים צעדי מדיניות שעד כה בוששו לבוא.

## 8. סיכום

השנה מתאפיינת בנסיבות מיוחדות. בין השאר, קצב ההתפתחויות הוא כזה שחלק מהאמור במסמך, שנכתב ברובו בסוף מאי 2009, עלול להיות לא אקטואלי בזמן הכנס בתחילת יולי. עם זאת נעשה כאן ניסיון לסרטט את חלופות המדיניות המרכזיות בתחומים השונים ולהצביע על יתרונות וחסרונות. נקווה שמסמך זה יזכה לתשומת לב מקבלי החלטות.



## רשימת המקורות

אגף התקציבים, משרד האוצר, 2009. המדיניות הכלכלית לשנת 2009-2010, עמ' ו'.  
בן בסט, אבי, ומומי דהן, 2006. מאזן הכוחות בתהליך התקצוב, ירושלים: המכון הישראלי לדמוקרטיה.  
בנק ישראל, 2009. דו"ח בנק ישראל לשנת 2008.  
——, 2009. ישראל והמשבר העולמי: המלצות מדיניות לממשלה.  
ברודט, דוד (עורך), 2008. ישראל 2028: חזון ואסטרטגיה כלכלית-חברתית בעולם גלובלי, חיפה: מוסד שמואל נאמן.

Clinton, K., M. Johnson, O. Kamenik, and D. Laxton, 2009. *Deflation Risks Under Alternative Monetary Policy Rules*, Macro-Linkages, Oil Prices and Deflation Workshop, International Monetary Found, Washington.

Svensson, L., 2001. "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap", *Monetary and Economic Studies* (special edition): 277-322.

Wolman, A., 1998. "Staggered Price Setting and the Zero Bound on Nominal Interest Rates", *Economic Quarterly* 84: 1-22.

—, 2005. "Real Implications of the Zero Bound on Nominal Interest Rates", *Journal of Money, Credit and Banking* 37 (2): 273-96.

אתרי אינטרנט:

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed32.html](http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed32.html)

[www.boi.gov.il/publheb/publhlslf.php?misg\\_id=10](http://www.boi.gov.il/publheb/publhlslf.php?misg_id=10)

[www.boi.gov.il/publheb/publhlslf.php?misg\\_id=8](http://www.boi.gov.il/publheb/publhlslf.php?misg_id=8)

## הסתייגות מהמסמן

שמואל אברמזון, כלכלן בכיר, המועצה הלאומית לכלכלה

התקציב הממשלתי לשנים 2009–2010 מבטא החלטה של הממשלה לפעול בנחישות לנוכח האתגרים הרבים שלפניהם ניצבים המשק הישראלי והחברה הישראלית. לראשונה בתולדותיה הניחה הממשלה על שולחן הכנסת תקציב דו-שנתי, המאפשר, בניגוד לנהוג עד כה, ראייה לטווח ארוך. לראשונה זה שנים רבות גובשה התכנית הכלכלית בתיאום אמתי עם ארגוני המעסיקים והעובדים. קשה להפריז בחשיבותו של תיאום זה ליציבות המשקית והפוליטית – יציבות החיונית ליצירת תנופה מחודשת במשק.

התקציב שאושר מבטא את המחויבות העמוקה של הממשלה והעומד בראשה לאחריות פיסקלית, בייחוד בתחום מסגרת הגירעון. מתוך אחריות זו וכדי לשמור על מסגרת הגירעון (6% תוצר) בחרה הממשלה לנקוט צעדים לא פופולריים אך הכרחיים, ובכללם ביטול פטורים ועיוותי מס. התכנית הכלכלית כוללת בסופו של דבר גם הפחתות כואבות בתקציבים רבים, ובכללם הפחתות בתקציבם של כלל משרדי הממשלה (כולל מערכת הביטחון) ושל השכר במגזר הציבורי.

על כן אני מסתייג נחרצות מאמירות מסוימות המופיעות בנייר עמדה זה, ובעיקר בתקציר שלו, כגון: "לא נראה שנקבע סדר עדיפויות חדש בתחום ההוצאות או המסים שישקף את צורכי המשק כעת". אמירות אלה ריקות מתוכן ואינן משקפות כלל את המציאות שעמדה ביסוד גיבוש המדיניות הכלכלית לשנים 2009–2010.

עם זאת אני שותף לשאר המלצות הצוות בעניין צעדי המדיניות הדרושים לעתיד ואין בהערותיי כדי להפחית מהחשיבות העליונה שאני רואה בצורך לשפר שיפור יסודי את תהליך התקצוב בישראל – נושא שהמועצה הלאומית לכלכלה נדרשה לו רבות בשנה האחרונה.