

# 2008

## מדיניות המקרו בישראל לנוכח המשבר הכלכלי העולמי

ראש הצוות: נתן זוסמן



פורום קיסריה ה־16, יולי 2008

## הצוות המכין

<b>ראש הצוות</b>	פרופ' נתן זוסמן, המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים
<b>חברי הצוות</b>	מר אורי גבאי, כלכלן בכיר, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה מר רובי גינל, ראש אגף כלכלה, התאחדות התעשיינים מר שרון גמבשו, סגן ממונה על התקציבים לענייני מקרו-כלכלה ומקרקעין, משרד האוצר גב' ורד דר, כלכלנית ואסטרטגית ראשית, פסגות - בית השקעות מר יאיר חיים, הממונה על תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל גב' ישראלה מני, סמנכ"לית מסים וכלכלה, איגוד לשכות המסחר ד"ר מישל סטרבצ'ינסקי, משנה למנהלת המחלקה, מחלקת המחקר, בנק ישראל פרופ' אביה ספיבק, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בן-גוריון בנגב; עמית בכיר, מכון ון ליר בירושלים מר עמית פרידמן, כלכלן, מחלקת המחקר, בנק ישראל מר אריק פרץ, סגן בכיר לממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון, משרד האוצר פרופ' דניאל צידון, בית הספר לכלכלה ע"ש איתן ברגלס, אוניברסיטת תל אביב; ראש חטיבת שוק ההון, בנק לאומי גב' נירה שמיר, כלכלנית ראשית, בנק דיסקונט מר ודים פרמן, המכון הישראלי לדמוקרטיה
<b>עוזר מחקר</b>	

תודה מיוחדת על העזרה בכתיבת חלקים מהחוברת למר רובי גינל, לגב' ורד דר, למר יאיר חיים, לגב' ישראלה מני, לד"ר מישל סטרבצ'ינסקי, לפרופ' אביה ספיבק, למר עמית פרידמן ולגב' נירה שמיר.

## תוכן העניינים

5	תקציר
7	<b>א. מצב המשק ב-2007 ותחילת 2008: סקירה מקרו-כלכלית</b>
7	1. מבוא
8	2. ביצועי המשק בשנת 2007
10	3. רווחיות המגזר העסקי
12	4. המדיניות הפיסקלית
13	5. אינפלציה, שוקי הכספים ומדיניות מוניטרית
23	<b>ב. אפיקי ההשפעה של המשבר הפיננסי העולמי על ישראל</b>
24	1. ההשפעות של המשבר על תחומים שונים במשק הישראלי
28	2. השפעה על שוק המט"ח
30	<b>ג. תרחישים מקרו-כלכליים לשנים 2008–2015 בראי האפשרות להאטה כלכלית ומשברים פיננסיים</b>
30	1. ההוצאה הציבורית וההתפתחויות הכלכליות עד 2015
38	2. יעדי מדיניות פיסקלית לטווח ארוך
42	3. מדיניות מוניטרית
43	4. אלטרנטיבה לשיפור כושר התחרותיות של המשק הישראלי
44	5. יציבות פיננסית
46	<b>דעת מיעוט</b>
48	<b>רשימת המקורות</b>

## תקציר

פורום קיסריה 2008 עומד בסימן תקופת מעבר בין שנות צמיחה מהירה לבין האטה כלכלית שעלולה להתרחש כתוצאה מהמשבר הפיננסי בארצות הברית והשלכותיו הגלובליות. ההישגים המקוריים כלכליים של 5 שנות הצמיחה המהירה רבים: ירידה באבטלה, עלייה בשיעורי השתתפות, ירידה בחוב הציבורי ורמת אינפלציה נמוכה ויציבה. הישגים אלה היו הן פרי התרחבות הכלכלה והסחר העולמיים הן פרי של מדיניות נאותה. עם זאת, האי-שוויון בחברה גדל, ומעגלי העוני לא הצטמצמו. כמו כן, ישראל לא הצליחה לסגור באופן משמעותי את הפיגור היחסי מול הכלכלות המפותחות שצמחו אף הן בתקופה זו. תחום ההשכלה הגבוהה סובל ממשבר מתמשך שאף מאיים להחריף. משהושגו מרבית יעדי המדיניות הכרוכים בחבילת המדיניות המכונה 'הקונסנזוס של ושינגטון' (גירעון ממשלה נמוך, יחס חוב-תוצר הולך ופוחת ויציבות מחירים), נראה שעל הממשלה להיענות לאתגרים שפתרונם יביא את המשק הישראלי לרמת חיים ולפריין עבודה גבוהים יותר.

אתגרי המדיניות הם משמעותיים, שכן הולך ומסתמן כי התנאים החיצוניים שבהם יפעל המשק הישראלי בטווח הקצר לא יהיו טובים כמו ב-5 השנים שעברו. יכולת התמרון של המדיניות תהיה קטנה יותר מבעבר. על כן כיום, יותר מבשנים האחרונות, נדרשת המדיניות לאזן בין צרכי היציבות הפיסקלית, טיפול בנזקים האפשריים של מחזור העסקים, ומתן מענה לאתגרים של הטווח הארוך.

השלכותיו של משבר הסב-פריים על כלכלת ישראל הן האטה בקצב התרחבות היצוא עקב ירידה בביקושים מחו"ל; האטה בקצב התרחבות האשראי העסקי (השקעה) כתוצאה מהתייקרות ראלית של ההון ונזילות נמוכה יותר של מערכת הבנקאות; וחשש לאינפלציה בעקבות עליית מחירי הסחורות והמשך ייסוף השקל עקב היחלשותו של הדולר. ההשפעות לעיל מגדילות את ההסתברות להאטה בקצב הצמיחה של המשק הישראלי בשלוש השנים הבאות.

כדי לאמוד את מידת התחלופה שבין שמירה הדוקה על היעדים הפיסקליים וחתירה מהירה ליעד חוב-תוצר של 60% לבין מזעור נזקיה של ההאטה במונחי אבטלה ורווחה, השתמשנו במודל המקור-כלכלי של מחלקת המחקר של בנק ישראל. בחנו שלושה תרחישים: תרחיש מצמצם, ללא פעילות אנטי-מחזורית, שבו קצב הגידול של ההוצאה הציבורית הוא 1.7% בהתאם להחלטת הממשלה מ-2006. תרחיש מרחיב שבו ההוצאה הציבורית גדלה בקצב של 4.1% בשנה המשקף את ביצוע כל ההתחייבויות התקציביות של הממשלה לשנים הבאות, ותרחיש ביניים של מדיניות אנטי-מחזורית מתונה הכרוכה בגידול של 2.7% של הוצאות הממשלה.

עיקר ההבדלים בין התרחישים הוא בשיעור האבטלה ובהשפעתה הדיפרנציאלית של מדיניות הממשלה בשמירה על הרווחה של העשירונים הנמוכים. מרבית חברי הצוות בחרו להמליץ על תרחיש הביניים, שמצד אחד הוא עקבי עם היעדים המבטיחים יציבות פיסקלית, ומצד שני מספק פתרון סביר להשפעותיה השליליות של ההאטה הכלכלית, ובמיוחד מונע פגיעה קשה יותר בחמישון התחתון, כפי שנגזר מהתרחיש של שמירה על יעד הוצאה של 1.7%. עיקר המחיר הוא דחייה של כ-5 שנים בהגעה ליעד של יחס חוב-תוצר של 60% המומלץ על ידי קרן המטבע הבין-לאומית. כיוון שהמדיניות הפיסקלית בשנים האחרונות צברה אמינות רבה, נראה שניתן לפרוע את מקצת האשראי שקיבלנו בתמורה כדי לפעול באופן אנטי-מחזורי. בהינתן העלויות הפוטנציאליות של ההאטה נראה

\* המסמך המוגש כאן הוא טיוטה לפני עריכה.

לרוב חברי הצוות שחלופה זו היא המועדפת. דעת המיעוט סברה שיש לחתור להשגת היעדים הפיסקליים ללא כל פשרות, מפאת החשש לפגיעה באמינותה של המדיניות הפיסקלית שעל פי דעה זו טרם הושגה במלואה. על דעת הצוות כולו, התרחיש המרחיב, שבו ההוצאה הציבורית גדלה ב-4.1% תוצר, גורם להתבדרות של היעדים הפיסקליים וטומן בחובו סכנה ליציבות הכלכלית.

מרבית חברי הצוות סברו שהתייחסות לטווח ארוך יותר מזה של המשבר גם היא תומכת בתרחיש הביניים. כיוון שלפי השוואות בין-לאומיות, גודל הממשלה בישראל הוא בסביבה של ממוצע OECD או השוק המשותף, ומכיוון שמחקרים רבים מראים שלא קיים קשר מובהק בין גודל הממשלה לצמיחה, גידול בהוצאה של 2.7%, בהינתן קצב צמיחה של כ-3%, פועל להקטנה זניחה של גודל הממשלה ופועל בעקביות לשחיקת היחס חוב-תוצר, שכן הגירעון, הנגזר לפי תרחיש זה במודל, קטן מ-2% תוצר. עם זאת, דעת המיעוט בצוות גרסה שהאמינות הפיסקלית טרם הושגה, ועל כן עדיף להמשיך ולהגדיל את התקציב ב-1.7% לשנה, עד שגודלו של החוב הציבורי יצטמצם לרמה שאינה חריגה כמו זו הקיימת כיום בישראל, ושאינה מסכנת את היציבות הפיננסית של ישראל עם כל ירידה במחזור העסקים.

למרות התגברות האינפלציה והייסוף של השקל אין אנו ממליצים על שינוי במדיניות המוניטרית של בנק ישראל. אירועי השנה החולפת מראים שלמרות העלייה בקצב האינפלציה והתנודתיות שלה, הציבור הרחב לא שינה מהותית את הציפיות שלו לאינפלציה. אנו מפרשים זאת כסימן לאמינות הרבה שיש בציבור כלפי המדיניות המוניטרית של בנק ישראל. על מדיניות הריבית לדבוק בשמירה על יעד האינפלציה בד בבד עם מתן חשיבות מינורית למדיניות אנטי-מחזורית. מלבד במקרים של אי-סדרים בשוק המט"ח, אין אנו ממליצים על התערבות בשוק המט"ח כדי להחליש את השקל. דעת המיעוט בצוות קוראת למעורבות גדולה יותר של בנק ישראל בשוק המט"ח כדי לבלום את הייסוף בשקל.

לבסוף, למשבר הפיננסי הבין-לאומי יכולות להיות השפעות על היציבות הפיננסית בישראל ועל ביצועי המקרו של המשק. על כן אנו קוראים לרשויות הפיקוח בשוק ההון להיערך מבעוד מועד למתן תגובות הולמות לאפשרות שיתרחשו אירועים חריפים במגזר הפיננסי כדי למזער גלישה של משברים אלה לפעילות הראלית של המשק. כמו כן, נדרש פיקוח הדוק יותר על הפעילות של גופים פיננסיים והמכשירים שהם משתמשים בהם.

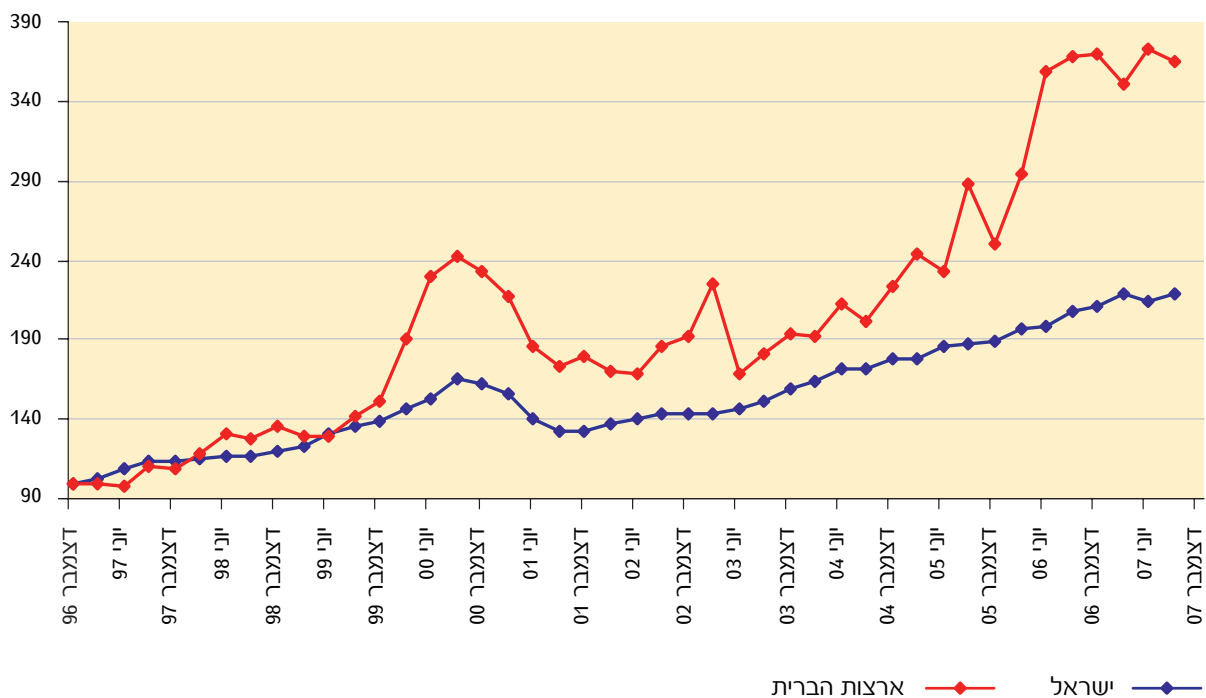
## א. מצב המשק ב-2007 ותחילת 2008: סקירה מקרו-כלכלית

### 1. מבוא

בזמן כתיבת חוברת זו ממשיך המשק הישראלי להפגין ביצועים מקרו-כלכליים מרשימים. לפי הנתון האחרון קצב הצמיחה של התוצר הוא 5.4%, שיעור האבטלה ממשיך לרדת, וקצב הגידול של היצוא ממשיך לגדול. עם זאת, לאור משבר הסב-פריים שפגע בשוק הכספים האמריקני ישנן ציפיות להאטה בקצב הצמיחה העולמי, העלולה לפגוע בקצב התרחבות הסחר העולמי מצד אחד, ולעליית מרווחי האשראי העלולים לפגוע בהשקעות מצד שני. לכן לאחרונה עולה הסבירות להאטה בקצב ההתרחבות של הפעילות למן המחצית השנייה של 2008. ההאטה המסתמנת בארצות הברית ובמדינות רבות באירופה (לוח 1 להלן) צפויה לגרום האטה בקצב התרחבות התוצר גם במשק הישראלי על ידי הקטנת התרחבות היצוא הישראלי, על רקע המתאם הגבוה בין ההתפתחויות בענפי הטכנולוגיה העילית בארצות הברית ליצוא של ישראל (תרשים 1). כמו כן, לייסוף של השקל צפויה השפעה שלילית נוספת על היצוא. אמנם קצב ההתרחבות של התוצר הצפוי ב-2008 עדיין מסמן גידול בתוצר לנפש, אך התרחבות אטית זו צפויה לגרום להפסקת הירידה בשיעור האבטלה.

#### תרשים 1

מדדי היצוא של ישראל והסחר של ארצות הברית\*,  
ענפי טכנולוגיה עילית נבחרים\*\* (נתונים רבעוניים, סוף 1996=100)



\* ממוצע משוקלל לפי משקולות היצוא של ישראל.

\*\* ציוד תקשורת אלקטרוני, ציוד מדעי וציוד לבקרה ופיקוח ורכיבים אלקטרוניים.

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מתוך נתוני סחר חוץ.

לוח 1

**אינדיקטורים להתפתחויות כלכליות בעולם, 2004-2007 ותחזיות ל-2008**

F - 2008	2007	2006	2005	2004		
0.5	2.2	2.9	3.1	3.6		תמ"ג ארצות הברית
1.4	2.6	2.8	1.6	2.1		גוש האירו
1.3	2.7	3.0	2.6	3.2		מדינות מתקדמות
6.7	7.9	7.8	7.1	7.5		מדינות מתפתחות
5.4	4.6	4.6	5.1	5.5		אבטלה ארצות הברית
7.3	7.4	8.2	8.6	8.8		גוש האירו
5.6	5.4	5.7	6.1	6.3		מדינות מתקדמות
3.1	4.2	7.4	6.3	9.3	יבוא	הסחר העולמי מדינות מתקדמות
4.5	5.8	8.2	6.0	9.0	יצוא	
11.8	12.8	14.4	12.0	16.1	יבוא	מדינות מתפתחות
7.1	8.9	10.9	11.1	14.1	יצוא	

מקור: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2008

**2. ביצועי המשק בשנת 2007**

שנת 2007 הייתה שנה חיובית מאוד למשק מבחינת הצמיחה, והיא העידה על השלב המתקדם של מחזור הצמיחה שבו היה שרוי המשק. מבחינות רבות נראה שהחלק החיובי של מחזור העסקים, גם ללא השפעת המשבר מן העולם, מתקרב למיצוי. בניגוד לשלבים הראשונים, שבהם הצמיחה הוסברה על ידי גידול ניכר בפריון, בשנת 2007 ירד קצב הגידול של הפריון, והצמיחה הובלה על ידי התרחבות מרשימה בגורמי הייצור. בניגוד לשנים קודמות, שבהן היצוא היה הקטר שהוביל את הצמיחה, בשנת 2007 היה לצריכה הפרטית תפקיד משמעותי יותר בהובלת הצמיחה (לוח 2 להלן). פירות הצמיחה ניכרו גם בשוק העבודה. לצד התרחבות בשיעור ההשתתפות, המונעת מהיכולת למצוא משרות פנויות בשוק העבודה, נרשמה עלייה מרשימה בשיעור התעסוקה; ברבע הראשון של שנת 2008 הגיעה האבטלה לשיעור הנמוך ביותר זה עשור – 6.3% מכוח העבודה (לוח 3 להלן). גם במאזן התשלומים ניכרו הסימנים של השלב המתקדם בתהליך הצמיחה: העלייה החדה בהשקעה והירידה בחיסכון הפרטי הביאו לצמצום העודף בחשבון השוטף – יחסית לרמה הגבוהה שנרשמה בשנת 2006 (לוח 4 להלן).

נתוני הרביע הראשון של 2008 מראים על המשך הצמיחה במשק. המשך ההתרחבות הובל על ידי זינוק בצריכה הפרטית וביבוא, אגב ירידה בעודף בחשבון השוטף הצפוי להפוך לגירעון במהלך 2008.

לוח 2

**התפתחות המקורות והשימושים, 2004 – 2008**

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי לעומת תקופה קודמת, במונחים שנתיים)

השינוי בארבעה רבעונים אחרונים	2008	2007		2006	2005	2004	
	רביע I	II	I				
							<b>המקורות והשימושים</b>
5.8	5.4	5.9	6.0	5.2	5.3	5.2	התוצר המקומי הגולמי
7.0	6.1	7.3	7.1	6.5	6.5	7.2	תוצר המגזר העסקי
6.9	4.4	6.6	8.6	3.9	4.9	3.1	השימושים המקומיים
4.1	6.2	4.6	5.4	5.1	4.0	4.7	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
12.8	-10.2	15.6	18.4	5.3	11.1	3.1	ההשקעה המקומית הגולמית
12.4	9.6	20.1	10.5	10.1	2.3	-0.4	מזה: ההשקעה בנכסים קבועים
11.9	12.6	11.2	9.5	5.9	4.3	18.1	היצוא
14.0	18.7	11.7	15.6	3.3	3.5	11.8	היבוא

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 3

**שוק העבודה, 2004 – 2008**

(שיעורי השינוי, אחוזים)

2008	2007				2006	2005	2004	
I	IV	III	II	I				
*2	0.3	0.8	1.3	1.2	3.2	3.9	3.0	סך כל המועסקים הישראלים
*7	0.6	-1.3	1.0	-0.1	1.3	1.8	2.5	השכר הראלי הממוצע למשרת שכיר
56.6	56.0	56.7	56.5	55.9	55.6	55.2	55.0	שיעור ההשתתפות (אחוזים)
6.3	6.7	7.2	7.5	7.8	8.4	9.0	10.4	שיעור האבטלה (אחוזים)

\* ינואר-אפריל 2007 לעומת ספטמבר-דצמבר 2007.

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



לוח 4

**מאזן התשלומים, 2004 – 2008**

(מיליארדי דולרים, מונחים שנתיים)

2007					
מחציות					
II	I	2006	2005	2004	
-2.2	-0.7	-1.1	1.7	3.3	עודף היבוא <sup>1</sup>
1.6	2.9	8.5	4.3	3.0	החשבון השוטף <sup>1</sup>
5.0	7.8	25.6	9.5	9.8	השקעות תושבי חוץ בישראל <sup>2</sup>
29.1	30.1	29.4	28.3	27.2	יתרות מטבע החוץ <sup>3</sup>
-39.8	-37.0	-32.3	-20.3	-10.1	החוב החיצוני נטו

1. מנוכה עונתיות, סכום המחציות אינו מסתכם לנתון השנתי.

2. ההשקעות הישירות ובמניות למסחר.

3. בבנק ישראל ובמוסדות המרכזיים, לסוף התקופה.

**מקור:** הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

**3. רווחיות המגזר העסקי**

במהלך מחזור הצמיחה חלה התאוששות משמעותית בשיעור התשואה על ההון הגולמי, שעלה מרמה של כ-14% בתקופת המיתון לכ-17%-18% לאחרונה. גם עלות העבודה ליחידת תוצר, המשמשת מדד ללחצי העלויות על המגזר העסקי, רשמה ירידה מתמשכת בתקופת הצמיחה. אולם סימנים ראשוניים לירידה ברווחיות הייצור ניכרו כבר ב-2007, כשעלות העבודה עלתה בכ-3%. מדד נוסף המעיד על פוטנציאל לפגיעה ברווחיות של המגזר העסקי, ובפרט במגזר המייצא – המושפע משמעותית מהחלשת הדולר בעולם, הוא שער החליפין הראלי. תרשים 2 (להלן) מראה כי הן שער החליפין האפקטיבי המשוקלל על פי שותפות הסחר של ישראל הן מחירי היצוא יחסית למחירי התוצר מראים על ייסוף ראלי בשנה האחרונה, הצפוי לפגוע בהמשך בהתפתחות היצוא. עם זאת, חשוב לציין כי בעבודות המחקר נמצא כי הכוח העיקרי המניע את היצוא הישראלי הוא הביקוש העולמי בענפי הטכנולוגיה העילית, ולשער החליפין הראלי תפקיד משני בהסבר התפתחות היצוא – שהמשיך להתרחב ברביע הראשון של 2008 בקצב מרשים.<sup>1</sup>

1 ראו מחקרם של לביא ופרידמן, 2006. מחקר זה מראה כי לשער החליפין הראלי השפעה מסוימת על היצוא, אך בעיקר בולטת השפעתו על היבוא. זו התעצמה על פני זמן.

לוח 5

**תנאי הייצור במגזר העסקי, 2001-2005**

(אחוזים, מונחים שנתיים)

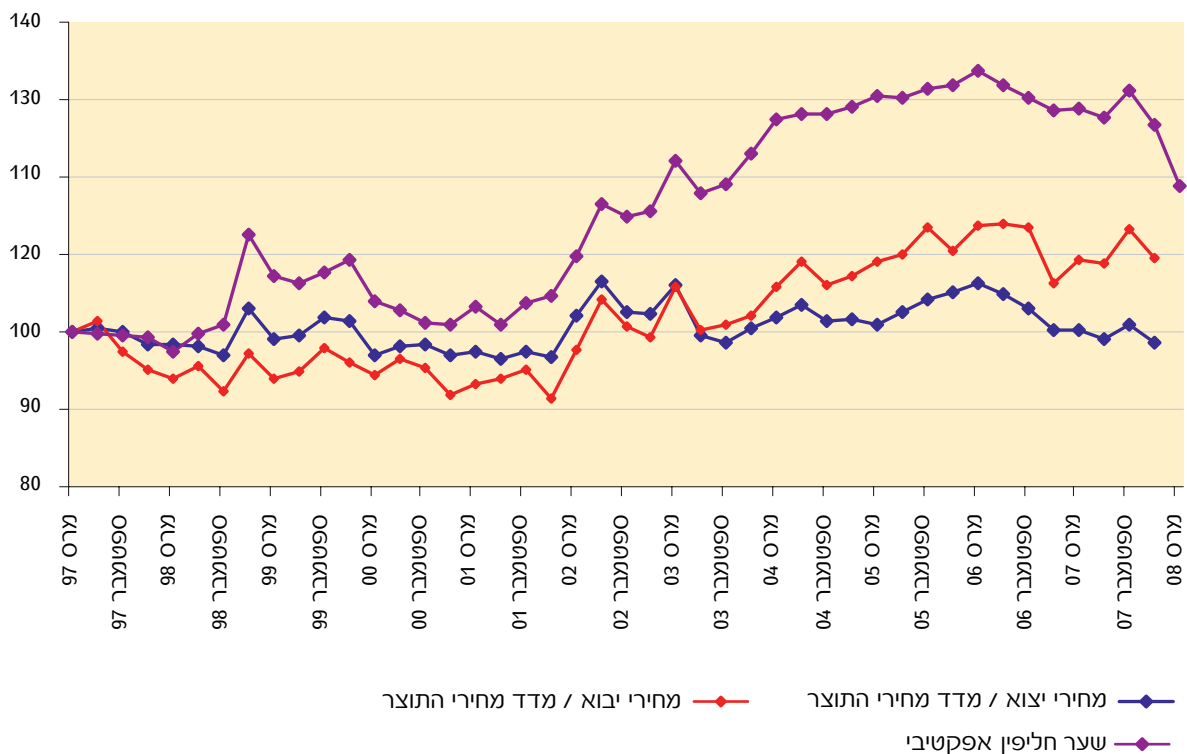
2007	2006	2005	2004	
5.0	2.6	2.7	1.1	תשומת העבודה
3.2	2.5	2.6	2.8	שיעור הגידול של מלאי ההון הגולמי
1.6	3.8	3.8	5.5	שיעור הגידול של הפריון הכולל
17.3	17.7	16.2	15.0	שיעור התשואה של ההון הגולמי <sup>1</sup>
2.1	1.7	1.5	1.5	שיעור השינוי של השכר הראלי הממוצע במגזר העסקי
2.9	-0.6	-1.9	-3.3	עלות העבודה ליחידת תוצר (במגזר העסקי)
4.5	3.0	-1.6	0.7	שיעור השינוי של שכר המינימום הראלי

1. לפני מס.

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תרשים 2

**מדדים לשער חליפין ראלי**



מקור: בנק ישראל.

#### 4. המדיניות הפיסקלית

בשנים האחרונות תמכה המדיניות המקרו־כלכלית בצמיחת המגזר העסקי. השילוב של צמיחה מהירה ומדיניות של יעד הוצאה הביא לתהליך ההפחתה של משקל ההוצאה הציבורית בתוצר (לוח 6). בד בבד נמשכה הרפורמה במערכת המס, שהתבטאה בין היתר בהמשך ירידת שיעור המס הסטטוטורי (תרשים 3 להלן). כאמור, הצמיחה המהירה אפשרה ירידה במשקל הגירעון הציבורי בתוצר למרות ההפחתה הנוספת בשיעור המס הסטטוטורי. השילוב של צמיחה מהירה וירידה בשיעור הגירעון בתוצר בא לידי ביטוי בירידה משמעותית בחוב הציבורי, שירד ב־6% תוצר לרמה שאמנם עדיין גבוהה בהשוואה בין־לאומית, אך לעומת זאת נמוכה ב־20% מהרמה ששררה בשלהי המיתון בשנת 2003.

לוח 6

#### המדיניות הפיסקלית: אינדיקטורים עיקריים, 2004 – 2008

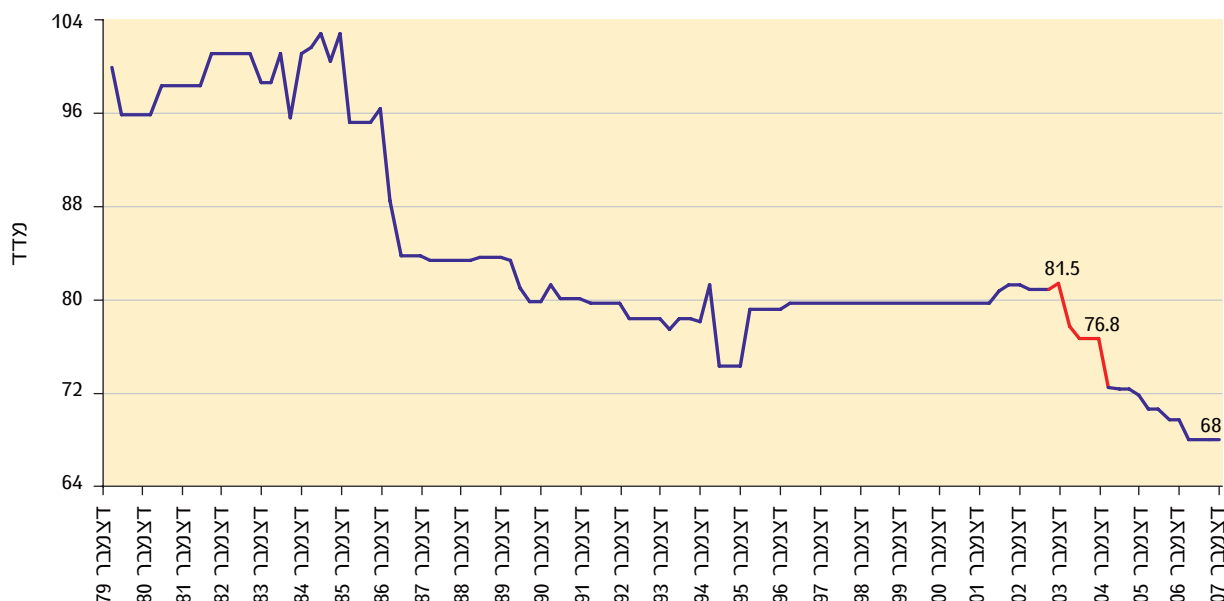
(אחוזי תוצר, מונחים שנתיים)

2008	2007	2006	2005	2004	
ינואר עד מרס					
	0.8	1.4	2.5	4.3	הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה
	2.0	2.0	2.8	3.4	תקרת הגירעון הכולל של הממשלה <sup>1</sup>
	0.0	0.9	1.9	3.6	הגירעון הכולל (בפועל) של הממשלה
	68.1	75.2	80.3	87.2	החוב הציבורי הכולל נטו
	80.6	86.6	95.7	99.9	החוב הציבורי הכולל ברוטו
	44.9	45.3	46.0	47.9	סך כל ההוצאה הציבורית
	36.6	35.8	36.1	36.1	סך כל המסים כולל מסי רכוש
					הסטייה מתוואי התקציב המקומי ללא אשראי של הממשלה המרכזית (במיליארדי ש"ח)
	2.5	15.0	8.8	-1.5	בהכנסות הממשלה
	-0.7	-6.2	0.3	-3.4	בהוצאות הממשלה
	2.9	20.6	9.6	1.9	בגירעון המקומי

1. משנת 2001 – תקרת הגירעון על פי חוק.

מקור: תקציב המדינה: עיקרי התקציב; הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; ועיבודי בנק ישראל.

### תרשים 3 שיעור המס הסטטוטורי, 1980-2007



מקור: סטרבצ'ינסקי ופלוג, 2007.

## 5. אינפלציה, שוקי הכספים ומדיניות מוניטרית

### 5.1 אינפלציה מתגברת

במהלך 2007 שהתה האינפלציה בישראל בתחום יעד האינפלציה (תרשים 4 להלן). במחצית הראשונה של השנה הייתה האינפלציה שלילית, ומאז יוני 2007 חלה האצה הדרגתית בקצב האינפלציה מעבר לצפיות האינפלציה כפי שנמדדו לפני שנה (תרשים 5 להלן). בחודשים הראשונים של 2008 נמשך התהליך של האצת האינפלציה, ולמעשה מאז דצמבר 2007 נמצאת האינפלציה ברמות של יותר מ-3% (כמעט 5% באפריל 2008), שהן מעל יעד האינפלציה של 1%-3%.

את התהליך האינפלציוני אפשר לתאר על ידי התייחסות לעקומת פיליפס של טווח קצר<sup>2</sup> במסגרת זו הגורמים המסבירים את קצב האינפלציה נובעים ממידת קשיחותה של המדיניות המוניטרית, כפי שהיא באה לידי ביטוי בריבית הראלית בשוק הכספים (ריבית חח"ד) ומלחצי ביקושים הנמדדים על ידי שיעור האבטלה (תרשים 6 להלן).<sup>3</sup> על פי המודל, צפויה האינפלציה ברבעון השני של 2008 להיות גבוהה מזו שברבעון הראשון (תרשים 7 להלן). מכיוון ששיעור האבטלה משפיע בפיגור של שני רבעונים לפחות, ואילו הריבית הראלית משפיעה בפיגור של רבעון

2 זוסמן ולביא, 2007.

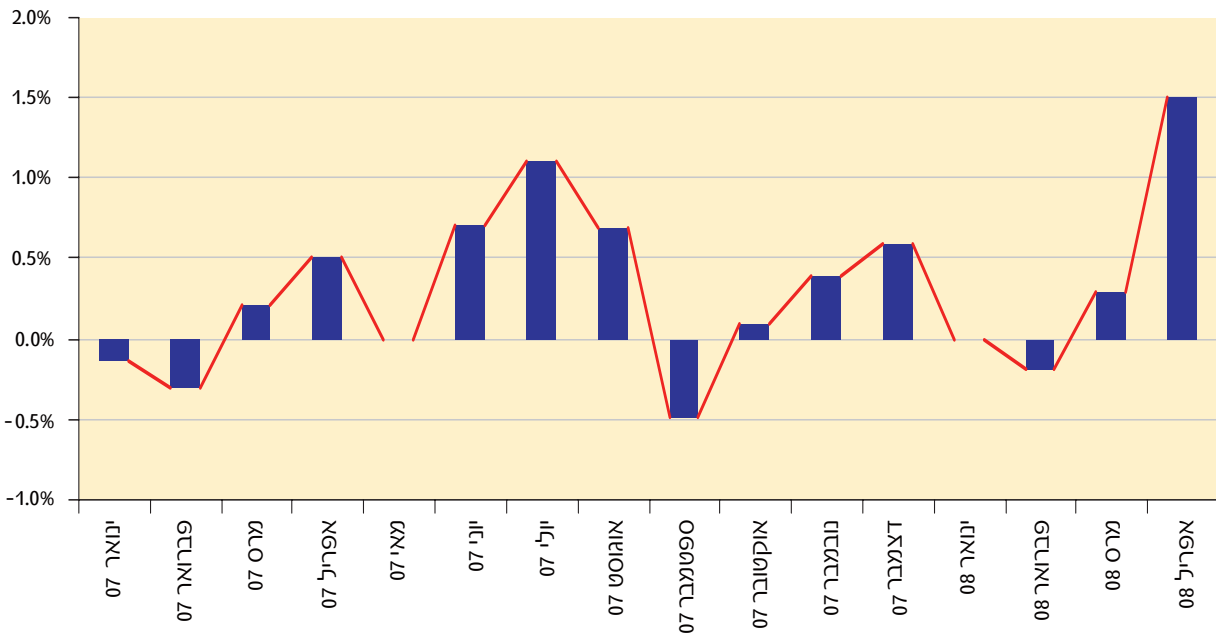
3 המודל הוא רבעוני ואינו מביא בחשבון את ההשפעות קצרות הטווח של שינויים בשער החליפין או קבוצות מחירים ספציפיות.

אחד, גם אם שיעורי הצמיחה במשק ירדו (ושיעור האבטלה יפסיק לרדת או אף יעלה) וגם אם הריבית הראלית תעלה כתוצאה ממדיניות מוניטרית תקיפה יותר, קצב האינפלציה צפוי להיות מעל היעד לפחות במשך שנת 2008.

למרות התנודתיות של האינפלציה ועלייתה מעל היעד בשנת 2008 היו הציפיות לאינפלציה יציבות, פרי האמינות המוניטרית שבנק ישראל רכש בשנים האחרונות. בניגוד למתרחש בארצות הברית, נראה שהציבור בישראל מאמין שהמדיניות המוניטרית מכוונת בראש ובראשונה לשמירה על יעד האינפלציה (בין היתר מכיוון שהשפעתו הראשונית של משבר הסב־פריים על המערכת הפיננסית בישראל הייתה מוגבלת יחסית להשפעתו בארצות הברית). עם זאת, בחודש מאי מסתמן שינוי קל במגמת הציפיות של האינפלציה לטווח של שנה (תרשים 8 להלן).

תרשים 4

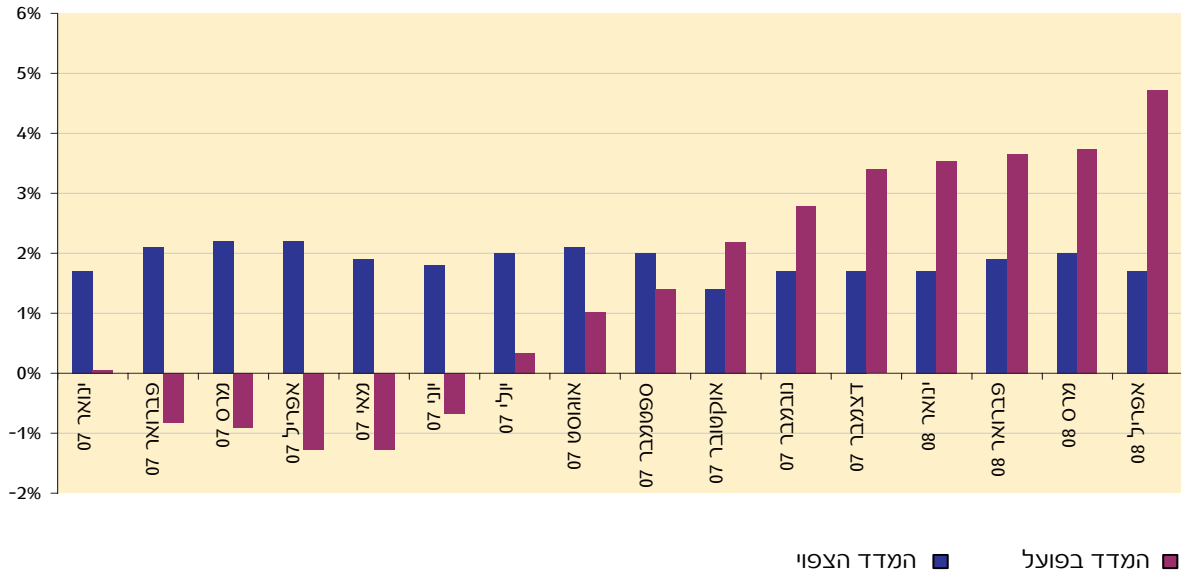
שיעור האינפלציה החודשי, ינואר 2007 – אפריל 2008



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; עיבודי המחברים.

תרשים 5

קצב האינפלציה הצפוי לשנה\* בהשוואה לקצב האינפלציה השנתי בפועל

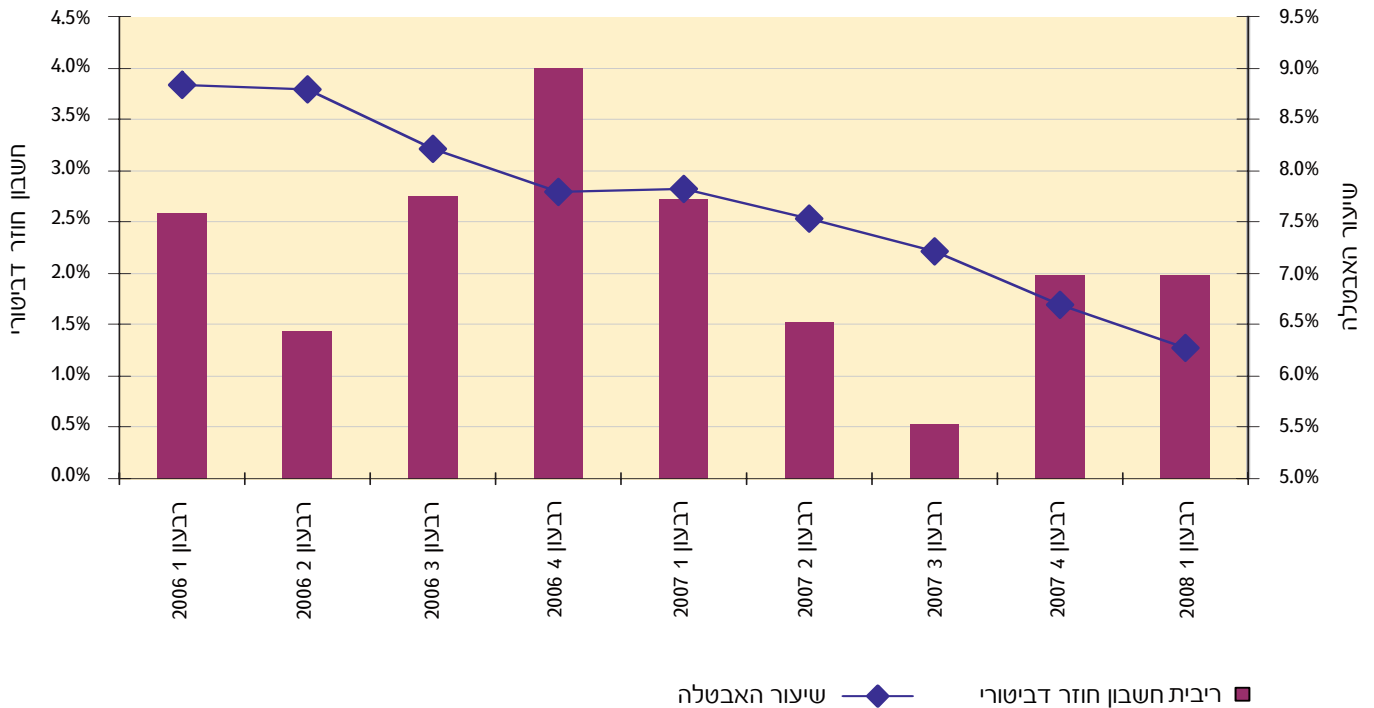


\* ניתוח ציפיות של בנק ישראל (הציפיות שנמדדו בשנה הקודמת).

מקור: בנק ישראל, דוח האינפלציה 2008, הרביע הראשון; הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרשים 6

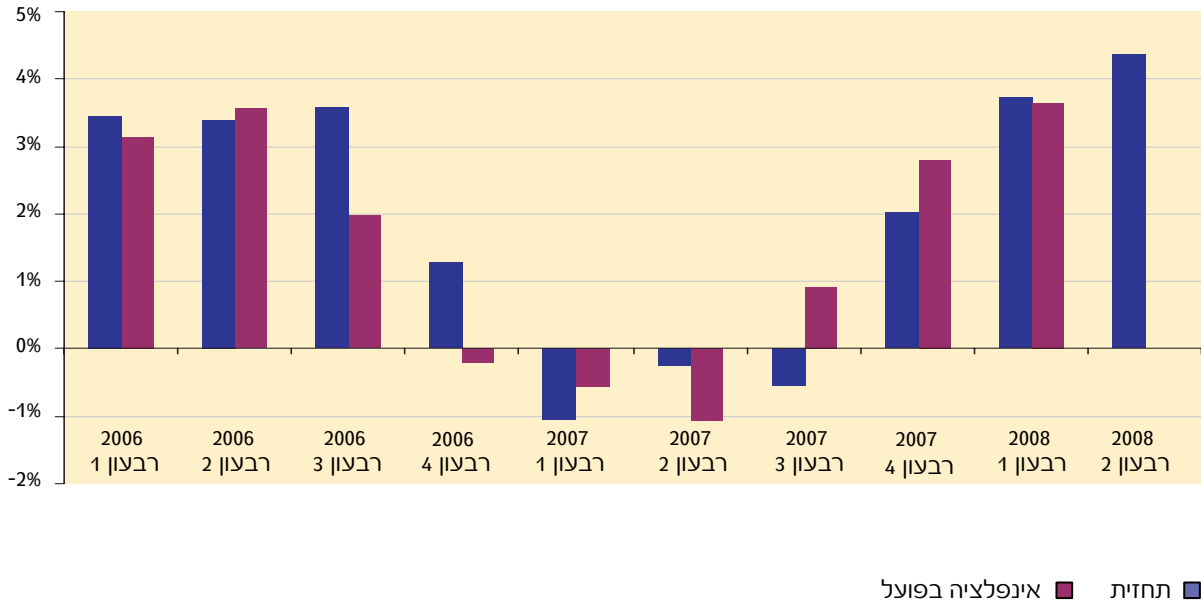
שיעור האבטלה ושיעור הריבית חזר דביטורי



מקור: נתוני בנק ישראל.

תרשים 7

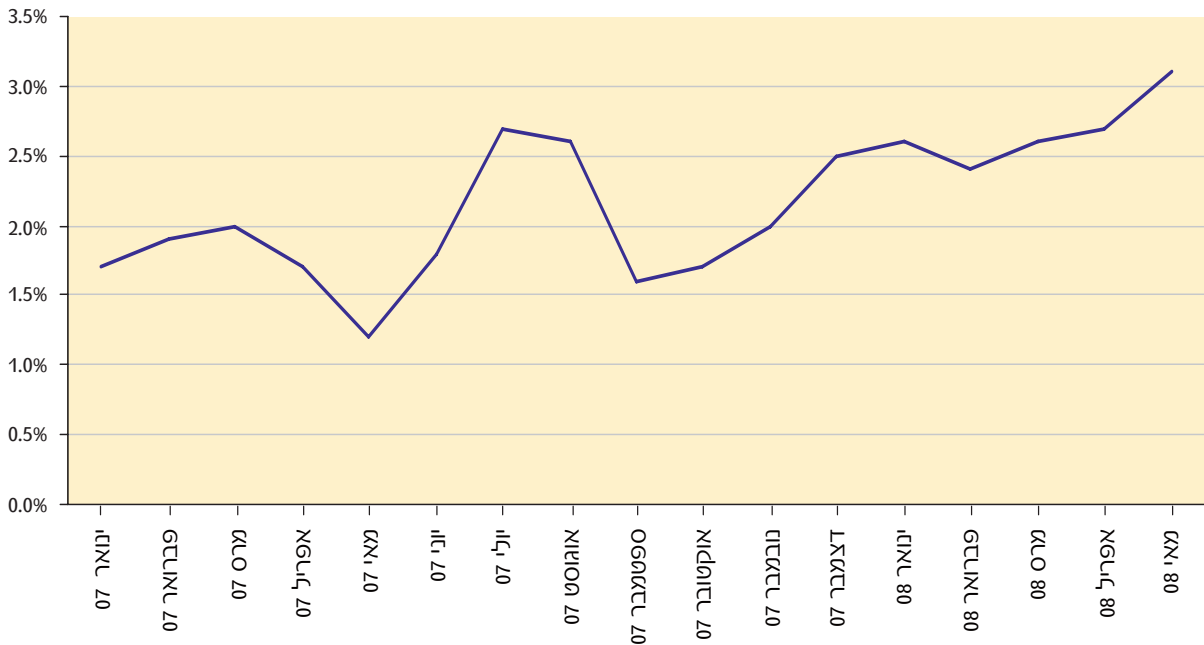
תחזית אינפלציה לפי עקומת פיליפס בהשוואה לאינפלציה בפועל



מקור: על פי מודל זוסמן ולביא, 2007; נתוני מחלקת המחקר, בנק ישראל.

תרשים 8

קצב אינפלציה שנתי צפוי, מניתוח שוק ההון



מקור: בנק ישראל, דוחות האינפלציה לשנים 2007-2008; עיבודי המחברים. הניתוח כולל את התחזיות המשתקפות משוק ההון וכן מתחזיות של הגופים הפיננסיים.

## 5.2. ייסוף השקל נמשך

גם בשנת 2007 נמשכה מגמת הייסוף של השקל אל מול הדולר. בשנת 2006 התחזק השקל אל מול הדולר בכ-8%, ואילו בשנת 2007 ההתחזקות הייתה בשיעור של יותר מ-9%. מאז תחילת 2008 קצב הייסוף הואך וכלל גם ייסוף אל מול האירו ומטבעות נוספים (תרשים 9 להלן), עד כדי כך שבנק ישראל התערב לראשונה בשוק המט"ח כדי למנוע ריצה לא מבוקרת אל השקל. למרות ההתערבות, בעת כתיבת שורות אלה ממשיך תהליך הייסוף. למעשה שיעור ההתחזקות של השקל בשנתיים האחרונות דומה לזה של ברזיל ומדינות במזרח אירופה הצפויות להצטרף לגוש האירו.

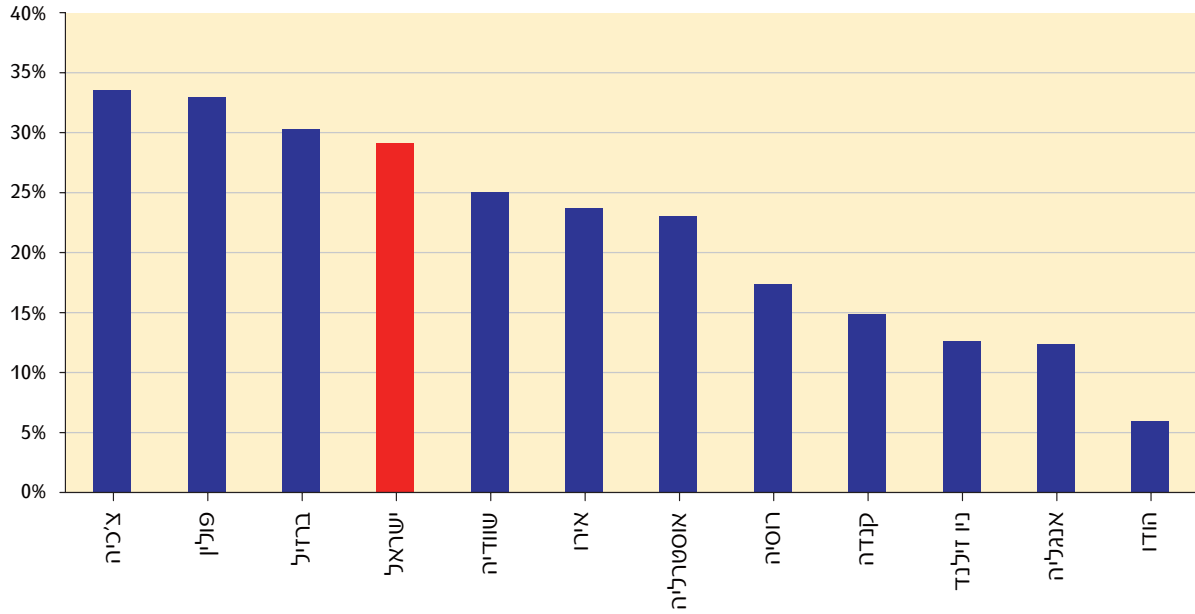
אחת השאלות המרכזיות היא אם ייסוף השקל משקף כוחות כלכליים בסיסיים או פעילות פיננסית (ספקולטיבית). מצד אחד נתוני הצמיחה המרשימים של ישראל והיציבות הפיסקלית והמוניטרית הם גורמים בסיסיים התומכים בהתחזקות השקל. כמו כן, לנוכח המשבר הפיננסי בעולם יש תהליך של החזרת השקעות פיננסיות מחו"ל לשוק ההון בישראל. מצד שני מסקירת המקרו לעיל אנו למדים שהמשק צפוי לעבור לגירעון בחשבון השוטף במהלך 2008 וב-2009. כמו כן, מנתוני מאזן התשלומים ניתן לראות האטה ניכרת בהשקעה הישירה בישראל ביחס ל-2006. ולבסוף, קצב האינפלציה בישראל עולה. הגורמים הנ"ל אמורים לפעול בכיוון של היחלשות השקל.

פרספקטיבה נוספת על ייסוף השקל ניתן לקבל על ידי השוואת השינוי בשער החליפין בפועל עם אלה המתבקשים ממודל של שוויון כוח הקנייה.<sup>4</sup> מודל שוויון כוח הקנייה אמור לתת פרספקטיבה של שיווי משקל לטווח ארוך הנובע מהפרשים צפויים בקצב האינפלציה של ישראל אל מול ארצות הברית. המודל אינו מביא בחשבון פערי ריביות של טווח קצר, תנועות הון של טווח קצר וכו'. תרשים 10 להלן מראה שעד אוגוסט 2007, קצב השינוי של שער החליפין נע סביב מגמת הטווח הארוך. אם אין לפנינו היחלשות פרמננטית של הדולר (למשל כתוצאה ממעבר לאירו כמטבע הבין-לאומי המוביל, או נטישת יעד האינפלציה על ידי Federal Reserve Bank), אמור להיות תיקון כלפי מעלה של הדולר בסדר גודל של יותר מ-15%. לסיכום, הייסוף של השקל בחודשים הראשונים של 2008 נראה כתופעה פיננסית בעיקרה ולא כזאת הנובעת מכוחות כלכליים בסיסיים, אלא אם נאמץ תרחיש שלפיו היחלשות הדולר בעולם היא פרמננטית.



תרשים 9

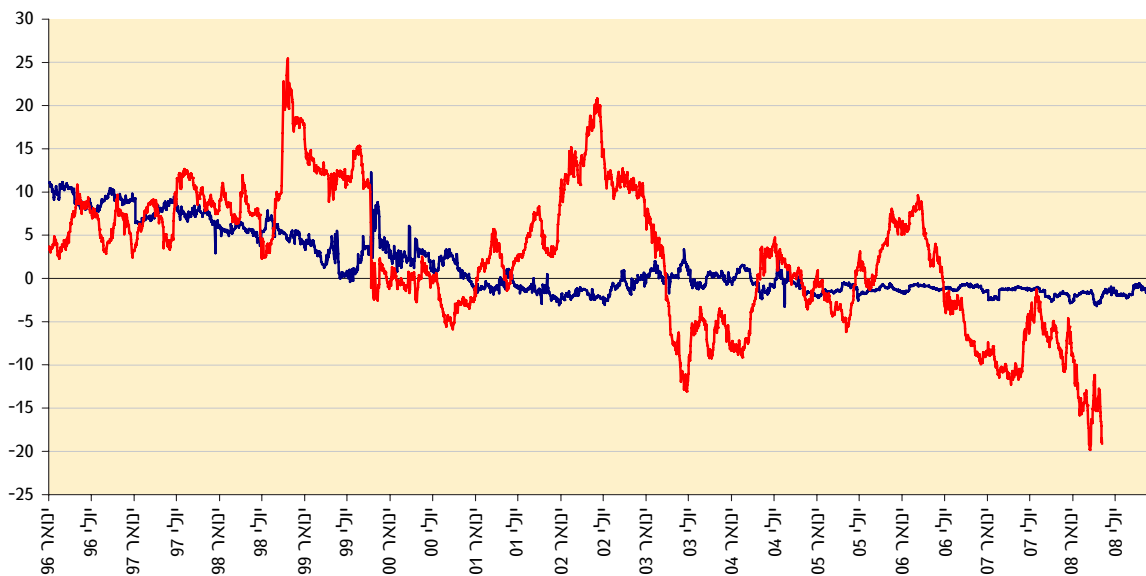
התחזקות מטבעות שונים מול הדולר,  
 ישראל, מדינות עם משטר יעד אינפלציה וחלק ממדינות BRIC



מקור: נתוני בנק ישראל וקרן המטבע הבינלאומית; עיבודי המחברים.

תרשים 10

שינוי בשע"ח של הדולר בפועל בהשוואה למודל של שוויון כוח הקנייה



— פחות צפוי בשנה הקרובה לפי PPP  
 — פחות בפועל בשנה הקרובה

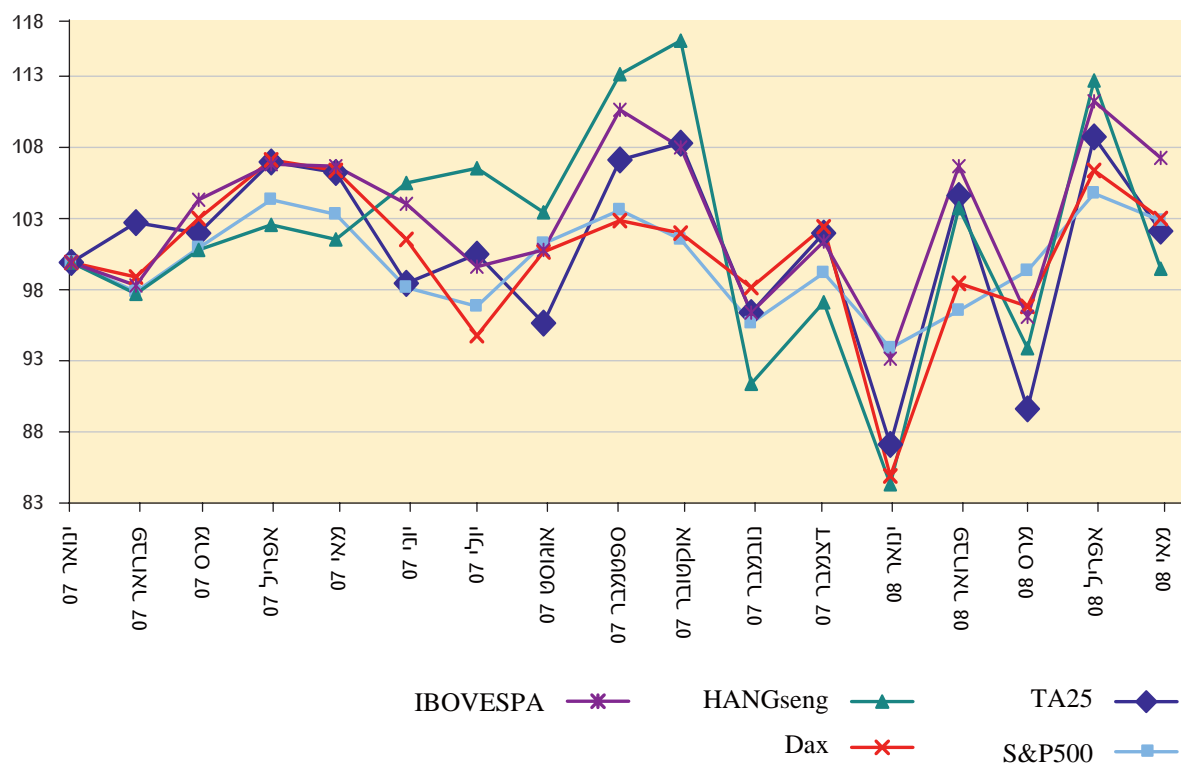
מקור: זוסמן וסעדון, 2007; נתוני בנק ישראל.

### 5.3. יציבות פיננסית

המשק הישראלי הוא חלק משוק ההון הגלובלי, ובשנת 2007 ותחילת 2008 חווה שוק ההון הישראלי תופעות דומות לאלה של שוקי הון אחרים, הן מפותחים הן מתפתחים. שוק ההון הגלובלי מאופיין במתאם גבוה של מחירי נכסים (co-movement) ובהידבקות של מדינות ממשברים המתרחשים בשווקים בודדים (contagion). כך אנו רואים מתאם גבוה מאוד בין שוקי המניות בעולם ללא קשר למידת חשיפתם למשבר הסב־פריים (תרשים 11).

תרשים 11

שינוי מדדים שונים בבורסות בעולם ובישראל (בסיס, ינואר 2007=100)



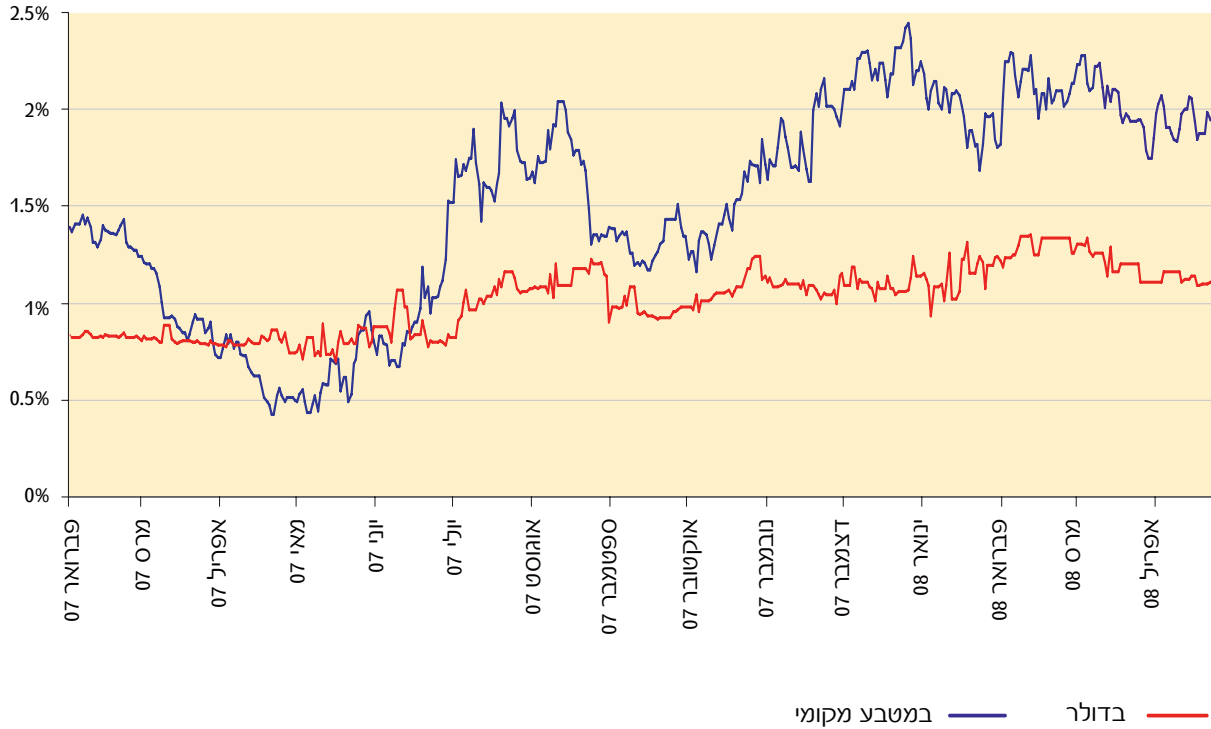
מקור: בלומברג; עיבודי המחברים.

בשוק איגרות החוב התאפיינה השנה בהיפוך מגמה – בתחילת השנה ירדה פרמיית הסיכון של משקים מתעוררים, ובכללם ישראל, במה שבדיעבד ניתן לכנות בועה. מאז יולי 2007 עלתה פרמיית הסיכון ועמה מרווחי הריבית בין ישראל לארצות הברית. בתרשים 12 להלן אנו רואים את מרווח הריבית בין ישראל לארצות הברית עבור איגרות חוב לטווח של עשר שנים. התרשים מתווה את פער הריביות עבור איגרות חוב של ממשלת ישראל הנקובות בדולרים ואת פער הריביות עבור איגרות חוב של ממשלת ישראל הנקובות בשקלים, ושתי הסדרות אל מול איגרות חוב של ממשלת ארצות הברית. השוואת פער התשואה עבור איגרות החוב הנקובות בדולרים מאפשרת מדידה ישירה של פרמיית הסיכון (ופרמיית נזילות) שכן אין באיגרות חוב אלה סיכון של שער החליפין. מהתרשים עולה כי במחצית השנייה של 2007 חלה קפיצה בפרמיית הסיכון, והיא עלתה לרמה של יותר מאחוז. השוואה של מרווח איגרות החוב הדולריות לאלה הנקובות בשקלים מראה שעד יולי 2007 צפו המשקיעים

התחזקות של השקל לטווח הארוך, ומאז קיץ 2007 (כאשר שער החליפין היה בערך 4 ש"ח לדולר) הציפיות, הנגזרות מההפרש במרווח הדולרי למרווח במטבע מקומי, הן לפיחות של השקל לעומת הדולר לטווח של כ-10 שנים (תוצאה העקבית עם הניתוח ארוך הטווח של שער החליפין המבוסס על שוויון כוח קנייה, הצופה תיקון בשער החליפין).

תרשים 12

**פערי התשואה בין אג"ח ממשלת ארצות הברית לבין אג"ח ממשלת ישראל, סחירות בדולר בהשוואה לסחירות במטבע מקומי\***



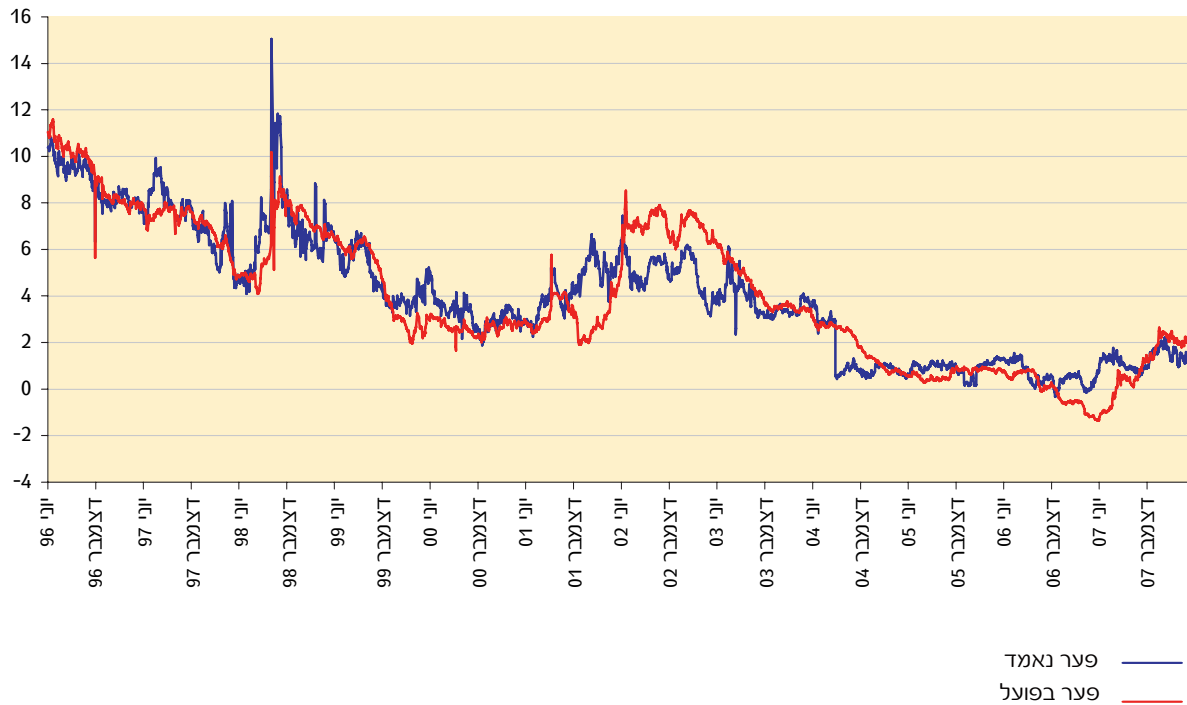
\* פער התשואה, אג"ח ממשלת ארצות הברית בהשוואה לאג"ח ממשלת ישראל, 'בדולר' – שני הנכסים נסחרים בדולר, 'במטבע מקומי' – אג"ח ישראל נסחר בשקלים, ואג"ח ארצות הברית נסחר בדולר.

**מקור:** הבורסה לניירות ערך, תל אביב; Federal Reserve Bank; עיבודי המחברים.

התבוננות במרווחי הריבית של הטווח הקצר (מק"ם לשנה אל מול אג"ח של ממשלת ארצות הברית לשנה) מחזקת את התמונה המתקבלת משוק האג"ח לטווחים ארוכים. בתרשים 13 (להלן) אנו רואים את מרווח הריביות לטווח של שנה – ואכן הוא נמצא ברמה של כ-2% – רמה המשקפת בעיקרה את פרמיית הסיכון שעלתה מאז קיץ 2007. בתרשים אנו מתווים את פער הריביות הנגזר ממודל של שוויון שיערי ריבית לא מכוסה המבוסס על פרמיית סיכון מדינה, פרמיית נזילות, סיכון שער חליפין ופיחות צפוי על פי מודל של שוויון כוח הקנייה (זוסמן וסעדון, 2007). התבוננות בתרשים מראה שפער הריביות בפועל קרוב לזה הנאמד ועל כן עקבי עם התנאים הכלכליים הבסיסיים.

תרשים 13

פערי התשואה בין אג"ח ממשלת ארצות הברית לשנה לבין מק"ם לשנה



מקור: זוסמן וסעדון, 2007; נתוני בנק ישראל.

לסיכום, נראה ששוק ההון הישראלי מתנהג באופן דומה לזה של השווקים הגלובליים הן באפיק המניות הן באפיק איגרות החוב (עליית המרווחים), למעט עלייה בפרמיית הסיכון, נראה ששוקי איגרות החוב לטווח הקצר ולטווח הארוך אינם צופים זעזועים נוספים מבית ומשקפים בכך אמונה ביציבות המוניטרית.

**5.4 המדיניות המוניטרית**

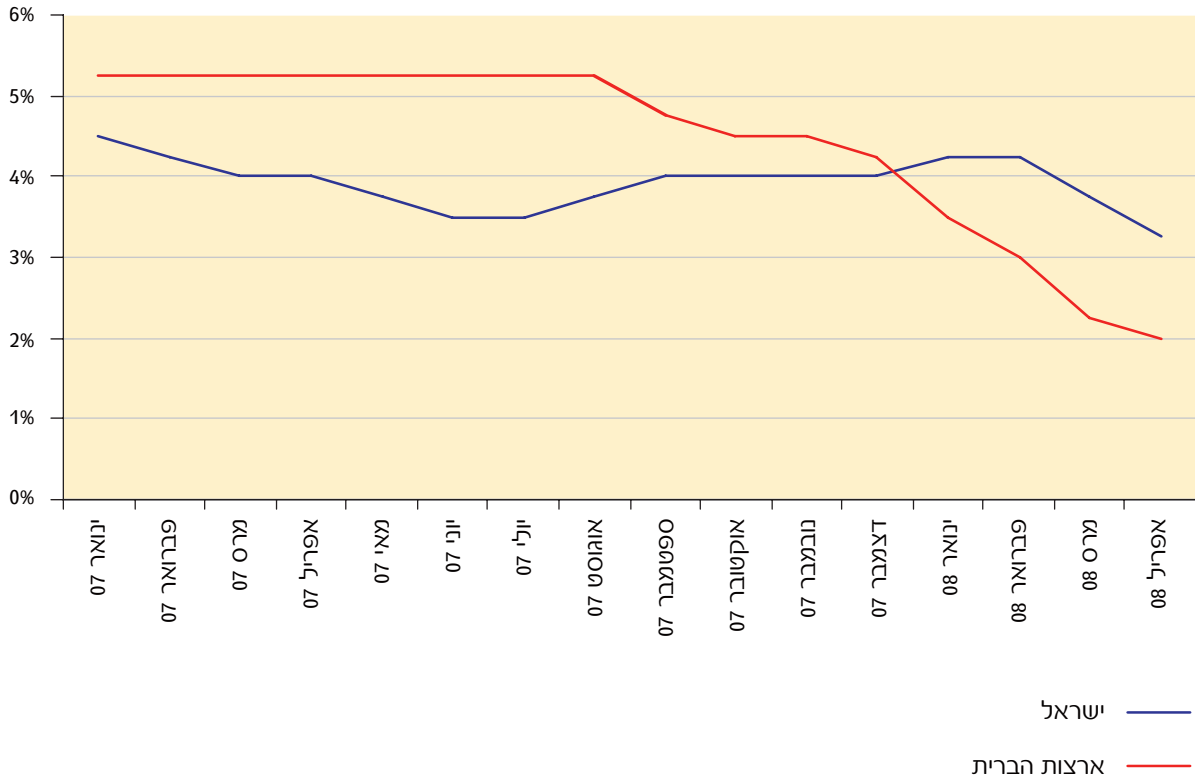
שנת 2007 התאפיינה ביציבות יחסית של המדיניות המוניטרית, כפי שהיא באה לידי ביטוי במדיניות הריבית של בנק ישראל שנעה במרווח שבין 3.5%-4.5% (תרשים 14 להלן). נראה שעיקר שימת הלב של המדיניות היה בשמירה על יעד האינפלציה. ברבעון הראשון של 2008, כאשר התבררה עצמתו של המשבר הפיננסי בארצות הברית, ומתוך חשש למיתון וליציבות של המערכת הפיננסית בישראל, הופחתה ריבית בנק ישראל בחדות והגיעה לשיעורה הנמוך ביותר (3.25%). הפחתות הריבית התרחשו בתקופה של האצה בקצב האינפלציה, ולכן ניתן לראות פעילות זו של בנק ישראל כפעילות אנטי-מחזורית ומייצבת. לפחות עד מאי 2008 לא ראה הציבור במדיניות הריבית שינוי פרמננטי בהתנהגות בנק ישראל, שכן הציפיות האינפלציוניות נשארו כמעט ללא שינוי.

הייסוף המהיר של השקל היה משום אתגר נוסף למדיניות המוניטרית של בנק ישראל. הייסוף החד של השקל בחודש מרס 2008 הגיע למצב חריג שאילץ את בנק ישראל להתערב בשוק

ולרכוש דולרים, לראשונה מאז ניוד השקל, כדי להרגיע את שוק המט"ח. כמו כן הכריז הבנק על תכנית של קניות יומיות של 25 מיליון דולר במטרה להגדיל את רזרבות המט"ח. מאז ההתערבות חזר שער החליפין לרדת, אף מעבר לנקודת ההתערבות, עם זאת, מניתוח הציפיות לאינפלציה ושוקי איגרות החוב נראה שאמינות המדיניות נותרה בעינה.

תרשים 14

הריבית המוכרזת של הבנק המרכזי, ישראל וארצות הברית



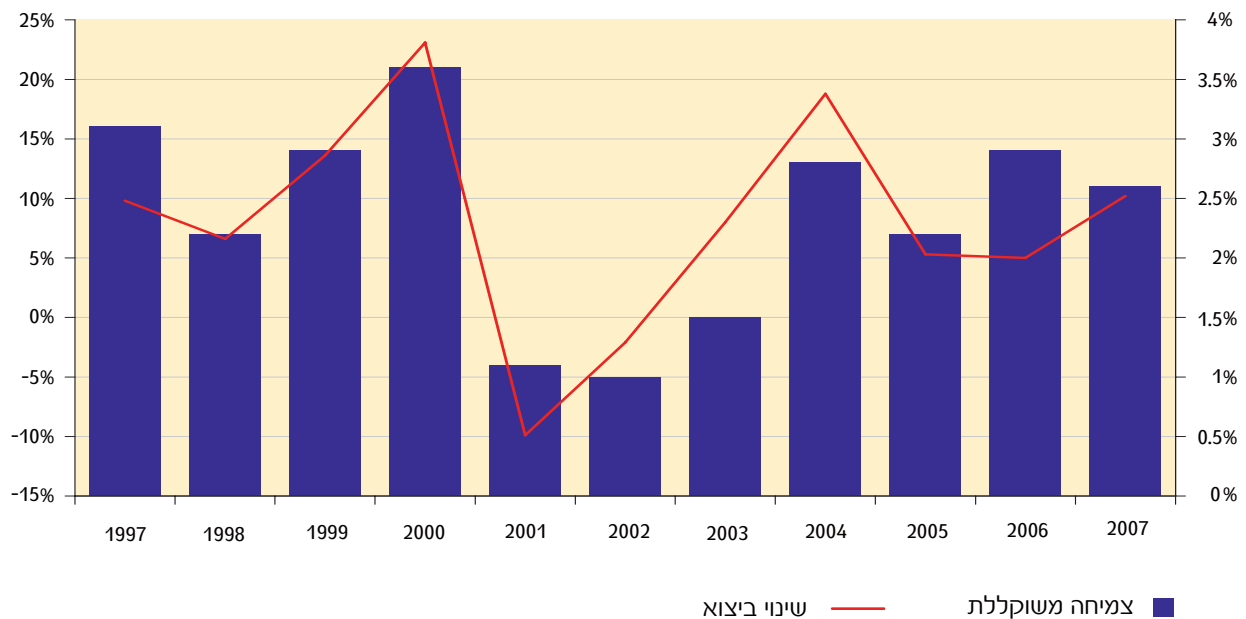
מקור: בנק ישראל, Federal Reserve Bank.

## ב. אפיקי ההשפעה של המשבר הפיננסי העולמי על ישראל

המשבר הפיננסי העולמי שפרץ בארצות הברית בסוף יולי 2007 התבטא עד לרגע כתיבת שורות אלה בירידת מחירי המניות במרבית שוקי העולם; במחיקות עתק במוסדות פיננסיים בעולם בעקבות התפוגגות ערכם של נכסים פיננסיים ממונפים; בהקשחת תנאי קבלת אשראי לעסקים ולפרטים, בעיקר בארצות הברית ובאירופה; בעלייה במרווחים על אג"ח קונצרני בעולם כולו; במחנק נזילות הבא לידי ביטוי בחוסר רצונם של בנקים, בארצות הברית בעיקר אך גם באירופה, לספק נזילות למערכת; בהאטה כלכלית הנובעת מענף הבנייה ומהצריכה הפרטית (בארצות הברית) ובהאטה הנובעת מהיצוא ומצריכה פרטית (במדינות אחרות); בשלב זה עדיין אין סימנים לבעיות חמורות באשראי צרכני בארצות הברית, אך נראה שזהו רק עניין של זמן; בהפחתות ריבית רבות וחדות בארצות הברית שנועדו לצמצם את עומקו ונזקיו של המשבר וגרמו בתוך כך לנפילה של הדולר מול מרבית המטבעות בעולם; בעליות חדות במחיריהם של נכסים פיננסיים שלא נפגעו במשבר (הסחורות) ובראשם מחירי האנרגיה והמזון; עליית מחירי הסחורות הובילה לעליית מדרגה בציפיות האינפלציוניות ובאינפלציה בפועל בעולם כולו באופן שנראה לאחרונה בראשית שנות השמונים.

תרשים 15

קצב הצמיחה הכלכלית של 'הלקוחות' של ישראל והשינוי ביצוא הישראלי



\* לקוחות = ארצות הברית, מרחב האירו ויפן.

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; עיבודים והערכות של אגף הכלכלה, התאחדות התעשיינים.

## 1. ההשפעות של המשבר על תחומים שונים במשק הישראלי

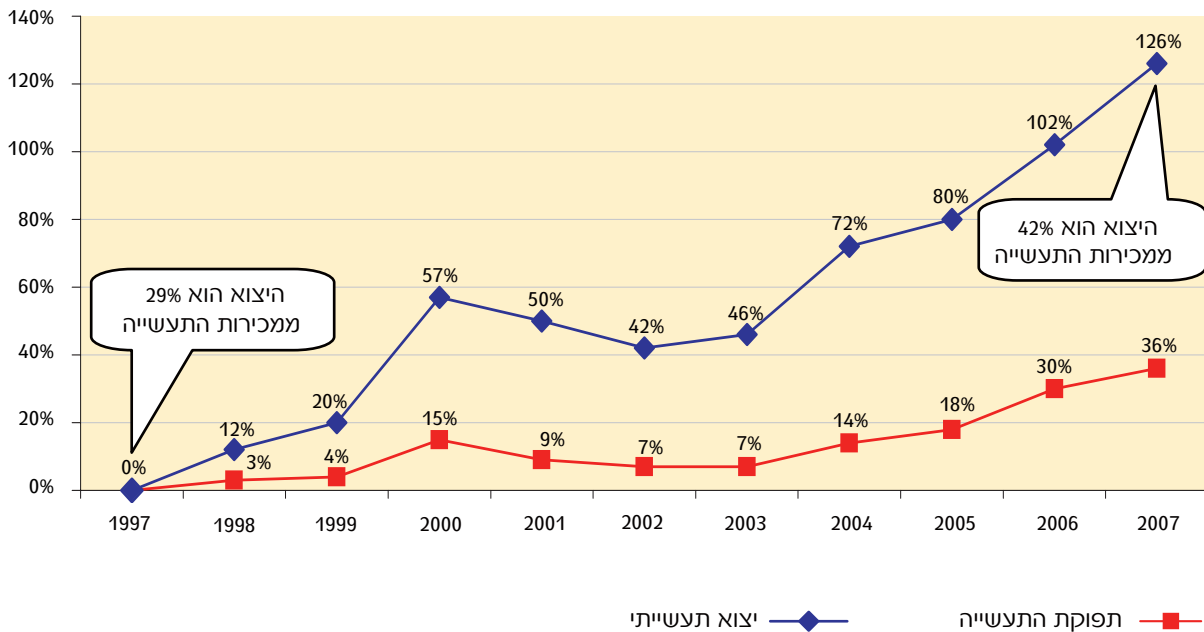
### 1.1 השפעה ישירה על הפעילות הכלכלית

משקלו הגבוה של היצוא בתוצר הישראלי (45%) ומרכזיותו של היצוא לארצות הברית בסך היצוא (כשליש) פירושו שהאטה אמריקנית תוביל להאטה ישראלית.

#### (1) השלכות על התעשייה הישראלית

צמיחת התעשייה בשנים האחרונות היא צמיחה מוטת יצוא. ב-5 השנים החולפות (2003-2007) תרם היצוא התעשייתי כ-80% מצמיחת התעשייה, ועיקר הגידול ביצוא נגזר מצמיחת ענפי הטכנולוגיה העילית. כך כשני שלישים מצמיחת התעשייה בשנים האחרונות נגזרים ישירות מהצלחתן של תעשיות הטכנולוגיה העילית בשוקי חו"ל, ושוק היעד המרכזי של ענפים אלה הוא ארצות הברית.

תרשים 16  
צמיחה מוטת יצוא בתעשייה,  
שיעורי שינוי ריאליים מצטברים מאז 1997



מקור: עיבודי אגף הכלכלה, התאחדות התעשיינים.

בשלב זה לא נראה כי האטה זו בכלכלת ארצות הברית היא משום איום ממשי להמשך צמיחת היצוא התעשייתי, בעיקר בשל יתרונו היחסי הבולט בתחום הטכנולוגיה העילית, וכן בשל העובדה שלמרות התרבות סימני ההאטה בכלכלה האמריקנית, נראה שתחום הטכנולוגיה העילית בארצות הברית ממשיך לצמוח בקצב מהיר. אמנם מדד טק-פולס, העוקב אחר מצב מגזר הטכנולוגיה בארצות הברית, מצביע על סימנים ראשוניים להאטה בקצב הגידול, אולם עדיין מדובר בעליות חדות ביותר מדי חודש – מדד אפריל 2008 עלה בשיעור שנתי של 19.7% לעומת גידול של כ-22% ב-12 החודשים שקדמו לו. עם זאת, ברבעון הראשון של 2008 הסתמנה ירידה בהשקעות (ללא דיור) בארצות הברית. כיוון שהיצוא התעשייתי הישראלי הוא בעיקרו מוצרי השקעה, תיתכן השפעה דרך ערוץ זה.

## (2) השלכות על ענף השירותים

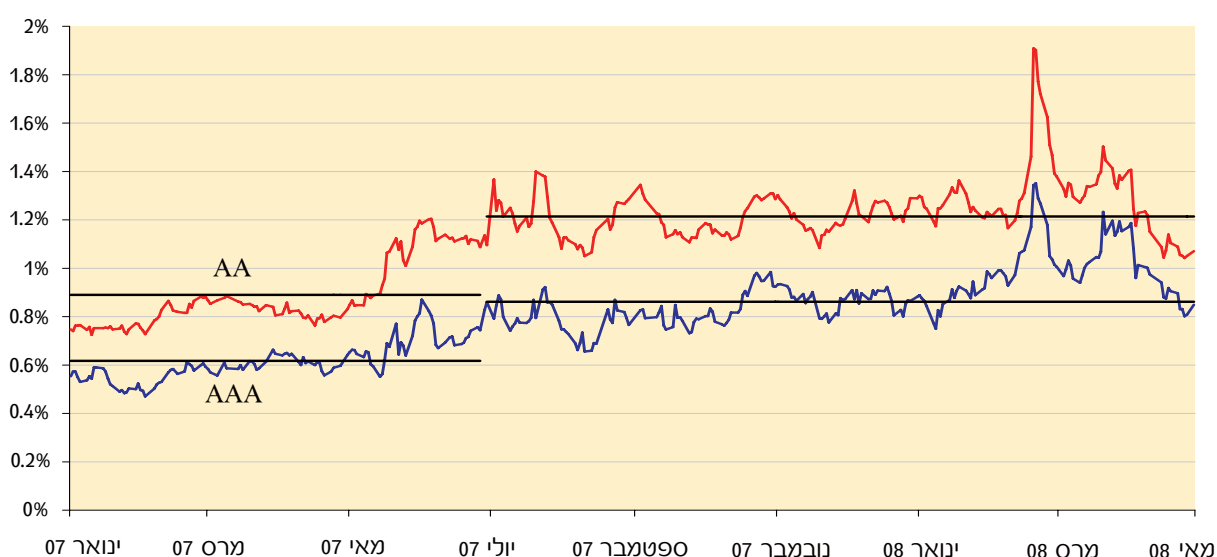
ענף נוסף שחשוף להשפעת ההאטה בביקושים העולמיים הוא ענף השירותים. נכון להיום מעסיקים ענפים אלה כ-66% מכלל המועסקים במגזר העסקי (כ-1.2 מיליון), ב-4 השנים האחרונות (2004-2007) גדל מספר המועסקים בענפים אלו ב-197,000 מועסקים, כ-60% מכלל תוספת המועסקים באותה תקופה. יצוא השירותים בישראל הוא כ-31% מכלל היצוא, וב-5 השנים האחרונות הוא רשם גידול מצטבר של 57%, שהם כ-8.5 מיליארד דולר. יצוא השירותים מגוון מאוד ומקיף ענפי משק, כמו ספנות, ביטוח, מחשוב, בנקאות, עריכת דין, ראיית חשבון, לוגיסטיקה, בלדרות ועמילות מכס, שירותי תכנה, שירותים רפואיים, שירותי השכלה גבוהה, מוקדי שירות, תיירות וארגון תערוכות. חשיפתו של מגזר השירותים ויצוא השירותים להשפעת ההאטה בביקושים העולמיים דומה לזו של מגזר תעשיית הטכנולוגיה העלית.

### 1.2. השפעה על שוקי ההון וההשפעה העקיפה דרכם

גופים מכל קצוות תבל שרכשו את המכשירים הפיננסיים המתוחכמים מגובי הנכסים או מגובי המשכנתאות, סבלו מחיקות של מאות מיליארדי דולרים. גופים פיננסיים בישראל נקלעו גם הם לאותה סיטואציה. בישראל כמו בעולם כולו תומחרו מחדש הסיכונים הפיננסיים. המרווחים על איגרות החוב הממשלתיות בהשוואה לאלה של ממשלת ארצות הברית. כמו כן המרווחים על אג"ח קונצרני עלו מדרגה ביולי 2007 ונותרו במדרגה הגבוהה יותר גם עתה (תרשים 17). לזהירות הרבה יותר של המשקיעים יש כמובן השפעה חיובית, אבל בו בזמן היא מקשה על גיוס ההון במשק. התייקרות האשראי וירידה בנזילות המוסדות הפיננסיים הן ערוץ תמסורת משמעותי השונה מערוצי התמסורת במשברים קודמים. למעשה, בארצות הברית חששו שהמשבר הנוכחי דומה לזה של 1929 בהשלכותיו על התיווך הפיננסי, ומכאן הסכנה למשבר עמוק וחריף במיוחד. פעילות נמרצת ונחרצת של הנגיד האמריקני ברנקה ו-Federal Reserve Bank פעלה כדי למנוע את התדרדרות המשבר לממדים של 1929. עם זאת עדיין צפויות השלכות על האשראי במשק הישראלי.

תרשים 17

### הפער בין התשואות על אג"ח קונצרניות בדירוגים שונים לאג"ח ממשלת ישראל



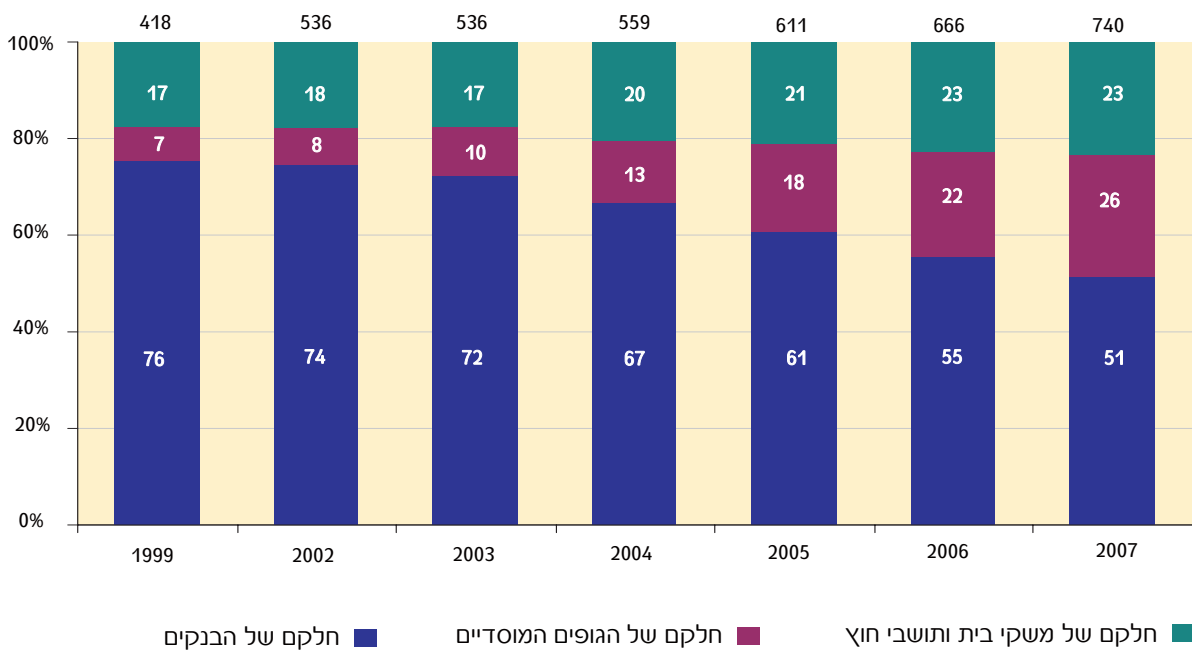
מקור: הבורסה לניירות ערך, תל אביב; עיבודי פסגות – בית השקעות.



מאז שנת 2002 הולכת ומתעצמת המגמה של החלפת אשראי בנקאי באשראי חוץ-בנקאי (אשראי ממשקיעים מוסדיים, מתושבי חוץ וממשקי בית). לפיכך בעוד האשראי החוץ-בנקאי התרחב בשנים 2002-2006 ב-150%, האשראי הבנקאי הצטמצם ב-7.5% כתוצאה מכך הוכפל משקלו של האשראי החוץ-בנקאי בסך האשראי העסקי – מ-23% ב-2001 ל-45% ב-2006. בולט בתקופה זו האשראי מהמשקיעים המוסדיים, רובו ככולו באמצעות רכישת אג"ח, שגדל בכ-300%, ומשקלו עלה בצורה דרמטית – מ-7% ל-22%. כמו כן בולט ב-2007 הגידול באשראי העסקי שניתן על ידי משקי בית, בעיקר באמצעות רכישת קרנות נאמנות שהשקיעו באג"ח סחירות, והגידול ברכישת אג"ח (בעיקר סחירות) על ידי משקיעים מוסדיים. הגידול המואץ באשראי העסקי נמשך ואף הואץ משמעותית במחצית הראשונה של 2007, אך למן הרבעון השלישי של השנה נעצרה מגמת הגידול. מניית שוק הנפקות האג"ח על ידי המגזר העסקי עולה תמונה דומה. בעוד במחצית הראשונה של 2007 גייס המגזר העסקי 48 מיליארד ש"ח באמצעות אג"ח, במחצית השנייה, לאחר פרוץ משבר האשראי, ירד היקף הגיוסים ל-30 מיליארד ש"ח. סך היקף הגיוסים של המגזר העסקי באמצעות אג"ח ב-2007 היה כפול מהיקפו ב-2006.

תרשים 18

חלקם של הגופים המוסדיים באשראי למגזר העסקי  
בהשוואה לבנקים המסחריים



הערות:

1. שיעורי השינוי מוצגים במחירים קבועים.
2. היתרה במיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2007.

מקור: מחלקת יציבות פיננסית, בנק ישראל.

5 שיעורי השינוי מוצגים במחירים קבועים.

לפי הערכות גורמים במערכת הבנקאות, בשנת 2008 תחול האטה בקצב גידול האשראי העסקי. מצד ההיצע תשרור רמה גבוהה של סלקטיביות בשוק האשראי החוץ-בנקאי בארץ – העלייה בתשואות ובמרווחים תעיב על שוק הנפקות האג"ת, בייחוד בקרב החברות הלא מדורגות<sup>6</sup> ואלה עם דירוגים בינוניים. ואכן, מגמת הירידה שהסתמנה במחצית השנייה אשתקד החריפה בשליש הראשון של 2008. בתקופה זו נרשם גיוס בהיקף של כ-12 מיליארד ש"ח, נמוך אף מקצב הגיוס של 2006. בד בבד, ומסיבות דומות, יחול צמצום בזמינות מקורות המימון העומדים לרשות חברות ישראליות בשווקים הפיננסיים העולמיים, תוך כדי נקיטת מדיניות סלקטיבית במתן אשראי מצד גופים פיננסיים בחו"ל.

כתוצאה מכך יפנו חברות לקבלת מימון ממערכת הבנקאות המקומית. ניתן להניח שדווקא החברות היותר מסוכנות הן אלה שיתקשו להשיג מימון בשוק החוץ-בנקאי, ולכן הן יפנו אל הבנקים. אולם קרוב לוודאי שהבנקים יהדקו את הפיקוח על הלקוחות ויקשיחו את מדיניות מתן האשראי. יש להניח כי הבנקים יסתמכו לא רק על התוצאות העסקיות של החברות בשנים האחרונות אלא יבססו את מדיניות האשראי על הערכת התוצאות העתידיות על רקע המשבר וההאטה הכלכלית הצפויה.

לפיכך אנו צופים כי על רקע ההאטה שתחול בסך האשראי העסקי במשק, תיבלם, לפחות בשלב זה, המגמה של השנים האחרונות שאופיינה בעלייה חדה בנתח האשראי החוץ-בנקאי. בד בבד יש לצפות לעלייה במרווחי האשראי במשק על רקע המשבר והעלייה בסיכון האשראי.

### 1.3. אינפלציה הנובעת מעליות מחירים בתחום המזון והסחורות

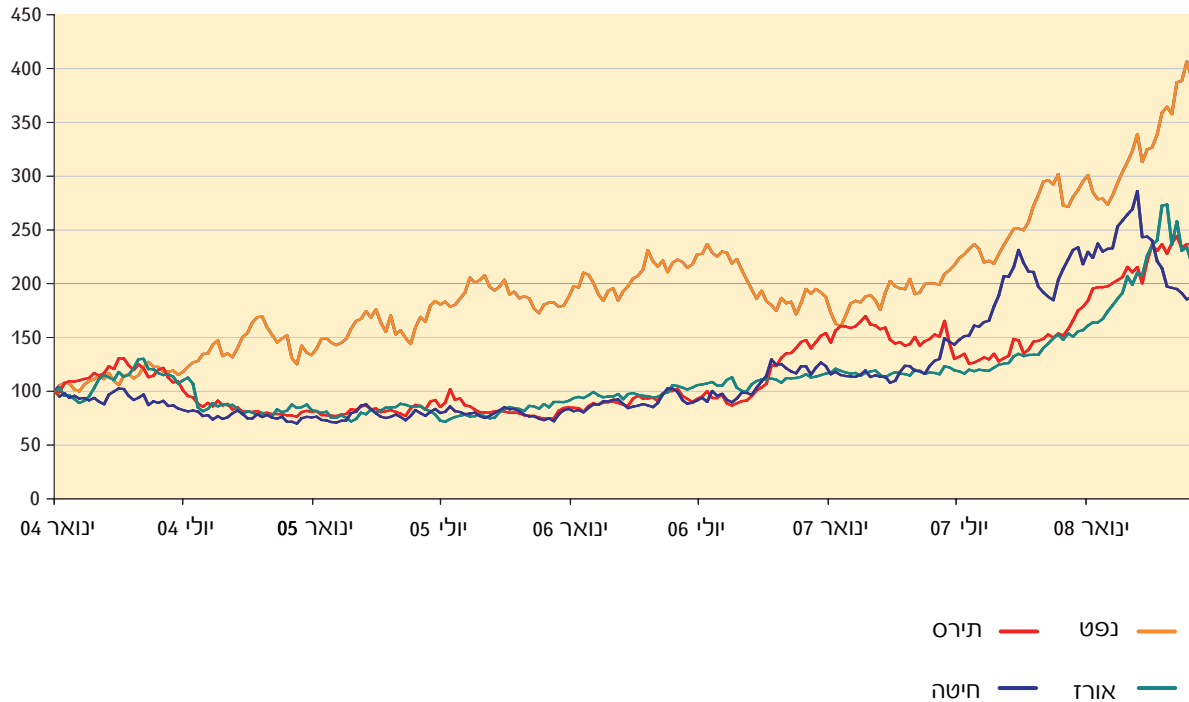
מגמת העלייה במחירי הסחורות הנובעת מהצמיחה הגלובלית היא גורם אינפלציוני חשוב, המתאגר את המדיניות המונית. אולם נדמה כי בעיה קשה זו הוחרפה בחודשים האחרונים עם פרוץ המשבר הפיננסי: האכזבה מאפיקי השקעה כמו המניות, שמחיריהן בחודשים מאז פרוץ המשבר דשדשו בדרך כלל ברמה הנמוכה בכ-10% מרמת השיא שלהן, השפעת הכסף הזול שהוזרם למערכת הפיננסית כדי לייצבה, וזמינות מכשירים פיננסיים משוכללים המאפשרים מסחר נוח כמעט בכל סחורה, הביאו לביקושים ספקולטיביים שמעצימים את עליות המחירים.

---

6 על פי נתוני S&P מעלות, משקל גיוסי ההון הבלתי מדורג מתוך סך היקף הגיוסים ב-2007 הסתכם בכ-10% בלבד, אף שאחוז החברות שהנפיקו חוב לא מדורג מסך החברות המנפיקות הגיע ל-60%. יתרה מזו, למן הרבעון האחרון של 2007 כמעט לא בוצעו הנפקות אג"ח בלתי מדורגות.

תרשים 19

מדד מחירי הסחורות החקלאיות, 1 בינואר (2004=100)



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; בלומברג; עיבודי פסגות – בית השקעות.

הזינוק במחירי הסחורות החקלאיות גרם מהומות מזון במדינות עניות, והאמרת מדד המחירים לצרכן בשאר המדינות, ישראל בהן. בד בבד נוצרים בישראל לחצים על תקציב המדינה להקל את מצבן של השכבות החלשות. הלחצים האינפלציוניים העולמיים הם כנראה זמניים, אך יש חשש שיתגלגלו גם לביקושים המקומיים.

## 2. השפעה על שוק המט"ח

הדולר נחלש מול מרבית המדינות בעקבות ציפיות להאטה כלכלית בארצות הברית ובעקבות הפחתות הריבית המרובות בארצות הברית. לשער החליפין יש נטייה למחזוריות, והכיוון יכול להתהפך בתוך פרק זמן קצר, אולם בינתיים פוגעת היחלשותו המשמעותית של הדולר במשקים שלהם רכיב יצוא גבוה לארצות הברית. ישראל בוודאי נמצאת בקטגוריה זו. השקל התחזק מול הדולר ב-25%, ב-24% החודשים שהסתיימו באפריל 2008.

להערכתנו, הייסוף הוא גורם שעשוי לאיים על המשך צמיחת היצוא התעשייתי. הייסוף החד שוחק באופן ניכר את רווחיות היצוא וכושר התחרות של היצואן הישראלי. המדד המשקף בצורה המיטבית את השחיקה ברווחיות היצואן הוא מדד עלות העבודה ליחידת תוצר ביצוא, המביא בחשבון את התפתחות פריון העבודה (תוצר לשעת עבודה), את העלות לשעת עבודה בתעשייה, את

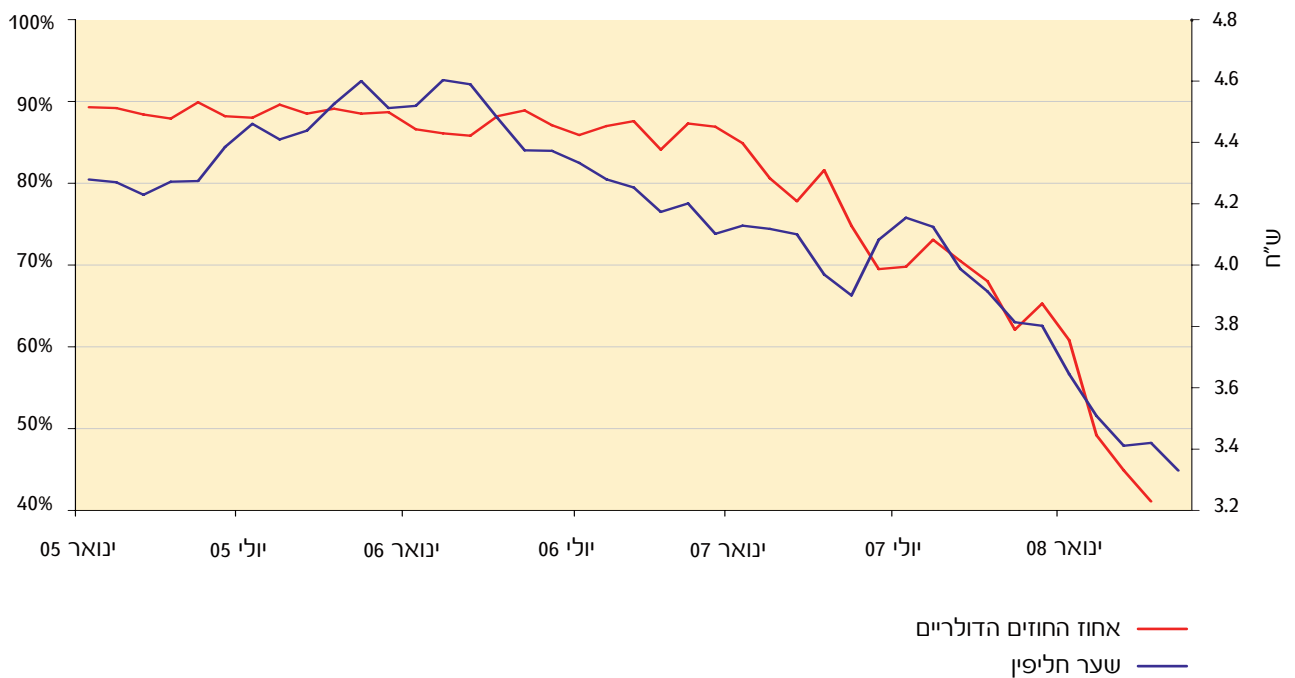
התפתחות תנאי הסחר (היחס בין מחירי היצוא התעשייתי למחירי יבוא חומרי הגלם) ואת השפעת התיסוף בשערו של השקל ביחס לדולר.

מאז הרבע הראשון של 2006 עלה מדד עלות העבודה ליחידת תוצר ביצוא בשיעור מצטבר של קרוב ל-27%, שמשמעותו שחיקה ניכרת ברווחיות היצוא. שחיקה זו נגזרה בעיקרה מהתיסוף החד שחל בשנתיים החולפות בשערו של השקל ביחס לדולר (25%) לצד הרעה ניכרת בתנאי הסחר, הנובעת מכך שבעוד מחירי חומרי הגלם המיובאים<sup>7</sup> לתעשייה עלו דולרית בשיעור חד של 23%, מחירי היצוא התעשייתי עלו בשנתיים החולפות בשיעור דולרי מתון יחסית של כ-11%. עליית מחירי חומרי הגלם המיובאים נובעת, כאמור, מהמגמה העולמית של התייקרות מחירי הסחורות. מגמה זו מחריפה את הפגיעה ברווחיות חברות התעשייה הישראליות, הפועלות גם בשוק המקומי בתנאי תחרות קשים בשל החשיפה הכמעט מוחלטת ליבוא מתחרה שהוזל.

אחת מתוצאות הלוואי החיוביות של התחזקות השקל העקבית בשנתיים החולפות היא הירידה במידת הדולריזציה בישראל. בתוך שנתיים ירד חלקם של חוזי השכירות המתחדשים הצמודים לדולר מקרוב ל-90% לכ-40%. הירידה בדולריזציה, שליוותה את המשק גם שנים אחרי שהושגה יציבות אינפלציונית, מצוינת למשק כיוון שהיא מאפשרת חופש גדול יותר בניהול המדיניות המוניטרית ומגדילה את יציבות המחירים על ידי הקטנת התמסורת משער החליפין התנודתי לרמת המחירים.

תרשים 20

### שער החליפין ואחוז חוזי השכירות המתחדשים בדולרים



מקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

## ג. תרחישים מקרו-כלכליים לשנים 2008-2015 בראי האפשרות להאטה כלכלית ומשברים פיננסיים

לאחר כ-5 שנים של צמיחה מהירה עומד המשק לפני האטה לנוכח האפשרות למשבר פיננסי ולמשבר נדל"ן מתמשך בארצות הברית והאטה בקצב התרחבות הכלכלה הגלובלית. המדיניות הפיסקלית שהונהגה בשנים אלה קצרה הישג חשוב – השגת אמינות שהתבטאה בין היתר בהעלאת דירוג האשראי של המדינה על ידי סוכנויות הדירוג הבין-לאומיות. דילמת המדיניות העומדת לפני מקבלי ההחלטות היא אם להמשיך במדיניות הנוכחית על יעדיה תוך כדי התעלמות ממחזור העסקים, או שמא אפשר לנצל את האשראי שהושג בשנים האחרונות (אגב תשלום מחיר, לעתים כבד, של השכבות החלשות באוכלוסייה) כדי לפעול באופן אנטי-מחזורי.<sup>8</sup> בפרק זה נציג כמה תרחישים המבוססים על אופן פעולה שונה של המדיניות הפיסקלית. התרחישים נעשו על ידי שימוש במודל מקרו-כלכלי ראלי עבור המשק הישראלי של מחלקת המחקר של בנק ישראל.<sup>9</sup>

מטבע הדברים, המודל האקונומטרי אינו מביא בחשבון השפעות של שינויים באמינות המדיניות על הפרמטרים המקרו-כלכליים – כך למשל לא הובאה בחשבון האפשרות שהעלאת יעד ההוצאה במסגרת מדיניות אנטי-מחזורית תפגע באמינות הפיסקלית באופן שתתערער היציבות הפיננסית ותיפגע הפעילות הראלית.

### 1. ההוצאה הציבורית וההתפתחויות הכלכליות עד 2015

#### 1.1. מבוא והתוצאות העיקריות

פרק זה מתאר את ההתפתחויות הכלכליות הצפויות עד 2015, בהנחות שונות על תוואי ההוצאה הציבורית. המטרה היא לבדוק מה הן דרגות החופש של קובעי המדיניות, כלומר מהו תחום הגידול של ההוצאה הציבורית שניתן להתמיד בו בטווח הארוך תוך כדי עמידה ביעדים הפיסקליים מצד אחד, והתמודדות עם האטה כלכלית מצד שני. מטרת התגובה הפיסקלית להאטה היא להקטין את הפגיעה ברווחה על ידי החלקת התנודה בשיעור האבטלה, בהספקת השירותים הציבוריים ובתשלומי ההעברה לנפש.

בחרנו לבדוק את ההתפתחויות הכלכליות בשלושה תרחישים של גידול בהוצאה הציבורית: תרחיש מצמצם של גידול של 1.7% לשנה, העקבי עם גידול ההוצאה לפי המצב החוקי הקיים; תרחיש מרחיב של גידול של 4.1% לשנה;<sup>10</sup> וגידול של 2.7% לשנה, שהוא תרחיש ביניים. במסגרת התרחישים לא נבחנה אפשרות לשנות סעיפי הוצאה בתוך התקציב והשפעתם הדיפרנציאלית האפשרית על מגזרים שונים ועל התנהלות מחזור העסקים.

ההתפתחויות החזויות עד 2015 התקבלו על ידי סימולציה של המודל המקרו-כלכלי הראלי של מחלקת המחקר בבנק ישראל בשנים 2009-2015, וכנקודת המוצא שימשה תחזית מקרו-כלכלית

8 בשנים האחרונות נקטה מדיניות פרו-מחזורית (זעירא וסטרבצ'ינסקי, 2007).

9 בחרנו להתמקד בתרחישים הנגזרים מהאטה כלכלית אפשרית. לניתוח של תרחיש של סיכון ביטחוני, ראו את חוברת הכנס בשנה שעברה.

10 על פי הערכות מחלקת המחקר של בנק ישראל, מספר זה עקבי עם יישום מידי של כל החלטות הממשלה הקיימות. על פי הערכות אגף התקציבים, הסבירות לגידול בהוצאות הממשלה בסדר גודל זה רחוקה מהמציאות התקציבית של השנים הבאות.

משותפת לכלל התרחישים לשנת 2008. מלבד כלל ההוצאה השונה ההנחות בנוגע להתפתחותם של משתני הרקע הנוספים בתרחישים זהות.

ההנחה המרכזית המשותפת לכל התרחישים היא המשך המשבר הפיננסי העולמי ואף החרפתו בשנת 2009. כתוצאה מכך הנחנו פגיעה גם בפעילות הראלית העולמית, המתבטאת בשיעורי גידול נמוכים יחסית של הסחר העולמי בשנים הקרובות. מכיוון שהמשבר הנוכחי הוא משבר פיננסי בעיקרו, הנחנו ששיעורי הריבית הראלית בשוק יעלו, התפתחות המבטאת עלייה ניכרת בפרמיות הסיכון ואף מחנק אשראי. הריבית הראלית והגידול של הסחר העולמי משתווים לשיעוריהם בטווח הארוך לקראת סוף התקופה.<sup>11</sup>

התוצאות מצביעות על תחלופה בין השגת היעדים הפיסקליים, מיתון הירידה המחזורית בתוצר ורווחה. מדיניות מצמצמת, שבמסגרתה ההוצאה הציבורית תגדל בשיעור של 1.7%, מביאה למחיר כבד במונחי רווחה, והדבר מתבטא בייחוד בעלייה של שיעור האבטלה לרמה של 8.3% בשיא, בירידה מתמדת בכמות השירותים הציבוריים לנפש, העשויה להתבטא גם בסעיפי החינוך, הבריאות ותשלומי ההעברה. מדיניות זו מצליחה להשיג הפחתה ביחס חוב-תוצר לרמה של פחות מ-60% בשנת 2015.<sup>12</sup>

מדיניות מרחיבה, שבמסגרתה ההוצאה הציבורית תגדל בשיעור של 4.1%, מצליחה לבלום כמעט לחלוטין את הגידול באבטלה בעקבות הירידה בפעילות בשנים 2008-2009, אך היא איננה בת התמדה, מכיוון שהיא יוצרת מגמה של התבדרות של היחס חוב-תוצר וגם גירעונות הולכים וגדלים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים.

תרחיש ביניים, שבמסגרתו ההוצאה הציבורית תגדל בשיעור של 2.7%, מצליח למתן את הירידה המחזורית בשיעור הצמיחה בשנתיים הקרובות, וזאת תוך כדי שמירה על רמה קבועה של הספקת שירותים ציבוריים לנפש. אמנם יחס חוב-תוצר אינו יורד ב-2009, אך לאחר מכן הוא יורד בהתמדה, אם כי באטיות, כך שבסוף התקופה הוא עדיין גבוה מכ-70% תוצר.

## 1.2. ההנחות המרכזיות המשותפות לכל התרחישים

כאמור, בבסיס כל התרחישים יש מספר רב של הנחות זהות, ובייחוד ההנחה בנוגע להתפתחותו של המשבר העולמי. ההנחות המרכזיות המשותפות הן:

- יציבות במצב הביטחוני.<sup>13</sup>
- עלייה מתמדת בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה כתוצאה מגורמים ארוכי טווח.
- ירידה מתמדת בשיעור הגידול של האוכלוסייה עד 1.6% בשנה בסוף התקופה.
- הרעה מתמדת בתנאי הסחר החיצוניים כתוצאה מהתייקרות של חומרי הגלם הראשוניים והסחורות האחודות, עד 2013, ולאחר מכן יציבות בתנאי הסחר.

11 המודל מניח חזרה לערכים של שיווי משקל של טווח ארוך ללא השפעת מחזור עסקים חיובי. מובן שאם יתממש תרחיש של מחזור עסקים חיובי, יעדי המדיניות יושגו במהירות רבה יותר, אך בשלב זה לא ניתן להעריך את עצמתו של התיקון המחזורי או את משכו, ועל כן נבחר תרחיש של התכנסות לתוואי של הטווח הארוך.

12 יש להדגיש שהכוונה היא לתוצאות סימולציה של המודל. בפועל, כמו ב-2007 ייתכן גידול בהוצאה הציבורית לנפש (העקבי עם החלטת הממשלה מס' 509 מספטמבר 2006, שאפשרה חריגה מהיעד עבור השנים 2007 ו-2008 בגין פיצויים עבור ההתנתקות ומלחמת לבנון השנייה). כמו כן, גם תחת יעד מצמצם תתאפשר תחלופה בין סעיפי הוצאה, למשל הקטנת ההוצאה לביטחון כדי לשמור על רמת הוצאות אזרחת לנפש.

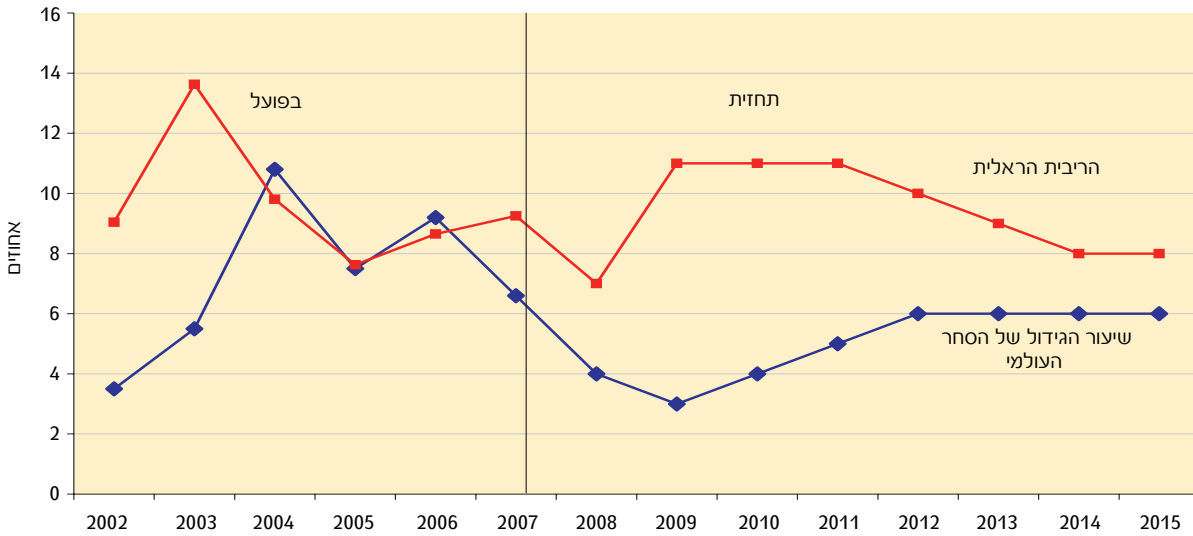
13 תרחיש של הרעה במצב הביטחוני אינו בלתי סביר, אך הוא כבר נידון בכנס קיסריה 2007.

- יציבות במספרם של העובדים הזרים.
- ביצוע מלא של תכנית הפחתת המס הקיימת עד 2010.

שיעורי הגידול החזויים של הסחר העולמי ושער הריבית הראלית מתוארים בתרשים 21.

תרשים 21

שיעורי גידול כמותיים של הסחר העולמי ושער הריבית הראלית לטווח הקצר, 2015–2002



מקור: מחלקת המחקר, בנק ישראל.

### 1.3 המדיניות הפיסקלית בתרחישים השונים ומשמעותה

בלוח 7 (להלן) מופיע תיאור מפורט של המדיניות הפיסקלית בכל אחד מהתרחישים לעיל. התרחישים נבדלים:

- א. בשכר למשרת שכיר בשירותים הציבוריים.
- ב. בצריכה האזרחית של הממשלה.
- ג. בתשלומי ההעברה לנפש.
- ד. בהשקעות בתשתית.

כיוון שהמצב הביטחוני זהה בכל התרחישים, הנחנו שהצריכה הביטחונית הכמותית תהיה זהה בכלם וסדרי הגודל שלה כאן מתיישרים עם מסקנות ועדת ברודט לבדיקת הוצאות הביטחון.

**ההנחות בדבר משתני המדיניות והמשתנים האקסוגניים העיקריים**

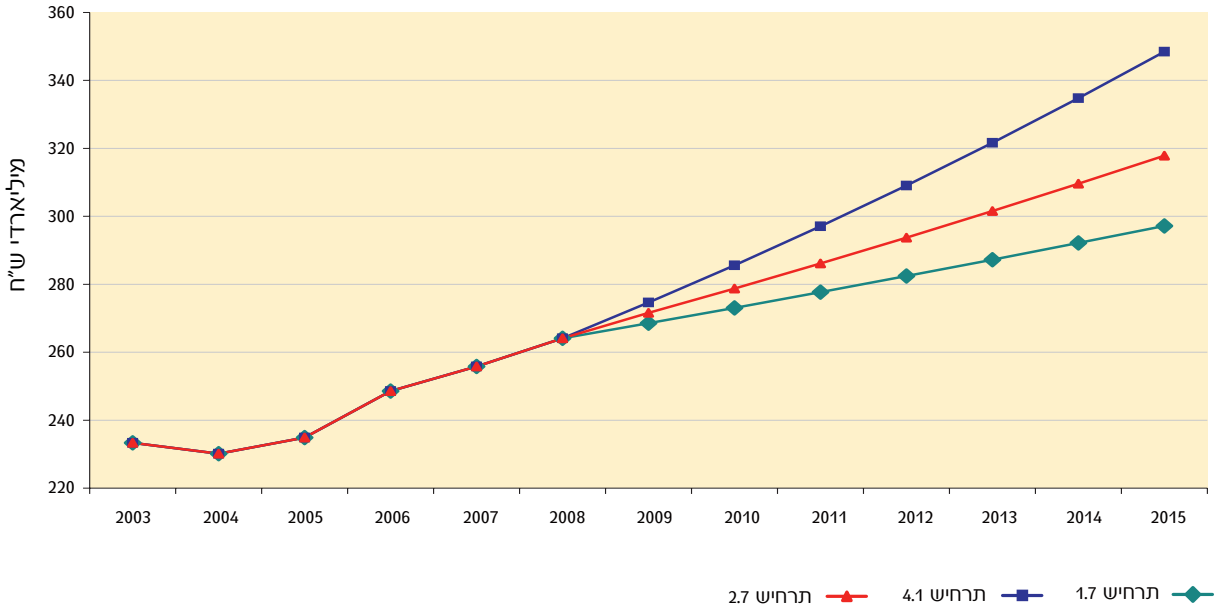
אחוזי שינוי							
2015-2009			2008	2007	2006	2005	
תרחישים							
גידול	גידול	גידול	תחזית	בפועל			משתני המדיניות
2.7	4.1	1.7					
1.8	2.5	1.0	0.0	1.0	2.1	- 2.1	1. שכר לשכיר בשירותים הציבוריים
1.5	3.0	1.0	2.0	4.2	1.1	0.8	2. תשומת העבודה: אזרחית
1.0	1.0	1.0	0.5	- 1.1	1.4	1.8	ביטחונית
2.0	4.0	1.0	2.0	3.9	1.7	4.7	3. קניות לצריכה ציבורית: אזרחית
1.0	1.0	1.0	0.5	3.2	2.5	0.5	ביטחונית
5.0	10.0	0.0	1.3	32.8	23.4	- 11.1	4. השקעות בתשתית
1.5	3.0	0.0	1.5	1.2	4.1	0.7	5. תשלומי העברה שוטפים לנפש
1.5	2.7	1.1	1.6	2.6	2.3	2.9	סך הגידול הכמותי בצריכה הציבורית
2.7	4.1	1.7	2.5	2.4	3.6	0.7	סך הגידול בהוצאה הציבורית

מקור: מחלקת המחקר, בנק ישראל.

תרשים 22 להלן מציג את התפתחות ההוצאה הציבורית, במיליארדי ש"ח במחירים קבועים, בכל אחד מהתרחישים. מכיוון שבתרחיש הביניים שיעור הגידול של הצריכה הציבורית דומה לשיעור הגידול של האוכלוסייה, וכן השכר היחסי נותר ללא שינוי, תרחיש זה מתאר הספקה ברמה ובאיכות קבועות של שירותים ציבוריים לנפש. לעומת זאת, בתרחיש המצמצם, בהינתן חוסר תחלופה בין הוצאות אזרחיות לביטחוניות, מתוארת פגיעה נמשכת בהספקת שירותים ציבוריים, ואילו בתרחיש המרחיב יש גידול מתמיד בכמות השירותים הציבוריים לנפש.



תרשים 22  
**ההוצאה הציבורית בתרחישים השונים,**  
**מיליארדי ש"ח, במחירי 2007**



מקור: מחלקת המחקר, בנק ישראל.

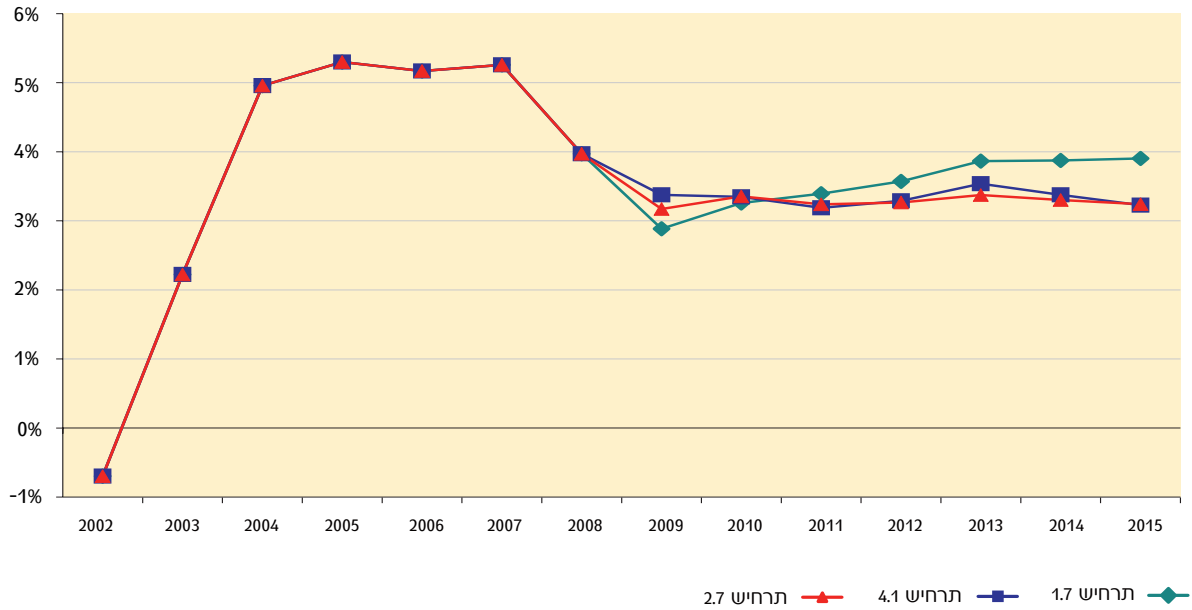
**1.4. תיאור התוצאות**

בחלק זה מוצג תיאור גרפי של התוצאות העיקריות בנוגע לרמת הפעילות הכלכלית, לחוב ולגירעון של הממשלה ולחשבון השוטף של מאזן התשלומים. תרשים 23 (להלן) מציג את הגידול בתוצר המקומי הגולמי. ניתן לראות שבתרחיש המרחיב הירידה בתוצר נמוכה יותר בשנות המיתון, אך שיעורי הצמיחה בסוף התקופה נמוכים יותר, כלומר הרווח במונחי תוצר הוא זמני בלבד.

השונות בין שיעורי האבטלה בין התרחישים גבוהה יותר, והיא מצביעה על המחיר הכבד בטווח הזמן הבינוני של מדיניות פיסקלית מצמצמת: האבטלה מגיעה לרמה של 8.3%, לעומת רמה של 6.8% בתרחיש המרחיב. כתוצאה מהגידול הנמוך בלבד במספר המועסקים במגזר הציבורי בתרחיש המצמצם, רק כאשר שיעורי הצמיחה עולים על 4% מתקבלת ירידה באבטלה – כמו שאכן קורה לקראת סוף התקופה. בתרחיש הביניים האבטלה מגיעה לשיעור של 7.5%, ולאחר מכן יורדת עד לרמה של 7.0% בסוף התקופה, לעומת 6.3% בתרחיש המרחיב.

תרשים 23

קצב הגידול של התוצר המקומי הגולמי בתרחישים השונים

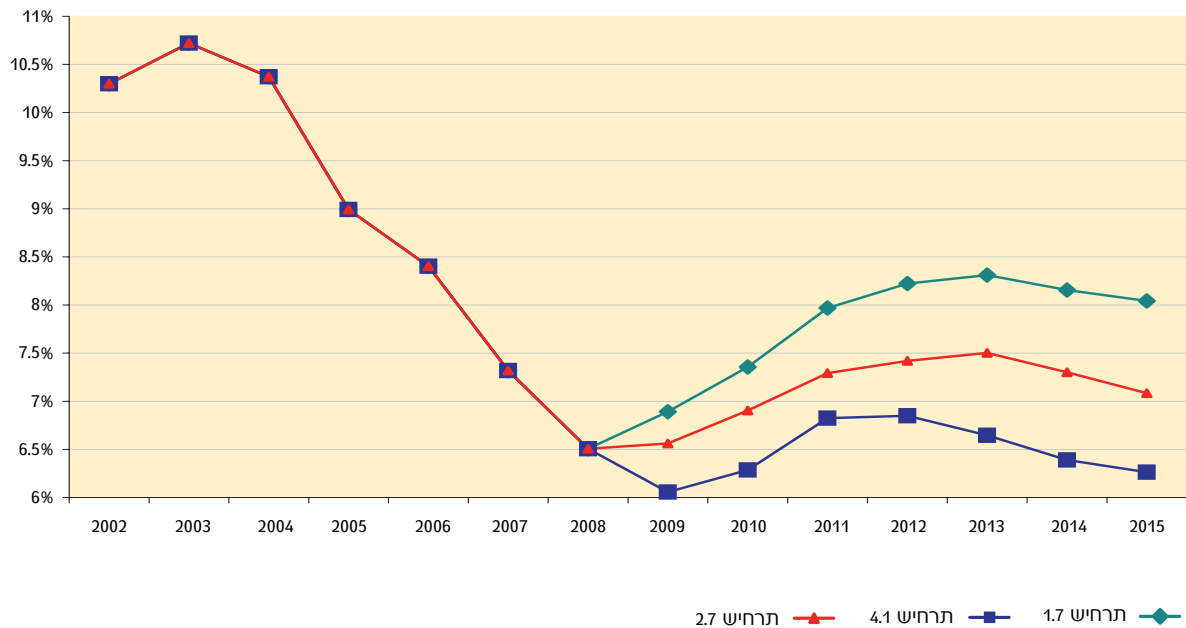


מקור: מחלקת המחקר, בנק ישראל.

ההשפעה הגדולה של המדיניות המצמצמת על שיעור האבטלה נובעת מכך שכשליש מהמועסקים במשק עובדים במגזר הציבורי, ולכן גידול במספרם מביא לירידה ניכרת בשיעור האבטלה. לשם המחשה, הפער בין מספר המועסקים בשירותים הציבוריים בין התרחיש המצמצם (1.7) למרחיב ביותר (4.1) בשנת 2015 הוא 125,000 מועסקים.

תרשים 24

שיעור האבטלה בתרחישים שונים של גידול הוצאה הציבורית



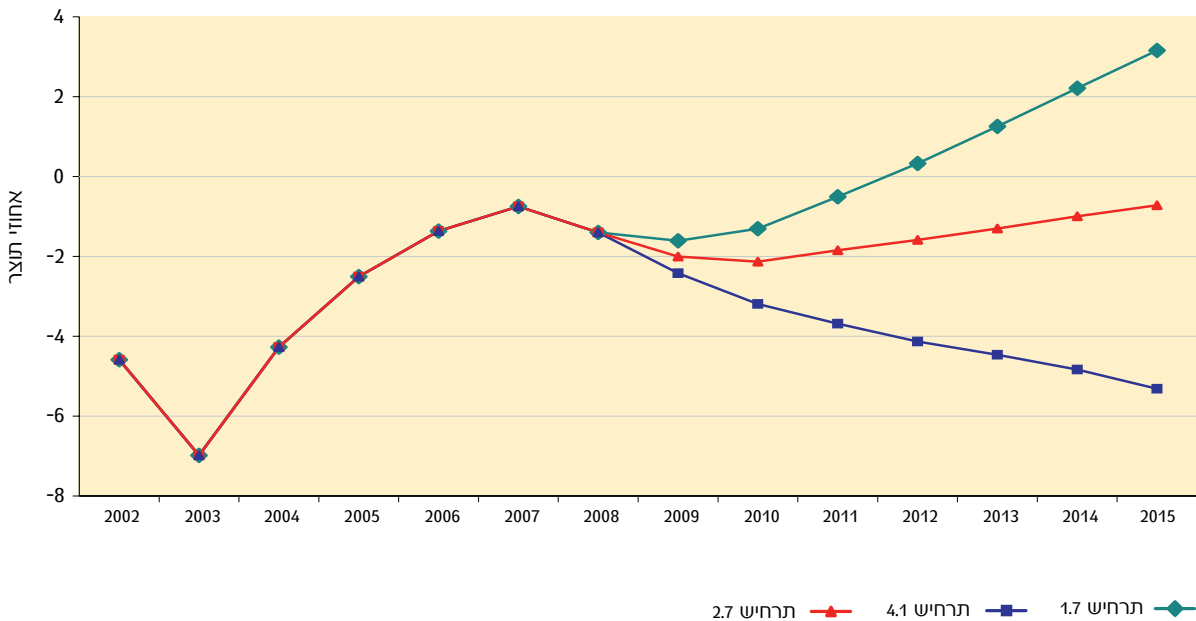
מקור: מחלקת המחקר, בנק ישראל.

נוסף על הפרשי הרווחה הנובעים מהפרשי התוצר והאבטלה, יש להתחשב גם בהפרשים הנובעים מההתפתחות השונה של תשלומי ההעברה (לוח 7 לעיל). הפער בהוצאה השנתית בין התרחיש המצמצם ביותר (1.7) למרחיב ביותר (4.1) הוא 1.8 מיליארד ש"ח. לאור ההנחה שהרוב המוחלט של הסכום הזה מגיע לשני החמישונים התחתונים בהתפלגות ההכנסות,<sup>14</sup> המשמעות היא הפרש של 50 ש"ח **בהכנסה החודשית לנפש** בחודש ב-2009 בין התרחישים הקיצוניים, והפרש של 400 ש"ח **בהכנסה החודשית לנפש** בשנת 2015. הפרשים אלה, אפילו בשנת 2009, הם בסדר גודל משמעותי מבחינת השפעתם על העוני.

התרשימים הבאים מלמדים שבתרחיש המרחיב מתפתחות במשק בעיות מבניות, ולכן הוא אינו בר התמדה. תרשים 25 מצביע על כך שהגירעון של הממשלה הרחבה באחוזי תוצר הולך וגדל, והדבר מביא להתבדרות היחס חוב-תוצר, שעולה על פני זמן, והוא צפוי להגיע לרמה קרובה ל-90% בסוף התקופה (תרשים 26 להלן). נוסף על כך הגידול המתמיד בחלקה של הממשלה בתוצר יוצר כוח לייסוף ראלי ולדחיקה של הצריכה הפרטית והיצוא, דבר המביא למגמה של גידול בגירעון בחשבון השוטף בקצב גבוה (תרשים 27 להלן). מכאן שתרחיש זה ידרוש, במוקדם או במאוחר, תכנית קונסולידציה שתייצב ואף תוריד את היחס חוב-תוצר.

תרשים 25

**גירעון הממשלה הרחבה בתרחישים שונים של גידול בהוצאה הציבורית, 2015-2002**



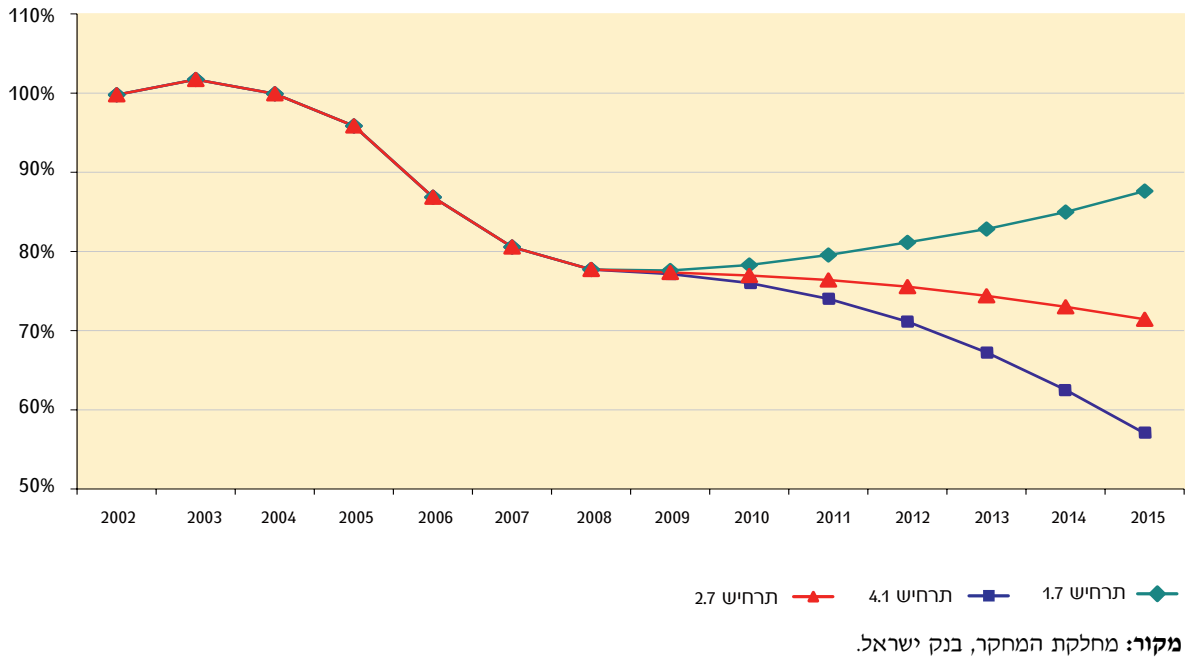
מקור: מחלקת המחקר, בנק ישראל.

14 ראו לוח ח-2 בפרק הרווחה בדוח בנק ישראל לשנת 2007, המתאר את שיעור ההתערבות הממשלתית בהכנסה הפנויה לפי חמישון הכנסה. מכיוון ששני החמישונים התחתונים כמעט לא משלמים מס ישיר, ההתערבות הממשלתית מבטאת את שיעורם של תשלומי ההעברה.

תרשים 26 מצביע על כך שרק בתרחיש של מדיניות מצמצמת ניתן להגיע ליחס חוב-תוצר של כ-60% בשנת 2015, בהתאם להמלצות קרן המטבע הבינלאומית. בתרחיש המרחיב היחס חוב-תוצר מגיע כמעט ל-90% תוצר בשנת 2015. בתרחיש הביניים היחס חוב-תוצר אינו יורד בשנת 2009, אולם זוהי התייצבות זמנית בלבד; לאחר מכן היחס חוב-תוצר יורד בהתמדה אך באטיות. אמנם בסוף התקופה עדיין גבוה היחס חוב-תוצר מ-70% תוצר, אך המשך ההתקדמות בהפחתת החוב על פי הקצב המאפיין תרחיש זה יאפשר להגיע ליחס חוב-תוצר של 60% בשנת 2020.

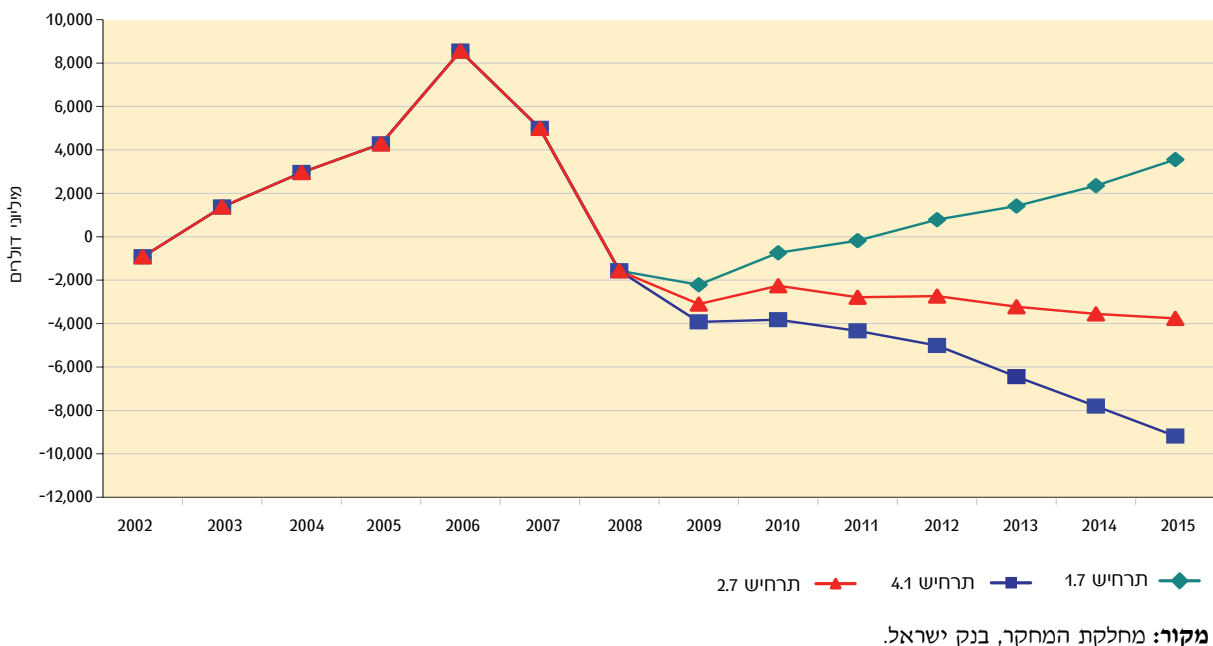
תרשים 26

יחסי חוב-תוצר בתרחישים שונים של גידול בהוצאה הציבורית, 2015-2002



תרשים 27

החשבון השוטף בתרחישים שונים של גידול בהוצאה הציבורית, 2012-2002

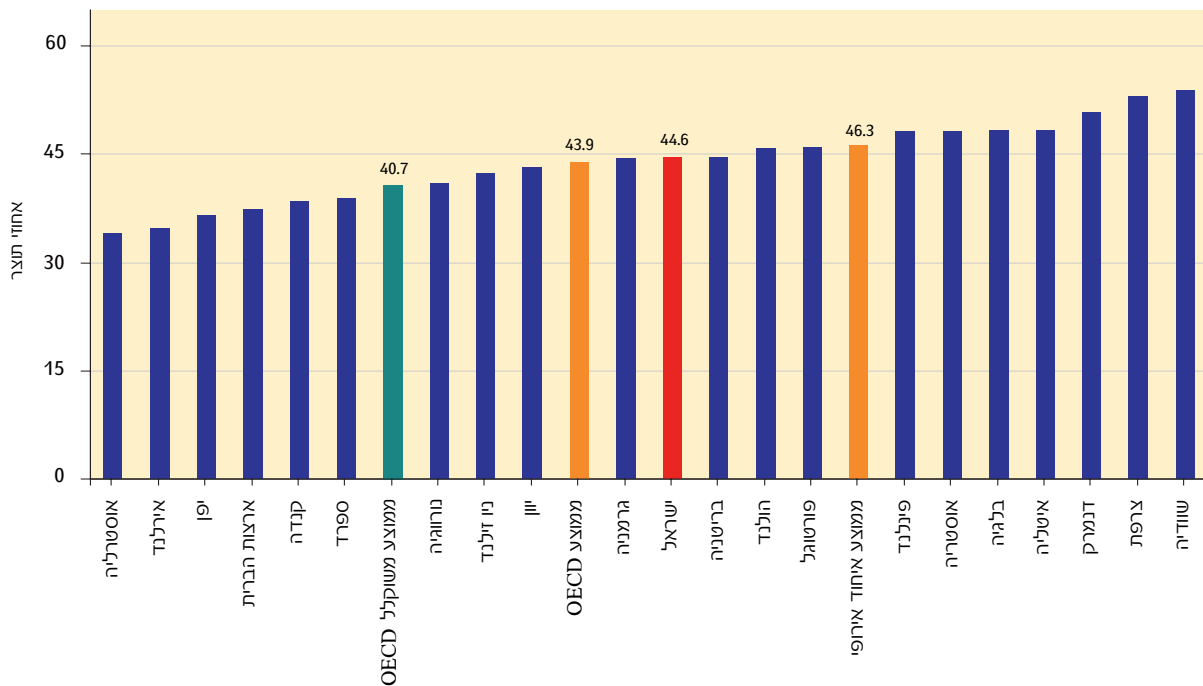


## 2. יעדי מדיניות פיסקלית לטווח ארוך

כאמור לעיל, המדיניות הפיסקלית של השנים האחרונות הביאה את המשק הישראלי למצב שבו משקל ההוצאה הציבורית כאחוז מהתוצר הוא קרוב לממוצע OECD ונמוך מזה של השוק האירופי המשותף. גם נטל המס כאחוז מהתוצר ירד לרמות שהן מתחת לממוצע OECD והשוק האירופי המשותף. המשתנה הפיסקלי היחיד שבו ישראל סוטה באופן מובהק מהממוצעים לעיל הוא יחס החוב הציבורי כאחוז מהתוצר. יחס גבוה זה הוא תולדה של חוב ציבורי גבוה ביותר שהונפק בשנות האינפלציה הגבוהה. (יחס זה עמד על יותר מ-300%): הרשויות הכלכליות העיקריות, משרד האוצר, בנק ישראל והמועצה הלאומית לכלכלה, תמימות דעים שהאתגר הפיסקלי שנתר הוא הורדת יחס החוב כאחוז מהתוצר לרמות של כ-60%. כמו כן אין ספק ששחיקתו של מלאי (החוב) נמשכת זמן רב יותר מהתאמה של זרמים (הוצאה ציבורית או הכנסות ממסים).

תרשים 28

משקל ההוצאה הציבורית בתוצר בישראל בהשוואה למדינות OECD, 2007

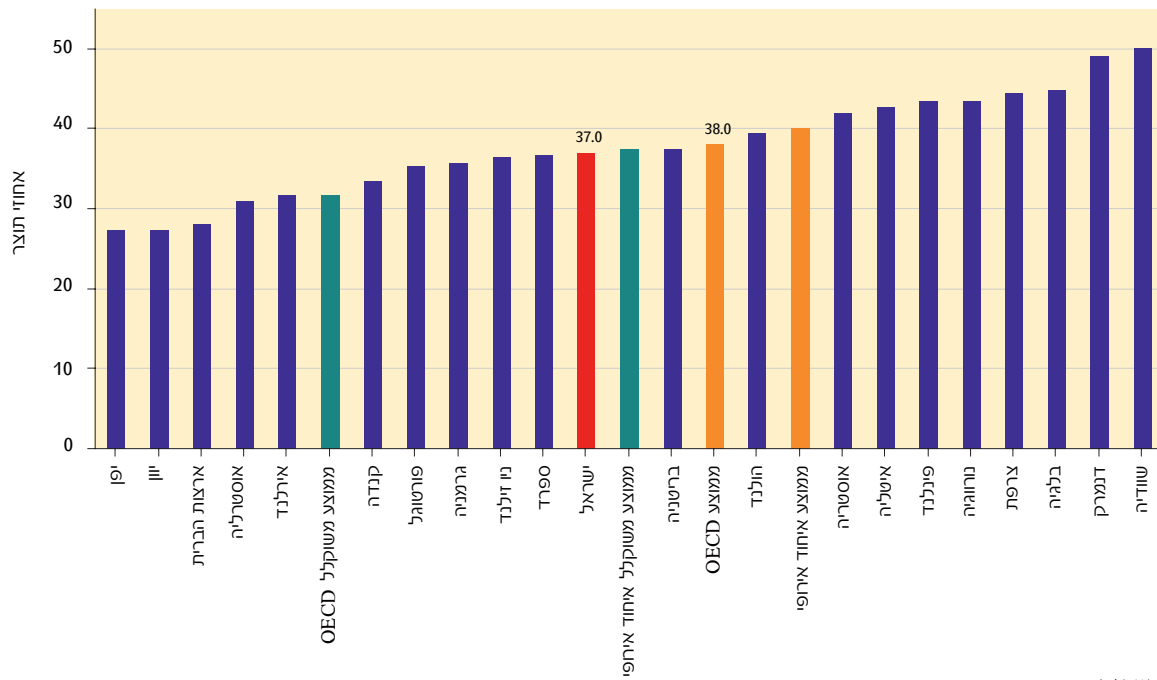


**הערה:** הנתון בנוגע לישראל מותאם להגדרות הבין-לאומיות על ידי הוספה של רכיב ההצמדה בתשלומי הריבית. מבוסס על שיעור אינפלציה של 2%.

**מקור:** OECD Economic Outlook 1982; מחלקת המחקר, בנק ישראל.

תרשים 29

נטל המס בישראל ב-2007 בהשוואה למדינות OECD ב-2006 (אחוזי תוצר)



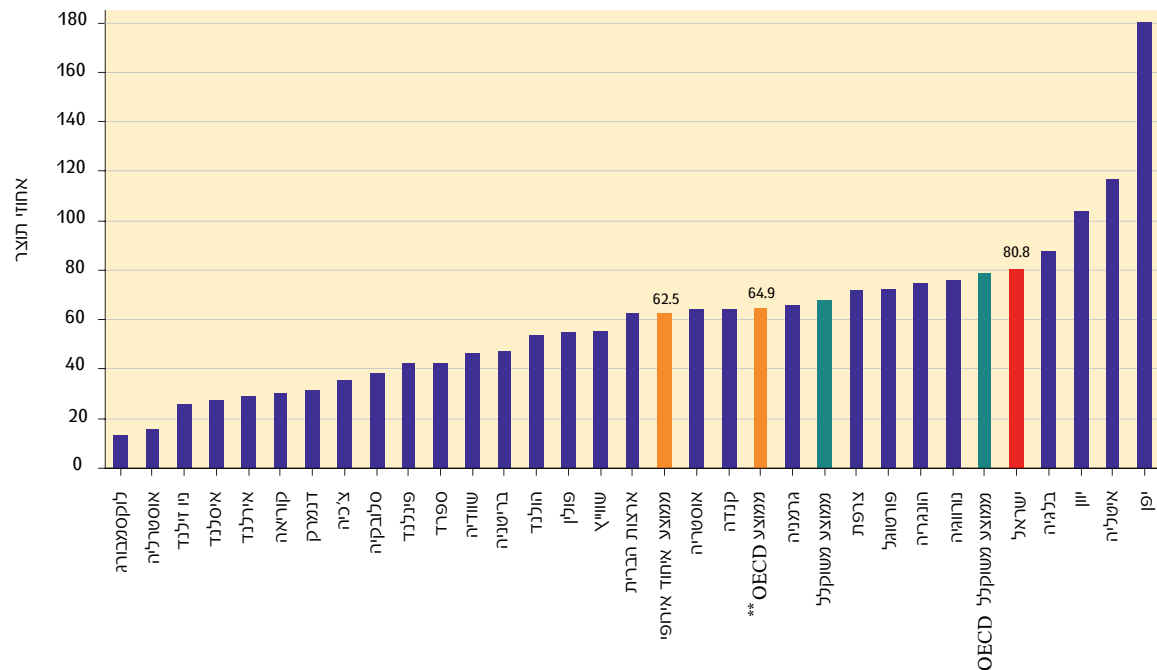
הערות:

1. כולל מס הכנסה, ביטוח לאומי, איגרות, היטלים וקנסות.
2. כולל מסי צריכת מוצרים ושירותים, מסי יבוא, היטלים מיוחדים על מוצרים ושירותים ספציפיים וכן את מסי הערך המוסף.

מקור: נתוני OECD.

תרשים 30

החוב הממשלתי\* ברוטו בישראל בהשוואה למדינות OECD, 2007 (אחוזי תוצר)

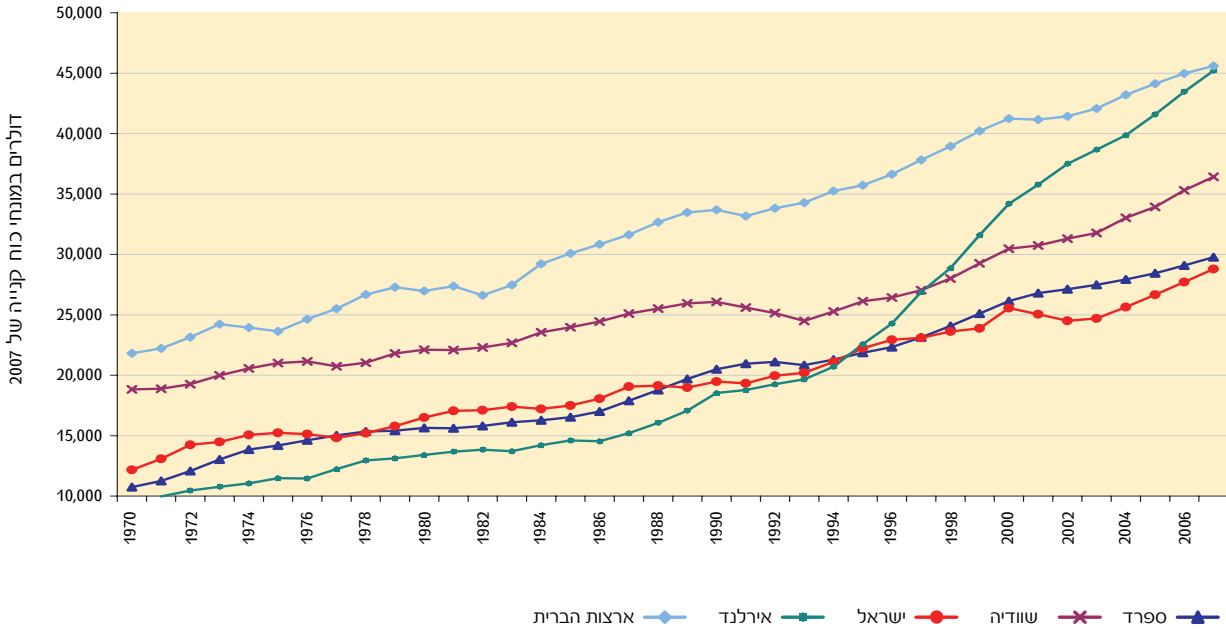


\* ממשלה רחבה \*\* ממוצע פשוט

מקור: OECD Economic Outlook 1982

תרשים 31

תוצר לנפש בישראל במונחי שוויון כוח הקנייה, 2007,  
בהשוואה למדינות מפותחות



מקור: נתוני *Total Economy* The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, *Database*, January 2008: [www.conference-board.org/economics](http://www.conference-board.org/economics)

שאלות המדיניות לטווח ארוך יותר הן על כן מה הם הכללים הפיסקליים שיאפשרו את השגת היעד הפיסקלי באופן המהיר ביותר ובעלות הנמוכה ביותר, ומהי המדיניות הפיסקלית שעשויה לתרום להאצת קצב הצמיחה ותאפשר את התכנסות המשק הישראלי לרמות גבוהות יותר של תוצר לנפש. בנוגע ליעד הפיסקלי: מכיוון שיחס החוב הציבורי כאחוז מהתוצר מורכב ממלאי החוב במונה ומרמת התוצר במכנה, התנאי לשחיקתו הוא שקצב הגידול של התוצר (קצב הצמיחה) יהיה גבוה יותר מאחוז הגירעון הממשלתי במונחי תוצר. בהנחה של קצב צמיחה ממוצע של 3% לשנה (תחזית הצמיחה במקרה של האטה – ראו לעיל) ואי־תלות של קצב הצמיחה בגודל הממשלה כאחוז מהתוצר, הפחתת היחס דורשת כלל פיסקלי של יעד גירעון שלא יעלה על 2.4% מהתוצר בממוצע. מטעמי זהירות ואי־ודאות בנוגע לקצב הצמיחה והאפשרות לשליטה מלאה בגירעון רצוי לאמץ כלל מחמיר יותר של 2% למשל.<sup>15</sup>

אימוץ של כלל הוצאה רלוונטי בשני מקרים: האחד, אימוץ כלל פשוט ושקוף שמאפשר שליטה פיסקלית טובה יותר מכלל של יעד גירעון. השני, כאשר מניחים שיש קשר בין גודל הממשלה,

15 מובן שאם יהיה מיתון חריף והתוצר יצמח בפחות מהתרחיש, יש לעדכן מספר זה. לדעת אחדים מחברי הצוות יש לדבוק בחוק הפחתת הגירעון הקובע יעד גירעון של 1% מהתוצר גם בטווח הארוך ללא תלות בקצב הצמיחה.

רמת המיסוי וצמיחה. בפרט, הנחה בדבר קיומו של קשר שלילי תומכת באימוץ כלל של יעד הוצאה מחמיר המביא לירידת משקל המגזר הציבורי בתוצר. על כן אימוץ יעד הוצאה של גידול בהוצאה בסדרי גודל של 1.7% בשנה, בהינתן קצב צמיחה של 3% בשנה, שוחק את גודל הממשלה במונחי תוצר ביותר מאחוז לשנה. לחלופין, אם נניח שגודל הממשלה בישראל הוא בסדרי הגודל הרצויים, נגזר יעד הוצאה של גידול של כ-3% בשנה. מובן שמדיניות המסים צריכה להיות עקבית עם יעד ההוצאה כך שהגירעון יהיה במסגרת היעד שמביא לירידה ביחס חוב-תוצר.

בפועל, הורדת המיסוי היא אחד הנדבכים של אסטרטגיית הצמיחה הישראלית בשנים האחרונות. לישראל שיעור הוצאות ביטחון מהתוצר גבוה בהרבה ממוצע EU או OECD, ומכאן שיכולת המדינה לתת שירותים לא ביטחוניים היא נמוכה יותר בהשוואה הבין-לאומית. המשך האסטרטגיה התקציבית שלפיה תקרת ההוצאות תעלה ב-1.7%, פחות מהצמיחה הממוצעת בישראל, תקשה על המדינה לשפר את השירותים לאזרחיה, למשל לתקן את מערכת החינוך היסודי והתיכוני שנמצאת רחוק כל כך מהממוצע הבין-לאומי – במקום ה-39 מתוך 57 במבחני פיזה במדעים לבני 15 בשנת 2006. מערכת זו גם סובלת מפערים גדולים בתוכה, ולכן שיפורה הוא אחת הדרכים לתיקון הפערים החברתיים-כלכליים הגדולים בישראל. גם מערכת ההשכלה הגבוהה זקוקה בדחיפות לתוספת משאבים, וגם היא משמשת מנגנון מרכזי לצמצום פערים ומנוע צמיחה קריטי למשק הישראלי. גם התשתית הפיזית עדיין זקוקה לשדרוג: תשתית תחבורתית, תשתית של חשמל ומים, תשתית בכפרים ערביים מוכרים ולא מוכרים, וכו'. וגם תשתית אכיפת החוק – משרדי המשטרה והמשפטים זקוקים למשאבים כדי לשפר את המלחמה בפשע ולהקטין את התורים בבתי המשפט.

כמו כן, השירותים שהממשלה נותנת לאזרחיה אינם עומדים בהצלחה בהשוואה בין-לאומית, והם זקוקים לשדרוג ולשיפור. בסקירה בין-לאומית של הבנק העולמי מ-2007 הדירוג הכללי של ישראל בעיני אנשי עסקים הוא המקום ה-29 בין כל הארצות, בערך לפי מקומנו בתמ"ג לנפש. אולם ברישום בעלות אנחנו במקום ה-152; בטיפול ברישוי, במקום ה-109; באכיפת חוזים, במקום ה-102; ובתשלום מסים, במקום ה-69. נושאים אלה תלויים בממשלה ובאיכותה. כדי להשיג איכות צריך לשפר את המגזר הממשלתי. (במקום שעשינו בו רפורמות הדירוג גבוה: בקבלת אשראי אנחנו במקום ה-7; בהגנה על משקיעים, במקום ה-5; ובמסחר בין-לאומי, במקום ה-8.) כדי להגדיל את התמ"ג לנפש צריך לשפר את מקומנו בדירוג העולמי. עניין זה צריך להיות חלק מאסטרטגיית הצמיחה. חשוב לציין כי בספרות הכלכלית האמפירית אין הסכמה שהורדת מסי **ההכנסה** תורמת לצמיחה. כותב ויליאם איסטרלי:

[...] הספרות המקצועית השקיעה מאמץ רב במועמד המתבקש ביותר למדיניות המשפיעה על צמיחה – שיעורי המס. אולם הספרות ככלל לא הצליחה למצוא קשר בין מסי הכנסה או תוצר וצמיחה כלכלית.<sup>16</sup>

גם במחקר של זוסמן וספיבק (2007) על שבע ארצות, ישראל ושש ארצות אירופיות, נמצא שגודל הממשלה או נטל המס – כשיעור מהתמ"ג – אינו משפיע על צמיחת הפריון לעובד או על הפריון

---

William Easterly: '[...] the literature has devoted much effort to the most obvious candidate for a policy that influences growth – tax rates. Yet the literature has generally failed to find a link between income or output taxes and economic growth' (Lindert) מגיע למסקנה דומה בספרו *Growing Public*.



הכולל.<sup>17</sup> התבוננות בתרשימים 29-31 מראה שספרד, שלה שיעורי מיסוי מהתוצר מהנמוכים ביותר, אינה מראה ביצועים כלכליים טובים יותר בשנים האחרונות מאשר שוודיה, שלה שיעורי המיסוי הגבוהים ביותר. לעומת זאת, בניגוד לממצאים אלה מצאו סטרבצ'ינסקי ופלוג (2007) כי להפחתת מסים באופן כללי, בייחוד מסים ישירים, השפעה מובהקת על הגדלת הסתברות המעבר ממצב של האטה למצב של צמיחה כלכלית. לעומת זאת, **האחריות הפיסקלית** משפיעה על הפירון – גירעון תקציבי קטן יותר משפיע באופן חיובי על הפירון. גורמים אחרים שמשפיעים באופן חיובי על הפירון הם הפתיחות לחו"ל **ומס חברות** נמוך. שוודיה, שהיא אחת הארצות במדגם, פועלת לפי אסטרטגיה של סך מיסוי גבוה, אולם מס החברות בה נמוך.<sup>18</sup> ממצאים דומים התגלו בנוגע לצמיחה בפרק של איסטרלי שהוזכר לעיל.

לסיכום:

- א. מן ההיבט הפיסקלי, **גירעון** נמוך ולא **רמת הוצאות** ממשלה נמוכות/מיסוי נמוך הוא שתורם לצמיחה ושחק את היחס חוב-תוצר.
- ב. כדי להמשיך את הצמיחה ולסגור את הפער עם ארצות אירופה יש גם לשפר את המערכת הציבורית. אמנם מקצת השיפור יכולה לנבוע מיעילות, אך קשה להעלות על הדעת שהמגזר הציבורי בישראל יהיה יעיל יותר מזה של הארצות המתקדמות במערב אירופה, שלהן מגזר ציבורי גדול יותר מלישראל. על כן יידרש גם גידול בהוצאה הציבורית. מדיניות הגידול של 1.7% אינה עקבית עם מטרה זו. עם זאת, משיקולי אמינות ייתכן שעדיף לקיים יעד הוצאה מחמיר יחסית בטווח הקצר, של שנה או שנתיים, ולהתמקד בהתייעלות.
- ג. ברכיבי המיסוי יש להמשיך ולהפחית את **מס החברות** כדי לעודד את הצמיחה.
- ד. יש להמשיך במדיניות הפתיחות כלפי חו"ל שגם היא נמצאה כמעודדת צמיחה.

### 3. מדיניות מוניטרית

דילמת המדיניות המוניטרית בטווח הקצר נובעת מקיומם בו בזמן של לחצים אינפלציוניים מחד, וייסוף השקל מאידך. כלי המדיניות העיקרי – שער הריבית – אינו יכול להשיג את שתי המטרות בו בזמן. הדברת האינפלציה דורשת העלאת ריבית בעוד שניסיון לפעול לשינוי המגמה בשער החליפין דורש דווקא את הורדתה.

אחד ההישגים הגדולים ביותר של המדיניות המוניטרית של יעד האינפלציה בשנים האחרונות הוא רכישת האמינות שיש בציבור כלפי המדיניות. למרות השונות הגדולה בקצב האינפלציה בפועל, הציפיות לאינפלציה נשארו כמעט ללא שינוי. הציבור מאמין שהסטיות מיעד האינפלציה מקריות או זמניות – כך שבנק ישראל ימהר לפעול כדי להחזיר את האינפלציה ליעד. נראה שראוי לשמור על נכס האמינות ולהשתמש בכלי הריבית בעיקר כדי לשמר את קצב האינפלציה בתחום היעד. השימוש בכלי הריבית כמכשיר מדיניות אנטי-מחזורית אפשרי, אך רצוי שיעשה במינון נמוך (כמקובל בארצות מפותחות בעלות מדיניות של יעד אינפלציה). מובן שבעת משבר פיננסי, אם יקרה, צפוי שהבנק המרכזי יקריב, בטווח הקצר, את יעד האינפלציה כדי לייצב את המערכת הפיננסית.

17 ממצאים מהמחקר הוצגו בכנס השנתי של התכנית לכלכלה וחברה במכון ון ליר בירושלים בסוף שנת 2007.

18 הארצות במדגם הן: ישראל, אוסטרליה, אירלנד, בריטניה, ספרד, צרפת ושוודיה, בשנים 1979-2006.

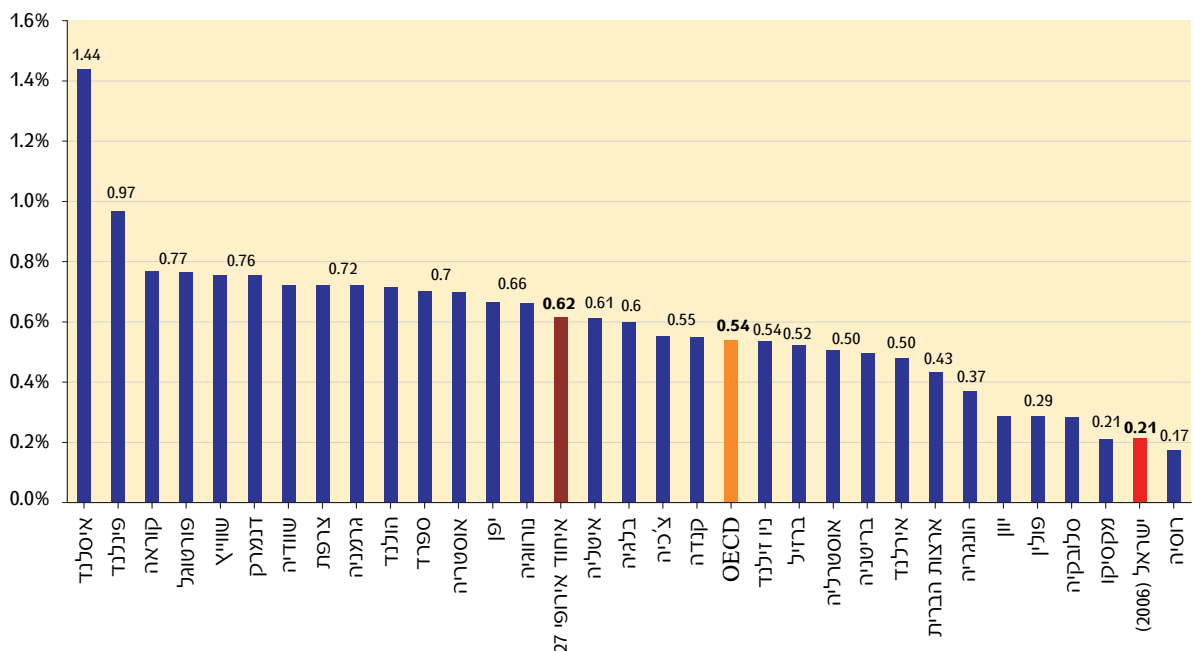
מכאן שאין אנו ממליצים להשתמש במכשיר הריבית כדי לייצב או לפחת את השקל. מהניתוח בפרקים הקודמים עולה כי אפשר לצפות לשינוי במגמת שער החליפין. עם זאת אנו רואים כמוצדקת התערבות חד-פעמיות במסחר במט"ח הפועלת לייצב את השווקים במצבים של פניקה וחוסר סדירות. התערבות מסיבית בטווחי זמן ארוכים יותר כרוכה בהזרמה של שקלים לשווקים (תמורת הקנייה של המט"ח). במצב של לחצים אינפלציוניים ייווצר הצורך לספוג את השקלים על ידי מכירת מק"ם. מכירה של מק"מים בקנה מידה גדול תביא לעליית התשואה עליהם ביחס לאלטרנטיבות בחו"ל. עליית התשואה תגדיל את הביקוש לשקלים ותביא ללחצים לייסוף שיקזזו את השפעת המהלך הראשוני של קניית מט"ח. ההשפעה נטו של אסטרטגיה זו אינה ברורה, אך הסיכון בה רב.

#### 4. אלטרנטיבה לשיפור כושר התחרותיות של המשק הישראלי

ההכרה שהמדיניות המוניתרית לא תירתם לשיפור רווחיות המשק בכלל והיצוא בפרט משמעותה שרווחיות היצוא צריכה להשתפר בעזרת עליית פריין. אחת הדרכים להעלאת הפריין קשורה בהשקעה במו"פ. לפני יותר מעשור הכירה המדינה בחשיבות השתתפותה ביצירת עליונות טכנולוגית, והשקעות המדינה בתקציבי המחקר והפיתוח הגיעו לשיא. מאחר שהשפעת התקציבים הממשלתיים על כלל ההשקעות מגיעה באיחור של 5-10 שנים, את התוצאה אנחנו רואים כיום כשמדינת ישראל נמצאת במקום הראשון בעולם בשיעור ההוצאה למו"פ אזרחי ביחס לתוצר. עם זאת, בשנים האחרונות השתנתה המגמה ותקציבי המדען הראשי קוצצו במצטבר ב-5 מיליארד ש"ח מאז שנת 2000. כך ממוקמת ישראל במקום הלפני אחרון מתוך 31 מדינות במשקל התקציב הממשלתי למו"פ האזרחי בתמ"ג – 0.21% תוצר בלבד בהשוואה לממוצע של 0.54% תוצר במדינות OECD ול-0.62% תוצר במדינות האיחוד האירופי.

תרשים 32

התקציב הממשלתי למו"פ אזרחי, השוואה בין-לאומית



מקור: נתוני OECD.

ערוץ חיוני נוסף הוא שיפור מערכת ההשכלה הגבוהה. בד בבד עם שיפורים טכנולוגיים דרך השקעה במו"פ, שיפור בהון האנושי של כוח העבודה בישראל יתרום גם הוא לשיפור בפריון. לפני כשנה סיימה ועדת שוחט את עבודתה והגישה המלצות לרפורמה במערכת ההשכלה הגבוהה, שאימוצן היה יכול להביא לגידול בתקציבי מערכת ההשכלה הגבוהה. עד היום טרם אומץ הדוח, ותקציבי ההשכלה הגבוהה לא הוגדלו. במדינות OECD רבות מתרחבים תקציבי ההשכלה הגבוהה, בעוד אנו שרויים במאבקים על מימון התוספת. על כן יישום מהיר של הדוח ותקצובו הם צו השעה.

## 5. יציבות פיננסית

המשבר הפיננסי הנוכחי – משבר הסב־פריים – השפיע על ישראל עד כה באופן מתון. ובכל זאת, הוא מספק תובנות מעניינות בנוגע לסוגיות חשובות ביציבות המערכת הפיננסית בישראל ובמדיניות של הרשויות כלפיה. אף על פי שפרק המקרו של כנס קיסריה מתמקד בדרך כלל במדיניות פיסקלית ומוניטרית, היה נראה לנו שיש מקום להוספת סעיף קצר שעוסק בסוגיות היציבות הפיננסית, כיוון שלערעור יציבות זו השלכות ישירות על הפעילות המקרו־כלכלית.

### 5.1 היערכות למשברים

המשבר החל בשוק פיננסי מצומצם של אג"ח סב־פריים בארצות הברית והתפשט לבנקים ומוסדות פיננסיים ולפעילות הראלית בארצות הברית ובמדינות אחרות – עדות להדבקה בין רכיבי המערכת הפיננסית, בינה ובין המשק והמדינות. המשבר מתרחש במדינות מפותחות עם רשויות פיקוח מתקדמות ומערכות פיננסיות משוכללות, שנחשבו עמידות במשברים חריפים. קל וחומר שמשברים צפויים להתרחש גם במדינה כמו ישראל, שהיא מפותחת פחות ושלה מערכת פיננסית פגיעה יותר, בין היתר על רקע הרפורמות הרבות והתלות של המשק במדינות המפותחות. מכאן הצורך הברור בהיערכות למשברים פיננסיים בישראל, ואולי גם הדחיפות בביצועה, הנובעת מהאפשרות של החרפת המשבר הנוכחי ופגיעתו בישראל. היערכות למשברים פירושה שיתוף פעולה בין משרד האוצר, בנק ישראל והמפקחים בתיאור תרחישים שונים, בזיהוי איומים וחולשות במערכת, בנקיטת צעדים לחיזוק העמידות שלה, בהכנת דרכי פעולה מתואמות וכלי תגובה. יש להכין גם את אופני היידוע והתקשורת עם המערכת הפיננסית ועם הציבור הרחב (גם בנוגע להיערכות עצמה), כדי לשמור על תגובות מתונות שלו, שחשיבותן גדלה על רקע הגברת החשיפה הישירה של הציבור לסיכונים פיננסיים.

### 5.2 תפקידי הבנק המרכזי

ההתפתחויות בבריטניה ובארצות הברית מאז פרוץ המשבר מעידות על התפקיד החיוני שממלא הבנק המרכזי במזעור הנזקים ממשבר פיננסי: הזרמת הנזילות על ידי הבנקים המרכזיים בשתי המדינות האלה ובאחרות, שנעשתה באופן מסיבי ובאמצעים מגוונים וחדשניים, הייתה כלי התגובה המרכזי של הרשויות למשבר. נוסף על כך האחריות והמעורבות של FED בפיקוח על בנקים וחברות אחזקה אפשרו לו לטפל במהירות וביעילות בהתמוטטות בית השקעות גדול (Bear Stearns). לעומת זאת, בבריטניה התגובה הייתה הססנית והביאה להתמוטטות בנק משכנתאות חשוב (Northern Rock). על הרשויות בישראל ללמוד בהקדם האפשרי את ההתרחשויות הללו ולהפיק מהן לקחים עבור תרחישים העלולים להתקיים בישראל תוך כדי התייחסות למבנה שוק ההון והפיקוח עליו בישראל.

מכאן אפשר ללמוד על חשיבות תפקידו של בנק ישראל בהזרמת נזילות למערכת הפיננסית בעת משבר, על הצורך לבחון מחדש את האמצעים והתחולה של הזרמת הנזילות, ועל הקריטיות של המעורבות של בנק ישראל בפיקוח השוטף על בנקים – כדי לשמור על היציבות הפיננסית.

### 5.3 הפיקוח על גופים חוץ-בנקאיים ובנקים

המשבר הנוכחי מלמד על החשיבות של הגברת הפיקוח על מוסדות חוץ-בנקאיים: כמחצית המשכנתאות באיכות נמוכה בארצות הברית הועמדו על ידי גופים חוץ-בנקאיים המפוקחים באופן רופף, ובעיקר על ידי חברות למתן משכנתאות שאינן מפוקחות. חלק ניכר מהפעילות בשוק אג"ח הסב־פריים בוצעה בידי מנהלי השקעות, וחברות הדירוג היו שחקן מפתח בשוק זה. בעקבות הרפורמות בישראל בשנים האחרונות הרחיבו מאוד המשקיעים המוסדיים את פעילותם, ובתוך כך הגדילו את חשיפתם (ואת חשיפת העמיתים) לסיכונים שונים, לרבות: סיכוני נזילות, סיכונים תפעוליים, סיכוני אשראי למגזר העסקי וסיכוני שוק. אף שהנתונים מלמדים על חשיפה נמוכה של המוסדיים לאפיקי ההשקעה המסוכנים יותר, יש מקום להמשיך ולהגביר את הפיקוח על ניהול הסיכונים שלהם, לעודד אותם להסתמך על דירוג אשראי פנימי ולצמצם את חשיפתם לסיכוני נזילות. כמו כן, יש להדק את הפיקוח על חברות הדירוג, שעליהן מסתמכים המוסדיים. בד בבד יש לזהות גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים שיש להם חשיבות מערכתית ומשקית ולהגביר את הפיקוח עליהם באופן מיוחד.

בפועל, נדמה כי בישראל נחשפה מערכת הבנקאות המסורתית למכשירים הפיננסיים שהושפעו מהמשבר באופן נרחב. לפיכך, גם כאן, נדרשת מרשויות הפיקוח הוותיקות (המפקח על הבנקים) ערנות רבה יותר בנוגע להתפתחות חשיפות העלולות לסכן את יציבות המערכת הבנקאית, אי-יציבות שהשלכותיה המידיות על היציבות הכלכלית של המשק אף חמורות יותר מאלה של הגופים החוץ-בנקאיים.

### 5.4 מעורבות הרשויות בחדשנות פיננסית

המשבר הנוכחי ממוקד בשוק חדש יחסית של אג"ח הסב־פריים, שבו פותחו מוצרים פיננסיים חדשים ומורכבים שהסיכונים הגלומים בהם היו קשים להבנה ותמחור. חדשנות פיננסית היא מסימני ההיכר של מערכת פיננסית בריאה, והיא תורמת לשכלולה ולשיפור שירותי התיווך ולפיזור הסיכונים במשק. גם בישראל אנו עדים בשנים האחרונות להתפתחותם של מוצרים ושווקים חדשים, למשל תעודות הסל וקרנות כספיות שכבר המריאו, וכן ה-CP, הריפו והאיגוח שעדיין לא עשו זאת. בטיפולן בחדשנות פיננסית צריכות הרשויות לאזן בין שני תפקידים: מצד אחד הצורך לאפשר חדשנות פיננסית ואף לתרום לפיתוח מוצרים ושווקים חדשים כדי להגביר את היעילות המשקית, מצד שני למנוע היווצרות איומים מערכתיים בתהליך התפתחותם של מוצרים ושווקים חדשים. מעורבות מאוזנת של הרשויות בחדשנות פיננסית נעשית על ידי הסרת חסמים, יצירת תשתית, עידוד והקלות בשלבים הראשונים של התפתחות השוק, ועל ידי מעקב, פיקוח, הסדרה והגבלת סיכונים בהמשך, לפי הצורך. בכל השלבים צריכות הרשויות להקפיד על שקיפות וגילוי נאות בנוגע לתשואות ולסיכונים ולמנוע פרסומים מטעים.

## דעת מיעוט

### שרון גמבושו, סגן ממונה על התקציבים לענייני מקרו-כלכלה ומקרקעין, משרד האוצר

בעת הנוכחית שבה אנו חשופים לזעזועים מבית ומחוץ בדמות אי-ודאות ביטחונית, הן בחזית הפלסטינית הן במעגלים רחבים יותר, ואי-ודאות בעניין משך ההאטה ועצמתה בשווקים הבין-לאומיים, אין מקום לנוח על זרי הדפנה ולקצור את פירות הפחתת היחס חוב-תוצר של מדינת ישראל במהלך החומש האחרון. יודגש כי הצמצום הנאה ביחס כאמור הוא תיקון בלבד, ובעצם חזרה ליחס חוב-תוצר שבו כבר היינו בתחילת העשור. גם אז, כמו היום, משבר בשווקים ואירועים ביטחוניים לא צפויים הביאו לנסיקת יחס החוב בתוך פחות מ-3 שנים לשיעור של יותר מ-102% חוב תוצר (עלייה של כ-15%).

במדינה שבה המציאות הביטחונית כה מורכבת, יש לשאוף ליחס חוב-תוצר נמוך ככל הניתן (ומהר ככל האפשר) ואולי אף נמוך מזה של המדינות המפותחות, שאינן מתמודדות עם סיכון ביטחוני כאמור. יחס חוב-תוצר ישמש כרית ביטחון אל מול זעזועים בלתי צפויים למשק, קרי העמקת הגירעון ויכולת גיוס אשראי בריביות סבירות בעתות משבר.

בניית האמינות הפיסקלית אינה עניין של מה בכך. שינוי מגבלת ההוצאה לעתים כה תכופות, תוך הכפלת יעד הגירעון כפי שמוצע (2%), תיתפס כפגיעה אקוטית באמינות הן בקרב הממשל האמריקני שמולו אנו מחויבים, במסמך רשמי, לעמידה בכללים הפיסקליים הקיימים עד שנת 2011 (במסגרת הסכם על העמדת ערבויות אמריקניות), הן לפני חברות דירוג האשראי הן ביחס למשק הישראלי, וכל זאת תוך שינוי החוק הקיים.

בהמלצה על הכפלת יעד הגירעון כאמור לעיל יש התעלמות מוחלטת מהגידול בערכו המוחלט של החוב. משמעות הדבר היא כי כל גידול באחוז גירעון יביא לעלייה ישירה בתשלומי הריבית על החוב. בהנחת ריבית שנתית של כ-5% משמעות הדבר היא תוספת שנתית של כ-350 מיליון ש"ח הגורעים כ-10% מהגידול המותר בתקציב (1.7%). יעד הגירעון הכפול יביא בתוך שנים מעטות להגדלת תשלומי הריבית במיליארדי ש"ח. יצוין כי על פי תחשיבי מחלקת ניהול החוב באוצר, אילו עמדנו לאורך השנים ביחס חוב-תוצר של כ-60%, היו נחסכים בתשלומי הריבית השנתיים יותר מ-10 מיליארדי ש"ח (סך תשלומי הריבית השנתיים מסתכמים בכ-34 מיליארדי ש"ח) שהיו מופנים לשימושים פרודוקטיביים יותר, כגון חינוך ותשתיות.

התרחיש הנבחר על ידי מרבית הצוות מבוסס על הנחה שגויה שעל פיה התרחיש המצמצם יביא בהכרח לפגיעה ברווחה ובשירותים הניתנים לאזרח. מבחינת תקציב המדינה בשנתיים וחצי האחרונות ניתן ללמוד כי על אף העובדה שבשנים אלה חלה מגבלת הוצאה של 1%, ובהמשך 1.7%, הקצתה הממשלה יותר מ-15 מיליארדי ש"ח נוספים (תוספות לבסיס התקציב) לתחומי חינוך, בריאות, רווחה, ניצולי שואה, תעסוקה וקליטה, שאף יגיעו בהבשלה מלאה ליותר מ-22 מיליארדי ש"ח. הנ"ל התאפשר באמצעות מדיניות של שינוי בסדרי עדיפויות והסטת משאבים פנימיים, כמו גם התייעלות וחסכון. יובהר כי גם בשנים הבאות, בהתאם למציאות ולצרכים המשתנים, תימשך דינמיקה תקציבית של שינויים בסדר העדיפות והתייעלות פנימית שיהיו המקור העיקרי לגידולים הטבעיים, לצד, כמובן, הגידול המותר בתקציב המדינה על פי חוק בשיעור של 1.7% (בהתאם לקצב גידול האוכלוסייה – שמירה ראלית על גודלו של תקציב המדינה).

בעניין השפעת התרחישים השונים על שיעור האבטלה, ההנחה שלאור העובדה ששליש מהמועסקים במשק עובדים במגזר הציבורי, תרחישים מרחיבים יותר יביאו לגידול במספר

המועסקים, גם היא הנחה בעייתית לנוכח העובדה שאוכלוסיות גדולות מהמגזר הציבורי אינן מושפעות בהכרח מגודל ההוצאה, כגון: כוחות הביטחון, עובדי הוראה ועובדי מדינה (זה שנים אחדות המדיניות הממשלתית היא של צמצום המגזר הציבורי), ולפיכך לא ברור אם אכן ייווצרו פערים ניכרים בשיעורי האבטלה כתוצאה מהתרחישים השונים.

בהקשר זה יצוין כי בשנים האחרונות, למרות מגבלת הוצאה של 1%-1.7%, שיעורי האבטלה פחתו מרמה של כ-11% לרמה של פחות מ-7%. נכון הוא שבתקופה זו עבר המשק התרחבות של יותר מ-5% לשנה, אך גם על פי התחזיות הנוכחיות המביאות בחשבון את ההאטה הצפויה, שיעורי הצמיחה יתייצבו בממוצע הרב-שנתי על 3%-3.5%, עובדה שתאפשר הגדלה נכבדת בהיצע העבודה במשק (שיעור הצמיחה הפוטנציאלי של המשק). עוד יצוין כי רפורמות כגון מעבר מקצבאות לעבודה משיגות מטרה כפולה – מתמרצות את הגדלת ההשתתפות בכוח העבודה ומביאות לחיסכון בתקציב המדינה המתפנה לשימושים חדשים.

הנחת עבודה נוספת הפוגעת בגמישותה הניהולית של הממשלה בהתאמת משאבי התקציב לצרכים המשתנים היא כי נוכח אישור עקרונות דוח ועדת ברודט על ידי הממשלה, הסטת משאבי ביטחון להוצאה אזרחית אינה אפשרית. אם התנאים יאפשרו זאת, ולאור הצרכים שיתהוו בעתיד, בסמכות הממשלה, ואף מתפקידה, יהיה לבחון את התאמת המשאבים בתקציב המדינה לצרכים ולבצע התאמות ככל שיידרשו.

לנוכח האמור לעיל, איני תומך בהמלצות הצוות כפי שהן מובאות בגוף הדוח.

## רשימת המקורות

- בנק ישראל, **דוח האינפלציה 2008, הרביע הראשון**.
- בנק ישראל, **דוח בנק ישראל לשנת 2007**.
- זוסמן, נתן, ויעקב לביא, 2007. 'עקומת פיליפס בישראל', **סקר בנק ישראל** 80: 105-122.
- זוסמן, נתן, ויוסי סעדון, 2007. 'פערי ריביות במשק קטן ופתוח: קשרים של טווח ארוך, המקרה הישראלי', **סקר בנק ישראל** 80: 7-41.
- זוסמן, נתן, ואביה ספיבק, 2008. 'מדיניות לצמיחה בת קיימא בישראל: לקחים מבריטניה ושבדיה' (מצגת), ירושלים: מכון ון ליר בירושלים.
- זעירא, יוסף, ומישל סטרבצ'ינסקי, 2007. 'מחזוריות המדיניות הפיסקלית בישראל', **סקר בנק ישראל** 80: 43-72.
- לביא, יעקב, ועמית פרידמן, 2006. 'שער החליפין הריאלי וסחר החוץ של ישראל', **סקר בנק ישראל** 79: 37-86.
- סטרבצ'ינסקי, מישל, וקרנית פלוג, 2007. 'צמיחה מתמשכת ומדיניות מקרו-כלכלית בישראל', **סקר בנק ישראל** 80: 73-103.

Easterly, William, 2005. , Ch 15: 'National Policies and Economic Growth: A Reappraisal', in: Philippe Aghion and Steven Durlauf (eds), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: Elsevier.

International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2008.

Lindert, Peter H., 2004. *Growing Public: Social Spending and Economic Growth Since the Eighteenth Century*, Vol. I , Cambridge: Cambridge University Press.

OECD: *OECD Economic Outlook 1982*.

The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, *Total Economy Database*, January 2008: [www.conference-board.org/economics](http://www.conference-board.org/economics)