

פרק א'

המשק והמדיניות הכלכלית

- בשנת 2013 צמח התוצר ב-3.3%, שיעור מתון בהתחשב בכך שהשנה תרמה לצמיחה גם תחילת הפקתו של הגז הטבעי. ההתמתנות שחלה בשנים האחרונות בצמיחה נובעת בראש ובראשונה מההאטה בגידול בסחר העולמי ומהשפעתה השלילית על היצוא. השנה תרמו להתמתנות בצמיחה היחלשות של היצוא במידה שעלתה על השפעתו של הסחר העולמי; ההאטה בגידול בהשקעות, בפרט בענף הבנייה; והצמצום הנדרש בגירעון הממשלה. עם זאת, ההתפתחויות במשק הוסיפו להיות השנה חיוביות יחסית למדינות המפותחות. התוצר לנפש המשיך לצמוח, החוב הציבורי הצטמצם, שיעור המועסקים הוסיף לגדול והחשבון השוטף נותר בעודף.
- האינפלציה הסתכמה השנה ב-1.8%, והיא נמצאה סמוך למרכזו של היעד זו השנה השנייה ברציפות, תוך תנודתיות מסוימת בחלקו התחתון של תחום היעד. הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים והארוכים נעו בתחום היעד והן מעידות על אמינותה של המדיניות המוניטרית.
- מחירי הדירות הוסיפו לעלות זו השנה השישית ברציפות, והעלייה הריאלית הסתכמה השנה ב-6%, לאחר שבין 2008 ל-2012 היא הגיעה לכ-50%. מספר העסקאות והיקף האשראי לדירור המשיכו להתרחב בקצב גבוה גם ב-2013, וכדי לשמור על יציבותם של הלווים ושל המערכת הבנקאית פרסם המפקח על הבנקים במרוצת השנה הוראות נוספות בקשר לנטילת משכנתאות.
- לנוכח ההתמתנות בביקושים, ובהיעדר לחצים אינפלציוניים, המדיניות המוניטרית בישראל המשיכה השנה להיות מרחיבה ולהתמקד בתמיכה בפעילות ובשמירה על היציבות הפיננסית. במהלך השנה הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית מ-1.75% ל-1%. האתגר המרכזי של קובעי המדיניות היה לאזן בין ההתמודדות עם ההאטה במשק ועם הייסוף בשער החליפין לבין מידת החשיפה לסיכונים הכרוכים בהרחבה מוניטרית ממושכת בסביבה של ריביות נמוכות.
- הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה הסתכם ב-3.2% תוצר, נמוך ב-0.7% תוצר מהגירעון בשנת 2012. הגירעון מנוכה המחזור הצטמצם בכ-1% תוצר, אך רמתו עדיין גבוהה ביחס למרבית המדינות המפותחות. הצמצום נובע ממדיניות שהממשלה נקטה במטרה להפחית את הגירעון, לאחר שאשתקד הוא התרחב במהירות והתעורר חשש שהוא יפגע באמינותה של המדיניות הפיסקלית.
- הירידה בסיכונים שישראל חשופה להם תרמה רבות לעלייה במחירי הנכסים הפיננסיים, לירידה בתשואות הארוכות, ולייסוף בשער החליפין של השקל. השקעותיהם הישירות של תושבי חוץ התאפיינו השנה בהיקף גבוה ומשקלן בתוצר גבוה בהשוואה לעולם.
- השנה נמשכו בישראל המאמצים להפנים את הלקחים שהופקו מהמשבר בחו"ל ולזהות בעיות מבניות מקומיות במערכת הפיננסית. מאמצים אלה הובילו לסדרה של מהלכים רגולטוריים שנועדו לתקן את ההסדרה במערכת הפיננסית ולייעל את הקצאתם של המקורות במשק. ניתן לשפר את ההסדרה באמצעות הקמת ועדה ליציבות פיננסית שתתמקד ביציבותה הפיננסית של המערכת בכללותה, ותכלול את משרד האוצר, את בנק ישראל, ואת שלושת המפקחים העומדים בראש רשויות הפיקוח על המערכת הפיננסית.
- בתום הפרק מופיעים דיונים בשתי סוגיות והם מלווים בהמלצות על מדיניות: (א) להעלות לנשים את גיל הזכאות לקצבת זקנה ולחזק את התמריצים, הן לנשים והן לגברים, לדחות את היציאה משוק העבודה בגיל הפרישה, ו-(ב) לצמצם את המנגנונים האוטומטיים של ההצמדה לאינפלציה, מנגנונים שעלולים ליצור עיוותים והטיות.

1. ההתפתחויות העיקריות

בשנת 2013 צמח התוצר ב-3.3%, שיעור מתון בהתחשב בכך שהשנה תרמה לצמיחה גם תחילת הפקתו של הגז ממאגר "תמר". ההתפתחויות ממשיכה את המגמה שהסתמנה אשתקד, בין השאר מפני שתנאי הרקע לפעילות נותרו דומים, והיא נובעת בראש ובראשונה מההאטה בביקושים מחו"ל. בצד הריאלי מתבטאת האטה זו בעיקר ביציבות ביצוא ובהשקעות, ואילו בצד הנומינלי היא מתבטאת בסביבת אינפלציה נמוכה. בניכוי תרומתו של הגז הצמיחה השנה התמתנה יחסית לאשתקד, ותרמו לכך מספר גורמים מקומיים (ראו להלן).

ההתפתחויות במשק נותרו השנה חיוביות יחסית למצב במדינות המפותחות. הצמיחה לנפש הייתה גבוהה מהממוצע ב-OECD, כמו בכל השנים האחרונות, שיעור האבטלה נותר נמוך, והעודף בחשבון השוטף נשמר. המשק הוסיף לצמוח, למרות הזעזוע החרף שהוא ספג ב-2011 מחו"ל, בעיקר הודות ליציבותה של המערכת הפיננסית ולמדיניות המוניטרית המרחיבה.

הסביבה הממותנת של הפעילות הגלובלית, ועמה ריביות מוניטריות נמוכות במיוחד במשקים המפותחים העיקריים, היו גם השנה הגורם המרכזי שניצב ברקע הפעילות במשק וההחלטות לגבי המדיניות. קצב הצמיחה של הסחר העולמי נותר השנה יציב ונמוך, והוא הקשה על התרחבות היצוא. התפתחות זו, יחד עם ההאטה שחלה בצמיחה הן במדינות המפותחות והן במדינות המתפתחות, פעלה להאטה של הגידול בהשקעות בישראל. מאידך גיסא, המדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטו הבנקים המרכזיים במדינות המפותחות ובישראל תמכה בצריכה הפרטית, דרך הפחתה בעלות האשראי ודרך עליית המחירים של נכסי הציבור.

האינפלציה נמצאה במרוצת השנתיים האחרונות בין מרכזו של תחום היעד לבין חלקו התחתון; התפתחות זו בולטת על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה, והיא מבטאת את חולשת הביקושים במשק ואת הירידה במחירי הסחורות בחו"ל (איור א'-1). האינפלציה אפוא משקפת נאמנה את ההתפתחויות הריאליות במשק מאז פרוץ המשבר העולמי של 2008. בשעה שעד 2011 המשק התמודד היטב עם המשבר – חלה עלייה במשקל היצוא בסחר של המדינות המפותחות ופער התוצר¹ נסגר – ב-2012 וב-2013 נרשמה ירידת מדרגה בקצב הצמיחה ובקצב האינפלציה. ניתן לייחס את ירידת המדרגה שחלה בשנתיים האחרונות בקצב הצמיחה להתמשכות המשבר העולמי ולהחרפתו במהלך 2011. ההתרחבות בענף הבנייה למשל תרמה לצמיחה ב-2010 וב-2011, והיא האטה מאוד בשנתיים האחרונות, אך זאת לאחר שמשקל הענף בתוצר העסקי עלה בנקודת אחוז בקירוב, כך שרמת הפעילות נשארה גבוהה. היצוא הוסיף לדשדש עקב ההאטה שחלה בשנתיים האחרונות בסחר העולמי ועקב הייסוף שנבע בחלקו מתחילת הפקת הגז הטבעי; ההשקעה נותרה יציבה. הצורך לצמצם את הגירעון הממשלתי, לאחר התרחבותו אשתקד ורמתו הגבוהה, הוא ביטוי נוסף לכך שהתמשכות המשבר בחו"ל מצמצמת את המרחב הפיסקלי.

השילוב של ריבית ריאלית נמוכה – ואף שלילית – לטווחים הקצרים, של עלייה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים, ושל עלייה בשוויין של הדירות, תמך בגידול נאה בצריכה הפרטית. זאת אף על פי שההכנסה הפנויה של משקי הבית נפגעה בעקבות ההאטה ביצוא, העלאת המסים, וההפחתה בתשלומי ההעברה.

לנוכח ההתפתחויות בביקושים, ובהיעדר לחצים אינפלציוניים, המדיניות המוניטרית בישראל הוסיפה להתמקד השנה בתמיכה בפעילות ובשמירה על היציבות הפיננסית. בנק ישראל הפחית

בשנת 2013 צמח התוצר ב-3.3%, שיעור מתון בהתחשב בכך שהשנה תרמה לצמיחה גם תחילת הפקתו של הגז ממאגר "תמר".

הסביבה הממותנת של הפעילות הגלובלית, ועמה ריביות מוניטריות נמוכות במיוחד במשקים המפותחים העיקריים, היו גם השנה הגורם המרכזי שניצב ברקע הפעילות במשק וההחלטות לגבי המדיניות.

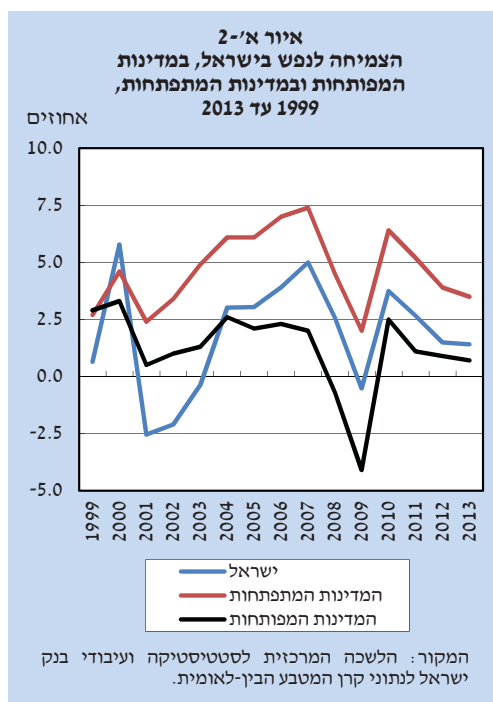
לנוכח ההתמתנות בביקושים, ובהיעדר לחצים אינפלציוניים, המדיניות המוניטרית בישראל הוסיפה להתמקד השנה בתמיכה בפעילות ובשמירה על היציבות הפיננסית. בנק ישראל הפחית את הריבית הקצרה בשלוש פעימות בנות 0.25 נקודות אחוז כל אחת, כולל פעימה במועד שלא מן המניין.

¹ "פער התוצר" מתייחס להפרש בין התוצר בפועל לבין התוצר הפוטנציאלי. פער התוצר משמש אינדיקטור למצבו של מחזור העסקים ולקיומם של לחצים אינפלציוניים. דיון נרחב בנושא זה מופיע בתיבה ב'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2011.



את הריבית הקצרה בשלוש פעימות בנות 0.25 נקודת אחוז כל אחת – כולל הפחתה במועד שלא מן המניין – עד לרמה של 1% בתום השנה, כדי לעודד את הביקושים המקומיים ואת ההשקעה, וכן כדי להאט את הייסוף בשער החליפין. כמו כן המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח, במסגרת מדיניות של התערבות על פי התוכנית שהבנק הודיע עליה ב-2009 וכן במסגרת תוכנית חדשה לקיזוז השפעתה של הפקת הגז הטבעי על היצע המט"ח, במטרה להחליש את התחזקות השקל ולתמוך בפעילות. התפתחותם של הצריכה הפרטית, התוצר והמחירים מעידה כי המדיניות המוניטרית הצליחה לתמוך בצמיחה: פער התוצר השלילי אינו גבוה, והאינפלציה נמצאה בתחום היעד. אולם לצד התמיכה בפעילות, ההרחבה המוניטרית המתמשכת אינה נטולת סיכונים.

האתגר המרכזי שניצב בפני קובעי המדיניות המוניטרית היה לאזן בין ההתמודדות עם ההאטה במשק ועם הייסוף בשער החליפין לבין מידת החשיפה לסיכונים הכרוכים בהרחבה מוניטרית ממושכת בסביבה של ריביות נמוכות, המושפעת באופן משמעותי מההתפתחויות בחו"ל ומהירידה בסיכון האשראי של ישראל. הסיכון המרכזי נובע מכך שמחירי הדירות בישראל עלו זו השנה השישית ברציפות, תוך שיעור גבוה של עלייה בהיקפי האשראי לדיור. זהו אתגר משותף להרבה מדינות שלא נפגעו ישירות מהמשבר וספגו ירידה בתשואות ובריביות. על מנת להתמודד עם הסיכון הגובר הוסיף המפקח על הבנקים במהלך השנה הוראות חדשות לגבי נטילת משכנתאות, במטרה לשמור על חוסנם של הלווים ושל המערכת הבנקאית. הוראות אלו נוספו על ההוראות והמגבלות שהמפקח פרסם במרוצת השנים האחרונות כדי לצמצם את הסיכון הנשקף מהתרחבות האשראי לדיור.



המדיניות הפיסקלית התמודדה השנה עם הצורך לצמצם את הגירעון, לאחר שאשתקד הוא התרחב במהירות. לאחר הבחירות, ובמסגרת גיבוש התקציב לשנים 2013–2014, החליטה הממשלה לצמצם את הגירעון באמצעות העלאת מסים וקיצוץ בתוכניות להרחיב את ההוצאה.

האתגר המרכזי שניצב בפני קובעי המדיניות המוניטרית היה לאזן בין ההתמודדות עם ההאטה במשק ועם הייסוף בשער החליפין לבין מידת החשיפה לסיכונים הכרוכים בהרחבה מוניטרית ממושכת בסביבה של ריביות נמוכות.

המדיניות הפיסקלית התמודדה השנה עם הצורך לצמצם את הגירעון, לאחר שאשתקד הוא התרחב במהירות. הממשלה קיצצה בתוכניות ההוצאה, אך לא צמצמה את קצב הצמיחה של הצריכה הציבורית.

מהלך זה היווה המשך להעלאות המסים שהוחלט עליהן כבר ב-2012, לאחר שהתבררו ממדי הגירעון. אף על פי שהממשלה קיצצה בתוכניות ההוצאה (שחרגו מהמותר על פי כלל ההוצאה), היא לא צמצמה את קצב הצמיחה של הצריכה הציבורית, וקצב קליטת העובדים בשירותים הציבוריים נותר גבוה. בכך סייע המגזר הציבורי לשמור על היציבות בשוק העבודה, במיוחד לנוכח ההאטה בהתרחבות התעסוקה במגזר העסקי.

לוח א'-1
ההתפתחויות העיקריות, 2009 עד 2013

2013	2012	2011	2010	2009	
8.1	7.9	7.8	7.6	7.5	האוכלוסייה הממוצעת (מיליונים)
1,053	993	924	866	809	התוצר הנומינלי (מיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים)
131	126	119	114	108	התוצר לנפש (אלפי ש"ח, במחירים שוטפים)
85.7	84.8	80.7	72.3	63.5	יצוא הסחורות והשירותים (מיליארדי דולרים, במחירים שוטפים) ¹
83.1	85.2	82.9	69.1	58.6	יבוא הסחורות והשירותים (מיליארדי דולרים, במחירים שוטפים) ¹
7.2	0.8	3.3	7.2	7.9	החשבון השוטף של מאזן התשלומים (מיליארדי דולרים)
3.2	3.9	2.7	3.6	5.3	הגירעון הכולל של הממשלה (כאחוז מהתוצר)
67.4	68.2	69.7	71.5	75.3	החוב הציבורי (כאחוז מהתוצר)
3,450	3,359	3,252	3,159	3,054	המועסקים הישראליים (אלפים)
0.8	0.5	0.4	0.7	-2.6	השכר הריאלי למשרת שכיר (ממוצע שנתי, שיעור השינוי, באחוזים)
4.0	4.6	5.1	4.9	5.4	התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
1.6	2.0	2.4	2.2	2.9	התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי, באחוזים)
3.3	3.4	4.6	5.7	1.2	התוצר המקומי הגולמי (שיעור השינוי, באחוזים)
3.7	3.2	3.8	5.0	2.2	הצריכה הפרטית (שיעור השינוי, באחוזים)
6.2	6.9	7.1	8.4	9.5	שיעור האבטלה (ממוצע שנתי, באחוזים)
0.0	5.1	6.2	11.7	-9.2	היצוא (ללא יהלומים, שיעור השינוי, באחוזים)
1.8	1.6	2.2	2.7	3.9	האינפלציה (דצמבר לעומת דצמבר אשתקד, באחוזים)
1.4	2.3	2.9	1.6	0.8	ריבית בנק ישראל (ממוצע שנתי, באחוזים)
-0.5	-0.1	0.3	-0.7	-0.4	הריבית הריאלית לשנה (ממוצע שנתי, באחוזים)
-6.4	4.5	-1.0	-5.1	1.8	שער החליפין הריאלי האפקטיבי (שיעור השינוי, באחוזים)
3.6	3.9	3.6	3.7	3.9	שער החליפין של השקל מול הדולר (ממוצע שנתי)
15.1	7.2	-20.1	14.9	88.8	מדד ת"א 100 ²
2.9	2.7	6.1	12.8	-10.6	הסחר העולמי (שיעור השינוי, באחוזים)

¹ ללא יהלומים.

² שיעור השינוי הנומינלי – היום האחרון בדצמבר לעומת היום האחרון בדצמבר אשתקד.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

2. ההתפתחויות בישראל

א. הפעילות הריאלית

ההתמתנות שחלה בשנים האחרונות בצמיחה נובעת בראש ובראשונה מההאטה בביקושים מחו"ל. השנה נבעה ההתמתנות הצמיחה גם מכך שהיצוא האט מעבר לצפוי מההאטה בסחר העולמי, מההאטה בגידול בהשקעות, וכן מצמצום הגירעון בתקציב הממשלה.

גילויי הגז העשירו את המשק והם יוצרים השפעת הכנסה. השפעה זו מגדילה את הביקושים המקומיים, ואלה מצדם לוחצים לייסוף ריאלי של השקל.

שער החליפין הריאלי התייסף השנה בשיעור משמעותי לאחר שאשתקד חל בו פיחות. מאז 2007 הייסוף מסתכם בכ-20% ואת עיקרו מסבירים כוחות ריאליים הפועלים על שער החליפין.

התוצר צמח השנה ב-3.3%, בדומה לאשתקד. אולם בניכוי ההשפעה שהייתה לתחילת הפקתו של הגז הטבעי, מתמתן שיעור הצמיחה לכ-2.5% בלבד ומבטא האטה מסוימת יחסית לאשתקד². ההתמתנות שחלה בשנים האחרונות בצמיחה נובעת בראש ובראשונה מההאטה בביקושים מחו"ל ומהירידה ביצוא שהיא גרמה. נראה כי ההתמתנות בצמיחה השנה נבעה גם מכך שהיצוא האט אף מעבר לצפוי מההאטה בסחר העולמי, מההאטה בגידול בהשקעות בענפי המשק, וכן מצמצום הגירעון בתקציב הממשלה. לצד אלה הגידול בצריכה נותר יציב, והוא שהוביל את הצמיחה. תחילתה של הפקת הגז ממאגר "תמר" אמנם תרמה השנה לצמיחה קרוב לנקודת אחוז, אך למאגרי הגז הטבעי יש השפעה מורכבת יותר על הפעילות. תחילתה של הפקת הגז מגדילה את העודף בחשבון השוטף, הן הקיים והן הצפוי בשנים הקרובות, וכך תורמת לייסוף. על מנת להחליש את השפעותיו השליליות של הייסוף, וכן כדי ליצור חלוקה בין-דורית הוגנת של תקבולי הגז, החליטה הממשלה על הקמת קרן ייעודית ("קרן עושר"), וזו תשקיע בחו"ל את התקבולים מהיטל הגז. הוועדה המוניתרית החליטה כי לפחות עד לתחילת פעילותה של הקרן, בנק ישראל ירכוש מט"ח בהתאם לתוכנית שהכריז עליה מראש, בכדי לקזז את השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף.

חלק מהייסוף הקשור בגז הטבעי מבטא ערוץ בסיסי יותר שדרכו גילויי הגז משפיעים על שער החליפין הריאלי. גילויי הגז העשירו את המשק והם יוצרים השפעת הכנסה. השפעה זו מגדילה את הביקושים המקומיים, ואלה מצדם לוחצים לייסוף ריאלי של השקל. הדבר מפחית את כדאיות היצוא, מרחיב את היבוא ומאט את הצמיחה. זהו תהליך טבעי, הוא מכונה בספרות "קללת המשאבים", והוא מקזז חלק מגידול התוצר שנובע מהפקת הגז³.

עודף היצוא (כמותי) נותר השנה יציב יחסית, לאחר שבשנים 2011 ו-2012 חלה בו ירידה, וזהו ביטוי להאטה הן ביצוא והן ביבוא. ההאטה ביצוא נובעת בעיקר מההאטה בסחר העולמי, ובפרט מההאטה ביבוא של המדינות המהוות יעד ליצוא הישראלי, אם כי סביר שהייסוף המתמשך מקשה גם הוא על היצוא. מאז המשבר של 2008 נבלמה העלייה במשקלו של הסחר העולמי בסך הפעילות הכלכלית הגלובלית, ככל הנראה כתוצאה מניסיון של המדינות שנפגעו מהמשבר להטות את הביקושים לעבר תוצרת מקומית. מדיניות זו מקשה על צמיחתם של המשקים הקטנים מבוססי היצוא, לרבות ישראל.

שער החליפין הריאלי התייסף השנה בשיעור משמעותי – כ-6% – לאחר שאשתקד חל בו פיחות של כ-4%. זהו ייסוף מצטבר של כ-20% יחסית ל-2007, ואת עיקרו מסבירים גורמים כלכליים בסיסיים שפעלו על המשק בתקופה זו, בפרט השיפור במצבו של המשק בהשוואה למדינות שנפגעו ישירות מהמשבר. השיפור מתבטא הן בכך ששיעור הצמיחה לנפש גבוה יחסית לנתון המקביל בשאר המדינות המפותחות והן בכך שצופים כי מצב זה יתמיד עוד זמן מה. גורמים נוספים שתורמו לייסוף הריאלי הם גילוי מאגרי הגז, העודף בחשבון השוטף שישראל נהנית ממנו בשנים

² הפקת הגז עשויה לתרום לרמת התוצר (אך לא לרמת הצמיחה) בין 1% ל-2% בכל אחת משלושים השנים הקרובות. ייחוס ההשפעה הגדולה של הפקת הגז לצמיחת התוצר דווקא השנה נובע מכך שהפקתו החלה באפריל 2013. השפעה נוספת צפויה גם בשנת 2014, וכן עם תחילת ההפקה ממאגר "לווייתן".

³ הצירוף "קללת המשאבים" (resource curse) מתייחס בספרות להשפעה השלילית האפשרית שיש להשפעת ההכנסה על משק שנתגלו בו משאבי טבע. הצירוף "המחלה ההולנדית" (Dutch disease) מתייחס להשפעה השלילית שיש לייסוף בשער החליפין (הנובע מהשיפור בחשבון השוטף של מאזן התשלומים כתוצאה מגילוי משאבי טבע) על המגזר הסחיר.

האחרונות, הירידה בסיכונים הגיאוגרפיים והשיפור ביחס החוב לתוצר בהשוואה לעולם. לאחר שמביאים בחשבון את הגורמים האלה, הייסוף הריאלי – על אף שיעורו המשמעותי – אינו בולט בהשוואה בין-לאומית של השינויים שחלו בשערי החליפין מאז פרוץ המשבר (ראו דיון בפרק ב'). לצד הגורמים הבסיסיים בשוק המט"ח פועלים גם גורמים פיננסיים קצרי טווח שגרמו לייסוף יתר ביחס לגורמים הבסיסיים. ההתערבות של בנק ישראל בשוק המט"ח פועלת למיתון כוחות אלו בתקופה שבה היצוא ניצב בפני קשיים הנובעים מהתרחבות איטית של הביקושים העולמיים. לנוכח הקשיים שניצבים בפני ענף היצוא בולטת הצלחתו של יצוא שירותי התוכנה והמו"פ. בשנתיים האחרונות התרחב היצוא של ענפים אלו בכ-15% לשנה (בדולרים שוטפים), והודות לכך שבשנים האחרונות הם צמחו ברציפות, משקלם כבר מגיע לכ-15% מסך יצוא הסחורות והשירותים של ישראל. הצמיחה של ענפי התוכנה והמו"פ באה לידי ביטוי גם בגידול במספר המועסקים בענפים אלו, וגידול זה מהיר מהגידול בכלל המגזר העסקי (דיון בגיוון של ענפי היצוא מופיע בפרק ז'-ב').

החשבון השוטף במאזן התשלומים הסתכם בעודף של 2.4% תוצר, ובניכוי תרומתה של הפקת הגז לחשבון השוטף, החשבון השוטף עדיין נמצא בעודף, למרות ההאטה ביצוא. ההסבר לכך נעוץ בהאטה מקבילה ביבוא, שמובילה ההאטה בהשקעות. היבוא של מוצרי צריכה עלה השנה בשיעור גבוה של כ-8% (כמותי), בעיקר הודות לגידול המהיר ביבוא כלי רכב, אך מכיוון שלביבוא מוצרי הצריכה יש משקל נמוך בסך היבוא, לרכיב זה אין השפעה גדולה על כלל היבוא. נראה אפוא כי ההאטה שמקורה בחו"ל ממתנת את היצוא וכן את הביקוש ליבוא.

ההשקעה בנכסים קבועים נותרה כמעט יציבה וכך תרמה להאטה בצמיחה. ההאטה בגידול בהשקעות נובעת מירידה בניצולת של ההון הקיים, היות שזו פועלת להאטת הצורך בהגדלה של מלאי ההון, וכן היא נובעת מציבות בהשקעה בענף הבנייה ומהשלמתם של שני פרויקטים גדולים – פיתוח התשתיות הקשורות להפקת הגז הטבעי ממאגר "תמר" והקמת המפעל החדש של "אינטל". מכאן ניתן ללמוד שההאטה בהשקעות נובעת מירידה בביקוש ולא מקשיי מימון (ראו סעיף 2.ג).

הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית הוסיפו השנה לצמוח בקצב יציב, ויחד הן היוו גורם מייצב לצמיחת התוצר במשק. מספר כוחות מנוגדים פעלו השנה על הצריכה הפרטית. העלאת המסים, הצמצום בתשלומי ההעברה, וההאטה ביצוא ובהשקעות עודדו צמצום בקצב גידול הצריכה, מכיוון שהם פעלו להאטה בגידולה של ההכנסה הפנויה; ואילו המדיניות המוניטרית המרחיבה עודדה את הצריכה הפרטית דרך הפחתת הריבית והתמיכה במחיריהם של הנכסים הפיננסיים והריאליים שהציבור מחזיק. ייתכן כי גילויים ופיתוחם של מאגרי הגז הטבעי תמכו אף הם בצריכה הפרטית, אם כי קשה להעריך את השפעתם. גילוי הגז תומך בצריכה הפרטית בעיקר דרך "אפקט העושר", והדבר עובר לציבור בשלושה ערוצים: עלייה בשוויין של מניות הגז והנפט שהציבור מחזיק, גידול בהכנסות ממסים אשר צפוי לצבור תאוצה בהמשך הדרך, וייסוף בשער החליפין.

מנקודת המבט של ההכנסה אפשרו את יציבותו של הגידול בצריכה הפרטית שני גורמים, הגמישות בשוק העבודה והירידה באבטלה הבלתי מחזורית (חיכוך ומבנית). המגזר העסקי ספג את ההאטה בביקושים בעזרת הפחתה בשעות העבודה למועסק ובעזרת האטה בגידול בתעסוקה. מאחר שענף השירותים הציבוריים שמר על קצב גבוה של גיוס עובדים, ומאחר שחלה ירידה באבטלה הבלתי מחזורית, שיעור התעסוקה הוסיף לגדול ושיעור האבטלה ירד. כתוצאה מכך הוסיפה התמורה לעבודה להתחלק בין מספר גדל והולך של פרטים, ועובדה זו סייעה כאמור לשמור על היציבות בצמיחתה של הצריכה הפרטית.

הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית הוסיפו השנה לצמוח בקצב יציב, ויחד הן היוו גורם מייצב לצמיחת התוצר במשק.

מנקודת המבט של ההכנסה אפשרו את יציבותו של הגידול בצריכה הפרטית שני גורמים, הגמישות בשוק העבודה והירידה באבטלה הבלתי מחזורית.

הירידה באבטלה הבלתי מחזורית, תופעה בולטת וחשובה, מתרחשת במשק בהדרגה כבר מספר שנים, והיא ככל הנראה הגורם המוביל את הירידה שחלה בשיעור האבטלה למרות ההאטה בצמיחה. האבטלה הבלתי מחזורית כוללת את שיעור האבטלה הנובע מכך שבכל רגע נתון קיימים עובדים בלתי מועסקים שמחפשים עבודה, והם נותרים מובטלים עד שנוצרת התאמה בינם לבין מעסיק שמחפש עובדים. ככל שתהליך ההתאמה מהיר ויעיל יותר, כך יורד שיעור האבטלה הבלתי מחזורית, והוא פועל לירידה בשיעור האבטלה הכוללת במשק. בין 2004 ל-2011 השיפור בהתאמה בין מחפשי עבודה למעסיקים העלה ב-15%—20% את ההסתברות של מובטל חדש למצוא עבודה ברבעון העוקב, ומשך הזמן הממוצע לאיוש משרה פנויה (בניכוי השפעת המחזור) התקצר בשיעור דומה (ראו פרק ה').

ב. התפתחות המחירים

האינפלציה הסתכמה השנה ב-1.8%, סמוך למרכז התחום של יעד האינפלציה. במחצית הראשונה של השנה הוסיף שיעור האינפלציה להיות נמוך, ובחודשים אפריל ומאי הוא היה נמוך אף מתחום היעד. ואולם בחודש יוני שבה האינפלציה אל מרכז התחום, בעקבות מדד גבוה שהושפע בעיקרו מהעלאה של המע"מ ושל מסים נוספים. לאחר שבנק ישראל המשיך להפחית את הריבית ופרסם את תוכנית רכישות המט"ח, ובכך העמיק את ההרחבה המוניטרית, התפתחה האינפלציה במחצית השנייה של השנה סמוך למרכזו של תחום היעד.

לעליית המחירים בישראל תרמו בעיקר שלושה סעיפים. ראשית, שירותי הדיור, סעיף שמשקלו עומד על כ-25% ממדד המחירים לצרכן⁴. סעיף הדיור עלה השנה בשיעור גבוה משיעור עלייתו של המדד זו השנה השישית ברציפות. בתחילת המחזור הנוכחי עלה מדד הדיור בחדות, אך בשנים האחרונות עלייתו התמתנה, והשנה היא תאמה את העלייה במחיריהם של כלל המוצרים הבלתי סחירים. הדבר מעיד על כך שהגידול בביקוש לשירותי דיור לא קיבל מענה מספק מצד ההיצע בתחילתו של המחזור. בעקבות הגידול שחל בשנים האחרונות בהיצע, השנה ניתן לראות סימנים לכך שהצטמצם הפער בין הגידול בביקוש והגידול בהיצע. שנית, סעיף המזון. מחירי המזון ירדו במחצית השנייה של 2011, בעקבות המחאה החברתית, והם הוסיפו לרדת גם במהלך המחצית הראשונה של 2012. אולם החל מאוגוסט 2012, ובמשך 2013, עלה מדד המזון בישראל. העלייה קיזזה את הירידה שהחלה עם המחאה החברתית. ייתכן שיישום ההמלצות של ועדת קדמי יתרום להפחתת הריכוזיות בענפי המזון במשק ויסייע לירידת מחירי המזון בישראל. שלישית, סעיף אחזקת דירה. מחירה של אחזקת דירה עלה זו השנה השלישית ברציפות, והדבר נבע מעלייה במחירי החשמל. העלייה בשנים הקודמות נבעה מכך שמחירי האנרגיה עלו מאוד גם בעולם, והשנה היא נבעה בעיקר מהחלטת הממשלה להחליק את המחירים עד שיכוסו ההפסדים שחברת החשמל צברה בעבר⁵. לעומת שלושת הסעיפים האלה, מחירי התקשורת הוסיפו לרדת גם ב-2013, בהמשך לירידה החדה שהחלה ב-2011 כתוצאה מהגברת התחרות בענף הסלולר.

ההתמתנות בקצב האינפלציה הסתמנה באמצע 2011 ונמשכה לאורך 2012 ו-2013; התפתחות זו בולטת על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה, והיא מבטאת את ההשפעה הרבה שיש לחולשת הביקושים בעולם על המשק. גם משוק העבודה לא ניכרו לחצים לעליית מחירים, אף על פי ששיעור האבטלה ירד בשנים האחרונות לשפל. אינדיקציות לכך ניתן למצוא הן בעובדה

⁴ מחיריהם של שירותי הדיור כלולים במדד המחירים לצרכן בסעיף הדיור. בינואר 2013 עודכן משקלו של סעיף זה במדד המחירים והוא עלה בנקודת אחוז.

⁵ כאשר הופסקה אספקת הגז המצרי החליטה הממשלה, באמצעות רשות החשמל, לפרוס על פני שלוש שנים את השפעתה של עלות הדלקים החרויה על מחיר החשמל. לכן התייקרות הדלקים בעבר התבטאה במידה רבה בעלייה זמנית של הפסדי חברת החשמל, ואלה מומנו באמצעות הלוואות בערבות ממשלתית.

האינפלציה הסתכמה
ב-1.8%, סמוך למרכז
התחום של יעד
האינפלציה.

העליות בשכר הדירה
התמתנו מאוד בשנה
האחרונה, לאחר עליות
חדות בתחילת המחזור
הנוכחי.

סעיף המזון תרם השנה
לעליית האינפלציה
והמשיך את המגמה
שהחלה במחצית השנייה
של 2012.

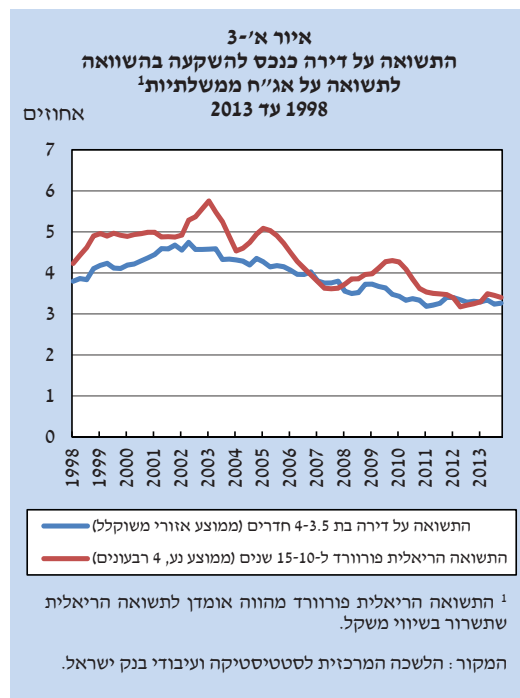
שהשכר הריאלי עלה מסוף 2011 רק בכנקודת אחוז ופחות מהגידול בתוצר לעובד, והן בעלות העבודה ליחידת תוצר: במרוצת השנים האחרונות נע אומדן זה סביב הרמה ארוכת הטווח, תוך נטייה לירידה מסוימת בשנתיים האחרונות (ראו הרחבה בפרק ב'). האינפלציה אפוא משקפת היטב את ההתפתחויות הריאליות שחלו במשק מאז פרוץ המשבר של 2008.

האינפלציה בישראל הושפעה כאמור מההתמתנות בביקושים העולמיים, בדומה לאינפלציה במדינות אחרות, והדבר משתקף במחירי המוצרים הסחירים בישראל. מחירים אלו עלו בשנים האחרונות בשיעור נמוך מאוד, בפרט יחסית לשיעור העלייה במחירי המוצרים הבלתי סחירים (וזאת גם לאחר שמנכים את סעיף הדיור). ב-2013 כמעט לא חל שינוי במחירי המוצרים הסחירים, ומחירי המוצרים הבלתי סחירים עלו בקצב מעט גבוה יותר; הדבר מבטא את הכוחות לייסוף ריאלי הפועלים במשק.

שוק הדיור הוסיף לעמוד במרכז השיח הציבורי גם בשנת 2013, במיוחד בשל הרמה הגבוהה שמחירי הדירות הגיעו אליה ובשל משקלה של ההוצאה על דיור בסל התצרוכת של משפחה ממוצעת. העלייה במחירי הדירות התחדשה במחצית השנייה של 2012 ונמשכה במרוצת 2013. העלייה הריאלית במחירי הדירות הגיעה בסיכום שנתי ל-6%, לאחר שהעלייה בין 2008 ל-2012 הגיעה לכ-50%. מספר העסקאות והיקף האשראי לדיור הוסיפו לגדול בקצב גבוה גם בשנת 2013. על רקע זה עולה השאלה באיזו מידה העלייה במחירי הדירות נובעת מעודף בביקוש הבסיסי של משקי הבית לשירותי דיור, ובאיזו מידה היא נובעת מעודפי הביקוש לדירות כנכס להשקעה.

האינפלציה בישראל
הושפעה מההתמתנות
בביקושים העולמיים.

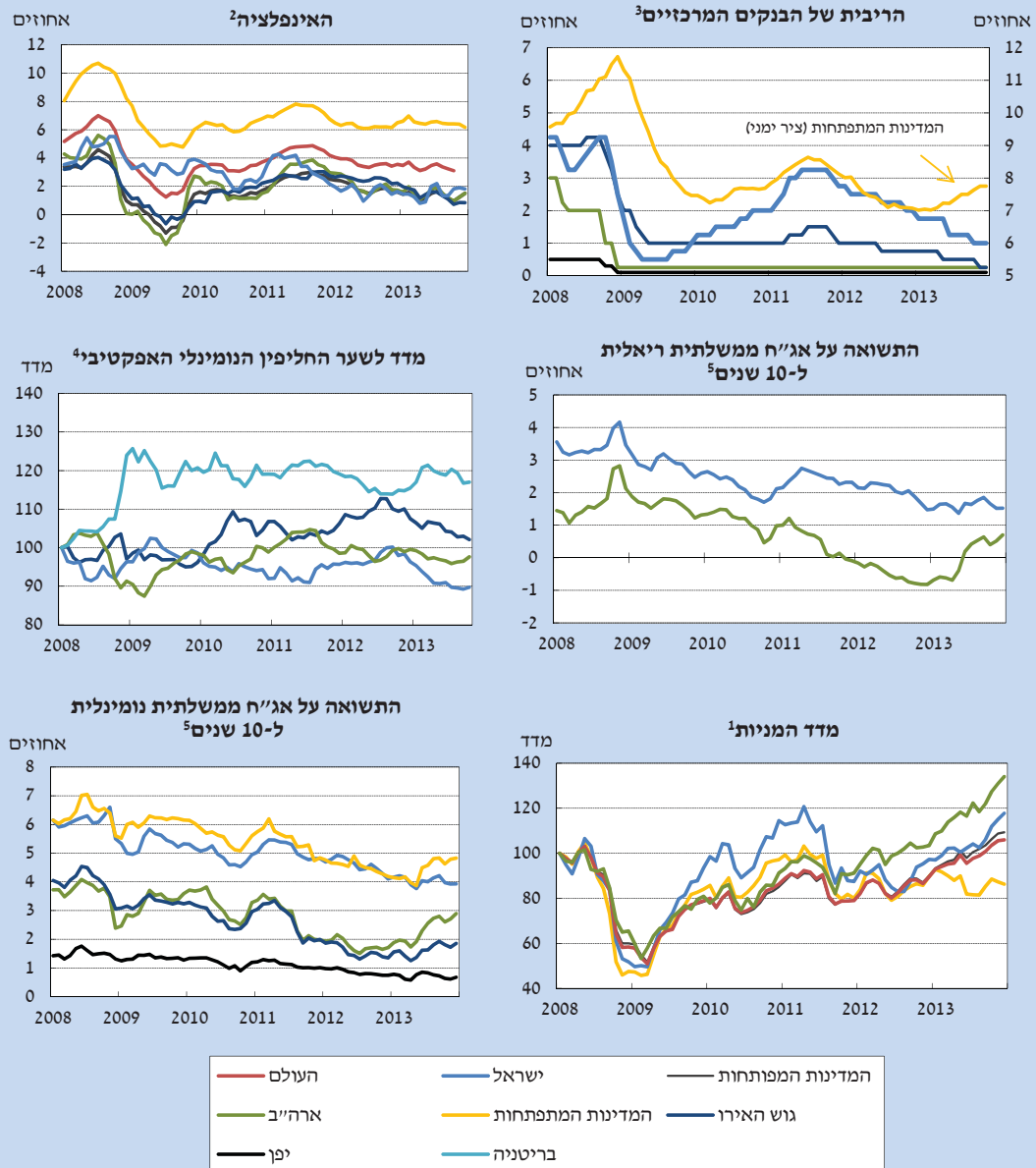
העלייה הריאלית במחירי
הדירות הגיעה בסיכום
שנתי ל-6%.



כדי לעמוד על גורמי הביקוש העיקריים לעלייה במחירי הדירות מקובל לבחון את היחס בין שכר הדירה השנתי למחיר הדירה, היות שהוא משקף את התשואה על השקעה בדירה (איור א'-3). את היחס הזה ניתן להשוות לתשואות על השקעות חלופיות, כדוגמת אג"ח ממשלתית צמודה למדד המחירים לצרכן ובעלת טווח פדיון ארוך במיוחד⁶. התשואות על אג"ח ממשלתיות ירדו בשנים האחרונות לרמות נמוכות במיוחד מבחינה היסטורית, ובמקביל לכך עלה שכר הדירה כתוצאה מעלייה בביקוש לשירותי דיור. השילוב של שתי התפתחויות אלו – התרחבות הביקוש לשירותי דיור מעבר להתרחבות ההיצע והירידה בתשואות האלטרנטיביות – הגביר את הביקוש לדירות למגורים וכנכס להשקעה, וניתוח זה מסביר את רוב העלייה במחירי הדירות. נוסף על כך, המסים על רווחי ההון עלו בשנים האחרונות והגדילו את כדאיותה היחסית

⁶ אם כי לשתי השקעות אלה אופי שונה והסיכון בהן שונה. אף על פי כן נראה כי התשואה על שתיהן מתפתחת באופן דומה.

איור א'-4
אינדיקטורים מוניטריים בישראל ובעולם, 2008 עד 2013



¹ מבוסס על ממוצע חודשי במונחי דולרים. המדינות המפותחות, המתפתחות והעולם - על פי מדדי MSCI, ישראל - על פי מדד ת"א 100, ארה"ב - על פי S&P-500. המקור: Bloomberg והבורסה לניירות ערך.

² האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים. המדינות חולקו לקבוצות לפי הגדרת ה-IFS. המקור: IFS database.

³ המקור: ישראל - בנק ישראל; יפן, ארה"ב וגוש האירו - Bloomberg; המדינות המתפתחות - ממוצע משוקלל (לפי משקלות גודל התוצר ב-2011 במונחי PPP) של הריביות במדינות: ארגנטינה, ברזיל, צ'ילה, קולומביה, רוסיה, דרום אפריקה ותאילנד.

⁴ עלייה מציינת פיחות. המקור: IFS database.

⁵ המקור: Bloomberg ובנק ישראל. המדינות המתפתחות כוללות ממוצע של: דרום אפריקה, מקסיקו, תאילנד, קוריאה, סלובקיה, פולין והונגריה.

של ההשקעה בנדל"ן⁷. במחצית השנייה של 2013 תשואות האג"ח אמנם הוסיפו לרדת, אך בקצב איטי יחסית ותוך תנודתיות רבה יחסית (על רקע חוסר הוודאות לגבי העיתוי והקצב של הצמצום הכמותי בארה"ב). במהלך 2013 התמתנה העלייה בשכר הדירה. התמתנות זו עקבית עם ההערכה שהגידול בביקוש לשירותי דיור אינו מתרחב עוד בקצב גבוה מהתרחבות ההיצע. לצד התפתחויות אלו בביקוש לדיור הוסיפה הפעילות בענף הבנייה להימצא ברמה גבוהה (הרחבה מופיעה בפרק ז'-א'). ההערכה היא שבעקבות ההאצה שחלה בשנים האחרונות בפעילות בענף זה, ובעקבות התמתנותה של העלייה בשכר הדירה, קצב הגידול של ההיצע מתחיל להדביק את קצב גידולו של הביקוש. ההתמתנות בעלייה של שכר הדירה, צעדים חדשים של מיסוי על משקיעים, והתמתנות הירידה בתשואות האלטרנטיביות, פעלו לצמצום את הגידול בביקוש לדיירות כנכס להשקעה.

ג. השווקים הפיננסיים ומקורות המימון במשק

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור גדל השנה הודות לעלייה במחירי הנכסים הפיננסיים בישראל ובעולם ולצבירות של הציבור בנכסים פיננסיים, בעיקר באמצעות הגופים המוסדיים המנהלים חסכונות ארוכי טווח. העלויות במחירי הנכסים הפיננסיים בישראל הושפעו מאוד מהמגמות בשוקי חו"ל ומהירידה בסיכונים שישראל חשופה להם. עליות אלה, בארץ ובעולם, בולטות על רקע הצמיחה העולמית המתונה ועל רקע סיכונים האשראי הגבוהים המאפיינים מספר מדינות מפותחות, והן מושפעות מהנזילות הרבה בשווקים, הנובעת מכך שהריביות הקצרות והארוכות נמצאות בשפל, ומציפויות להמשך ההתאוששות של הכלכלה העולמית.

הירידה בסיכונים הנשקפים לישראל, נוסף על השמירה על העודף בחשבון השוטף, הפחיתה את פרמיית הסיכון לחדלות פירעון של החוב החיצוני, והדבר משתקף היטב בפער ה-CDS בין ישראל וארה"ב. בעקבות כך חלה עלייה בסך ההשקעות הזרות בישראל, הצטמצמו מרווחי התשואות בין ישראל לארה"ב, התגברו הכוחות הפועלים לייסוף שער החליפין, ומחירי המניות עלו בקצב גבוה יחסית לקצב במדינות המתפתחות ודומה לקצב במדינות המפותחות. מחירי המניות עלו במידה משמעותית, אף על פי שרווחיות החברות הייתה נמוכה השנה, והן קיבלו תמיכה מהסביבה הנמוכה של הריביות המהוות ריביות סמן להיוון רווחי החברות. התפתחויות אלו בשוקי ההון מצביעות על כך שההתפתחויות הפיננסיות בישראל היו חיוביות ביחס להתפתחויות העולמיות. התשואות לפדיון, הנומינליות והריאליות, של האג"ח הממשלתיות הארוכות הוסיפו לרדת במחצית הראשונה של 2013, ובמחצית השנייה הן נעו ברמות שפל היסטוריות. גם המרווח בין התשואות על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים לבין התשואות על אג"ח מקבילות של ארה"ב הצטמצם במהלך השנה. על סמך הניסיון שהצטבר בשנים האחרונות ניתן לומר כי ההתפתחויות בחו"ל והתפתחויות הסיכון בישראל משפיעות במידה רבה על התשואה הארוכה בישראל. אשר לסיכון בישראל, המתח הגיאוגרפי-פוליטי מהווה מרכיב חשוב בו, ומתח זה ירד במחצית השנייה של 2012 ובמהלך 2013, במיוחד מספטמבר. אותו ירד סיכון האשראי של ישראל, והדבר הפחית במידה רבה את הסיכון המתומחר בכלל הנכסים הפיננסיים בישראל. אולם מרווח התשואות הצטמצם כאמור גם עקב ההתפתחויות בחו"ל – השינויים בצפי לגבי המדיניות המוניטרית בארה"ב, ובפרט ההערכות בנוגע לעיתוי ולקצב של צמצום ההרחבה הכמותית⁸: בחודש מאי, על רקע המשך השיפור בשוק העבודה בארה"ב ועל רקע התאוששות מסוימת בפעילות הכלכלית, התגבשו הערכות שהבנק

המגמות בשוק ההון
בישראל הושפעו מאוד
מהמגמות בחו"ל
ומהירידה בסיכונים
שישראל חשופה להם.

⁷ ההשקעה בדירה פטורה ממס עד סוף 2013, בשעה שההשקעה בנכסים פיננסיים ממוסה בשיעור של 25% מהרווח הריאלי. מאידך גיסא ישנם הבדלי מיסוי שפועלים לטובת הנכסים הפיננסיים: מס רכישה למשל מוטל על דירה ואינו מוטל על ניירות ערך.

⁸ תוכנית ההרחבה הכמותית שהופעלה השנה בארה"ב החלה בשנת 2012 כתוכנית הרחבה כמותית מספר שלוש.

המרכזי האמריקאי⁹ יכריז על צמצום ההרחבה הכמותית בטרם עת והפעילות בארה"ב תיפגע. כתוצאה מכך עלו התשואות של האג"ח הממשלתיות בארה"ב, ואילו התשואות הממשלתיות בישראל עלו במידה מתונה בלבד. נוסף על הירידה בסיכון הגיאוגרפי-פוליטי מסביר את ההשפעה המתונה גם מצבה הכלכלי הטוב יחסית של ישראל. מצב זה בא לידי ביטוי בהשבת האמינות של הממשלה בנוגע לעמידה ביעד הגירעון, ביחס החוב לתוצר (הוא אינו גבוה בהשוואה לעולם), בשיפור בחשבון השוטף במאזן התשלומים, וכן במידת חוסנה של המערכת הפיננסית. על כן, על סמך ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים ישראל אינה נמנית עם המדינות שעלולות להיפגע מעלייה של התשואות בארה"ב כתוצאה מצמצום ההרחבה הכמותית שם.

שנת 2013 התאפיינה בעליות משמעותיות במחירי האג"ח הקונצרניות, עליות שהתרחשו בהשפעת הצבירות הגדולות של הציבור בקרנות הנאמנות; אלה מצדן נבעו מכך שההשקעה בקרנות נתפסת כבעלת פוטנציאל גדול יותר לרווח מאשר ההשקעות נטולות סיכון האשראי, כדוגמת אג"ח ממשלתיות. מרווחי התשואות בין ובין האג"ח הממשלתיות הצטמצמו והגיעו לרמה נמוכה במיוחד מבחינה היסטורית. היו אמנם כוחות פיננסיים שפעלו לצמצום זה – הסדרים לחובות בעייתיים גדולים מהעבר הוסיפו להתגבש וסדרות חדשות של אג"ח הונפקו בהתאם לכללים שניסחה ועדת חודק – אך אין בהם כדי להסביר את מלוא הצמצום.

שנת 2013 התאפיינה בעליות משמעותיות במחירי האג"ח הקונצרניות, עליות שהתרחשו בהשפעת הצבירות הגדולות של הציבור בקרנות הנאמנות; אלה מצדן נבעו מכך שההשקעה בקרנות נתפסת כבעלת פוטנציאל גדול יותר לרווח מאשר ההשקעות נטולות סיכון האשראי, כדוגמת אג"ח ממשלתיות. מרווחי התשואות בין ובין האג"ח הממשלתיות הצטמצמו והגיעו לרמה נמוכה במיוחד מבחינה היסטורית. היו אמנם כוחות פיננסיים שפעלו לצמצום זה – הסדרים לחובות בעייתיים גדולים מהעבר הוסיפו להתגבש וסדרות חדשות של אג"ח הונפקו בהתאם לכללים שניסחה ועדת חודק – אך אין בהם כדי להסביר את מלוא הצמצום.

ישראל האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי ירדה ב-2013 ב-2% יחסית לאשתקד; האשראי הבנקאי הצטמצם והאשראי החוץ-בנקאי התרחב, כתוצאה מגידול בהלוואות הישירות מהמוסדיים¹⁰. התפתחות זו ממשיכה תהליך ארוך של שינוי מבני בערוצי האשראי למגזר העסקי – ירידה במשקל האשראי הבנקאי ועלייה במשקל האשראי החוץ-בנקאי. הגידול בנכסים הפיננסיים שהציבור מחזיק באמצעות המשקיעים המוסדיים הוא תוצאה של (א) הרפורמות הרבות שנערכו בקרנות הפנסיה, כולל העלאת גיל הפרישה וחוק פנסיה חובה שנכנס לתוקף ב-2008 (ראו סעיף 5), ו-(ב) המיסוי: שיעורי המיסוי על רווחי הון עלו בשנים האחרונות¹¹, אך המשקיעים המוסדיים פטורים ממס על רווחי הון בשעה שהחסכונות והפיקדונות הצמודים למדד במערכת הבנקאית חייבים במס; לכן הציבור העדיף לצבור את נכסיו באמצעות המשקיעים המוסדיים. ייתכן כי התרחבותו של היקף הנכסים בתיקים של המשקיעים המוסדיים הוא זה שמניע את המשקיעים המוסדיים לחפש חלופות להשקעה, בכלל זה השקעות בחו"ל והלוואות ישירות למגזר העסקי.

ישראל האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי ירדה ב-2013 ב-2% יחסית לאשתקד; האשראי הבנקאי הצטמצם והאשראי החוץ-בנקאי התרחב, כתוצאה מגידול בהלוואות הישירות מהמוסדיים¹⁰. התפתחות זו ממשיכה תהליך ארוך של שינוי מבני בערוצי האשראי למגזר העסקי – ירידה במשקל האשראי הבנקאי ועלייה במשקל האשראי החוץ-בנקאי. הגידול בנכסים הפיננסיים שהציבור מחזיק באמצעות המשקיעים המוסדיים הוא תוצאה של (א) הרפורמות הרבות שנערכו בקרנות הפנסיה, כולל העלאת גיל הפרישה וחוק פנסיה חובה שנכנס לתוקף ב-2008 (ראו סעיף 5), ו-(ב) המיסוי: שיעורי המיסוי על רווחי הון עלו בשנים האחרונות¹¹, אך המשקיעים המוסדיים פטורים ממס על רווחי הון בשעה שהחסכונות והפיקדונות הצמודים למדד במערכת הבנקאית חייבים במס; לכן הציבור העדיף לצבור את נכסיו באמצעות המשקיעים המוסדיים. ייתכן כי התרחבותו של היקף הנכסים בתיקים של המשקיעים המוסדיים הוא זה שמניע את המשקיעים המוסדיים לחפש חלופות להשקעה, בכלל זה השקעות בחו"ל והלוואות ישירות למגזר העסקי.

מאחר שהאשראי למגזר העסקי ירד ביחס לתוצר, יש מקום לשאול האם קיימת מגבלה אפקטיבית על מקורות המימון של המגזר העסקי, אשר פוגעת בצמיחת התוצר במשק. כדי להשיב לשאלה זו, לפחות ביחס לחברות הגדולות במשק, אנו מסתמכים על מספר אינדיקטורים שונים (הרחבה מופיעה בפרק ד'): (א) המרווחים בין האג"ח הקונצרניות לאג"ח הממשלתיות הצטמצמו תוך עלייה בהיקף של הנפקות האג"ח, גם של חברות בעלות דירוג נמוך יחסית; (ב) מסקרים שונים עולה כי השנה חלה ירידה קלה בקשיי המימון של המגזר העסקי; (ג) חלה עלייה בקווי האשראי הבלתי-מונצלים של המערכת הבנקאית, ובמקביל לכך ירד המרווח בין הריבית

נראה שאין מגבלה אפקטיבית על האשראי הזמין למגזר העסקי.

⁹ Federal Reserve, ה-FED.

¹⁰ ערוץ זה מאפשר למשקיעים המוסדיים להעמיד לחברות עוד אשראי, נוסף על האשראי שהן מקבלות דרך אחזקת אג"ח קונצרניות, וזאת במסלול מהיר יחסית ובשקיפות נמוכה יחסית למסלול הנפקת אג"ח אך דומה לשקיפות בהלוואה בנקאית (הרחבה מופיעה בפרק ד').

¹¹ קופות הפנסיה, הגמל וההשתלמות אטרקטיביות בעיני הציבור משום שהצבירות בהן פטורות ממס הכנסה. האטרקטיביות שלהן עלתה לאחרונה בשל רפורמות שונות, ביניהן חוק פנסיה חובה, והיא הוסיפה ועלתה בשל שינויים במיסוי: בעקבות דוח ועדת טרכטנברג הועלה בינואר 2012 שיעור המיסוי על רווחי ההון באפיקים הריאליים ל-25%, בשעה ששיעור המיסוי על האפיקים הנומינליים נותר ללא שינוי (15%). אינדיקציה נוספת לעלייה באטרקטיביות של קופות אלו ניתן למצוא בכך שבשנים האחרונות חלה עלייה באחוז הכספים הנוזלים של הקופות הפטורות ממס.

על האשראי לריבית על הפיקדונות. על סמך אינדיקטורים אלו נראה שאין מגבלה אפקטיבית על האשראי הזמין למגזר העסקי, והירידה בו ביחס לתוצר נובעת מהיקף השקעה נמוך, אשר תואם את הרמה הממונת של הפעילות בישראל. מסקנה זו – היינו שהביקוש לאשראי ירד – מתקבלת גם מהירידה שחלה השנה בניצולת מלאי ההון במשק, ירידה שאינה מבטאת צורך של החברות להגדיל את ההשקעה בהון (ראו הרחבה בפרק ב').

3. הסביבה העולמית

הקצב השנתי הממוצע של הצמיחה בסחר העולמי, ערוץ מרכזי להשפעה של הפעילות הכלכלית בעולם על המשק, נותר נמוך גם השנה. במחצית הראשונה של 2013 התחזקו ההערכות שהפעילות בשנים הקרובות תתאושש בקצב איטי יותר מזה שצפו בעבר, ובעקבות זאת הביקושים להשקעות נחלשו. אולם הכלכלה העולמית החלה להתייצב במהלך 2013 ואף ניכרו סימנים ליציאה מהמשבר, בעיקר בהשפעת ארה"ב.

האינפלציה הנמוכה במדינות המפותחות, ושיעורי האבטלה הגבוהים יחסית, אפשרו לקובעי המדיניות המוניטרית לנקוט גם ב-2013 מדיניות מרחיבה, לרבות ריביות מוניטריות נמוכות והרחבות כמותיות. לאחר שחלפו כשש שנים מפרוץ המשבר מוסיפה הצמיחה בגוש האירו להיות ממונתת, ואף על פי שבארה"ב היא החלה להתאושש, הצמיחה לנפש עודנה אפסית. אשר לשווקים המתעוררים, קצב הצמיחה בחלקם התמתן השנה אם כי הוא גבוה משמעותית מקצב הצמיחה במדינות המפותחות. קצב הצמיחה העולמי נותר השנה יציב יחסית ל-2012.

השנה התחדדו ההבדלים בין המדינות המפותחות, בהתאם למצבן הפיסקלי. בחלק ממדינות אירופה נראים סימנים ליציאה מהמיתון, בשעה שבאחרות עדיין ניכרת מגמת התמתנות. ההבדלים בין מדינות אירופה העיבו על תחזיות הצמיחה והשתקפו היטב בשונות ביניהן מבחינת התשואות לפדיון על אג"ח ממשלתיות. בגרמניה, בבריטניה ובצרפת למשל התשואות ל-10 שנים פסקו לרדת ובמחצית השנייה של השנה הן אף עלו; ואילו התשואות על אג"ח של ממשלות ספרד, איטליה, פורטוגל ויוון ירדו בשנת 2013 אך עדיין נותרו גבוהות יחסית ונעו בתחום שבין 4% ל-7%. אינדיקטור נוסף מצביע על השונות הגבוהה בין המדינות באירופה, וזהו שיעור האבטלה: שיעור זה המשיך לעלות באיחוד האירופי ועמד בסוף השנה על כ-10.9%, תוך שונות רבה בין המדינות השונות. התפתחויות אלו הוסיפו להשליך על התאוששותה האיטית והשברירית של הפעילות הכלכלית ושימרו את החשש מהרעה של משבר החובות באירופה. על רקע התפתחויות אלו גובש לקראת סוף השנה הסכם היסטורי לגבי איחוד בנקאי בגוש האירופי: עד 2015 יהיו לבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) סמכויות לפקח על כלל הבנקים הגדולים בגוש האירו ולהתערב בפעילותם. הריסון הפיסקלי בגוש האירו חיוני בשל הגידול המהיר בחוב, אך הוא מקשה מאוד על התאוששותה של הפעילות הכלכלית במדינות אירופה. מדיניות מרסנת זו ננקטת כמעט בלתי בררה. בנוגע למדיניות המוניטרית, ה-ECB הפחית את הריבית הקצרה לשפל חדש – 0.25% – וזאת מכיוון שההאטה בפעילות נמשכה והאינפלציה השנתית בגוש האירו ירדה והגיעה לרמה נמוכה משמעותית מהיעד.

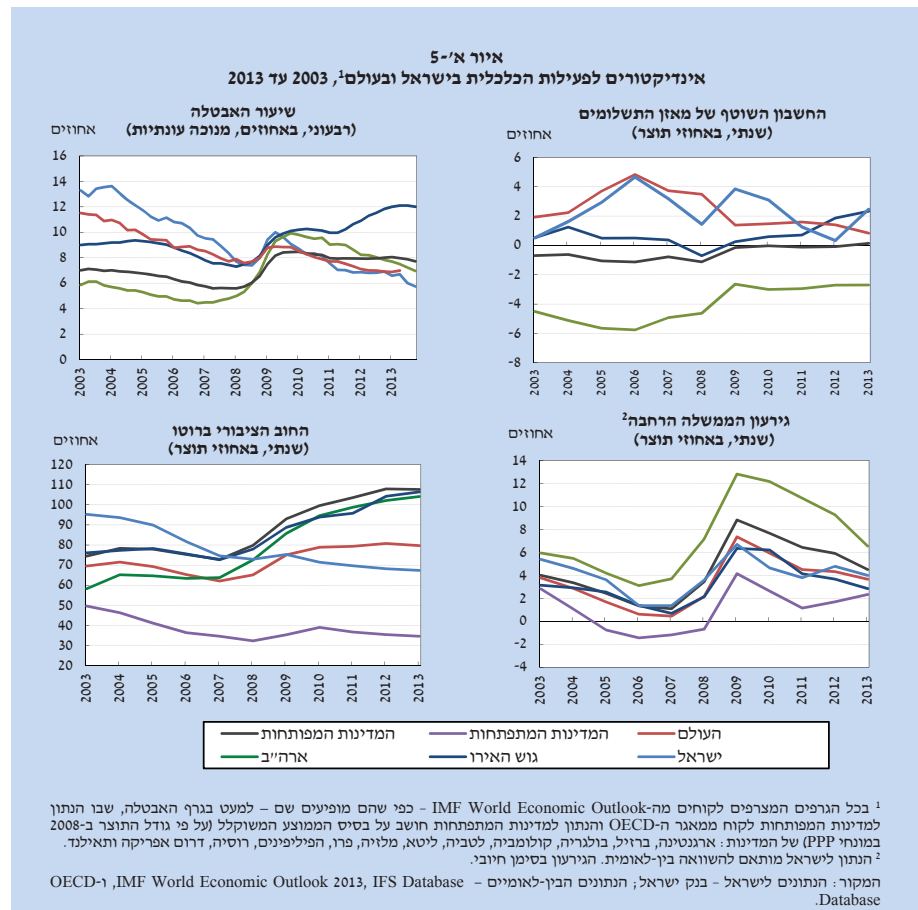
אשר לארה"ב, שיעור האבטלה ירד ב-2013 והגיע לרמה של 6.7% אחוזים, הודות לעלייה שחלה במהלך השנה בפעילות הכלכלית אך גם בגלל ירידה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה. ההתאוששות שחלה השנה בכלכלת ארה"ב נשענה במידה רבה על ההרחבה המוניטרית. המשקים המתעוררים – ובראשם סין והודו, מדינות שצמיחתן מושתתת בעיקר על יצוא, בין היתר למדינות המפותחות – לא עברו בשלב זה לצמיחה שמבוססת על ביקושים מקומיים.

הקצב השנתי הממוצע של הצמיחה בסחר העולמי נותר נמוך גם השנה.

האינפלציה הנמוכה ושיעורי האבטלה הגבוהים אפשרו לקובעי המדיניות המוניטרית להמשיך במדיניות ההרחבה.

הצמיחה לנפש בקרב המדינות המפותחות עודנה אפסית.

במהלך 2013 ניכרו סימנים ליציאה מהמשבר, בעיקר בהשפעת ארה"ב.



שיעורי הצמיחה בהן המשיכו להתמתן והם נמוכים בכ-2 נקודות אחוז מהשיעור הממוצע בעשור שקדם למשבר של 2008.

שוקי ההון של המדינות
המפותחות התאוששו
במידה ניכרת.

שוקי ההון של המדינות המפותחות התאוששו במידה ניכרת ומחירי המניות עלו ב-20%—40%. חשוב לזכור כי עליות אלו התרחשו אף על פי שהתפרסמו הערכות פסימיות לגבי ההתאוששות העולמית – כלומר הערכות שההתאוששות תהיה איטית ומתונה – וזאת על רקע הריביות הנמוכות בעולם וההרחבות הכמותיות בארה"ב, באירופה ובין. בחלק מהמדינות המתפתחות, במיוחד אלו שיש להן גירעון בחשבון השוטף, שוקי ההון לא עלו, והם אף ירדו לאחר התגברות הציפיות לצמצום ההקלה הכמותית בארה"ב. ציפיות אלו הביאו לעליית תשואות במדינות הנידונות, זו הגדילה את עלות החוב הממשלתי, וכתוצאה מכך גברו הסיכונים להמשך הצמיחה. סביבה ממותנת של פעילות גלובלית, ועמה ריביות מוניטריות נמוכות מבחינה היסטורית, האיצו בשנים האחרונות את התייקרותם של מחירי הדירות בהרבה מדינות בעולם, במיוחד באלו שלא נפגעו ישירות מהמשבר הפיננסי העולמי. אמנם ב-2007—2008 היה שיעור ההתייקרות בישראל גבוה מאוד יחסית למדינות רבות, אך זאת לאחר שבשנים הקודמות נרשמו בישראל ירידות בשעה שביתר המדינות נרשמו עליות נאות. בהסתכלות ארוכת טווח ניתן לראות כי מ-2000 ועד תום 2013 היה שיעור ההתייקרות של מחירי הדירות בישראל נמוך יחסית לשיעור במספר מדינות (ראו הרחבה בפרק ז' א').

4. המדיניות הכלכלית

המדיניות הכלכלית הושפעה השנה מחמש התפתחויות משמעותיות – קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית התמתן; האינפלציה התמתנה; המחירים בשוק הדיור הוסיפו לעלות תוך עלייה בהיקף המשכנתאות; חל ייסוף מתמשך בשער החליפין; והגירעון הממשלתי התרחב אשתקד. השילוב של התפתחויות אלה הוביל למדיניות מוניטרית מרחיבה ולמדיניות פיסקלית מעט מצמצמת. מדיניות כלכלית משולבת זו עודדה את הפעילות במשק, ולא היה חשש להגברת לחצי האינפלציה. נוסף על כך נמשכו השנה המאמצים להפנים את לקחי המשבר הפיננסי העולמי ולזהות בעיות מבניות ייחודיות למשק. מאמצים אלו מתבטאים בשנים האחרונות בסדרה של מהלכים רגולטוריים לשם תיקון ההסדרה הקיימת ולשיפור היעילות בהקצאת המקורות במשק.

א. המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית

השיקולים העיקריים שניצבו לנגד עיניהם של חברי הוועדה המוניטרית היו האינפלציה הממונת, הייסוף בשער החליפין והקיפאון ביצוא; ומנגד העלייה במחירי הדירות בישראל – אלה הגיעו לרמה גבוהה במיוחד – ועמה הקצב הגבוה של נטילת משכנתאות. הייסוף פגע ביכולתו של המשק להתחרות: הוא ממתן את היקף היצוא ומגביר את היקף היבוא של מוצרי צריכה על חשבון הייצור המקומי. התפתחויות אלו עלולות להשפיע לרעה על צמיחת התוצר ובפרט על שוק העבודה. בהתאם לגורמי רקע אלו הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית המוניטרית מ-1.75% ל-1%, תוך רכישת מט"ח. המפקח על הבנקים הטיל הגבלות על נטילת משכנתאות במטרה לשמור על חוסנם של הלווים ושל המערכת הבנקאית.

שנת 2013 התאפיינה בהתמתנות בסביבת האינפלציה העולמית, ויחד עם הייסוף בשער החליפין המשיכה התמתנות זו למתן את האינפלציה בישראל דרך מחיריהם של המוצרים הסחירים. לעומת זאת, מחיריהם של המוצרים הבלתי סחירים עלו, בין היתר בהשפעת ההרחבה המוניטרית, ובסיכומו של דבר נמצא שיעור העלייה במחירים בתוך הטווח של יעד האינפלציה. התפתחות זו מצביעה על האפשרות שבהשפעת המדיניות המוניטרית המרחיבה, פער התוצר השלילי הוא קטן. תמיכה בממצאים אלו מתקבלת מכך ששיעור האבטלה ושכר העבודה במשק נותרו בשנתיים האחרונות יציבים יחסית, ומכך ששיעור האבטלה מצוי בשפל.

המדיניות המוניטרית במשק קטן ופתוח כישראל מושפעת מהמדיניות המוניטרית בעולם, והוועדה המוניטרית מעניקה לה משקל רב בהחלטותיה, שכן הפעילות הכלכלית בעולם משפיעה מאוד על ההתפתחויות בישראל, בעיקר דרך היקפי הסחר. המדיניות המוניטרית בעולם משפיעה על המשק גם ישירות, בעיקר דרך מרווחי התשואות והכדאיות היחסית של ההשקעה בנכסי חוב (ההרחבה מופיעה בפרק ז'-ג'). השפעות אלו מיתנו ב-2013 את סביבת האינפלציה בישראל, והן תמכו בהרחבה מוניטרית גם כאן. ואכן, בנק ישראל העמיק את ההרחבה שנקטה השנה ופועלת לעידוד הפעילות הכלכלית בישראל. מאז החרפת המשבר, בסוף 2008, פעלה המדיניות המוניטרית להרחבת הביקושים; ההרחבה הגיעה לשיא באמצע 2009, ותוצאה זו עולה בקנה אחד עם העובדה שהריבית המוניטרית ירדה בתקופה זו לשפל של 0.5%. מאז ועד אמצע 2011 חלה נסיגה מסוימת במידת ההרחבה המוניטרית, כתוצאה מכך שבנק ישראל העלה את הריבית; זו הגיעה ל-3.25% באמצע 2011. במחצית השנייה של 2011, בעקבות החרפתו של משבר החובות באירופה, התמתנה הצמיחה בישראל, ובנק ישראל החל להפחית את הריבית המוניטרית. הבנק נקט מדיניות זו גם במהלך 2012 ו-2013 והפחית את הריבית בהדרגה, עד לרמה של 1%. בעקבות ההפחתה התגברה מידת ההרחבה שנקטה במשך השנה, והיא גבוהה מההרחבה הממוצעת אשתקד. אינדיקציה להעמקת ההרחבה המוניטרית ניתן לקבל מהשיפוע של עקום התשואות הריאלי – הפער בין

המדיניות המוניטרית
השנה המשיכה להיות
מרחיבה ולהתמקד
בתמיכה בפעילות.

המפקח על הבנקים
פעל לשמור על היציבות
הפיננסית.

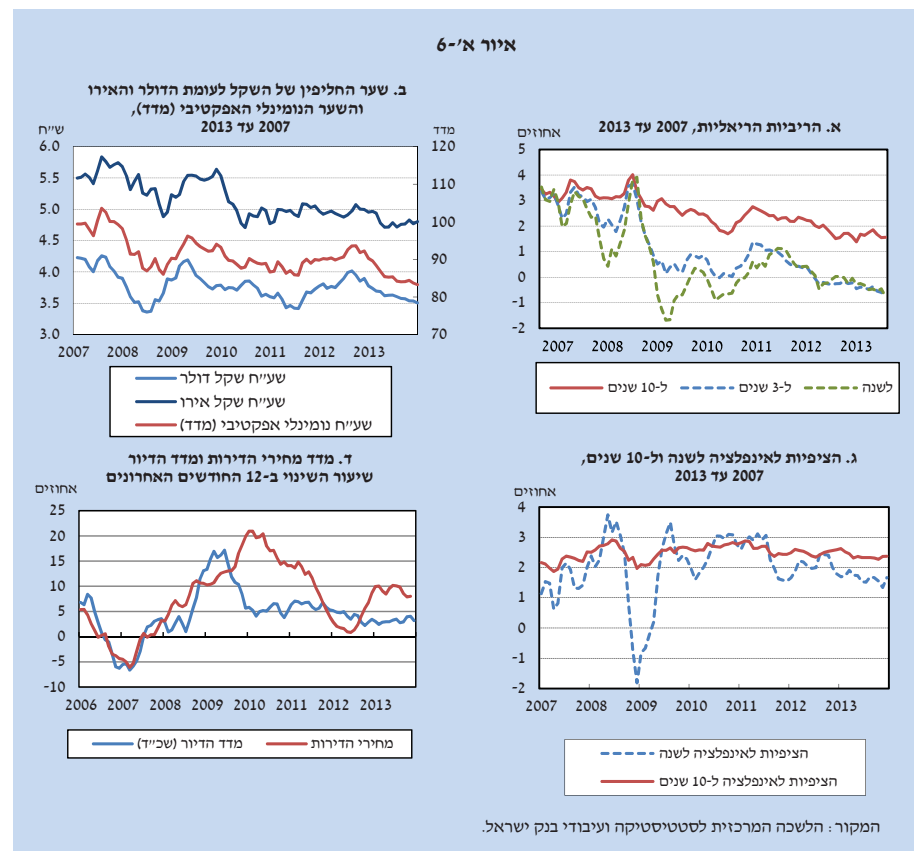
האינפלציה בישראל
התמתנה בהשפעת
הסביבה העולמית
והייסוף בשער החליפין.

פרק א': המשק והמדיניות הכלכלית

התשואה ל-10 שנים לבין התשואה לשנה. פער זה הגיע בסוף 2013 לרמה של 2.3 נקודות אחוז, לאחר עלייה של 0.8 נקודת אחוז מתחילת השנה.

בנק ישראל פועל בשנים האחרונות בכלים מקרו-יציבותיים הן בשוק המט"ח והן בשוק הפיננסיים והמוניטריים שעלולים לפגוע בחוסנו של המשק.

תחילתה של הפקת הגז בישראל מובילה לשיפור ניכר בחשבון השוטף, וזה מצדו מוביל ללחצים לייסוף של שער החליפין. תהליך זה עלול לגרום לתופעה המוכרת בשם "המחלה ההולנדית" וכך לפגוע במשק הישראלי. על רקע זה הכריזה הוועדה המוניתרית של בנק ישראל על תוכנית של רכישות מט"ח שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז על היצע המט"ח הנובע מהשיפור בחשבון השוטף. על פי הודעת הוועדה, החל מחודש מאי השנה – ולפחות עד הפעלת "קרן העושר" שהממשלה צפויה להקים ב-2018 – ירכוש בנק ישראל מט"ח בכמויות שמתאימות להשפעתה של הפקת הגז על מאזן התשלומים¹². מאחר שהצמיחה בישראל גבוהה יחסית לצמיחה במדינות רבות בעולם, ומאחר שהחששות הגיאופוליטיים התפוגגו, התגברו הכוחות לייסוף השקל. זאת ועוד, ההשקעות הישירות בישראל התרחבו בהיקפים משמעותיים, וגם הן מהוות כוח בסיסי שתומך בייסוף ניכר של השקל. עם זאת, הוועדה המוניתרית העריכה כי קיימים גם כוחות פיננסיים קצרי טווח שגרמו לייסוף מהיר מזה שהתבקש מהכוחות הבסיסיים. על כן, במקביל להפחתות הריבית, רכש בנק ישראל מט"ח, וזאת נוסף על הרכישות במסגרת התוכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז.



¹² על פי הערכת הבנק, השיפור בחשבון השוטף מסתכם ב-2.8 מיליארדי דולרים; לאחר שמקזזים מהחשבון הפיננסי את תגמוליהן של השותפות הזרות עומד הסכום שירכש עד סוף השנה על 2.1 מיליארדי דולרים.

בשוק הדיור נמשכה, זו השנה השישית ברציפות, מגמה של עלייה במחירים תוך גידול באשראי לדיור. מאחר שהעליות במחירי הדירות התחדשו במרוצת 2012, ומאחר שהן התמידו השנה תוך האצה בגידול של האשראי לדיור, החליט המפקח על הבנקים להוסיף הוראות לגבי מסלולי המשכנתא, לגבי אורך חיי המשכנתא, ולגבי החלק שהחזר החודשי של המשכנתא מהווה בהכנסה של משק הבית. כמו כן החמיר המפקח את הדרישות הנוגעות להלימות ההון בגין משכנתאות. הוראות ומגבלות אלו נוספו על הוראות ומגבלות שפורסמו במשך השנים האחרונות במטרה לצמצם את הסיכון הנשקף מהגידול במשכנתאות ליציבותם של הלווים ושל המערכת הבנקאית.

ב. המדיניות הפיסקלית

הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה הסתכם ב-3.2% תוצר, נמוך ב-0.7% תוצר מהגירעון ב-2012. הגירעון המבני הצטמצם ב-0.6% תוצר, והגירעון מנוכה המחזור ירד בכ-1% תוצר¹³. צמצום הגירעון תמך בהגברת האמון במדיניות הממשלה והוא השתקף בירידה בתשואות של האג"ח הממשלתיות. צמצום הגירעון נובע ממדיניות שהממשלה נקטה במטרה להפחית, לאחר שאשתקד הוא התרחב במהירות. המדיניות שנקטה הממשלה לצמצום הגירעון החלה עוד לפני הבחירות לכנסת והתבטאה בהעלאת מסים. היא נמשכה ביתר שאת לאחר הקמת הממשלה, במסגרת התוכנית הכלכלית לשנים 2013 ו-2014, אשר כללה העלאת מסים נוספת והפחתת הוצאות ביחס לתוכניות שהממשלה התחייבה להן, כדי שההוצאה תתכנס בשנת 2014 לרמה הנגזרת מכלל ההוצאה.

מדיניות שהממשלה
נקטה הביאה לצמצום
הגירעון הכולל ולצמצום
הגירעון המבני. צמצום
הגירעון תמך בהגברת
האמון במדיניות
הממשלה והשתקף
בירידה בתשואות
על איגרות החוב
הממשלתיות.

הגירעון התקציבי אשתקד, והלחץ לצמצמו, המחישו עד כמה המדיניות הפיסקלית מוגבלת ביכולתה לתמוך בפעילות לאורך זמן באמצעות שמירה על גירעון תקציבי גבוה או אף הרחבתו. גירעון גבוה מגדיל את החוב הציבורי ופוגע באמינותה של המדיניות הפיסקלית, ולכן לא ניתן להתמיד בו לאורך זמן. צמצום הגירעון על ידי העלאת מסים ו/או צמצום ההוצאות אמנם לוחץ לצמצום הפעילות בטווח הקצר, אך כאשר הוא נעשה בעיתוי המתאים, ובסיוע המדיניות המוניטרית, הוא צפוי להוביל לתוצאות חיוביות בטווח הבינוני והארוך. המדיניות הכלכלית שננקטה בשנתיים האחרונות הצליחה במובן זה שצמיחת התוצר לא נפלה במידה משמעותית מהצמיחה הפוטנציאלית, והדבר מקל על המעבר ממדיניות פיסקלית מרחיבה, התומכת בפעילות בטווח הקצר, למדיניות מרסנת יותר, התומכת בהפחתת החוב הציבורי ובשמירה על יכולתה של המדיניות לפעול כנדרש.

הכנסות חד-פעמיות בהיקף גדול, והוצאות נמוכות מהמתוכנן במהלך השנה, סייעו להקטנת הגירעון כבר בשנת 2013, בשעה שעל פי התוכנית המקורית ההפחתה הייתה צפויה להתרחש רק בשנת 2014. לדבר הייתה אמנם השפעה מעט מצמצמת על הפעילות השנה, אך הוא פעל כאמור להשבת האמון במדיניות ולירידת התשואות על האג"ח הממשלתיות, אשר פועלת בין היתר להפחתת מחיר ההון במשק. בסיכום השנה ניתן לומר כי רק לחלק קטן מצמצום הגירעון הייתה השפעה ישירה על הפעילות: לצד עלייה בהכנסות ממסים (מעבר להכנסות החד-פעמיות), קצב הצמיחה של הצריכה הציבורית נותר יציב והביקוש לעובדים בשירותים הציבוריים סייע לשמור על היציבות בשוק העבודה. בעקבות הצמצום המפתיע שחל השנה בגירעון החליטה הממשלה לבטל את התוכנית להעלות את מס ההכנסה בשנת 2014.

¹³ "גירעון מנוכה מחזור" מתייחס לגירעון שהיה מתקבל אילו המשק היה מייצר את התוצר הפוטנציאלי. "גירעון מבני" מתייחס לפער בין נטל המס (שיעור המס) הסטטוטורי הכולל ובין משקל ההוצאות הציבוריות בתוצר הפוטנציאלי.

תת-הביצוע שנוצר השנה בצד ההוצאות הוא חריג ומפתיע לנוכח הקיצוץ הגדול בהוצאות מתוכננות שהוחלט עליו במסגרת התוכנית הכלכלית לשנים 2013–2014. סביר כי תת-הביצוע נבע הן מכך שעד אמצע השנה לא אישרו את התקציב, והן מכך שמשרד האוצר נזהר ממצב שבו הממשלה תחרוג מהגירעון המתוכנן במשך שנתיים רצופות.

שיעור ההוצאה האזרחית ללא ריבית נותר נמוך בהשוואה לממוצע במדינות OECD, וכך גם מידת ההתערבות הממשלתית בחלוקת ההכנסות במשק. נטל המס בישראל נמוך יחסית לממוצע במדינות OECD, אף על פי שהנטל הביטחוני גבוה, והדבר מצביע על כך שהבחירה החברתית בישראל נוטה למיסוי נמוך, כדי לעודד את הפעילות, לצד צמצום השירותים האזרחיים והקטנת ההתערבות לשם הפחתת חוסר השוויון בהכנסות. ככלל, הוצאות הממשלה על שירותים אזרחיים – כמו רווחה, חינוך, ובריאות – מצמצמות את חוסר השוויון ומקטינות את שיעור העוני במשק. לפי ניתוח שנערך בבנק ישראל, התרומה של הממשלה לצמצום חוסר השוויון והעוני – באמצעות מערכת המיסוי והשירותים האזרחיים – נמוכה מהממוצע במדינות OECD. התרומה הנמוכה של הממשלה בולטת במיוחד ביחס לצמצום העוני, והיא מסתכמת בכ-25% בלבד, בשעה שהממוצע ב-OECD עומד על כ-60%. ההחלטה שהממשלה קיבלה בסוף 2013 – היינו לבטל את ההעלאה במס ההכנסה, מס פרוגרסיבי, ולהותיר על כנה את העלאת המע"מ, מס יעיל יחסית אך גרסיבי – מחדדת את הטענה שההעדפה החברתית בישראל נוטה לצמצום של ההתערבות הממשלה בחלוקת ההכנסות (ראו פרק ח').

בסוף השנה החליטה הממשלה לשנות את הכלל הקובע את שיעור הגידול בהוצאות הממשלה (הכלל הפיסקלי) ולהפוך אותו לכלל מגביל יותר בהשוואה לכלל הקודם. הכלל החדש מגביל את תקרת הגידול בהוצאות הממשלה לכ-2.5% לשנה בכל אחת מהשנים הקרובות¹⁴, בשעה שהכלל הקודם הגביל את תקרת הגידול לכ-4%. בכך מאותתת הממשלה שבכוונתה להוסיף לצמצם את ההתערבות במשק, אף על פי שלהוצאה האזרחית יש משקל נמוך בתוצר. הכלל החדש יחייב התאמה משמעותית, שכן כבר כעת עלות התוכניות עליהן החליטה הממשלה גבוהה מהמותר על פי הכלל.

תחילתה של הפקת הגז הטבעי ממאגר "תמר" מהווה ציון דרך חשוב בניצול משאב הטבע שנתגלה לחופי ישראל בשנת 2009. פיתוחו של מאגר "לווייתן" יהווה שלב חשוב נוסף. השנה אישרה הממשלה את היקפי היצוא ממאגרי הגז הטבעי וכך הסירה מכשול לפיתוח "לווייתן". אולם הסדרת הענף לא הושלמה. שאלת המיסוי על היצוא עדיין לא קיבלה מענה, ובאזור החוף לא נמצא מקום לקליטת הגז. חשוב לפתור בעיות אלו בהקדם שכן עיכוב בפיתוח "לווייתן" עלול לעלות למשק סכום ניכר, משום שהגז הטבעי מ"תמר" ומ"לווייתן" זול יותר מגז טבעי מיובא או ממוצרי נפט תחליפיים.

ג. הסדרת המערכת הפיננסית

המשבר הפיננסי, ועמו ההאטה הגלובלית שבאה בעקבותיו, חשפו את החולשות הכרוכות במורכבותן של המערכות הפיננסיות בעולם ואת הקושי להבינן, וכן את היעדרו של פיקוח יעיל על גופים פיננסיים גדולים. תפקודן הלקוי של מערכות אלו והשפעתן על הפעילות הריאלית הדגישו את חשיבותן של השמירה על היציבות הפיננסית ושל הפחתת הסיכונים המערכתיים. המשבר לא פגע ישירות בתפקודה של המערכת הפיננסית בישראל, בעיקר הודות לכך שהמערכת הייתה

¹⁴ על פי ההצעה, הגידול בהוצאה יוגבל לקצב הגידול של האוכלוסייה בתוספת היחס שבין 50 לחוב הציבורי (זה האחרון עומד כיום על 67%). במידה שתבוצע התאמת מחירים (כפי שנעשה בעבר), בשנת 2015 צפוי הגידול להיות מתון עוד יותר, בשל התאמה בדיעבד של גודל התקציב לפער בין התחזית בתקציב לאינפלציה לשנים 2013 ו-2014 לבין האינפלציה בפועל.

נטל המס בישראל
נמוך יחסית לממוצע
במדינות OECD, אף
על פי שהנטל הביטחוני
גבוה. הדבר מצביע על
כך שהבחירה החברתית
בישראל נוטה למיסוי
נמוך, כדי לעודד את
הפעילות, לצד צמצום
השירותים האזרחיים
והקטנת ההתערבות
הממשלתית לשם
הפחתת חוסר השוויון
בהכנסות.

בסוף השנה החליטה
הממשלה לשנות את
הכלל הקובע את שיעור
הגידול בהוצאות
הממשלה (הכלל
הפיסקלי) ולהפוך
אותו לכלל מגביל יותר
בהשוואה לכלל הקודם.

המשבר שחלף חשף
בשוק ההון חולשות
מבניות שנבעו מהיעדרה
של תשתית רגולטורית
המתאימה למבנה השוק
שנוצר אחרי הרפורמות
של העשור הקודם.

חשופה רק במידה מועטה למגוון מכשירים פיננסיים מורכבים בחו"ל, ולכך שהפיקוח בישראל הדוק בעקבות לקחים שהופקו ממשברים פיננסיים מקומיים בעבר. אולם המשבר שחלף חשף בשוק ההון חולשות מבניות שנבעו מהיעדרה של תשתית רגולטורית המתאימה למבנה השוק שנוצר אחרי הרפורמות של העשור הקודם.

הטמעת הלקחים מחו"ל, וזיהוי של בעיות מבניות מקומיות, הובילו לסדרה של מהלכים רגולטוריים שנועדו לתקן את ההסדרה הקיימת במערכת הפיננסית הישראלית ולייעל את הקצאת המקורות במשק. עם המהלכים הבולטים, חלקם עדיין בשלבי התהוות, ניתן למנות את חיזוק ההסדרה של שוק האג"ח הקונצרניות (ועדת חודק והסדרי החוב), צמצום הריכוזיות (ועדת הריכוזיות), הגברת התחרות במערכת הבנקאית (ועדת זקן), חיזוק הפיקוח על הגופים המוסדיים (תקנות אגף שוק ההון במשרד האוצר וועדת גולדשמידט), וכן שכלול הפעילות של הבורסה (ועדת בן חורין והוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המו"פ). מאחר שאין בישראל גוף מפקח יחיד, הובילו את המהלכים שלושת המפקחים העומדים בראש רשויות הפיקוח על המערכת הפיננסית – המפקח על הבנקים, המפקח על שוק ההון והביטוח וראש הרשות לניירות ערך. כך אירע שהמערכת הפיננסית עוברת בשנים האחרונות בדיקה מעמיקה, ושרשרת של ועדות ממשיכה לבחון את ההסדרה הראויה בתחומי הפיקוח השונים.

נדגיש כי הפתרונות לחולשות המערכת אינם פשוטים, וגיבושם אורך זמן ומצריך בחינה קפדנית בידי אנשי מקצוע. גם למערכת הפיננסית נחוץ זמן כדי להטמיע הוראות חדשות. הרשויות המפקחות וקובעי המדיניות ניצבים בפני אתגר מורכב, היינו למצוא את האיזון ההולם בין הידוק הרגולציה על המערכת הפיננסית לבין עודף רגולציה, ולאפשר לשווקים הפיננסיים להסתגל להוראות החדשות. במידה שרשויות הפיקוח לא יתמודדו עם האתגר, הן עלולות לפגוע בהקצאה יעילה של ההשקעות.

בהיעדר תיאום ממוסד של גופי הפיקוח השונים, כל מפקח מעוניין לחזק את ההסדרה בתחום אחריותו, וחסרה ראייה כוללת של המערכת. הקמת ועדה ליציבות פיננסית – ועדה שתכלול את בנק ישראל, משרד האוצר ושלושת המפקחים, ותתמקד בבחינת היציבות הפיננסית של המערכת בכללותה – תוכל לשפר את התיאום בין גופי הפיקוח ואת יעילותם, וכך תסייע לשמור על איזון הולם. המלצה כזו הופיעה בדוח מיוחד שקרן המטבע פרסמה ב-2012, לאחר שבחנה את יציבותה של המערכת הפיננסית בישראל, וכן בדוח השנתי על ישראל לשנת 2013, אך ההמלצה טרם יושמה.

הקמת ועדה ליציבות פיננסית – ועדה שתכלול את בנק ישראל, משרד האוצר ושלושת המפקחים, ותתמקד בבחינת היציבות הפיננסית של המערכת בכללותה – תוכל לשפר את התיאום בין גופי הפיקוח ואת יעילותם.

5. הפנסיה בישראל – תיאור מצב והמלצות על מדיניות

רקע

בשני העשורים האחרונים (מ-1995) ערכה הממשלה שורת רפורמות במערכת הפנסיה, במטרה לכסות את הגירעונות האקטואריים שהצטברו בה ולצמצם את הגידול הצפוי בהוצאה התקציבית עם העלייה הצפויה במשקלה של אוכלוסיית הגמלאים. הרפורמות התמקדו במעבר מביטוח פנסיוני שמבטיח זכויות (defined benefits) לביטוח שמבוסס על צבירה של קרן בהתאם להפקדות ולתשואה בתקופת החיסכון לפנסיה (defined contributions)¹⁵, וכן בכיסוי הגירעונות

¹⁵ ככלל, קשה יותר לשמור על איזון אקטוארי בקרנות שמבטיחות זכויות מאשר בקרנות שמבוססות על צבירה. ניתן לומר כי הגירעונות במרבית קרנות הפנסיה הוותיקות נבעו מכך שהזכויות הפנסיוניות שהן העניקו לעמיתיהן היו נרחבות מהזכויות הנגזרות מההפקדות החודשיות.

האקטואריים בקרנות הפנסיה הוותיקות. הודות לרפורמות מערכת הפנסיה נמצאת כיום במצב טוב ועמיד מהמצב שהייתה נמצאת בו בלעדיתה¹⁶.

המעבר מביטוח שמבטיח זכויות לביטוח שמבוסס על צבירת חיסכון התרחש בשני צעדים עיקריים. הצעד הראשון ננקט בשנת 1995: הממשלה סגרה בפני חוסכים חדשים את דלת הכניסה לקרנות הפנסיה הוותיקות (המבטיחות זכויות) ודרשה להקים במקומן קרנות פנסיה חדשות, מבוססות צבירה. הצעד השני ננקט החל מ-1999: הממשלה וההסתדרות הסכימו לבטל את הסדר הפנסיה התקציבית לעובדים חדשים בשירות המדינה. הסכמה זו נכנסה לתוקף באופן מדורג, החל מראשית העשור הקודם, ומאז העובדים החדשים בשירות הציבורי מבוטחים בקרנות פנסיה מבוססות צבירה. כתוצאה משני צעדים אלו, רוב מכריע של העובדים הצעירים המבוטחים חוסך לפנסיה בשיטה שבה הקצבה תלויה בהפקדות של החוסך ובתשואות הקרן בתקופת החיסכון¹⁷.

כדי לטפל בגירעון האקטוארי שמרבית הקרנות הוותיקות סבלו ממנו, הממשלה גיבשה ב-2003 הסדר שכלל קיצוץ בזכויות העמיתים, הגדלת ההפקדות החודשיות של העמיתים הפעילים, והזרמת כספים מהממשלה. במסגרת קיצוץ הזכויות הועלה בשנתיים גיל הזכאות לקצבה. הממשלה נקטה צעד משמעותי זה במסגרת מהלך נרחב – העלאת גיל הפרישה לכלל האוכלוסייה – ומשמעותו העיקרית עבור שאר האוכלוסייה הייתה העלאה של גיל הזכאות לקצבת זקנה ושל גיל פרישת החובה¹⁸. במקביל לכך נקבע לקרנות הפנסיה שבהסדר תקנון אחיד, והוא כלל מנגנון שמתאים את זכויות העמיתים למאזן האקטוארי של הקרן¹⁹. מנגנון כזה קיים בכל קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות).

דחיית הזכאות לקצבת זקנה ולקצבה מקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר, וכן העלאתו של גיל פרישת החובה, הובילו לכך שגיל הפרישה הממוצע עלה בעשור האחרון בחדות, לאחר שלושה עשורים שבהם הוא נמצא במגמת ירידה. כתוצאה מכך עלה מספרן הממוצע של שנות העבודה של הפרטים במשק, ועמו עלו שיעור התעסוקה והתוצר. דפוס דומה – היינו ירידה בגיל הפרישה עד לעשור האחרון ולאחריה עלייה – נרשם במדינות רבות ב-OECD. ניתן לומר כי הירידה שחלה בגיל הפרישה עד לעשור האחרון נבעה בעיקר ממדיניות שהעניקה תמריצים לפרישה בגיל צעיר יחסית²⁰, משיפור ברווחה הכלכלית, ומשינויים טכנולוגיים שתרמו ליציאתה של האוכלוסייה המבוגרת משוק העבודה. בעשור האחרון חל במדינות OECD שינוי מגמה בנוגע לתמריצים אלו, במידה רבה משום שקובעי המדיניות הכירו בכך שנטל ההתחייבויות כלפי האוכלוסייה המבוגרת גדל והולך; הצעד המרכזי שישראל נקטה הוא העלאה של גיל הפרישה, כמתואר לעיל.

דחייתו של גיל הזכאות לקצבת זקנה ולקצבה מקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר, וכן העלאתו של גיל פרישת החובה, הובילו לכך שגיל הפרישה הממוצע עלה בעשור האחרון בחדות, לאחר שלושה עשורים שבהם הוא נמצא במגמת ירידה.

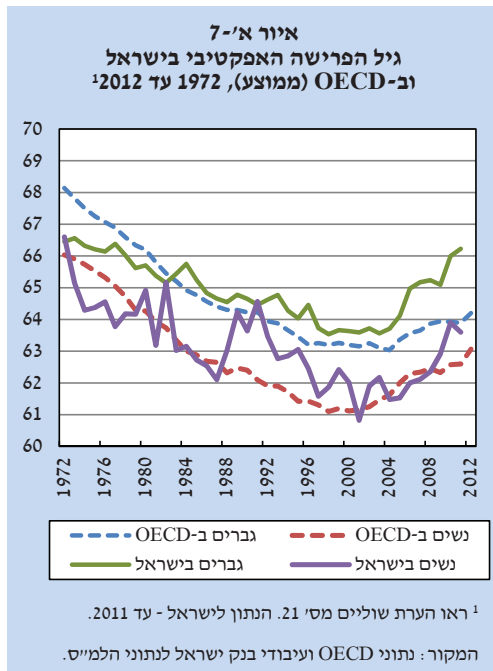
¹⁶ הרפורמות במערכת הפנסיונית בישראל מתוארות אצל: אחדות, ל' וא' ספיבק (2010), "מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש עשרה שנות רפורמה", מחקר מדיניות 8, סדרת מחקרי מדיניות, מכון ון ליר; ספיבק, א' (2001), "הרפורמות בקרנות הפנסיה", בתוך בן-בסט, א' (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק: המשק הישראלי 1985–1998**, עם עובד; יוסף, ר' וא' ספיבק (2008), "עולם הפנסיה החדש: אחרי המפץ של 2003", מחקר מדיניות 5, סדרת מחקרי מדיניות, מכון ון ליר; פלג, ד' (2003), "הרפורמה במערכת הפנסיה בישראל 2002–2004", **ביטחון סוציאלי** 71, עמ' 84–108.

¹⁷ בראשית 2008 נקטה הממשלה צעד נוסף בתחום הפנסיה: היא הרחיבה את ההסכמה בין ההסתדרות ולשכת התיאום של הארגונים הכלכליים וחייבה את כלל השכירים במשק לחסוך לפנסיה. צעד זה מגדיל משמעותית את משקל משקי הבית שיש להם חיסכון לפנסיה.

¹⁸ גיל פרישת החובה הוא הגיל שבו המעסיק רשאי לחייב עובד לפרוש מטעמי גיל.

¹⁹ אם הקרן נקלעת לגירעון אקטוארי שעולה על 5% מההתחייבויות (או עולה על 3% מההתחייבויות במשך שלוש שנים רצופות), עליה לקצץ בזכויות המבוטחים, פנסיונרים ושארים, ואם נוצר בה עודף שעולה על 5%, היא רשאית להרחיב את זכויותיהם.

²⁰ התמריצים הכלכליים לפרישה מוקדמת אינם צריכים להיות ישירים. לשם המחשה, מערכת רווחה מתרחבת והולכת עשויה לעודד עובדים מבוגרים בעלי שכר נמוך לצאת משוק העבודה.



איור א'-7 מציג את השינויים בגיל הפרישה האפקטיבי בישראל ובמדינות OECD, לפי מגדר²¹. בישראל חלה עלייה בגיל הפרישה האפקטיבי החל משנת 2004, והיא מצביעה על כך שלהעלאת גיל הזכויות לקצבת זקנה ולקצבה מקרן הפנסיה התעסוקתית הייתה השפעה רבה על גיל הפרישה. ייתכן כי לעליית גיל הפרישה תרמה גם העובדה שחלק מהאוכלוסייה העובדת שמתקרבת לגיל פרישה כבר מבוטח בקרנות הפנסיה החדשות (או בביטוח מנהלים), ואלה מעניקות תמריץ משמעותי להישאר בשוק העבודה (ראו דיון להלן, בסעיף "הרובד הפנסיוני השני"). חלק מהפרטים דחו את הפרישה בלית ברירה, משום שהכנסתם הפנויה לא אפשרה להם לספוג את הפגיעה הישירה בהכנסה שמקורה בדחיית קצבת הזקנה²².

הרובד הפנסיוני הראשון

קצבת הזקנה היא הסכום הבסיסי שהמדינה משלמת לפנסיונרים בגיל הפרישה. הקצבה מהווה את הרובד הראשון בביטוח הפנסיוני, ומטרתה להבטיח הכנסה בסיסית לאוכלוסייה המבוגרת. הקצבה משולמת לכל מבוטח²³ שהגיע לגיל הזכויות המוחלט²⁴, ובגיל הזכויות המותנה – 62 לנשים ו-67 לגברים – היא משולמת בתנאי שהמבוטח עובר מבחן הכנסות. מבחן ההכנסות אינו כולל הכנסה מתשלומי פנסיה, וקרוב ל-90% מהזכאים לקצבת הזקנה נהנים ממנה כבר בגיל הזכויות המותנה. קצבת הזקנה המינימלית (הקצבה הבסיסית) הגיעה ב-2013 לכ-1,500 ש"ח, ולסכום זה מתווספות תוספת ותק, תוספת בגין דחייה של קבלת הקצבה ותוספת תלויים, בהתאם לזכאותו של הפרט.

תוספת הוותק שוות ערך ל-2% מהקצבה הבסיסית עבור כל שנת ותק שלאחר 10 השנים הראשונות, ויש לה תקרה של 50% עם צבירת 35 שנות ותק. מכיוון שתוספת זו ניתנת על פי הוותק הביטוחי (ולא על פי ותק בעבודה), נהנים ממנה למעלה מ-90% מהמצטרפים החדשים למעגל

קרוב ל-90% מהזכאים לקצבת הזקנה נהנים ממנה כבר בגיל הזכויות המותנה, ולמעלה מ-90% מהמצטרפים החדשים למעגל הזכאים לקצבת זקנה נהנים מתוספת ותק כלשהי.

²¹ גיל הפרישה האפקטיבי הוא חישוב סינתטי של גיל הפרישה הממוצע. החישוב מתבסס על שינויים בשיעורי ההשתתפות בגילים נמוכים מגיל הפרישה. החישוב לישראל התבסס על ירידה בשיעורי ההשתתפות של קוהורטות בגילים 45–70, ולצורך חישוב הממוצע הנחשו שבני 70 ומעלה אינם משתתפים בכוח העבודה. אפשר לחשב את גיל הפרישה הממוצע גם בדיעבד, באמצעות מעקב אחרי גיל הפרישה הממוצע של קוהורטה מסוימת לאחר הגיעה לגיל 70. במקרה של גברים שתי שיטות החישוב מניבות דפוס התפתחות דומה. במקרה של נשים החישוב האלטרנטיבי (לכל קוהורטה בנפרד) מניב תמונה שונה: לפני כ-15 שנה מתרחשת בגיל הפרישה ירידה חדה יחסית אך מצומצמת יותר, ובשנים האחרונות הגיל עולה שוב. פירוט לגבי אופן החישוב של גיל הפרישה האפקטיבי מופיע אצל Mark Keese, "A Method for Calculating the Average Effective Age of Retirement", OECD.

²² ייתכן כי גם גורמים נוספים פעלו להעלאת גיל הפרישה האפקטיבי. הערכה זו מקבלת תמיכה מכך ששיעורי ההשתתפות עלו בעשור האחרון גם בקרב פרטים בשנות החמישים לחייהם.

²³ עם אוכלוסיית המבוטחים נמנים כל הישראלים שהתגוררו בישראל תקופה מסוימת לפני גיל הפרישה. עולים חדשים שהגיעו לישראל לאחר גיל הפרישה מקבלים קצבת זקנה, אך לא מתוקף חוק הביטוח הלאומי.

²⁴ גיל הזכויות המוחלט לגברים הוא 70. גיל הזכויות המוחלט לנשים עומד כיום על 68, והמדינה מעלה אותו בהדרגה ל-70.



הזכאים לקצבת זקנה, ושיעורה הממוצע לאוכלוסייה זו עמד בשנת 2012 על 35%. כמעט 100% מהגברים נהנים מתוספת ותק כלשהי, ורק כ-85% מהנשים.²⁵ הסיבה לפער נעוצה במעמד הביטוחי של נשים נשואות שאינן עובדות: הן אינן נהנות מתוספות ותק. מאז תוכנית הייצוב של 1985 נעה קצבת הזקנה הבסיסית סביב 15.5% מהשכר הממוצע במשק. התנודות לא עלו בדרך כלל על 3%—4% מהקצבה, והן נבעו משינויי מדיניות ו/או מאינפלציה ששחקה את הקצבה (איור א'-8). במשך רוב התקופה עמדה קצבת הזקנה הבסיסית על שיעור קבוע מהשכר הממוצע במשק. שיטת הצמדה זו אפשרה לעדכן אותה באופן אוטומטי בהתאם לעלייה ברמת החיים. החל מ-2006

הקצבה צמודה רק למדד המחירים לצרכן, והדבר יחייב לעדכן אותה מדי פעם בהתאם לשינויים ברמת החיים.

בשנת 2006 החליטה הממשלה להעלות בהדרגה את קצבת הזקנה, ובשנת 2009 היא החליטה להוסיף להעלותה. ניתן לשער כי העלאות הדרגתיות אלה באו בתגובה להעלאה של גיל הזכאות לקצבה ולקיצוץ המסוים שנערך בה בשנים שקדמו ל-2006, מהלכים שפגעו בזכויותיה של האוכלוסייה המבוגרת.

שני גורמים משפיעים על ההוצאה הציבורית לקצבת הזקנה: זכויותיה של האוכלוסייה המבוגרת ומשקלה באוכלוסייה. באמצע העשור הקודם החל גידול ביחס שבין גודלה של האוכלוסייה המבוגרת לגודלה של האוכלוסייה בגילי העבודה, והגידול צפוי להימשך בעשורים הקרובים. עד 2040 צפוי משקל זה לצמוח בכ-50% (יחסית למצב הקיים) ולהגיע ל-27%.²⁶ התפתחות זו צפויה להפעיל לחצים לקיצוץ בזכויות לקצבת הזקנה, אם באמצעות הפחתה בקצבה ואם באמצעות העלאה של גיל הזכאות. לנוכח העלייה בתוחלת החיים, ולנוכח העובדה שגיל הזכאות של הנשים בישראל הוא מהנמוכים במדינות OECD, נראה שהעלאה של גיל הזכאות של נשים היא הדרך הראויה לצמצם את הגידול הצפוי בסעיף זה בהוצאות הציבוריות.

כדי להתמודד עם העלייה בתוחלת החיים חשוב גם לשלב בקצבת הזקנה תמריצים להישאר בשוק העבודה. ניתן למשל להגדיל את התוספת בגין דחיית קצבה באופן שיעודד עובדים להישאר בשוק העבודה. כיום ניתנת תוספת של 5% לקצבה לכל שנה של דחיית קצבה. זוהי תוספת נמוכה, והיא אינה מפצה על אובדן שנות הזכאות לקצבת זקנה. במילים אחרות, כאשר מתנים קצבה מלאה בהכנסה שאינה עולה על 57% מהשכר הממוצע במשק, הדבר מתמרץ עובדים לצאת משוק העבודה עם הגעתם לגיל הזכאות המותנה. זהו תמריץ שלילי, והוא מנוגד למדיניות שמעודדת עובדים לדחות את גיל הפרישה. מכיוון שכיום רק כ-10% מהאוכלוסייה מקבלים תוספת בגין דחיית

העלאה של גיל הזכאות של נשים לקצבת זקנה היא הדרך הראויה לצמצם את הגידול בהוצאה על קצבה זו.

חשוב לשלב בקצבת הזקנה תמריצים להישאר בשוק העבודה. ניתן למשל להגדיל את התוספת בגין דחיית קצבה ולהעניק תוספת ותק למועסקים בגיל מבוגר.

²⁵ שיעורים אלה מתייחסים לגברים ולנשים שמקבלים קצבת זקנה מתוקף חוק הביטוח הלאומי.

²⁶ ראו פלטיאל, א', מ' ספולקר, א' קורנילנקו ומ' מלדונדו (2012), "תחזית אוכלוסייה לישראל לטווח ארוך: 2009—2059", הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

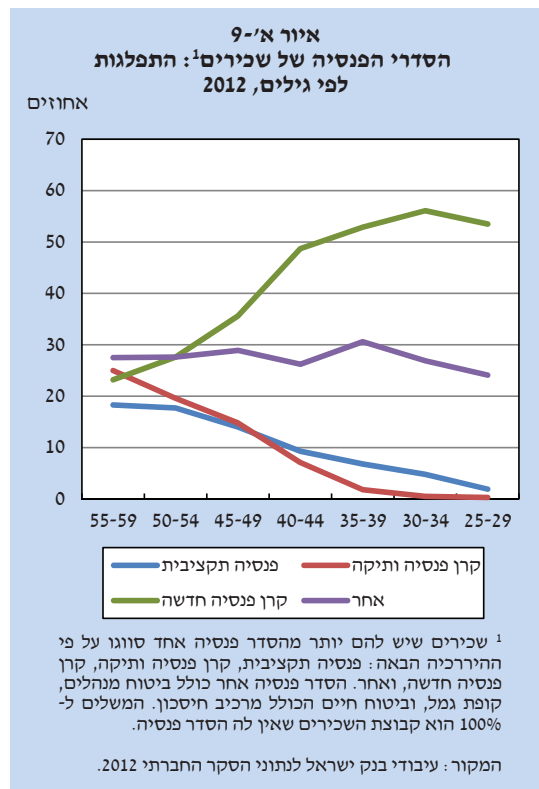
קצבה, להגדלת תוספת זו יש הן עלות מצומצמת והן פוטנציאל להעלות את שיעור ההשתתפות בשוק העבודה לאחר גיל הזכאות המותנה. צעד אפשרי נוסף הוא הגדלת תוספת הוותק לפרטים שמתמידים בשוק העבודה בגיל המבוגר.

הרובד הפנסיוני השני

הרובד הפנסיוני השני הוא החיסכון הפנסיוני התלוי בתעסוקה ובשכר של עובדים בגיל העבודה, ומטרתו להבטיח שעובדים אלה יוכלו לשמור על רמת חיהם גם לאחר הפרישה לפנסיה. חלק ניכר מהפורשים כיום עדיין נהנה מזכויות שנצברו בקרנות הפנסיה הוותיקות או מפנסיה תקציבית. משקלה של אוכלוסייה זו בקרב כלל הפורשים צפוי להצטמצם בתהליך שימשך למעלה מ-20 שנה, ולאחר מכן יתבססו זכויותיה הפנסיוניות של האוכלוסייה העובדת בעיקר על קרנות צבירה (איור א'-9).

קיים חשש שהפנסיה המבוססת על קרן צבירה תהיה נמוכה ולא תאפשר לפורשים לשמור על רמת חיהם בגיל הפנסיה. סביר להניח כי יש יסוד לחששות אלו, במיוחד לגבי אוכלוסייה

שהצטרפה לשוק העבודה בגיל מבוגר ו/או פדתה חלקים מקרן הפנסיה בנסיבות שאפשרו לעשות זאת כבר בגיל העבודה (כמו למשל פדיון פיצויי פיטורין). אך החשש קיים גם לגבי האוכלוסייה שתתמיד לחסוך במשך כל שנות עבודתה. לכן משרד האוצר העלה בשנים האחרונות את תקרת ההפרשה (כאחוז מהשכר) המוכרת לצורך הטבת מס, ונחתמו הסכמי שכר שמגדילים את הפרשת העובד והמעביד לחיסכון פנסיוני. לוח א'-2 מציג סימולציה של שיעורי תחלופה אפשריים²⁷, בהנחות שונות לגבי משך החיסכון לפנסיה, שיעור התשואה הממוצע הנצבר בקרן הפנסיה, שיעור החיסכון מהשכר השוטף, והשכר האחרון לפני הפרישה²⁸. מהלוח ניתן לראות כי בהנחה שתקופת החיסכון מסתכמת ב-35 שנה והתשואה נטו נעה סביב 4%, יחס התחלופה יעמוד על כ-80%.



²⁷ שיעור התחלופה הוא היחס בין ההכנסה בחודש הפרישה הראשון והשכר בחודש העבודה האחרון לפני הפרישה.

²⁸ הנחות נוספות שניצבו ביסוד החישוב: 80% מהשכר השוטף הוא שכר פנסיוני; קצבת הזקנה כוללת ותק של 35 שנה; מדרגות מס ההכנסה זהות לאלה הקיימות כיום; הפטור ממס על קצבת הפנסיה, עד לתקרה, נגזר מההוראות העתידיות של מס הכנסה; הטבות המס לפרישה לא נוצלו בתקופת העבודה; לא נמשכו פיצויי פיטורין; קצב הגידול הריאלי של השכר בתקופת החיסכון עומד על 2% לשנה (הנחה זו, בצירוף ההנחה שהשכר האחרון מגיע ל-7,500 ש"ח, מובילה בחלק מהמקרים לכך שהשכר בגיל צעיר נמוך משכר המינימום); העמלה על ההפקדות מסתכמת ב-6%; יחס ההמרה עודכן בהתאם לתשואה ארוכת הטווח.

הלוח מבליט את חוסר הוודאות לגבי גובה הפנסיה שהפרט צפוי לקבל עם פרישתו לגמלאות. התשואה על הקרן היא גורם מרכזי בקביעת הקצבה, אך הטווח האפשרי של ערכיה מותיר חוסר ודאות רב לגבי גובהה הצפוי של הקצבה. בדוגמא שלפנינו ניתן לראות כי עשוי להיווצר פער של כ-25% בין הקצבה המתקבלת כאשר התשואה ארוכת הטווח עומדת במשך תקופת החיסכון על 3% נטו לבין הקצבה המתקבלת כאשר התשואה ארוכת הטווח עומדת על 4% (שתי התשואות נחשבות כיום לסבירות). חוסר הוודאות מצטמצם ככל שהכנסתו של הפרט פחותה, שכן אז עולה משקלה של קצבת הזקנה בהכנסתו לאחר הפרישה. כן פוחת חוסר הוודאות ככל שהפרט מתקרב לגיל הפרישה, מכיוון שהתשואה ההיסטורית כבר ידועה לו; אולם מכיוון שהשונות בתשואה השנתית גבוהה, גם לקראת הפרישה נותר חוסר ודאות רב יחסית לגבי גובה הקצבה. ניתן לצמצם את חוסר הוודאות על ידי כך שמבטיחים לחוסכים תשואת מינימום בשנים שלפני הפרישה. לגבי שאר הפרמטרים יש לפרט אינפורמציה רבה יחסית²⁹.

חוסר הוודאות לגבי גובה הפנסיה הוא אולי חיסרון של שיטת חיסכון זו, אך קשה להימנע ממנו. חיסרון זה בולט במיוחד לנוכח הירידה החדה שחלה בשנים האחרונות בתשואות על האג"ח הארוכות, שהעניקה לחוסכים רווחים נאים. אם התשואות יעלו בעתיד, הדבר עלול לגרום

חוסר הוודאות לגבי
גובה הפנסיה הוא
אולי חיסרון של שיטת
הפנסיה הצוברת, אך
קשה להימנע ממנו.

לוח א'-2					
סימולציה: שיעור התחלופה (כולל תקבולי קצבת זקנה) לחוסכים בפנסיה צוברת ¹					
שיעור ההפקדות כאחוז מהשכר				התשואה השנתית של קרן הפנסיה, בניכוי עמלה על נכסי מספר שנות חיסכון	
17.5% ²		19.5% ³			
שכר אחרון 7,500 ש"ח (ברוטו)	שכר אחרון 15,000 ש"ח (ברוטו)	שכר אחרון 7,500 ש"ח (ברוטו)	שכר אחרון 15,000 ש"ח (ברוטו)	הצבירה	
46	38	49	41	2 אחוזים	25
54	46	57	50	3 אחוזים	
63	55	68	60	4 אחוזים	
70	62	75	68	5 אחוזים ⁴	
55	49	59	53	2 אחוזים	35
67	61	72	67	3 אחוזים	
83	77	89	85	4 אחוזים	
96	92	105	100	5 אחוזים ⁴	
60	55	65	60	2 אחוזים	40
75	70	81	77	3 אחוזים	
95	91	103	99	4 אחוזים	
114	110	124	120	5 אחוזים ⁴	

¹ שיעור התחלופה מתייחס להכנסה נטו; הערה 28 מציגה הנחות נוספות שניצבו ביסוד החישוב של יחס התחלופה.

² ההפקדות המינימליות על פי הסדר פנסיה חובה.

³ ההפקדות על פי ההסכם במגזר הציבורי.

⁴ למרות תשואה של 5 אחוזים, הסימולציה מושתתת על ההנחה שיחס ההמרה אינו שונה מהיחס הקיים כיום. המקור: עיבודי בנק ישראל.

²⁹ לכן השונות המוצגת בלוח אינה מייצגת את הידוע לפרט.

לחוסכים הפסדי הון ולהביא לידי ביטוי בצורה מוחשית ביותר את חוסר הוודאות לגבי התשואה. האג"ח המיועדות שהממשלה מנפיקה, בהיקף של עד 30% מנכסי קרנות הפנסיה, מהוות את אחת הדרכים לצמצם את השונות בתשואה של קרנות הפנסיה, ועודף התשואה של האג"ח המיועדות (במידה שהוא קיים) מהווה סבסוד של החיסכון הפנסיוני. הגדלת משקלן של האג"ח המיועדות צפויה להקטין את השונות בתשואתן של קרנות הפנסיה, אך במקביל היא צפויה להגדיל את רכיב הסבסוד הממשלתי בתשואה, להקטין את החוב הממשלתי הסחיר, ולהגדיל את נטל המס. על כן קשה להעריך באיזו מידה רצוי שהממשלה תתערב בהבטחת תשואה באמצעות האג"ח המיועדות; זוהי שאלה סבוכה ולא ניתן להשיב עליה במסגרת הדיון הנוכחי.

כאשר קרן פנסיה מבטיחה קצבה על יסוד הנחות (אופטימיות) לגבי התשואה, וההנחות אינן מתממשות בסופו של דבר, נוצר בקרן גירעון אקטוארי. במקרה כזה ניתן לכסות את הגירעון האקטוארי רק על ידי כך שמעבירים את נטל מימון הגירעון לדור הבא³⁰. קשה – ואולי אף בלתי אפשרי – ליצור מנגנון יציב להעברה בין-דורית של נטל כזה.

יתרון חשוב של קרנות הפנסיה החדשות הוא המנגנון המתמרץ את החוסכים להישאר בשוק העבודה. כאשר החוסך נשאר בשוק העבודה ודוחה את המועד שבו הוא מתחיל למשוך את הקרן, הקצבה גדלה הודות לשלושה גורמים: המשך ההפקדות לקרן; התשואה על הקרן בשנים שהפרישה נדחית³¹; וצמצום במספר השנים שבהן מתקבלת הקצבה, בהתחשב בתוחלת החיים. שלושת הגורמים הללו עשויים להגדיל את הקצבה השנתית ביותר מ-6% לשנה הן בקרב נשים והן בקרב גברים בני למעלה מ-60. מנגנון התמריצים צפוי להעלות את גיל הפרישה הממוצע, וסביר להניח כי נראה את השפעתו על שוק העבודה כאשר רוב החוסכים שמתקרבים לגיל פרישה יהיו מבוטחים בקרנות החדשות, של הפנסיה הוצברת.

תמריצים שונים, ובדרך כלל חלשים יותר, להישאר בשוק העבודה קיימים גם בקרנות הוותיקות שבהסדר ובפנסיה התקציבית – היינו עלייה בוותק ובשכר הקובע לפנסיה. לאחר 35 שנות ותק הזכויות הנצברות בהתאם לוותק מגיעות לתקרה (של 70%), והשכר הקובע בדרך כלל כמעט אינו משתנה³². בשלב זה פוחתת המוטיבציה להישאר בשוק העבודה. לכן ייתכן שכדאי לשנות את התקנון האחיד במטרה לחזק את התמריצים שיש לבעלי ותק מקסימלי להישאר בשוק העבודה גם לאחר שהם מגיעים לגיל הזכאות לקצבה.

כאשר קרן פנסיה מבטיחה קצבה על יסוד הנחות אופטימיות לגבי התשואה, וההנחות אינן מתממשות, נוצר בקרן גירעון אקטוארי, וניתן לכסותו רק על ידי כך שמעבירים את הנטל של מימון הגירעון לדור הבא.

קרנות הפנסיה החדשות מתמרצות את החוסכים להישאר בשוק העבודה. תמריצים אלה צפויים להעלות בעשורים הקרובים את גיל הפרישה הממוצע ולהגדיל את שיעור המועסקים.

6. ההצמדות לאינפלציה בישראל והמלצות על מדיניות

האינפלציה היא עליית מחירים מתמשכת, ובמשך הזמן היא שוחקת את כוח הקנייה של המטבע המקומי. כדי לשמור על ערכו הריאלי של כוח הקנייה לנוכח ירידה מתמשכת בערך הכסף, אפשר להשתמש במנגנוני הצמדה למדד מקובל ומייצג. להצמדות אלו שלושה מאפיינים עיקריים – המדד

³⁰ לחלופין ניתן לכסות את הגירעון על ידי קיצוץ בקצבת הגמלאים. אך קיצוץ כזה פירושו שזכויות הפנסיה אינן מובטחות אלא תלויות בתשואות הקרנות.

³¹ אם התשואה בשנה מסוימת שלילית, היא עלולה דווקא לפגוע בפנסיה. לכן רצוי, כפי שהוסבר לעיל, להבטיח תשואה לחוסכים המבוגרים.

³² למעט מקרים מסוימים, זכויות הפנסיה הנצברות בקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר ובמסלול הפנסיה התקציבית הן 2% לשנת ותק. בגיל מבוגר השינוי בשכר הריאלי אינו גדול, ובקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר – קרנות שבהן השכר הקובע נקבע על סמך ממוצע השכר – לעלייה בשכר בשנה מסוימת יש בדרך כלל רק השפעה קטנה על הקצבה. בפנסיה התקציבית השכר הקובע אמנם עולה לפני הפרישה, אך עלייה זו אינה תלויה בכך שהפרט נשאר בשוק העבודה.

שעל פיו עורכים את ההתאמה/ הצמדה, אחוז ההצמדה ותדירותה. על פי רוב עורכים את ההצמדה לפי מדד המחירים לצרכן, אך אפשר להשתמש בכל מדד ידוע ומוסכם.

לישראל היסטוריה ארוכה של שיעורי אינפלציה גבוהים, ואלה הגיעו לשיא באמצע שנות השמונים. בשנים אלו נוצרו מנגנוני הצמדה רבים ומתוחכמים שנועדו לשמור על ערך הכסף. רוב ההצמדות נערכו לפי מדד המחירים לצרכן שהלמ"ס מחשבת אחת לחודש, אך נראה כי הצמדה זו לא נערכה בתדירות גבוהה דיה עבור העסקאות שהתבצעו בשוק הדיור ובשוקים נוספים. כדי להימנע ממצב שבו ערך הכסף יורד במהלך החודש אימץ הציבור מנגנון הצמדה שהתבסס על שער החליפין היציג של השקל ביחס לדולר, שער שבנק ישראל מפרסם בכל יום עסקים (למעט בימי ראשון). מחירי הדירות, וכן מוצרים ושירותים נוספים, היו נקובים בדולרים, וביום התשלום העביר הרוכש למוכר סכום שנקבע על פי השער היציג האחרון שהתפרסם. התשלום החודשי של שכר הדירה הוצמד אף הוא לשער החליפין, ומחירי השכירות בישראל התפתחו בהתאם להתפתחויות בשער החליפין.

ניתן לזהות בישראל שלושה סוגים של הצמדות:

- הצמדות על פי חוק – קיימים חוקים ותקנות לגבי הצמדות כמעט בכל תחום שכרוך בתשלומים, לרבות שכר, אגרות, פיגורים ומיסוי.
- הצמדות שנובעות ממסורת – הרגלים שהתפתחו בעקבות שיעורי האינפלציה הגבוהים ששררו בעבר. מחיריהם של חלק מהמוצרים והשירותים צמודים למדד המחירים או לשער החליפין.
- הצמדות בשווקים הפיננסיים – אג"ח ממשלתיות וקונצרניות וכן הלוואות/ פיקדונות בנקאיים, בעיקר ארוכי טווח, מוצמדים למדד המחירים ולשער החליפין.

הקשר בין ההצמדה לאינפלציה

במשק שמתאפיין בשיעורי אינפלציה גבוהים יש יתרון למנגנון הצמדה אוטומטי ומלא של המחירים הנגבים על מוצרים ושירותים שונים: הוא מאפשר למחירים היחסיים להתפתח ללאעיוותים שעלולים לגרום לעיוותים ריאליים. יחד עם זאת, הצמדה אוטומטית ומלאה עשויה להפוך כל זעזוע במחירים לעליית מחירים מתמשכת וכך לייצר אינפלציה³³, המאלצת את קובעי המדיניות לנקוט מדיניות מוניטרית אגרסיבית יותר כדי להשיג את יעד האינפלציה³⁴. יתרה מכך, כאשר האינפלציה ושונותה גבוהות, העלויות הכרוכות בהתאמת המחירים גדלות, והמשק מפיק תועלת רבה ממנגנוני ההצמדה. אך כאשר האינפלציה ושונותה נמוכות, העלויות הכרוכות בהתאמת המחירים כבר אינן

³³ הספרות בתחום, לפחות זו שמבוססת על מודלים תיאורטיים, גורסת כי כאשר עורכים את ההצמדה למחירים באופן אוטומטי ומלא, אזי זעזועים ריאליים / או מוניטריים שמשפיעים על המחירים באופן חד-פעמי לא יאפשרו לכוחות השוק לבצע את ההתאמות הריאליות הנחוצות לתיקון העיוות שגרם לזעזוע. לשם המחשה, עלייה בפרמיית הסיכון המקומית תבטא בפיחות בשער החליפין, בעליית מחירים, עליית שכר ועליית מחירי הנכסים המקומיים, ולכן הפיחות לא יגרום להתאמת תיק הנכסים של הציבור והוא יימשך. לשם המחשה נוספת, במשק שקיימים בו תנאים לפעולתם של כוחות ריאליים לתיקון השכר הריאלי במשק, הצמדת השכר לאינפלציה תקשה על תיקון זה והעלות למשק תהיה גבוהה. ראו למשל:

Gray (1976), "Wage Indexation, A Macroeconomic Approach", *Journal of Monetary Economics*

Fischer (1977), "Wage Indexation and Macro-Economic Stability", *Journal of Monetary Economics*

³⁴ ראו למשל:

Bonomo and Garcia (1994) "Indexation, Staggering and Disinflation", *Journal of Development Economics*

גבוהות, ומנגנוני ההצמדה מניבים תועלת נמוכה ואף שלילית³⁵. על כן מומלץ להפחית את דרגות ההצמדה, הן מבחינת התדירות והן מבחינת ההיקף, כאשר האינפלציה מתייצבת ברמה נמוכה. הפחתת מנגנוני ההצמדה מגדילה את המידה שבה הציבור חשוף לנזקי האינפלציה, בכללם מס האינפלציה – המס המתקבל כתוצאה משיעור האינפלציה. אולם אימוץ משטר של יעד אינפלציה על פי חוק, והפעלת מדיניות אפקטיבית להשגתו, מגבירים את אמינותה של המדיניות בנוגע למחויבותה האנטי-אינפלציונית ובכך מצמצמים את החשש מחשיפה לנזקי האינפלציה³⁶. בעשור האחרון שמרה האינפלציה על יציבות סביב 2%, הודות למחויבותו הרבה של הבנק המרכזי לשמור על יציבות המחירים, בהתאם לחוק בנק ישראל. מחויבות זו משתקפת בציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים: בשנים האחרונות הן נעות ביציבות בתחום של יעד האינפלציה. היות ששיעור האינפלציה ירד לרמה המאפיינת יציבות מחירים, הממשלה הנהיגה שורת רפורמות שנועדו לצמצם את מנגנוני ההצמדה: בוטלו המנגנונים האוטומטיים של תוספת היוקר לשכר, והדבר תרם רבות לצמצום האינרציה באינפלציה ולהרחבת הגמישות בשוק העבודה; הציבור, בעידוד ממשלתי³⁷, נגמל בהדרגה מהמנגנון האוטומטי של הצמדה לשער החליפין, ומחיר שכר הדירה ננקב בשקלים; התקינה החשבונאית ביטלה את הדיווח הכספי המותאם לשינויים בכוח הקנייה, והחל משנת 2002 הדוחות הכספיים בישראל מתפרסמים במונחים נומינליים, כמקובל בהרבה מדינות מפותחות בעולם; בשנת 2007 אישרה הממשלה לבטל את חוק התיאומים שבפקודת מס ההכנסה, והחל משנת המס 2008 חברות ועצמאים משלמים מס נומינלי. בהתאם לכך מומלץ להוסיף לצמצם את היקף ההצמדות, במיוחד בתחומים שבהם מנגנון ההצמדה עלול ליצור עיוותים:

מומלץ לצמצם את המנגנונים האוטומטיים של ההצמדה לאינפלציה.

מיסוי שוק ההון

המבנה הנוכחי של המיסוי על רווחי הון הוחל בהדרגה מראשית 2003, לאחר שדוח ועדת רבינוביץ' חייב לראשונה יחידים במס על רווחי הון. שיעורי המיסוי הועלו במרוצת השנים, והמיסוי על הרווחים המתקבלים ממרבית הנכסים הפיננסיים (כגון אג"ח צמודות, מניות, קרנות נאמנות, נגזרים, וניירות ערך במט"ח) עומד כיום על 25% ריאלית, ועל הרווחים המתקבלים מאג"ח נומינליים ומפיקדונות בבנקים – על 15% נומינלית³⁸. מסלולי מס שונים עבור נכסים פיננסיים תחליפיים עלולים להשפיע באופן משמעותי על כדאיות ההשקעה בהם, וכתוצאה מכך – על התפתחות מחיריהם. כאשר המס על הכנסות מאחזקת אג"ח צמודה למדד עומד על 25% מהרווח הריאלי, וגובה המס על הכנסות מאחזקת אג"ח לא-צמודה עומד על 15% מהרווח הנומינלי, ישנם רק צירופי ריביות מאוד ספציפיים שיניבו תשלומי מס זהים. בצירופי ריביות אחרים, לעומת זאת, תשלומי המס יהיו שונים, יהיו שיקול בהחלטות לגבי ההשקעה בנכסים אלו, וימנעו פיזור יעיל של ההשקעות. נוסף על כך, ההבדל בין בסיס ההצמדה של המס על ההשקעות בנכסים הנקובים במט"ח לבין בסיס ההצמדה של המס על השקעות מקומיות יוצר אף הוא תמריצי השקעה הנובעים משיקולי מיסוי. תמריצי השקעה אלו פועלים בכיוון הפוך מהכיוון הרצוי למשק מבחינת

³⁵ ראו למשל: Ball (1988) "Is Equilibrium Indexation Efficient?", *Quarterly Journal of Economics*

³⁶ מדינות רבות בעולם החליטו, נוסף על אימוץ יעד אינפלציה, להנפיק גם אג"ח ממשלתיות צמודות למדד ובכך להגביר את אמינותה של המדיניות האנטי-אינפלציונית. ראו למשל:

Price (1997) "The Rationale and Design of Inflation – Indexed Bonds" IMF Working Paper

³⁷ חוקים מ-2005 ו-2006 חייבו לשווק דירות חדשות במחירים שקללים.

³⁸ שיעורי המס על האפיקים השונים נקבעו בסוף 2011 בידי ועדת טרכטנברג, במטרה להבטיח שהמס בשני האפיקים יהיה זהה כאשר מניחים שהאינפלציה עומדת על 2% והריבית הריאלית – על 4%.

התנודתיות של שער החליפין והיציבות הפיננסית: בתקופות שבהן צפוי פיחות של השקל, התמריץ להשקעות בחו"ל גדל גם בשל שיקולי מיסוי, וכך שיטת המיסוי תורמת להאצה במגמת הפיחות; ואילו בתקופות שבהן צפוי ייסוף, התמריץ להשקעות בחו"ל קטן גם בשל שיקולי מיסוי, וכך שיטת המיסוי מגבירה את מגמת הייסוף. שיטת מיסוי נומינלית אחידה, לעומת זאת, תתרום הן לפיזור יעיל של תיק הנכסים של הציבור והן ליציבות הפיננסית של המשק, היות שהיא תבטל את תמריצי המיסוי הפועלים להאצת המגמות בשער החליפין.

חישוב הרווח הריאלי לצורכי מס – ההתאמה לאינפלציה – הוא אחת הבעיות הטכניות המרכזיות ביישום שיטת המיסוי בישראל. הרווח המותאם לאינפלציה מחושב על פי המדד הידוע. כאשר משקיע קונה נכס פיננסי ב-15 בחודש (רגע לפני פרסום המדד) ומוכר אותו למחרת (לאחר פרסום המדד), הוא ישלם מס ריאלי שמוותאם למדד שהתפרסם, וזאת אף על פי שהחזיק בנכס במשך יום אחד בלבד וכלל לא במהלך החודש שהמדד מחושב עליו. בהתאם לשיקולים אלו, המשקיע באג"ח צמודות ובנכסים אחרים, כדוגמת מניות וקרנות נאמנות, יגדיל את אחזקותיו סביב מועדי הפרסום של המדדים החיוביים כדי לזכות בהתאמה לאינפלציה, ויצמצם את אחזקותיו סביב מועדי הפרסום של מדדים שליליים כדי להתחמק מהתאמה לאינפלציה. כך יקטן הרווח המותאם, תשלומי המס יקטנו בהתאם, והרווח הנומינלי נטו יגדל. לסיכום, יישום זה של גביית המס עלול ליצור קשר חזק בין כדאיות ההשקעה לבין העיתוי שבו מתפרסמים מדדי המחירים.³⁹

בעולם ממסים את רווחי ההון בשיטה נומינלית, ומלבד ישראל אין מדינה שמקיימת שני מסלולים לגביית המסים על רווחי הון. אולם גביית מס על רווחים נומינליים עשויה להוביל לגביית מס אפקטיבית גבוהה במיוחד בתקופות שבהן האינפלציה מתגברת ורווחי ההון מתכווצים; ייתכן מצב שבו המשקיעים יספגו הפסדי הון ריאליים אך הם עדיין ייאלצו לשלם מס על הרווחים הנומינליים שנבעו מהאינפלציה. יתרה מכך, בתקופות שבהן האינפלציה גבוהה או נמוכה יושפעו שיקולי ההשקעות של הציבור משיטת המיסוי, ופיזור ההשקעה בין האפיקים השונים יתעוות. כדי להתגבר על קושי זה – הוא התעורר בהרבה מדינות שהטילו מס נומינלי על רווחי ההון – החליטו חלק מהמדינות לפצות את המשקיעים, לפחות חלקית, על אחזקות ארוכות טווח, וזאת באמצעות הפחתה מסוימת בשיעור המס הנומינלי.⁴⁰ יישום זה של גביית המסים מעודד השקעה לטווחים ארוכים ומקטין את התנודתיות של מחירי הנכסים הפיננסיים.

תקציב המדינה

הכלל הפיסקלי לחישוב מגבלת ההוצאה הממשלתית קובע את הגידול בהוצאה במונחים ריאליים. הכלל אמנם שונה ב-2010, אך רק מבחינת שיעור הגידול הריאלי; כדי לקבוע את התקציב הנומינלי של ההוצאה הממשלתית יש לבצע התאמות של הכלל הפיסקלי הן לאינפלציה בשנה האחרונה והן לזו הצפויה. התאמה זו עלולה ליצור שתי בעיות: שונות גבוהה בהוצאה הממשלתית אשר אינה קשורה בהכרח להוצאות הממשלתיות המתוכננות, ויצירת מנגנון של אינרציה באינפלציה. עלייה במדד המחירים לצרכן – המבוסס על סל הצריכה של משקי הבית בישראל – אינה משקפת בהכרח את הירידה בכוח הקנייה של הממשלה, שכן סל הצריכה הממשלתי שונה לחלוטין

³⁹ בעיה נוספת בהצמדה למדד נוגעת למידת הרלוונטיות של השינויים במדד שמצמידים אליו ולמידת התנודתיות שלו. לשם המחשה, גורמי העונתיות החודשיים הגלומים במדד המחירים לצרכן אינם רלוונטיים לחלק מהמחירים המוצמדים אליהם.

⁴⁰ ניתן גם להפחית את שיעור המס על אחזקת נכס לתקופה ארוכה לפי הכלל הבא: במידה שהאינפלציה המצטברת במשך כמה שנים רצופות חורגת מיעד האינפלציה המצטבר, תינתן אפשרות להפחית את שיעור המס בהתאם לחריגה זו.

חישוב הרווח הריאלי לצורכי מס הוא אחת הבעיות הטכניות המרכזיות ביישום שיטת המיסוי בישראל.

שיטה של מיסוי נומינלי על רווחי ההון תתרום הן לפיזור יעיל של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור והן ליציבות הפיננסית של המשק.

הכלל הפיסקלי הריאלי יוצר שתי בעיות: שונות גבוהה בהוצאה ומנגנון אינרציה באינפלציה.

מסל הצריכה של משקי הבית. שנת 2013 מהווה דוגמא מצוינת לבעייתיות הנובעת מיישום הכלל הפיסקלי. בשעה שמדד מחירי הצריכה הציבורית עלה השנה ב-2.5%, תקציב ההוצאה הצמוד למדד המחירים לצרכן עלה (בממוצע שנתי) ב-1.5% בלבד, שיעור נמוך אף מהשיעור החזוי בתקציב (1.7%). לא זו בלבד שהממשלה צרכה ריאלית פחות, מפני שסל ההוצאות הממשלתי התייקר מהר יותר מהעלייה בבסיס התקציב, אלא שהממשלה גם צריכה להפחית מהתקציב לשנה הבאה 0.2% כדי לתקן את הסטייה של האינפלציה כלפי מטה.

נוסף על כך, כאשר האינפלציה בשנה מסוימת תהיה גבוהה יחסית לתחזית האינפלציה בתקציב, נניח 3%, ההוצאה הממשלתית בשנה העוקבת תגדל אף היא ותגביר את הלחצים האינפלציוניים; ולהיפך, כאשר האינפלציה תהיה נמוכה ואולי אף שלילית, ההוצאה הממשלתית בשנה העוקבת תגדל פחות, ואולי אף תקטן, וכך תחליש עוד את הלחצים האינפלציוניים.

בהתאם לכך מומלץ לאמץ כלל פיסקלי נומינלי שמתבסס על יעד האינפלציה ואינו קשור ישירות לאינפלציה בפועל⁴¹. כלל כזה יקטין את חוסר הוודאות הכרוך בתכנון ההוצאה התקציבית לשנים הבאות, שכן הממשלה תוכל לתכנן את הוצאותיה ללא צורך בהנחות לגבי שיעור האינפלציה בפועל.

מומלץ לאמץ כלל פיסקלי נומינלי שמתבסס על יעד האינפלציה ואינו קשור לאינפלציה בפועל.

תחומים נוספים

במשק קיימות עוד הצמדות שיוצרות אינרציה באינפלציה ומומלץ לשקול לבטלן:

- תקציב סל הבריאות מוצמד למדד יוקר הבריאות, ומדד זה מחושב לפי נוסחה שמתבססת בעיקר על מדד המחירים לצרכן (32%) ועל השכר בשירותי הבריאות ובמגזר הציבורי (65%). כחלופה להצמדה האוטומטית מומלץ להגדיל, בשיעור קבוע של 2% בשנה, את הרכיב המתעדכן כיום לפי מדד המחירים לצרכן. כן מומלץ להצמיד את רכיב השכר בנוסחה להסכמים הקיבוציים של הממשלה והסתדרות העובדים, ולערוך התאמות חד-פעמיות בתקציב הסל בעקבות הסכמי שכר שיכתיבו תוספות ייחודיות לשכר הרופאים או האחיות. שיטת עדכון זו גם תסייע להתמודד עם השחיקה התקציבית הנובעת מהנוסחה הקיימת, המכתיבה פיצוי חלקי בלבד על הסכמי שכר ייחודיים בשירותי הבריאות⁴².
- הצמדות נוספות על פי חוק – של אגרות, מחיר המים, תעריפי נסיעה בתחבורה ציבורית, הארנונה (חצי מגובהה מתעדכן על פי מדד השכר הציבורי), הבלו על הדלקים, ותשלומים נוספים. מחירים אלו מתעדכנים אוטומטית לפי מדד המחירים לצרכן בתדירות שנתית ו/או אף חצי שנתית. מומלץ לבטל עדכונים אוטומטיים אלו ולהעלות את המחירים הנידונים בשיעור קבוע של 2% בשנה, בהתאם ליעד האינפלציה.

⁴¹ מדד המחירים לצרכן ומדד הצריכה הציבורית עלו בשיעור דומה ב-10 השנים האחרונות (2002 עד 2012) – כ-2% לשנה, בהתאם ליעד האינפלציה.

⁴² דיון במדד יוקר הבריאות ובהשלכותיו מופיע בתוך **התפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים**, מס' 136.

לוח א'-3
אינדקסוירים כלכליים: השוואה בין-לאומית¹, 2003 עד 2013

מדניות	2013			2012-2008			ממוצע 2007-2003					
	גוש	ארד"ב	ישראל	מדניות	גוש	ארד"ב	ישראל	מדניות	גוש	ארד"ב	ישראל	
OECD	1.2	-0.4	1.7	3.3	0.6	-0.3	0.8	3.9	2.8	2.2	2.9	4.8
	-	-	0.8	1.4	-0.1	-0.6	0.0	2.0	2.0	1.6	1.9	2.9
	-	-	52.8	36.2	35.4	35.4	49.0	30.6	29.9	29.9	44.0	20.7
	-	-	0.7	1.9	0.7	0.3	0.8	1.8	0.6	0.6	0.9	1.8
	-	-	-	78.8	76.2	-	78.3	77.3	75.3	-	79.0	75.1
	8.0	12.0	7.5	6.2	7.7	9.7	8.3	7.9	6.5	8.6	5.2	11.5
	-	1.4	1.5	1.5	2.2	2.1	2.1	3.2	2.5	2.2	2.9	0.8
	-	-	-	29.4	26.4	41.6	12.6	32.1	23.9	38.3	10.2	33.3
	-	17.9	19.4	19.7	-	19.6	18.8	19.3	-	21.3	22.6	19.1
	-	20.4	16.7	22.2	-	20.2	15.4	21.3	-	21.9	17.8	21.7
	-0.2	2.6	-2.5	2.5	-0.7	0.5	-3.2	2.0	-1.2	0.5	-5.2	2.6
	41.7	49.5	38.7	40.3	49.8	40.9	42.6	41.5	39.2	47.1	36.2	44.9
	-	..	-	30.3	34.0	37.9	24.2	30.4	34.7	38.1	25.8	34.1
	110.3	106.4	104.1	67.4	95.8	92.1	90.8	71.5	75.8	76.0	63.1	87.0
שעיור הגידול של החומר												
שעיור הגידול של החומר לפני החומר לפני (אנלי דולרי), במחירים שוטפים)												
שעיור הגידול של האוכלוסייה												
שעיור החשתתפות בנות העבודה האזרחי, בני 64-25												
שעיור האבטלה												
שעיור האינפלציה (במשך השנה)												
הציאות (כאחוז מהחומר) ²												
החשקעה הכולמית (כאחוז מהחומר)												
החיסכון הלאומי (כאחוז מהחומר)												
החשבון השוטף (כאחוז מהחומר)												
משקל החומאה הציבורית בתור ³												
משקל המסים בתור												
חשוב הציבורי ברוטו (כאחוז מהחומר) ³												

החוב העיבורי ברוטו (כאחוז מהתוצר)³ OECD הם ממוצעים משוקלים על התונים על המדינות בכל קבוצה, כפי שהם מתפרסמים ב-OECD Economic Outlook.

¹ הנתונים על גוש האזור ועל מדינות ה-OECD הם ממוצעים משוקלים על התונים על המדינות בכל קבוצה, כפי שהם מתפרסמים ב-OECD Economic Outlook.

² היצוא הישראלי – ללא יחלומים.

³ הנתוני הנירוען והתוצאה של ישראל הותאמו להגדרה הבין-לאומית המקובלת.

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, OECD ובנק ישראל.

