

פרק א'

המשק והמשבר העולמי

- ◆ המשק צלח טוב יחסית את המשבר הכלכלי העולמי - החמור ביותר מאז שנות השלושים. לאחר התכווצות של הפעילות הכלכלית בסוף 2008 ובתחילת 2009, החל המשק להתאושש ברביע השני.
- ◆ התוצר גדל ב-2009 ב-0.7 אחוז - תוצאת ירידה של 1.5 אחוזים במחצית הראשונה וצמיחה של 3.3 אחוזים בשנייה. שיעור האבטלה האמיר ל-7.9 אחוזים באמצע השנה, וירד ל-7.3 אחוזים בסופה.
- ◆ היצוא והיבוא התכווצו בשיעור חד של 12.5 ו-14 אחוזים, בהתאמה, בדומה לירידה בסחר העולמי. שיפור בתנאי הסחר הביא לגידול העודף בחשבון השוטף ל-7.2 מיליארדי דולרים ולצמצום הפגיעה של המשבר העולמי בהכנסה הלאומית ובביקושים המקומיים.
- ◆ הצריכה הפרטית התאוששה במהירות, ועד סוף 2009 רמתה הייתה גבוהה מזו שלפני המשבר, בניגוד להתפתחות במדינות מפותחות רבות אחרות.
- ◆ המערכת הפיננסית המקומית נפגעה במידה מוגבלת, מתונה יותר מאשר במדינות המפותחות, ויציבותם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים נשמרה. במהלך השנה השתפרו הרווחיות ויחס ההון של המערכת הבנקאית.
- ◆ לפגיעה הפחותה בישראל תרמו מערכת פיננסית שמרנית, ובפרט מערכת בנקאית שמרנית ומפוקחת בקפדנות, שוק דיור מאוזן ומדיניות כלכלית מוצלחת.
- ◆ המדיניות המוניטרית הייתה מרחיבה מאוד: נוסף על הפחתה חדה של הריבית פעלה המדיניות באמצעות התערבות ישירה בשוק מטבע החוץ ובשוק האג"ח הממשלתי.
- ◆ שיעור האינפלציה במשך השנה היה 3.9 אחוזים, גבוה מיעד האינפלציה ומסביבת האינפלציה במדינות המפותחות. זאת בעיקר כתוצאה מעלייה מהירה של מחירי הדיור והעלאת מחירי המים והמע"מ על ידי הממשלה.
- ◆ המדיניות הפיסקלית הייתה א-מחזורית, ושיקפה את פעולת המייצבים האוטומטיים; שיעור ההוצאה הציבורית בתוצר נותר ללא שינוי, ונטל המס ירד רק כתוצאה מהירידה בפעילות הכלכלית. הגירעון של הממשלה הרחבה הסתכם ב-5 אחוזי תוצר.
- ◆ קצב הצמיחה בישראל בשנים הקרובות יהיה תלוי במידה רבה במידת ההתאוששות של הכלכלה העולמית.

1. ההתפתחויות העיקריות

בראשית השנה נמשכה ההתכווצות בפעילות הכלכלית, שהחלה עוד בסוף 2008, בעטיו של המשבר הכלכלי העולמי, אולם ברביע השני הפעילות החלה להתרחב, ובמחצית השנייה המשיך המשק להתאושש. רמת התוצר המקומי הגולמי, התעסוקה והשכר הנומינלי נותרו ב-2009 כמעט ללא שינוי (בממוצע), לאחר חמש שנים של צמיחה מהירה. ירידת הפעילות הכלכלית במשק הביאה לעליית שיעור האבטלה ולירידה של התוצר לנפש, אולם יחסית למדינות מפותחות אחרות, הפגיעה בכלכלת ישראל הייתה מתונה.

בתחילת השנה התוצר המקומי הגולמי ירד, המשך לירידתו בסוף 2008, בעיקר כתוצאה מהירידה החדה ביצוא, ושיעור האבטלה האמיר ל-7.9 אחוזים. ברביע השני של השנה הפעילות הכלכלית החלה להתרחב, ובמחצית השנייה הואצה מגמת ההתאוששות, שהתבטאה בשיעורי גידול גבוהים של היצוא והצריכה הפרטית, עלייה של התוצר והתעסוקה וירידה של שיעור האבטלה. בסוף 2009 היו התוצר המקומי הגולמי והצריכה הפרטית גבוהים מרמותיהם ערב המשבר, ואילו רמות היצוא, היבוא וההשקעה היו נמוכות במידה ניכרת מאשר ערב המשבר.

המערכת הפיננסית המקומית נפגעה במידה מוגבלת, ויציבותם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים נשמרה; זאת אף על פי שחלק מהם נפגעו ישירות מיירידת ערך נכסיהם בחו"ל ובישראל. במהלך השנה נרשמה התאוששות בשוק הפיננסי המקומי, במקביל להתאוששות בשווקים אלו בעולם: מצבה של המערכת הבנקאית הלך והשתפר, עם עליית הרווחיות והלימות ההון; שערי המניות והאג"ח עלו עלייה חדה; היקף הנפקת המניות גדל, והתחדשו הנפקות האג"ח הקונצרניות, שנעצרו בשיאו של המשבר; ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ גדלו, והתנודתיות והמירווחים בשוק, המצביעים על רמת הסיכון, פחתו בהדרגה והתקרבו לרמות של טרם המשבר.

המשבר העולמי החל כמשבר פיננסי, אחר כך גלש בהדרגה לשווקים הריאליים, והתבטא בירידות ללא תקדים של הסחר, מחירי הסחורות, ערך הנכסים והתוצר העולמי. המשבר היה חריף, אך קצר מהצפוי, בעיקר הודות לתגובת מדיניות חסרת תקדים - בהיקפה ובעוצמתה - של הממשלות והבנקים המרכזיים במדינות המפותחות, אשר עצרה את הסחר במערכת הפיננסית. תהליך ההתאוששות החל בעולם במחצית השנייה של 2009 - מוקדם מהצפוי - אך הוא נתמך במידה רבה על ידי מדיניות כלכלית שעלוותה הפיסקלית גבוהה מאוד, ולכן היא אינה בת-קיימא. מדאיג במיוחד מצבן של מספר מדינות באירופה, וכן חוסר התגובה היחסי של התעסוקה בארה"ב ובאירופה, עד עתה, לגידול התוצר.

הפעילות הכלכלית בישראל בתחילת המשבר התפתחה בד בבד עם הפעילות העולמית, אך נפגעה במידה מתונה יחסית למדינות המפותחות¹. הערוץ העיקרי שדרכו השפיע המשבר על המשק הישראלי הוא ירידת הביקוש ליצוא. גם התגברות קשיי המימון של המגזר העסקי בתחילת השנה, על רקע ירידה של מחירי הנכסים, פעלה לירידת הפעילות. הסחר העולמי קרס, ובנקודת השפל היה נמוך בכ-20 אחוזים מרמתו ערב המשבר, והיצוא הישראלי ירד בהתאם. החברות ומשקי הבית הגיבו למשבר בצמצום ההשקעה והרכישה של מוצרי צריכה בני-קיימא. כיוון שמשקל היבוא במוצרים אלו גדול, הצטמצם היבוא מאוד, וירד יותר מאשר היצוא. שיפור משמעותי בתנאי הסחר החיצוניים הביא לגידול

בתחילת השנה ירדה רמת הפעילות הכלכלית, אך ברביע השני החלה הפעילות להתרחב.

בסוף 2009 רמות התוצר המקומי הגולמי והצריכה הפרטית היו גבוהות מרמותיהם ערב המשבר.

יציבותם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים נשמרה, ובמהלך השנה ניכרה התאוששות בשווקים הפיננסיים.

המשבר העולמי התבטא בירידות חסרות תקדים של הסחר, מחירי הסחורות, ערך הנכסים והתוצר העולמי.

הפעילות הכלכלית בישראל התפתחה בד בבד עם הפעילות העולמית, אך נפגעה פחות.

¹ הפגיעה במשק הישראלי הייתה מתונה גם יחסית למשבר הקודם, של 2001-2002 - אז נפגע התוצר בישראל יותר מאשר במדינות המפותחות (לוח ב'-1 בפרק ב') כתוצאה ממספר גורמים, ביניהם האינתיפאדה.

של ההכנסה הריאלית של המשק, וכן של העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, וכך קיזזו חלק מן ההשפעה השלילית של המשבר על המשק (לוח א'-1).

לוח א'-1

ההתפתחויות העיקריות בארץ ובעולם, 2007 עד 2009

2009	2008	2007	
בישראל			
0.7	4.0	5.2	התוצר המקומי הגולמי ¹
-12.5	5.2	9.3	היצוא ¹
7.6	6.1	7.3	שיעור האבטלה ²
3.9	3.8	3.4	האינפלציה ³
7.2	1.3	4.9	החשבון השוטף של מאזן התשלומים (מיליארדי דולרים)
79.4	76.8	78.2	יחס החוב לתוצר ⁴
1.8	-10.7	-1.1	שער החליפין הריאלי האפקטיבי ^{5,6}
4.3	-10.1	-3.1	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ^{5,6}
89.1	-51.0	23.4	מדד ת"א 100 ⁵
בעולם			
-3.2	0.5	2.7	תוצר המדינות המפותחות ¹
2.1	6.1	8.3	תוצר המדינות המתפתחות ¹
-12.3	2.8	7.3	הסחר העולמי ¹
27.0	-42.1	7.1	מדד המניות MSCI למשקים המפותחים ⁷
74.5	-54.5	36.5	מדד המניות MSCI לשווקים מתעוררים ⁷

(1) שיעור השינוי באחוזים.

(2) ממרצע תקופתי באחוזים.

(3) במשך השנה, באחוזים.

(4) לסוף שנה, אחוזים.

(5) שיעור השינוי באחוזים של ממרצע השנה לעומת ממרצע של השנה הקודמת.

(6) סימן שלילי מציינן ייסוף.

(7) שיעור השינוי הנומינלי באחוזים במשך השנה - ממרצע דצמבר מול דצמבר אשתקד.

המקור: הנתונים לישראל מקורם בבנק ישראל למעט שער החליפין הריאלי אפקטיבי (IFS database) ומדדי המניות, שמקורם בבורסה לניירות ערך. מקור הנתונים הבין-לאומיים: World Economic Outlook Update January 2010 ו-MSCI Barra-1.

אחרי ייסוף חד בתחילת 2008, פוחת שער החליפין הריאלי במידה ניכרת מהרביע השלישי של 2008 עד הרביע השני של 2009, כתוצאה מפחות משמעותי של שער החליפין הנומינלי, בעקבות התערבות מוגברת של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ. זאת אף על פי שפגיעתו של המשבר במשק הישראלי הייתה קטנה מפגיעתו במשקים מפותחים אחרים ודמתה לפגיעה במשקים מתפתחים. במחצית השנייה של השנה יוסף שער החליפין הריאלי במידה משמעותית והתקרב בחזרה לרמה של תחילת 2008.

בנק ישראל הוריד את הריבית לשפל חסר תקדים, בדומה לבנקים מרכזיים במדינות המפותחות. באפריל הורד שיעור הריבית ל-0.5 אחוז, ונוסף על כך רכש בנק ישראל אג"ח ממשלתיות במטרה להוריד גם את הריביות לטווחים ארוכים יותר. רכישות מטבע החוץ, שהוחל בהן במאוס 2008 במטרה להגדיל את היתרות, על רקע הייסוף בשער החליפין של השקל, הוגדלו מאוד במחצית השנייה של 2008 וב-2009; זאת במטרה למנוע ייסוף משמעותי בשער החליפין - גורם המכביד על היצוא ועלול להביא להתפתחות דפלציה. במחצית השנייה של השנה, עם שינוי המגמה בפעילות הכלכלית, הועלתה ריבית בנק ישראל בהדרגה.

מדד המחירים לצרכן בישראל עלה ב-3.9 אחוזים במהלך השנה (ב-3.3 אחוזים בממוצע), בעוד שבמדינות המפותחות שררה בשיאו של המשבר דפלציה. עליית המחירים בישראל גרמה לשחיקת השכר הריאלי, ומיתנה את ההתאמה שנדרשה בתשומת העבודה על רקע הירידה בביקוש. הסיבות העיקריות לחריגה מיעד האינפלציה הן התייקרות גבוהה של סעיף הדיור, על רקע הריבית הנמוכה, ועלויות זמניות ולא-צפויות של שיעור מס הערך המוסף ומחיר המים.

מדיניות התקציב של הממשלה בעת המשבר הייתה ניטרלית (א-מחזורית), כך שמשקלה של ההוצאה הציבורית בתוצר לא גדל, בניגוד לרוב מדינות OECD; ביולי העבירה הממשלה החדשה תקציב דו-שנתי ל-2009-2010, ובמסגרתו עודכנו יעדי הגירעון לשנים 2009 ו-2010, כלפי מעלה ל-6 ו-5.5 אחוזים, בהתאמה, בגין הירידה בהכנסות ממסים. עקב התייצבות ואף עלייה בגביית המסים במחצית השנייה של השנה היה גירעון הממשלה הרחבה נמוך מהמתוכנן - 5 אחוזי תוצר (6.6 אחוזים על פי הגדרות הבין-לאומיות המקובלות). יחס החוב לתוצר עלה בשיעור מתון בלבד, עד לרמה של כ-80 אחוזים מהתוצר, מעל לממוצע (הפשוט) במדינות OECD - העומד על 70 אחוזים² וצפוי להוסיף ולעלות בשיעור חד גם ב-2010. האמינות הפיסקלית הגבוהה, ועמה מחויבות ממשלתית לביטחון הפיקדונות בבנקים ורשת ביטחון מצומצמת לחיסכון הפנסיוני, מילאו תפקיד חשוב בהרגעת השווקים; עם זאת, בפועל השימוש בקרנות שהקצתה הממשלה לסיוע פיננסי למגזר העסקי היה זניח.

המשבר הכלכלי פגע ברווחה של הפרטים במשק: הצריכה הפרטית לנפש ירדה, ועלו שיעור האבטלה ומספר המפוטרים³. ההתאמה של תשומת העבודה באמצעות הקטנת מספרן של שעות העבודה מיתנה את העלייה בשיעור האבטלה, שהיא הפגיעה הקשה ביותר בעת משבר כלכלי, והוא עלה באותה תקופה מ-5.9 אחוזים ל-7.9 אחוזים. עלייה זו התמקדה בענפי התעשייה והשירותים העסקיים, אך הגבירה את אי-הוודאות של עובדים רבים גם בענפים אחרים. (ראו תיבה ב'-2). גם השכר הריאלי נשחק, אך נראה שהפגיעה הגבוהה יותר הייתה בענפים שבהם השכר הממוצע גבוה. כן נפגע רכוש הציבור, בגלל ירידת הערך של תיק נכסיו. התפתחויות אלו התבטאו בירידה חדה של מדדי אמון הצרכנים. תחולת העוני עלתה מעט בתקופת המשבר. עם זאת לא גדל אי-השוויון בהכנסות⁴, משום שהמשבר פגע, כאמור, גם בשכבות החזקות.

בנק ישראל הוריד את הריבית לשפל חסר תקדים.

מדד המחירים לצרכן עלה במשך שנת 2009 ב-3.9 אחוזים.

המדיניות הפיסקלית הייתה ניטרלית למשבר.

המשבר הכלכלי פגע ברווחה של הפרטים.

² באיור א'-1 מוצג יחס החוב לתוצר במדינות המפותחות כממוצע משוקלל לפי גודל המדינה.

³ אין בידינו נתונים מדויקים על המפוטרים, אך לפי אומדנים מסקר התמ"ת מספר העובדים שנפלטו מעבודתם בתקופה שבין הרביע השלישי של 2008 לאמצע 2009 גבוה בכ-70 אלף ממספרם בשנה שקדמה למשבר - אינדיקציה לגל פיטורין רחב - וקצב הפליטות בענפי השירותים העסקיים עלה ב-28,000 ובתעשייה ב-23,000.

⁴ המחצית השנייה של 2008 והמחצית הראשונה של 2009 לעומת 2007. דיון רחב ראו בפרק ח'.

2. המשבר העולמי

א. ההתפתחויות בעולם

המשבר העולמי הנוכחי הוא הקשה ביותר מאז המשבר הגדול של שנות השלושים במאה הקודמת. התוצר ירד בשנת 2009 בכל המדינות המפותחות, ובממוצע בשיעור של 3 אחוזים. הסחר העולמי קרס בשיעור הגבוה ביותר בהיסטוריה הכלכלית המודרנית - פי שניים מאשר בשנות השפל הגדול⁵. העוצמה של המשבר, המיתאם המלא בירידה של הפעילות הכלכלית בין מדינות שונות, וגם תגובת-המדיניות האגרסיבית של הממשלות והבנקים המרכזיים, היו ללא תקדים. אמנם חלק מהמדינות המתפתחות, ובייחוד סין, המשיכו, על אף החששות, לצמוח במהלך המשבר בשיעור נאה, אך התקווה שהדבר ייצב את הפעילות הכלכלית במדינות המפותחות נכזבה. כתוצאה מהמדיניות יוצאת הדופן נבלם המשבר, וההתאוששות החלה מוקדם מהצפוי: ברביע השני של 2009 ניכרה התייצבות, ובמחצית השנייה החל תהליך התאוששות איטי ברוב המדינות בעולם.

המשבר החל כמשבר פיננסי בשנת 2007, עם ירידתם של מחירי הנדל"ן בארה"ב, והחרף מאוד במהלך שנת 2008, כאשר קריסתם של מחירי הנדל"ן הביאה למחיקה של נכסים פיננסיים "רעילים" - נכסים מורכבים שתמחורם נגזר ממחירי הנדל"ן, ורמת הסיכון שלהם בדיעבד הייתה גבוהה בהרבה מזו שהוערכה מראש. מחיקתם של נכסים אלו הביאה לקריסה של מוסדות פיננסיים מרכזיים בעולם, לעלייה חדה של הסיכון, לפגיעה קשה בפעילות של שוק ההון ושוקי האשראי ולחוסר תפקוד זמני של שוק הכסף והשוק הבין-בנקאי. בעקבות ההתפתחויות אלו נפגע מאוד האמון במערכת הפיננסית. האטת הפעילות הריאלית בארה"ב הורגשה כבר בסוף 2007⁶, ופעלה להחמרה נוספת של מצב המגזר הפיננסי. תהליך שרשרת זה הלך וגבר עד לספטמבר 2008, לאחר קריסתו של בנק ההשקעות Lehman Brothers, אז הגיעו המירווחים הפיננסיים לשיא. שערי המניות וערך הרכוש שבידי הציבור ירדו בשיעורים חדים, הגבירו עוד יותר את ירידת הביקושים, וכן פעלו להגברת המצוקה הפיננסית דרך הירידה של ערך הנכסים המשמשים גם כבטוחות. הפגיעה במדינות המפותחות חלחלה למדינות המתפתחות דרך ערוץ הביקוש - שכן היבוא של המדינות המפותחות ירד ירידה תלולה - וגם דרך ההדבקה של שוקי ההון, שפגעה גם בביקושים של מדינות אלו.

מדיניות כלכלית אגרסיבית, שפעלה בעיקר דרך התערבות ישירה בשוקי האשראי ואספקת נזילות לשווקים, הביאה לבלימת מגמות אלו בסוף 2008. במהלך 2009 הורגשה תחילת הקלה של הלחץ במערכת הפיננסית העולמית, תוך הצטמצמות הסיכונים המיידיים ליציבותה, ולקראת סופה הצביעו רוב האינדיקטורים על חזרה לסביבת תפקוד נורמלי. במשך השנה עלו המחירים בשוקי המניות, והצטמצמו המירווחים, תוך עליית התשואות על אג"ח ממשלתיות ושיפור בתנאי האשראי - שינויים המבטאים כולם ירידה של הסיכון ועלייה של הביטחון במערכות הפיננסיות. שוקי הכספים והשווקים הבין-בנקאיים, ששותקו עם החרפת המשבר בסוף 2008, שבו לתפקד, תוך הסתמכות על סיוע מסיבי של הבנקים המרכזיים, וכן התאוששו במשך השנה תנועות ההון הבין-לאומיות. למרות ההתאוששות המשמעותית עדיין קיימים קשיים בהיצע האשראי הבנקאי בעולם, ויש עדיין צורך בחיזוק

המשבר החל בשנת 2007, עם ירידת מחירי הנדל"ן, והחמיר במשך 2008.

על רקע מדיניות אגרסיבית הורגשה במהלך 2009 הקלה במערכת הפיננסית העולמית.

⁵ B. Eichengreen and K.H. O'Rourke (2009). *A Tale of Two Depressions*, VOX

⁶ ה-NBER בארה"ב תיארך את תחילת המיתון הנוכחי לדצמבר 2007, ועדיין לא קבע את סופו.

מאזני הבנקים וניקויים של מאזני המוסדות הפיננסיים מנכסים "רעילים", כדי למנוע הרעה מחודשת ביציבותם של המוסדות האלה.

הפעילות הריאלית העולמית הגיבה על ההתפתחויות האמורות בפיגור מסוים. במהלך 2008, ובמיוחד עם קריסתם של מוסדות פיננסיים מרכזיים בקיץ 2008, גלש המשבר בהדרגה לשוק הסחורות ולשוק העבודה, ובסופה הייתה ירידה חסרת תקדים בתוצר של המדינות המפותחות, שאף החריפה ברביע הראשון של 2009, עקב "הדבקה" דרך הערוצים הפיננסיים והריאליים. בהמשך השנה התייצבה הפעילות הכלכלית, בעיקר כתוצאה ממדיניות כלכלית פיסקלית ומוניטרית אגרסיבית, שכללה גם הפעלה של כלים לא-שגרתיים ומעורבות ישירה בשווקים. במחצית השנייה של 2009 החל תהליך איטי של התאוששות (איור א'-1).

הסחר העולמי קרס בסוף 2008 ובתחילת 2009. הקריסה מוסברת ברובה בירידת הביקושים, במיוחד למוצרי השקעה ולמוצרים בני-קיימא, אך נראה שתרם לה גם מחנק אשראי. לפגיעה בסחר תרמה גם עלייה גדולה של גמישותו לתוצר בשנות האלפיים⁷. ואולם גם בשקלול כל הגורמים האלו קריסת הסחר נותרת בחלקה בלתי-מוסברת⁸. קריסת הסחר הביאה לירידה חדה בהיקפו יחסית לתוצר של המדינות המפותחות, תופעה שלא נצפתה מאז תום מלחמת העולם השנייה. זרמי ההשקעות הישירות בין מדינות, שגילו עמידות במשברים קודמים, צומצמו במידה ניכרת, והיקף ההלוואות בין בנקים במדינות שונות ירד⁹.

הירידה החריפה של הביקושים העולמיים הביאה לירידה חדה של קצב האינפלציה במדינות המפותחות, ובחלקן אף לדפלציה. במהלך המשבר צנחו המחירים העולמיים של הסחורות האחדות (commodities). מחירי הדלק, שהגיעו לשיא של 144 דולרים לחבית בתחילת יולי 2008, ירדו לקראת סוף אותה שנה ל-40 דולרים לחבית. בתחילת 2009 היו מחירים אלו במגמת עלייה, ולקראת סוף השנה הם התייצבו ברמה של 75 דולרים. בדומה לכך, אך בעוצמה פחותה, התפתחו מחירי המתכות והסחורות החקלאיות הבסיסיות. ירידת מחירי הסחורות בעולם פעלה למיתון שיעורי האינפלציה בעולם, וכן לצמצום חוסר האיוון הגלובלי - הגירעונות או העודפים בחשבון השוטף של המדינות השונות (איור א'-2).

בניגוד למשברים קודמים, עמידתם של רוב המשקים המתעוררים במשבר הייתה טובה מזו של המשקים המפותחים, והיציבות הפיננסית בהם, ככלל, נשמרה, אף שמספר משקים במזרח אירופה נקלעו לקשיים משמעותיים¹⁰. נראה שהסיבות העיקריות לעמידה הטובה של משקים אלו במשבר יחסית לעבר הן שיפור במצבם הפיסקלי, מעבר מגירעונות לעודפים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, מעבר למשטר של שער חליפין נייב, וכן גידול יתרות הנכסים הזרים שלהם. ייתכן גם כי רמת פיתוח נמוכה יותר של שוקי ההון בחלק ממדינות אלה צמצמה את מידת ההידבקות שלהם מהכשלים הפיננסיים במדינות המפותחות. אמנם גם במדינות המתפתחות ירד קצב הצמיחה בשיעור ניכר (איור א'-1), אך הרכב הביקושים בהן לא נתמך על ידי הגדלה של הצריכה הציבורית, כפי שנעשה במדינות המפותחות. לכן המשבר לא יצר במדינות המתפתחות בעיות פיסקליות שיכבידו על צמיחתן בעתיד.

קריסתו של הסחר העולמי הייתה חמורה אף יותר מאשר בשנות השלושים של המאה הקודמת.

עמידתם של המשקים המתעוררים במשבר הייתה טובה מזו של המפותחים.

⁷ C. Freund (2009). The Trade Responses to Global Downturns: Historical Evidence, World Bank Policy Research Working Paper No. 5015.

⁸ C. Cheung and S. Guichard (2009). Understanding the World Trade Collapse, Economics Department Working Papers No. 729, OECD.

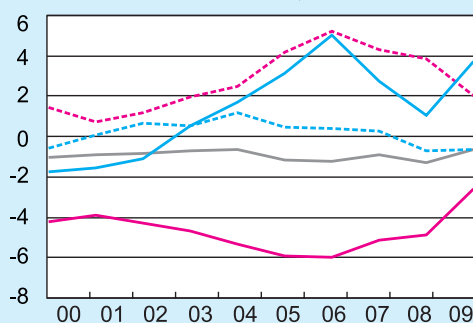
⁹ Economic Outlook (2009). OECD, No 86.

¹⁰ World Economic Outlook (2009). International Monetary fund, October. Box 1.2.

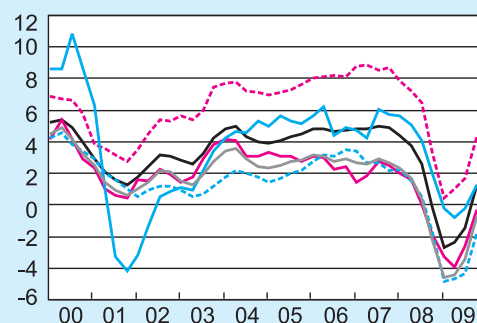
איור א'-1

אינדיקטורים לפעילות הכלכלית בישראל ובעולם¹, 2000 עד 2009

החשבון השוטף של מאזן התשלומים
(שנתי, באחוזי תוצר)

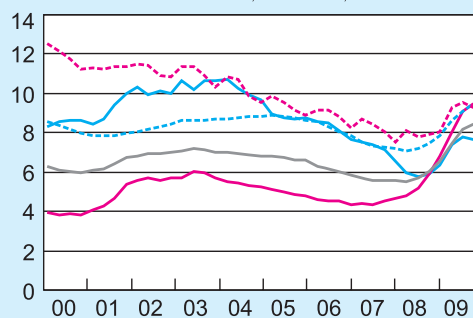


שיעורי הצמיחה של התוצר
(רבעוני, השינוי באחוזים, רביע מול הרביע המקביל אשתקד)



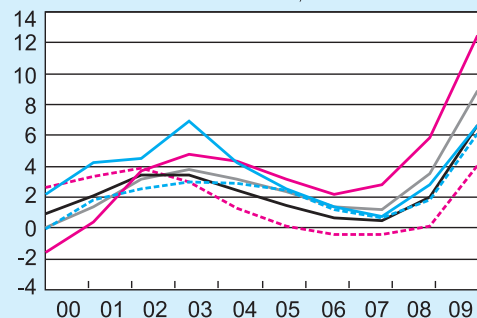
שיעור האבטלה

(רבעוני, באחוזים, מנוכה עונתיות)



הגירעון בתקציב²

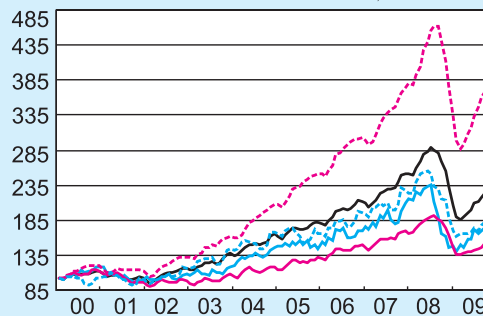
(שנתי, באחוזי תוצר)



מדד ליצוא הסחורות הנומינלי,

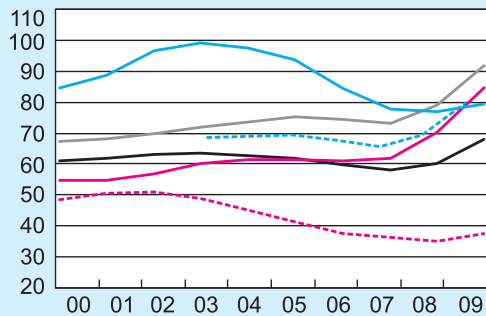
ינואר 2000=100

(חודשי, ממוצע נע של שלושה חודשים)



החוב הציבורי ברוטו

(שנתי, באחוזי תוצר)



העולמי — השווקים המתעוררים והמתפתחים
ארה"ב — גוש האירו
ישראל — המדינות המפותחות

(1) בכל הגרפים המצגים לקוחים מה-IMF World Economic Outlook - כפי שהם מופיעים שם; זאת למעט גרף האבטלה, שבו הנתון למדינות המפותחות לקוח ממאגר OECD, והנתון למשקים המתפתחים חושב על בסיס ממוצע משוקלל (המשקלות מתייחסים לגודל התוצר ב-2008 במונחי PPP) של המדינות: ארגנטינה, ברזיל, בולגריה, צ'ילה, קולומביה, לטביה, ליטא, מלזיה, פרו, פיליפינים, רוסיה, דרום אפריקה, תאילנד ותורכיה.

(2) הנתון לישראל מותאם להשוואה בין-לאומית. הגירעון בסימן חיובי.
המקור: הנתונים לישראל - בנק ישראל; הנתונים הבין-לאומיים - IMF World Economic Outlook 2009 & 2010 - OECD Database-IFS Database.

ב. המדיניות הכלכלית במדינות המפותחות

המדיניות הכלכלית של ממשלות ובנקים מרכזיים במדינות המפותחות אופיינה בצעדים יוצאי דופן - בעוצמה ובהיקף - שננקטו כדי למנוע את החרפת המשבר הפיננסי ולצמצם את השפעותיו השליליות על האמון של הציבור במערכת הפיננסית, להקטין את הפגיעה בפעילות הריאלית, לשמור על יציבות השווקים הפיננסיים, ולאפשר התאוששות מהמשבר. מיגוון הפעולות שננקטו במסגרת המדיניות, ובעיקר המעורבות הישירה בשווקים, טשטשו את ההפרדה הקלסית בין מדיניות מוניטרית לפיסיקלית.

המדיניות האגרסיבית מנעה קריסה של השווקים ושל הפעילות הפיננסית והריאלית, ותמכה ביכולתם של המשקיעים לעבור מסביבה משברית להתאוששות, ולחזור במהירות למסלול של צמיחה. כך התמתן קצב התכווצותה של הפעילות, ואף התרחב ממש בחלק מהמדינות, החל מהמחצית השנייה של 2009. ההערכות הן שללא התגובה יוצאת הדופן של המדיניות, המשבר הנוכחי היה מגיע בהיקפו ובמשכו לממדי "השפל הגדול" של שנות השלושים¹¹.

המדיניות המוניטרית המרחיבה נמשכה בעולם כולו ב-2009, והיא צפויה להימשך גם ב-2010. במדינות המפותחות הסתיים בראשית השנה תהליך מהיר של הורדות ריבית חדות, וריבית הבנק המרכזי נשמרה ברמה קרובה לאפס במשך השנה כולה. גם במדינות המתפתחות הורדה הריבית, בדרך כלל, במידה משמעותית במשך 2009, אולם בחלקן היא נותרה גבוהה מאשר במדינות המפותחות, בשל סביבת אינפלציה גבוהה יותר¹². במדינות רבות נעשה שימוש בכלים נוספים כדי להקל על מגבלות הנזילות של הבנקים וקיצוב האשראי, להחיות שווקים פיננסיים שהפעילות בהם נעצרה ולהגביר את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית; זאת משום שמגבלת האפס והתמסורת, שהיא כנראה חלשה יותר כשהריבית קרובה למגבלה, הפחיתו מאוד את האפקטיביות של ריביות הבנקים המרכזיים. כלים אלו כללו, בין השאר, קנייה של אג"ח ממשלתיות ונכסים אחרים, הרחבת מיגוון הנכסים המשמשים בטוחות (collateral) לקבלת הלוואה מהבנק המרכזי והתערבות בשוק מטבע החוץ. בניסיון לעצור את הדינמיקה השלילית של המשבר, אסרו, במדינות רבות, על מכירה בחסר (short) של מניות.

ממשלות ובנקים מרכזיים שימשו מלווים של מוצא אחרון לכלל המגזר העסקי והפיננסי, ולא רק למערכת הבנקאית, ובמקרים קיצוניים של חדלות פירעון אף הלאימו מוסדות פיננסיים, ובכך למעשה סיפקו ביטוח פיקדונות לציבור. כתוצאה מפעולות אלה התרחב מאוד המאזן של הבנקים המרכזיים במדינות אלו.

הבנקים המרכזיים הגדולים המשיכו לשמור על רמת הריבית הנמוכה גם בסוף השנה¹³, וכן הם הצהירו על כוונתם לשמור על ריביות נמוכות לתקופה מסוימת, עד שתהליך ההתאוששות יתבסס. יחד עם זאת, חלקם החלו בתהליך של הפסקת השימוש בכלים הנוספים - התחלת התאמה מודרגת של המדיניות המוניטרית בחזרה למסגרת לא-משברית.

מדיניות כלכלית
אגרסיבית של ממשלות
ובנקים מרכזיים עצרה
את ההדרדרות.

המדיניות המוניטרית
במדינות המפותחות
הייתה מרחיבה מאוד,
ושיעורי הריבית הורדו
למינימום.

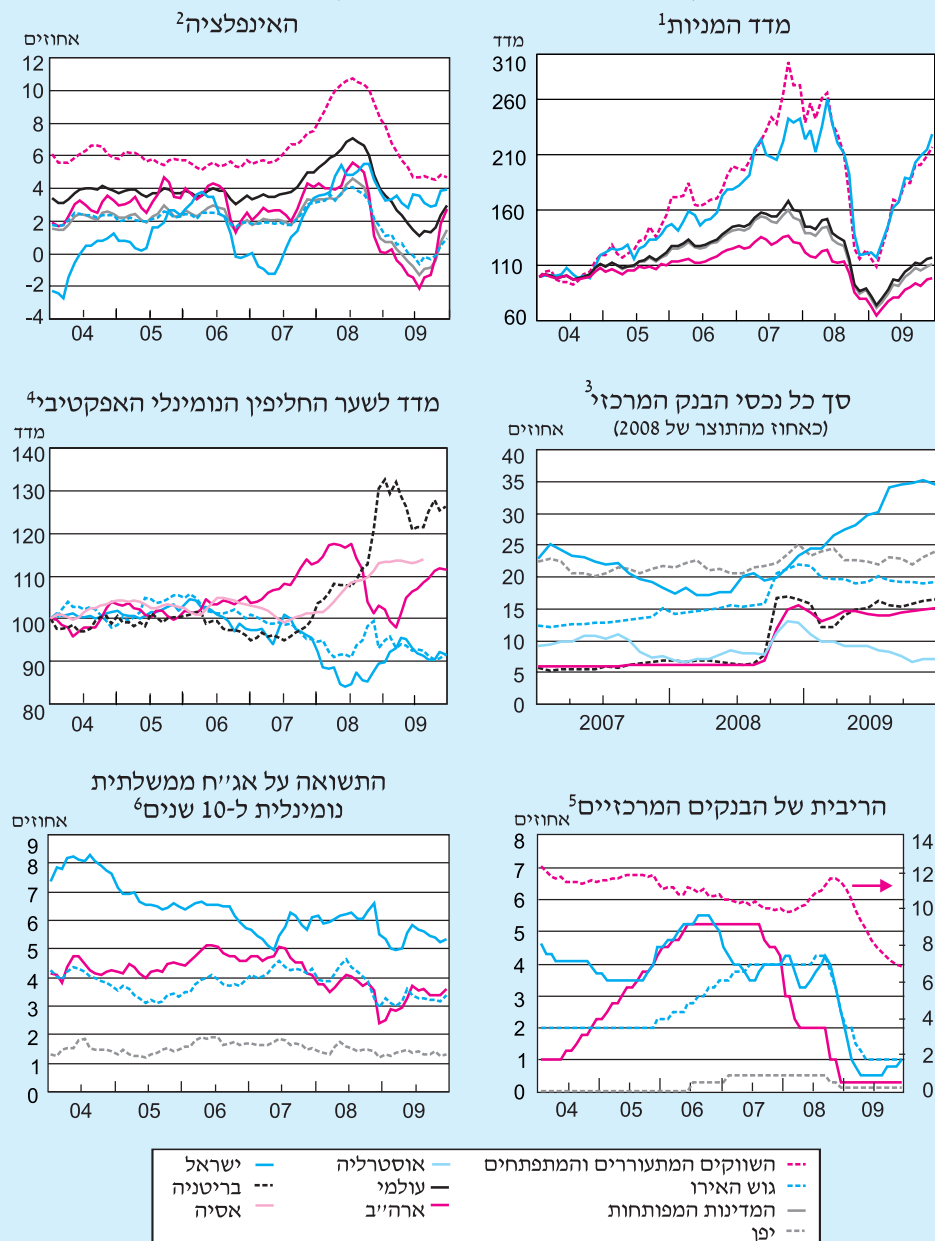
¹¹ The Economic Report of the President and the Annual Report of the Council of Economic Advisers (2010). The White House and the Council of Economic Advisers

¹² למשל ריבית של 8.75 אחוזים בברזיל ו-4.5 אחוזים במכסיקו.

¹³ לעומת זאת, הבנקים של נורווגיה ואוסטרליה העלו את הריבית עוד בסוף 2009, על רקע התאוששות בפעילות הריאלית וסביבת אינפלציה רחוקה מאפס שם.

איור א'-2

אינדיקטורים מוניטריים בישראל ובעולם, 2004 עד 2009



- (1) מבוסס על ממוצע חודשי במונחי דולרים של קבוצות מניות. במשקים המפותחים נכללות 23 מדינות מפותחות: אוסטרליה, אוסטרליה, בלגיה, קנדה, דנמרק, פינלנד, צרפת, גרמניה, יוון, הונג-קונג, אירלנד, איטליה, יפן, הולנד, ניו-זילנד, נורווגיה, פורטוגל, סינגפור, ספרד, שווייץ, בריטניה וארה"ב. במשקים המתעוררים נכללות 22 מדינות: ברזיל, צ'ילה, סין, קולומביה, צ'כיה, מצרים, הונגריה, הודו, אינדונזיה, ישראל, קוריאה, מלזיה, מקסיקו, מרוקו, פרו, פיליפינים, פולין, רוסיה, דרום אפריקה, טיוואן, תאילנד ותורכיה. ישראל - תל אביב 100; ארה"ב - S&P.
- (2) המקור: MSCI-Barra. IFS database.
- (3) ממוצע חודשי. המקור: Reserve Bank of Australia, World Economic Outlook (October 2009).
- (4) המקור לתונים על בריטניה, ישראל, יפן וארה"ב - IFS; לתונים על אסיה - World Economic Outlook. עליה מציינת פיחות.
- (5) המקור: ישראל - בנק ישראל; יפן, ארה"ב, ECB - Bloomberg; המדינות המפותחות - ממוצע משוקלל (המשקלות מתייחסים לגודל התוצר ב-2008 במונחי PPP) של הריביות במדינות: ארגנטינה, ברזיל, צ'ילה, קולומביה, לטביה, ליטא, מלזיה, פרו, פיליפינים, רוסיה, דרום אפריקה, תאילנד, תורכיה.
- (6) המקור: Bloomberg, Federal Reserve, ובנק ישראל.

המדיניות הפיסקלית הגיבה בחוזקה על ידי הפעלה של כלים שגרתיים ולא-שגרתיים: ניתנה תמיכה פרטנית בתעשיות שנפגעו במיוחד, כגון תעשיית הרכב, והוגדלו מענקי מו"פ; שבוע העבודה קוצר כדי למזער את הפגיעה ברווחה; הורחב ביטוח האבטלה, והופעלו תוכניות אקטיביות בשוק העבודה. בחלק מהמדינות המפותחות התערבו הממשלות במערכות הפיננסיות, נוסף על התערבות הבנק המרכזי, כדי למזער את הסיכון לקריסתן. פעולות אלה כללו מתן ערבויות לפיקדונות ולהלוואות, הזרמת הון למוסדות פיננסיים (recapitalization) ותוכניות שונות להסרת נכסים "רעילים" ממאזני אותם מוסדות. הגדלת הצריכה הציבורית (השכר והקניות) - הכלי הקלסי של המדיניות הפיסקלית לייצוב הביקושים - לא הייתה האמצעי המרכזי של המדיניות בתקופה זו; הצריכה הציבורית גדלה בשנת 2009 במדינות המפותחות בשיעור ממוצע של כ-2 אחוזים בלבד, אולם בחלק מהמדינות ניתנו הטבות מס שמטרתן לעודד את הצריכה הפרטית.

הירידה החדה בפעילות הכלכלית, וכן הפעלתן של "תוכניות הצלה", יצרו גירעונות ממשלתיים גדולים מאוד במדינות מפותחות מרכזיות כארה"ב ובריטניה, והחלו להיווצר ספקות לגבי יכולת החזר החובות של מספר מדינות - יוון, ספרד, איסלנד ואירלנד, שחלק מהן, סבלו ממדיניות פיסקלית לא מאוזנת גם קודם לכן. התגובה של המדיניות הפיסקלית הייתה משמעותית יותר במשקים המפותחים, משום שהפגיעה בפעילות הייתה חריפה יותר מלכתחילה. נוסף על כך היקפם של תקציבי הממשלות במדינות אלו גדול יותר, והמייצבים האוטומטיים ממלאים בהן תפקיד חשוב יותר¹⁴. הגירעונות התקציביים ביחס לתוצר במדינות המתפתחות גדלו במידה מתונה יותר מאשר אלו של המדינות המפותחות, ונותרו נמוכים מהם.

העלייה הגבוהה של יחס החוב לתוצר במדינות המפותחות בשנת 2009, שתימשך כנראה גם ב-2010, תחייב תוכניות קונסולידציה משמעותיות כדי להחזיר את יחס החוב לתוצר לתוואי בר-קיימא, בפרט לנוכח המגמות הדמוגרפיות שם (הזדקנות האוכלוסייה).

המשבר הכלכלי הביא לדיון מחודש בתפישה של כלכלת השוק והתנאים הנחוצים לתפקודה, אך נראה שעד עתה, למרות עוצמתו, הוא לא שינה את העקרונות הבסיסיים של הדיון הכלכלי. זאת בניגוד לשפל הגדול של שנות השלושים, אשר בעקבותיו התפתחה התיאוריה הקיינסיאנית, שהדגישה את תפקיד המדיניות הפיסקלית. בכל זאת הביא המשבר לשינוי מחשבתי במיגוון תחומים: חשיבותו של מנגנון התיווך הפיננסי והסיכונים בו לפעילות המקרו-כלכלית התחדדה; התגבר הדיון במבנה התמריצים בשווקים, בעיוותים שהוא יוצר ובתפקיד והחשיבות של הפיקוח על השווקים, ובכלל, ההנחה בדבר יעילותם של שווקים והאמונה ביכולתם להתייצב ללא מעורבות חיצונית התערערו. כמו כן גברה חשיבותם של בנקים מרכזיים, והחל דיון ביעדי המדיניות המוניטרית ובכלים העומדים לרשות הבנק המרכזי להשגתם, ובפרט בהתערבות ישירה בשווקים ובמוסדות שאינם בנקים והתייחסות לנושאים פיקוחיים בהסתכלות מקרו-כלכלית. שינויים אלו מוצאים ביטוי בחשיבה על המדיניות העתידית ועל המבנה הרצוי של השווקים והפיקוח עליהם, וצפוי שתהיינה להם השלכות מעשיות בעתיד.

הירידה החדה בפעילות הכלכלית, והפעלתן של "תוכניות הצלה" יצרו גירעונות ממשלתיים עצומים במדינות המפותחות.

המשבר הכלכלי הביא לדיון מחודש בתפיסה של כלכלת השוק ובתפקידיו של בנק מרכזי.

¹⁴ World Economic Outlook (2009). International Monetary fund, October. p.27

3. ההתפתחויות במשק הישראלי

המשק הישראלי נפגע
מהמשבר פחות ממשקי
המדינות המפותחות.

המשק הישראלי נפגע במידה מתונה יחסית מהמשבר הכלכלי שפקד את העולם בשנתיים האחרונות. ברביע האחרון של 2008 וברביע הראשון של 2009 סבלה הכלכלה הישראלית ממיתון, שהיה חריף אך קצר. עם זאת, ההתפתחויות בפועל באותם רביעים, שהנתונים עבורם התקבלו בפיגור, אינם משקפים את אי-הודאות הגדולה מאוד ואת החששות שהיו באותה עת לגבי מידת הפגיעה האפשרית בכלכלה. בהמשך 2009 ניכרה מגמת התאוששות מהירה; כך, בממוצע שנתי, נותרו השנה רמות התוצר המקומי הגולמי, התעסוקה והשכר, ללא שינוי משמעותי, לאחר חמש שנים של צמיחה מהירה.

עיקר ההשפעה על
הפעילות המקומית
הייתה תוצאה של ירידת
הביקוש ליצוא.

המשק הישראלי פתוח לתנועות הון וסחר, והוא הושפע מהמשבר דרך מספר ערוצים. עיקר ההשפעה על הפעילות המקומית הייתה תוצאה של ירידת הביקוש ליצוא הישראלי. המגזר הפיננסי המקומי נפגע ישירות מהירידה של מחירי המניות והנכסים בחו"ל ובארץ, ואחר כך גם מהירידה בפעילות המקומית.

א. הפעילות הריאלית

הביקושים התכווצו
כתוצאה מירידה חדה של
היצוא וההשקעות.

סך הביקושים התכווצו ב-2009 במידה משמעותית - תוצאת ירידה חדה של היצוא ושל ההשקעות, בדומה להתכווצותם בעולם, ועלייה מתונה של הצריכה הפרטית והציבורית. (לוח א'-2). ירידת ערך הנכסים בחו"ל ובישראל פגעה בערך הרכוש של משקי הבית, ויחד עם התגברות אי-הודאות הפיננסית של משקי הבית פעלה לירידת הרכישה של מוצרים בני-קיימא. בשיאו של המשבר גדלו קשיי המימון של החברות ופגעו בהשקעה, נוסף על ירידת הביקושים. בגלל הצמצום בשימושים אלו, שהם עתירי יבוא, ירד היבוא בשיעור חד, ואילו התוצר עלה בשיעור נמוך. גם השימושים המקומיים נותרו ב-2009 כמעט ללא שינוי. הירידה של היבוא הייתה גבוהה מזו של היצוא, התפתחות המבטאת ירידה חדה בהשקעות ועלייה מתונה בחיסכון של המשק.

ההשפעה הבולטת על המשק הישראלי הייתה השפעת הירידה בסחר העולמי על היצוא. הירידה הקיפה את כל הענפים - היצוא התעשייתי, יצוא השירותים ויצוא התיירות. מהרביע השלישי של 2008 ועד הרביע הראשון של 2009 ירד סך יצוא הסחורות והשירותים מישראל בכ-20 אחוזים, בדומה לשיעור התכווצותו של הסחר העולמי. (ראו פרק ז'). הירידה החדה של הביקוש למוצרי השקעה במדינות המפותחות, שהם חלק גדול יחסית של היצוא הישראלי, תרמה לפגיעה ביצוא הסחורות. הפגיעה ביצוא השירותים, שמשקלם ביצוא של ישראל כמעט 30 אחוזים (לעומת 22 אחוזים ב-OECD), הייתה דומה לפגיעה ביצוא הסחורות ומתונה במקצת מן הפגיעה ביצוא זה במדינות אחרות, אולם ירידת מחיריהם של השירותים המיוצאים הייתה קטנה מזו של הסחורות המיוצאות.

שער החליפין הריאלי
פוחת השנה במקצת.

נוסף על הירידה הכמותית, נשחקה הרווחיות בענפי היצוא, בגלל הייסוף החריף של שער החליפין במהלך 2007 ותחילת 2008. ב-2009 פוחתו במקצת שער החליפין הריאלי והנומינלי (בממוצע). בהשפעת שני כוחות מנוגדים: ירידה מתונה של הביקושים המקומיים יחסית לחו"ל וגידול העודף בחשבון השוטף פעלו לייסוף, ואילו רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל פעלו לפיחות. חלק מהשינויים בשער החליפין הריאלי בשנת 2009 נבעו כנראה מפער בציפיות בין ישראל לחו"ל לגבי עוצמתו של המשבר: בתחילת המשבר המשק הישראלי נתפש כעמיד יותר, כפי שמעידים מדדי המניות וסקרי הצרכנים והחברות; פער זה פעל לייסוף ריאלי בסוף 2007 ובראשית 2008, ובתקופה זו נרשמו תנועות הון משמעותיות

בתיק הנכסים של ישראלים מחו"ל לישראל. הסימנים לפגיעה במשק, בפרט ביצוא, התגברו בסוף 2008, ויחד עם רכישות מטבע חוץ הולכות וגוברות על ידי בנק ישראל, תרמו לפיחות ריאלי בסוף 2008 וראשית 2009. בהמשך שנת 2009 יוסף שער החליפין הריאלי לצד ייסוף בשער הנומינלי, על רקע תהליך ההתאוששות במשק והציפיות להמשכו, המשך העודף הגדול בחשבון השוטר וציפיות להמשך התרחבותו של הפער בין הריבית המקומית לריבית בעולם, שנותרה נמוכה, ולמרות המשך רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל.

ההתאוששות בסחר העולמי במשך 2009 ניכרה גם בהתרחבות היצוא מישראל בקצב דומה. הפיחות הריאלי בתקופת המשבר והשיפור בתנאי הסחר פעלו לעלייה של רווחיות היצוא, והקלו על היצואנים בשיאו של המשבר.

החברות במשק החלו לצמצם את ההשקעה החל מהרביע השני של 2008. במשך ארבעה רבעים רצופים ירדה ההשקעה בענפי המשק בשיעור מצטבר של כ-15 אחוזים, עד שהתייצבה ברביע השני של 2009. למרות הירידה, המשיך מלאי ההון לגדול במהלך המשבר בקצב של כ-4 אחוזים. סך ההשקעה המקומית ירדה כתוצאה מירידת ההשקעה בנכסים קבועים וירידה חדה של ההשקעה במלאי. גם הירידה בהשקעות הישירות (FDI) פעלה לירידתה של ההשקעה. (ראו תיבה ב'-1). יחד עם ירידת הביקוש להשקעה, הקשו על מימונה בתקופה זו גידול של עלות הגיוס בשוק ההון והחמרת המגבלות לקבלת אשראי בנקאי בראשית השנה¹⁵.

משקי הבית הגיבו למשבר בצמצום הצריכה הפרטית בסוף 2008 ובתחילת 2009, תוך עלייה בשיעור החיסכון הפרטי מתוך ההכנסה הפנויה, שעלתה גם עקב הפחתת המס הישיר. לצמצום הצריכה הפרטית תרמה גם ירידה בערך הנכסים של הציבור בגלל ירידת המחירים בשוק ההון העולמי והמקומי בעת המשבר, שלוותה בגידול אי-הוודאות לגבי ערכם העתידי. נוסף על אלה, ייתכן שחלק מהעלייה בחיסכון משקף התאמה של החיסכון הפרטי לירידה בחיסכון הציבורי, וכן מניעי זהירות - לנוכח עליית שיעור האבטלה, ועמו ירידה בביטחון התעסוקתי גם של המועסקים. (ראו תיבה ב'-2). ירידת הצריכה הפרטית הייתה מורכבת מירידה חדה ברכישות של מוצרים בני-קיימא, המגיבות יותר לשינויים ברכוש, וירידה נמוכה בלבד של הצריכה השוטפת לנפש. החיסכון הפרטי הגבוה ערב המשבר ואשראי זול יחסית במהלכו אפשרו למשקי הבית החלקה של הצריכה השוטפת. הירידה החדה ברכישות מוצרים בני-קיימא צמצמה בעיקר את היבוא, ואילו השפעתה על התוצר המקומי הייתה קטנה יחסית.

החל מהרביע השני של השנה חל שיפור ניכר בציפיות הצרכנים, והצריכה הפרטית עלתה בשיעור ניכר, בשונה מההתפתחות במדינות המפותחות. בסוף השנה רמת הצריכה השוטפת לנפש הייתה גבוהה אף מרמת השיא לפני המשבר. להתרחבות הצריכה הפרטית פעלו העלייה המחודשת של ערך הנכסים הפיננסיים במשך 2009, יחד עם צמצום הסיכון שהפרטים מייחסים לנכסים אלו, וכן השיפור שהסתמן בשוק העבודה. הצריכה הציבורית התרחבה השנה ב-1.2 אחוזים, בדומה לקצב התרחבותה בעשור האחרון וגבוה מעט מקצב גידול האוכלוסייה. (ראו הדיון בסעיף המדיניות בפרק זה ובפרק ו').

התגובה בשוק העבודה לירידת הביקושים בשוק המוצרים הייתה מהירה. תשומת העבודה הצטמצמה החל מאמצע 2008, בעיקר באמצעות הפחתת שעות העבודה למועסק, ופחות מכך באמצעות פיטורים. גמישות זו בהיקף העבודה של המועסקים אפשרה לצמצם את הפגיעה ברווחה ובצריכה, הנובעת מפיטורים. פריון העבודה התייצב, אף שבדרך כלל

התאוששות הסחר העולמי במשך שנת 2009 ניכרה גם בהתרחבות היצוא הישראלי.

החברות במשק צמצמו את ההשקעה החל מהרביע השני של 2008.

הצריכה הפרטית ירדה בשיאו של המשבר, תוך עלייה של שיעור החיסכון.

החל מהרביע השני עלתה הצריכה הפרטית בשיעור ניכר.

תגובת שוק העבודה הייתה מהירה: תשומת העבודה צומצמה בעיקר באמצעות הפחתת שעות העבודה למועסק.

¹⁵ אינדיקציה לקשיי המימון ניתן לקבל מהדיווחים בסקרי החברות של בנק ישראל ב-2009.

לוח א'-2
ההתפתחויות במהלך השנים 2009-2008

2009				2008				
IV	III	II	I	IV	III	II	I	
4.9	3.6	1.3	-2.7	-2.0	0.7	3.7	5.8	התוצר ¹
5.2	3.1	1.2	-4.8	-3.2	0.2	3.9	6.8	התוצר העסקי ¹
7.3	7.7	7.9	7.6	6.5	6.0	5.9	6.1	שיעור האבטלה
33.8	9.3	-4.0	-27.0	-25.8	4.2	-3.1	38.9	היצוא ללא יהלומים ¹
5.5	5.9	10.5	-2.8	-2.1	1.3	-3.6	9.2	הצריכה הפרטית ¹
								היבוא האזרחי (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) ¹
4.5	14.5	0.6	-39.0	-8.8	-3.6	-6.9	17.5	ההשקעה בנכסים קבועים ¹
-7.2	8.0	1.7	-14.2	-5.0	-15.2	-4.7	16.1	החשבון השוטף של מאזן התשלומים ²
2.7	1.2	1.5	2.1	0.5	0.8	-0.1	0.6	שער החליפין הריאלי האפקטיבי ³
0.7	-4.5	2.5	4.8	-1.1	-1.4	-4.3	-6.2	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ³
0.4	-2.9	3.5	4.4	-0.3	-0.3	-4.0	-6.6	רכישות המט"ח ⁴
1.4	7.8	5.0	5.4	3.7	3.2	3.3	1.2	האינפלציה ⁵
0.5	1.3	2.3	-0.1	-0.6	2.0	2.2	0.1	הציפיות לאינפלציה לשנה ⁶
2.4	2.3	1.9	0.7	-0.3	2.7	2.8	2.5	ריבית בנק ישראל ⁷
1.0	0.75	0.5	0.75	2.5	4.25	3.5	3.75	הריבית על חח"ד ועו"ש חובה ⁸
8.3	7.9	7.8	8.0	9.5	10.1	9.5	10.3	מדד ת"א 100 ⁹

(1) שיעור השינוי באחוזים, במונחים שנתיים, מנוכה עונתיות.

(2) במיליארדי דולרים, מנוכה עונתיות.

(3) שיעור השינוי באחוזים במהלך הרבע. סימן שלילי מציינ ייסוף.

(4) סך הרכישות, במיליארדי דולרים.

(5) במהלך הרבע, במונחים שנתיים.

(6) ממוצע רבעוני.

(7) המוצהרת, בחודש האחרון של הרבע.

(8) ממוצע רבעוני, נומינלי, במונחים שנתיים.

(9) שיעור השינוי באחוזים במהלך הרבע.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

הוא יורד בזמן מיתון. התייצב גם השכר הנומינלי, אולם על רקע עליית מחירים באותה עת, נשחק השכר הריאלי. ירידת השכר הריאלי יחד עם היציבות בפריז הביאו לירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר במהלך המיתון, התפתחות שתרמה לייצוב רווחי החברות, ונודעת לה חשיבות מיוחדת בעת משבר פיננסי, הכולל החמרה בקושי לגייס אשראי. שחיקת השכר הריאלי גם מנעה עלייה גדולה יותר באבטלה.

סיבות נוספות לתגובה המיידית של שוק העבודה הפעם, בניגוד לתגובתו המאוחרת במשבר של 2001-2002, הן שגלישתו של המשבר הפיננסי לתחום הריאלי הייתה הדרגתית¹⁶, ושהוא פגע בעיקר בענפי היצוא - החלק הגמיש יותר של שוק העבודה. (ראו פרק ה').

בהסתכלות ענפית ניתן לראות כי תוצר ענף התעשייה, שחלק היצוא בו הוא הגבוה בין הענפים, צנח בכ-6 אחוזים, ומספר המועסקים בו ירד בשיעור גבוה של כ-10 אחוזים. תוצר ענף המסחר והשירותים, המהווה כ-55 אחוזים מפעילות המגזר העסקי, נותר יציב, וכך גם תוצר ענף הבינוי, שהוא בעיקרו ענף מקומי. היציבות בענף הבינוי מבטאת ירידה של ההשקעה במבנים לענפי המשק וגידול של הפעילות בענף הבנייה למגורים. התעסוקה והתוצר בענף הפיננסי והשירותים העסקיים עלו במידה ניכרת.

התפתחות הפעילות בענף הבנייה ובשוק הדיור שונה מאוד מזו שאפיינה את המדינות המפותחות והייתה המקור למשבר בהן. הפעילות המקומית בענף הבנייה, שרמת המינוף בו גבוהה יחסית, נותרה ללא שינוי משמעותי. עם זאת, בסוף 2008 ובראשית 2009 ניכרה ירידה של היקף העסקאות בשוק זה. כמו כן נראה כי בתחילת השנה הייתה החמרה מסוימת של קשיי המימון, אולם זו התמתנה בהמשך השנה¹⁷. שוק הדיור, שבעשור האחרון אופיין דווקא בירידת מחירים ריאלית, התאפיין בביקושים ובעליית מחירים מהירה במשך שנת 2009. (ראו הרחבה בפרק ב', בתיבה ג'-2 ובסעיף 5 של פרק זה).

ירידת הביקושים העולמיים לחומרי גלם באה לידי ביטוי בירידת מחיריהם בתקופת המשבר, ובפרט בירידה חדה של מחירי הדלק, וכתוצאה מכך חל שיפור ניכר בתנאי הסחר החיצוניים של ישראל. שיפור זה היטיב עם המשק והגדיל את ההכנסה העומדת לרשותו, ובכך מיתן את השפעת המשבר העולמי על הפעילות המקומית. השיפור בתנאי הסחר, יחד עם הירידה הכמותית החדה של היבוא, תרמו גם לגידול משמעותי של העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, התפתחות שפעלה להגברת היציבות המקרו-כלכלית.

התפתחות העודף בחשבון השוטף בישראל מנוגדת לזו של רוב המדינות, שכן למשבר הייתה בדרך כלל השפעה מייצבת על חוסר האיזונים הגלובליים, ובסך הכול הצטמצם העודף בחשבון השוטף של המדינות המתפתחות, וירד הגירעון בחשבון השוטף של המדינות המפותחות (איור א'-1).

התוצר והתעסוקה בענף התעשייה ירדו בשיעורים גבוהים.

הפעילות בענף הבנייה למגורים הייתה יציבה יחסית, שלא כמו בעולם.

העודף בחשבון השוטף עלה בשיעור ניכר.

ב. התפתחות המחירים

מדד המחירים לצרכן עלה במשך שנת 2009 ב-3.9 אחוזים, מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה, למרות הפעילות הממותנת. במשך השנה כולה היה קצב האינפלציה בסביבת הגבול העליון של היעד (3 אחוזים), ואף מעט מעליו. למרות זאת, בראשית השנה, סביב החמרת המשבר הפיננסי בעולם, היו הציפיות לאינפלציה לשנה סביב אפס ואף מתחתיו. ואולם כבר מהרביע השני של השנה חזרו הציפיות למרכז היעד, ונותרו מעליו במשך כל המחצית השנייה של 2009.

מדד המחירים לצרכן עלה אל מעבר לגבול העליון של יעד האינפלציה, למרות הפעילות הממותנת.

¹⁶ ראו סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 125, בנק ישראל.

¹⁷ תוכנית ממשלתית למתן בטוחות והלוואות לקבלנים, שאושרה ביוני 2009, לא נוצלה כלל.

העלאת שיעור מס הערך המוסף, "היטל הבצורת" ועלייתם של מחירי הדיור והאנרגיה תרמו לעליית המדד.

מספר גורמים מסבירים את שיעור האינפלציה הגבוה יחסית: החלטת הממשלה להעלות את שיעור מס הערך המוסף בנקודת אחוז והחלטתה בדבר "היטל הבצורת" על מחיר המים החל מיולי התבטאו בעליית מחירים חד-פעמית, וזמנית ברובה, של כנקודת אחוז¹⁸. גורם מרכזי נוסף היה התנהגותם של מחירי שירותי הדיור (הנמדדים על ידי חוזי השכירות החדשים והמתחדשים). סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של השנה בקצב של 15 אחוזים (ל-12 החודשים האחרונים), בעוד שקצב עלייתו של המדד ללא דיור היה נמוך מהגבול התחתון של יעד האינפלציה. לקראת סוף השנה השתנו מגמות אלו. קצב עלייתו של סעיף הדיור הואט משמעותית במחצית השנייה של השנה, כנראה על רקע השפעה-בפיגור של עליית שיעור האבטלה וייסוף השקל מול הדולר באותה עת. כנגד זאת נרשמה האצה בקצב עלייתם של שאר המחירים; זו שיקפה בעיקר את ההשפעה של עליית מחירי האנרגיה במשך השנה בשיעור של כ-13 אחוזים, לאחר ירידה של כ-10 אחוזים במשך 2008, ואת העלאות המסים על ידי הממשלה. המדיניות המוניטרית המרחיבה, שננקטה במטרה לתמוך בפעילות הריאלית וביציבות הפיננסית, ולצמצם את סיכון הדפלציה, תרמה לסביבת מחירים זו.

מחירי התוצר המקומי הגולמי ומחירי התוצר העסקי עלו בממוצע ב-2009 ב-4.9 אחוזים, למרות המיתון בפעילות, שהתבטא בניצול נמוך מהפוטנציאלי של גורמי הייצור במשק. מחירי סך השימושים, המורכבים מהתוצר ומהיבוא, עלו במידה מתונה יותר, 2.6 אחוזים, בשל ירידה של מחירי היבוא.

מחירי הצריכה הפרטית עלו ב-2.1 אחוזים (בממוצע) עלייה הנובעת כולה מעלייה של 11.5 אחוזים במחירי שירותי הדיור¹⁹, ואילו מחירי הצריכה ללא דיור נותרו ללא שינוי - התפתחות התואמת את ההאטה בפעילות. מעבר לכך, השיפור בתנאי הסחר של המשק השנה, שהביא לגידול של 3.4 אחוזים בהכנסה הריאלית של המשק למרות יציבות בתוצר, צמצם את הפגיעה בביקושים המקומיים ואת הלחץ לירידת המחירים.

ג. המערכת הפיננסית

עיקר הפגיעה בשוק ההון היה בשוק האשראי החוץ-בנקאי, ש"התייבש" בשיאו של המשבר.

שוק ההון המקומי הגיב, כמו השווקים האחרים בעולם, בירידת מחירים, בעליית מירווחי הריבית, המבטאת עלייה בסיכון, ובעצירה של גיוס ההון. עיקר הפגיעה היה בשוק האשראי החוץ-בנקאי, שהתפתח בקצב מהיר מאוד בשנים האחרונות, ואילו הבנקים נפגעו פחות. קשיי הנזילות שאפיינו את השווקים העולמיים היו בישראל מתונים הרבה יותר, ויציבותם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים בארץ נשמרה, אולם בשיאו של המשבר הפיננסי היה חשש שהוא יפגע ביציבותם. ואכן, פירמות גדולות מסוימות, אשר רבות מהן קשורות לענף הנדל"ן²⁰, נקלעו לקשיים פיננסיים. עם זאת, הסיכון שלכישלונן תהיה השפעה על פעילותו של כלל המשק היה קטן יחסית.

במהלך השנה נרשמה התאוששות בשוק הפיננסי המקומי.

במהלך השנה נרשמה התאוששות בשוק הפיננסי המקומי, במקביל להתאוששות בשווקים אלו בעולם: שערי המניות ואיגרות החוב עלו עלייה חדה, הרבה יותר מאשר במדינות המפותחות ומעט יותר מאשר במדינות המתפתחות; התנודתיות בשווקים פחתה;

¹⁸ היטל הבצורת הוקפא החל מינואר 2010, אולם במועד זה התייקרו מחירי המים ב-25 אחוזים. בינואר 2010 הופחת שיעור המע"מ ב-0.5 נקודת אחוז, ל-16 אחוזים.

¹⁹ לרוב משקי הבית ההוצאה על דיור היא הוצאה נוקפת בלבד עבור שירותי הדיור המתקבלים מהדירות שבבעלותם, וכנגד זאת נוקפת גם הכנסה בגין נכס זה.

²⁰ 54 אחוזים מהאג"ח שנסחרו בתשואה שמעל 8 אחוזים הונפקו על ידי חברות מענף הנדל"ן. (להרחבה ראו פרק ד').

התחדשו ההנפקות בשוק הראשוני וההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ, והשתפרה הרווחיות של המגזר העסקי, ובכלל זה של הבנקים וחברות הביטוח.

סך החוב של המגזר העסקי ירד מעט ב-2009 ביחס לשנה הקודמת - תוצאת ירידה באשראי מהבנקים, התרחבות מתונה בהיקף האג"ח הסחירות בישראל וירידה באשראי מחו"ל, המהווה פחות מ-20 אחוזים מסך החוב של המגזר העסקי. התפתחות זו, ועמה ירידה של המירווח על אג"ח קונצרניות לעומת אג"ח ממשלתיות, חידוש ההנפקות וירידת העלות הממוצעת של האשראי הבנקאי במקביל לירידת העלות של גיוס המקורות, תומכות בהערכה כי הירידה באשראי משקפת ירידה בביקושים, על רקע ההאטה בפעילות, ואילו מגבלת היצע האשראי, שהייתה חסם להתרחבותו בראשית השנה, הוקלה בהמשכה. גיוס ההון באמצעות הנפקת מניות בישראל (ללא הקצאות פרטיות) הצטמצם ב-2009 בכמחצית לעומת היקפו ב-2008, היה כולו גיוס של חברות מבוססות, והתרכז בעיקר במחצית השנייה של השנה.

סך החוב של המגזר העסקי ירד מעט ב-2009.

מערכת הבנקאות הישראלית הושפעה מהמשבר בגלל חשיפתם של הבנקים לסיכונים אשראי בין-לאומיים; זאת באמצעות חוב זר שהם החזיקו וסיכונים שוק בין-לאומיים הנובעים מירידת מחירים של נכסים פיננסיים בחו"ל, שהביאה לירידת ערך של נכסים פיננסיים המוחזקים בתיקי ההשקעות שלהם. התכווצות הפעילות הריאלית בעולם השפיעה בעקיפין על הבנקים באמצעות השפעתה על הנכסים הזרים שבתיק ההשקעות שלהם ועל הפעילות הריאלית המקומית. ערך הנכסים הפיננסיים של הבנקים נשחק עוד כתוצאה מגידול של הפסדי האשראי ושל ההפרשות לחובות מסופקים, לצד עליית הסיכונים הגלומים בנכסיהם וירידה בערך הביטחונות של הפירמות.

בסוף 2008, עם הירידה בפעילות הריאלית המקומית, נפגע הרווח הנקי של הבנקים בגלל גידול חד של ההפרשות לחובות מסופקים וירידה של ההכנסות התפעוליות. גידול הסיכון והפגיעה בערך הביטחונות של הלווים פעלו לירידת היצע האשראי הבנקאי, אולם כנגד זאת, התייבשות שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל והקשיים של המערכת הפיננסית בחו"ל הפנו אל הבנקים ביקושים נוספים. ב-2009 השתפרו משמעותית רווחי הבנקים, עלה יחס ההון, וסיכון האשראי התייצב. למרות התאוששות הפעילות תוך גידול הביקושים, לא גדל האשראי הבנקאי במשך 2009 - תוצאת עליית האשראי למשקי הבית וירידת האשראי לפירמות. (ראו פרק ד').

האשראי למשקי הבית גדל השנה, תוך עלייה מהירה במשכנתאות לצורך רכישת דירות ועלייה מתונה יותר של האשראי האחר למשקי הבית. גידולו של זרם המשכנתאות לא הדביק את הגידול של ערך העסקאות בשוק הדיור, כך שהחוב של משקי הבית בכללו (לא רק משכנתאות) ביחס להכנסה הפנויה נותר יציב, ואף ירד מעט השנה, ורמתו נמוכה יחסית לממוצע במדינות המפותחות.

האשראי למשקי הבית גדל השנה, תוך עלייה מהירה במשכנתאות.

רווחיהן של חברות הביטוח הושפעו בעיקר מההתפתחויות בשוקי ההון, יותר מאשר מפעילותן הישירה בעסקי הביטוח. המעבר של חברות הביטוח מהפסדים ב-2008 לרווחים ב-2009 מוסבר בעליית הכנסותיהן מהשקעות.

במשך 2009 נרשמה התייצבות והתאוששות מהירה של השווקים המקומיים, יחד עם התאוששות השווקים הפיננסיים בעולם ואף לפניה. עם זאת, סיכונים ליציבות המערכת הפיננסית הגלובלית משליכים על יציבותה העתידית של המערכת הפיננסית המקומית. גם לתלות הרבה של המערכת הפיננסית המקומית באיתנותן של קבוצות עסקיות גדולות יש השפעה על יציבותה.

רמתה הנמוכה של הריבית בעולם ובישראל יחד עם התבססות הציפיות להתאוששות הפעילות הריאלית המריצו את החיפוש אחר נכסים הנושאים תשואה גבוהה, הכרוכה בסיכון גדול יותר. גידול הביקוש לנכסים אלו התבטא בעלייה מהירה של שערי המניות והאג"ח הקונצרניות הנסחרות בבורסה, בהתחדשות זרם ההשקעות של תושבי חוץ ובהתעוררות מחודשת של שוק ההנפקות הראשוניות.

התרחבות ההנפקות בשוק האג"ח התאפשרה עקב ירידה בתשואות, שביטאה התמתנות של הסיכון המיוחס בממוצע לחברות המנפיקות. במשך השנה הצטרפו לחברות המנפיקות גם חברות בעלות דירוג נמוך מהעליון, ומכל ענפי המשק. חלקן של האג"ח הנסחרות בתשואה גבוהה מ-8 אחוזים, המשקפת סיכון גדול יחסית, הצטמצם מאוד במשך השנה, והיה דומה לחלקן ערב המשבר, אך עדיין גבוה משיעורן בראשית 2008.

ערכו של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור בסוף 2009 היה גבוה בכ-20 אחוזים מאשר בסוף 2008 ובכ-10 אחוזים מרמת השיא הקודם של אמצע 2008, לפני חרפת המשבר. גם הרכב התיק דומה לזה של אמצע 2008, כתוצאה מהעלייה המהירה של מחירי המניות במשך השנה והנפקת אג"ח קונצרניות, ועל רקע רמתה הנמוכה של הריבית, שהניעה את הציבור לעבור לנכסים נזילים יותר ולנכסים הנושאים תשואה וסיכון גבוהים יותר. ערך המזומן והפיקדונות בבנקים כמעט לא השתנה בסוף 2009 לעומת סוף 2008, בעוד שערך המניות בתיק עלה בכ-90 אחוזים, וערך האג"ח הקונצרניות (סחירות ולא-סחירות) עלה בכ-40 אחוזים. גם הביקוש לנדל"ן גדל, ויחד עם התגובה האיטית של היצע הדירות התבטא בעלייה מהירה, כ-20 אחוזים, של מחירי הדירות במשך השנה. ניתן להעריך כי לפחות חלק מעליית המחירים ביטא את השפעתה של הריבית הנמוכה על הביקוש לדירות, ולא סטייה משמעותית של מחירי הדירות מזו המוסברת על ידי הגורמים הבסיסיים של ההיצע והביקוש, כולל הריבית. (ראו תיבה ג'-2).

הירידה החדה של ריבית בנק ישראל במשך השנה, שלוותה בירידת הריבית הריאלית הנגזרת הקצרה, הביאה גם לירידה משמעותית של התשואה הריאלית על אג"ח לטווח בינוני, עד לרמות קרובות לאפס. התשואות הריאליות לטווח ארוך התמתנו גם הן, אף כי במידה פחותה, על רקע ירידת הריביות הריאליות בחו"ל וההאטה בפעילות (איור א'-3).

4. המדיניות הכלכלית בישראל

המדיניות הכלכלית התאפיינה בהרחבה מוניטרית חסרת תקדים, ובמדיניות פיסקלית ניטרלית.

בנק ישראל הפעיל, בתגובה למשבר, מדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר, שכללה הפחתה של הריבית עד לרמה של 0.5 אחוז וקנייה של מטבע חוץ ושל אג"ח ממשלתיות. מטרתה המרכזית של המדיניות בראשית השנה הייתה למנוע פגיעה ביציבות הפיננסית וגלישה של המשק לדפלציה, ולתמוך בפעילות. בהמשך השנה הותאמה המדיניות לסימנים הראשונים של הקלת המשבר, ולאחר מכן לתחילתה של ההתאוששות.

שיעור ההוצאה הציבורית בתוצר נותר קבוע, וירידת ההכנסות ממסים נבעה מירידה של רמת הפעילות הכלכלית בלבד. האמינות הפיסקלית הרבה שנצברה במהלך השנים האחרונות איפשרה את פעולתם של "המייצבים האוטומטיים" ללא עלייה משמעותית בסיכון. המדיניות פעלה להגברת האמון בשווקים על ידי התחייבות ל"רשת ביטחון"

ערכו של תיק הנכסים
הפיננסיים של הציבור
בסוף 2009 גבוה מרמת
השיא של אמצע 2008.

רמתה הנמוכה של
הריבית הגדילה את
הביקוש לנכסים
מסוכנים.

המדיניות הכלכלית
התאפיינה בהרחבה
מוניטרית חסרת תקדים
ובמדיניות פיסקלית
ניטרלית.

מצומצמת לחוסכים לפנסיה בסוף 2008, הקמת קרנות אשראי להקלה על פעילות המגזר העסקי והעברה של תקציב 2009-2010 ביולי 2009, עם כינונה של ממשלה חדשה. חלקה המשמעותי של המדיניות המוניטרית בטיפול במשבר, לעומת המדיניות הפיסקלית, מבטא את הגמישות והאפשרות של המדיניות המוניטרית להגיב במהירות באמצעות קביעת ריבית והתערבות בשווקים, לעומת תהליכים ארוכים יותר של קבלת ההחלטות הפיסקליות, ומה עוד שבמחצית הראשונה של 2009 לא היה חוק תקציב בתוקף עד שהוקמה ממשלה חדשה לאחר הבחירות בפברואר. יחד עם זאת, הירידה של נטל המס כתוצאה מההאטה בפעילות, בשל תגובה חזקה יחסית של המסים לצמצום הפעילות, ללא צורך בהחלטות אקטיביות של הממשלה, התבטאה בגידול מיידי של הגירעון בזמן מיתון. הואיל והמשבר היה קצר, והפגיעה בפעילות מתונה - הן יחסית לתקופות מיתון קודמות והן יחסית לציפיות ולפגיעה במדינות המפותחות - לא היה צורך במדיניות פיסקלית אנטי-מחזורית משמעותית.

א. המדיניות המוניטרית

מדיניות בנק ישראל הייתה ב-2009 מרחיבה באופן חסר תקדים, בדומה למדיניות שננקטה במדינות מפותחות נוספות בתגובה על המשבר הפיננסי²¹. בנק ישראל ביצע את מדיניותו באמצעות שלושה כלים: הראשון הוא קביעת רמת הריבית - הכלי המרכזי בנייהול מדיניות מוניטרית במסגרת של יעד אינפלציה. הכלי השני היה רכישות מטבע חוץ בשוק, והכלי השלישי - רכישות אג"ח ממשלתיות בשוק המשוני. הורדת הריבית המהירה דמתה להורדות הריבית יוצאות הדופן שנקטו במדינות מפותחות אחרות כדי להתמודד עם השלכות המשבר הפיננסי ולהקטין ככל שניתן את הסיכון לגלוש לסביבה דפלציונית, וכן לתמוך בפעילות וביציבות השווקים.

מסלול הריבית והשימוש בכלים הנוספים במשך השנה תאם את ההתפתחויות בכלכלה ואת ההערכות לגבי מצב הפעילות הריאלית, סביבת האינפלציה והיציבות הפיננסית, וגם את התפתחות הריביות בעולם (איור א'-2). בראשית השנה, על רקע ההאטה בפעילות הריאלית והחשש מהחמרת המשבר הפיננסי, המשיך בנק ישראל במגמה של הורדת הריבית החדות שהחל בה ברביע האחרון של 2008, עד לאחוז אחד בפברואר, ולרמת שפל היסטורית של 0.5 אחוז באפריל, כך שהורדות נוספות הוערכו כלא אפקטיביות. החשש כי המשבר יוביל לדפלציה - תהליך מסוכן במיתון - והעובדה שכלי הריבית מוצה עד תום חייו שימוש בכלים נוספים. בנק ישראל המשיך את הרכישות המוגדלות בשוק מטבע החוץ, שהחלו כבר במארס 2008, ובראשית 2009 אף החל לרכוש אג"ח ממשלתיות בשוק המשוני. נוסף על כך הפעיל בנק ישראל בתחילת השנה תוכנית להגברת הנזילות במערכת הפיננסית, שמסגרתה הופחת השימוש במק"ם ככלי לספיגה של עודפי נזילות מהציבור, וצומצם המירווח סביב ריבית בנק ישראל (הפרוזדור). כן הודיע הבנק על נכונותו להציע הלוואות מוניטריות ומכרזי ריפו לטווחים ארוכים יותר, אולם לאלה לא היה ביקוש. (ראו פרק ג').

המדיניות המוניטרית
המרחיבה בוצעה
באמצעות הפחתת
הריבית למינימום
והפעלת כלים נוספים.

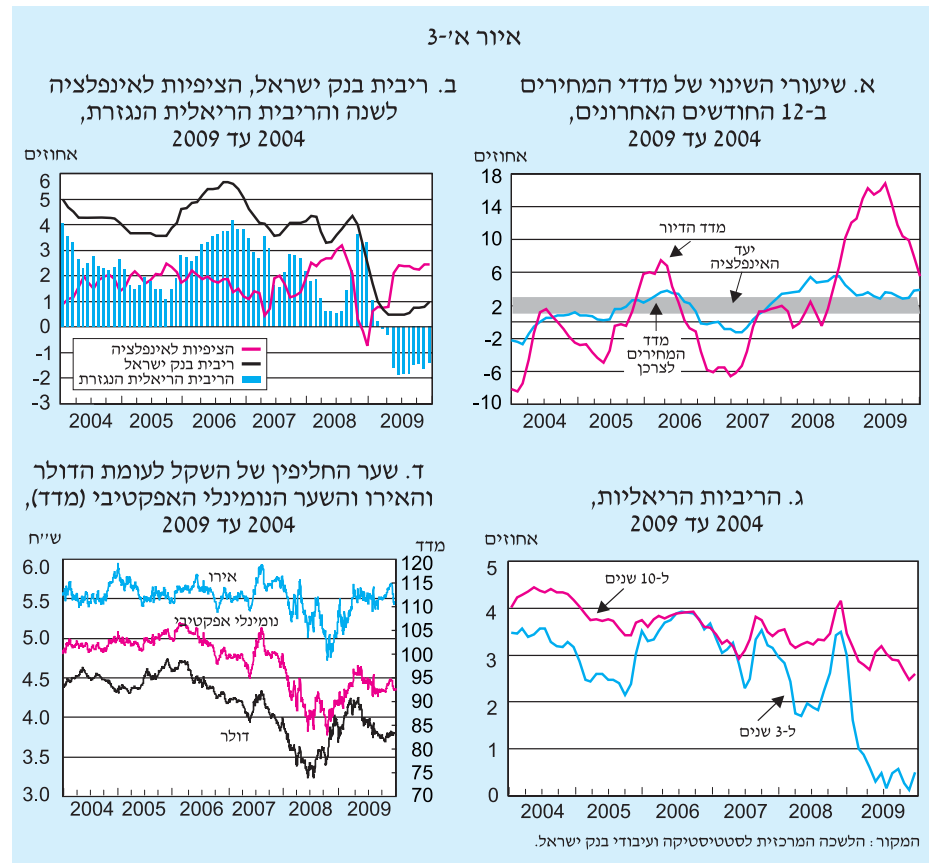
ההרחבה החריגה נועדה
גם למזער את הסיכון של
דפלציה.

²¹ ראו מסמך המסכם את הצעדים שנקטו במדינות הגדולות: V. Klyuev, P. de Imus and K. Srinivasan, "Unconventional choices for unconventional times: credit and quantitative easing in advanced economies", IMF Staff Position Note, SPN/09/27. (2009).

ההורדה המהירה של ריבית בנק ישראל בסוף 2008 לוותה בירידה מהירה של הציפיות לאינפלציה (איור א'-3). נראה כי למרות הקצב החריג של ההורדות, החשש מפגיעה משמעותית של המשבר בפעילות והצטמצמות יכולתה של המדיניות המונטרית להרחיב עוד ולמנוע דפלציה הותירו את הציפיות בסוף 2008 נמוכות, ואת הריבית הריאלית לטווח קצר - גבוהה. בתחילת 2009, עם המשך הורדות הריבית המהירות, ירדה גם הריבית הריאלית הנגזרת לסביבה אפסית, תוך חזרת הציפיות לאינפלציה לתחום החיובי²². שיעור שינוי חיובי במדד המחירים לצרכן, החל מאפריל, וסימנים ראשונים להתייצבות הסביבה הכלכלית העולמית והמקומית התבטאו בעלייתן של הציפיות לאינפלציה לסביבת מרכז היעד באותה עת. כתוצאה מכך ירדה מאוד הריבית הריאלית הנגזרת, ואף הפכה לשלילית - תופעה שלא הייתה מאז שהמשק נמצא בסביבה של יציבות מחירים - והחשש מ"סחרור דפלציוני" פחת מאוד.

החל מאפריל נשמרה הריבית ברמתה הנמוכה. הציפיות לאינפלציה עלו לסביבת מרכז תחום היעד, אך המדיניות נוהלה עדיין בעיקר במטרה לתמוך בפעילות וביציבות המערכת הפיננסית, בשל אי-ודאות לגבי מידת ההתאוששות והתמדתה. לקראת המחצית השנייה של השנה החלה להסתמן התייצבות של הסביבה הכלכלית בעולם, וגם בישראל, והחשש

מאפריל עד ספטמבר
הייתה ריבית בנק ישראל
ברמת המינימום.



²² ציפיות החזאים היו, לאורך כל התקופה הנדונה, קרובות לאפס, אך לא שליליות.

מדפלציה פחת מאוד. החל בספטמבר - עם התחזקות הסימנים להתאוששות בפעילות הכלכלית, ציפיות לאינפלציה בחלק העליון של יעד האינפלציה וקצב אינפלציה שנתי בפועל בסביבות הגבול העליון של תחום היעד²³ - העלה בנק ישראל את הריבית בהדרגה עד לאחוז אחד בסוף השנה. במקביל נפסקו רכישות איגרות החוב על פי התוכנית באוגוסט. מדיניות הרכישה הקבועה של מטבע החוץ נפסקה, והוחלפה ברכישות משתנות בכמות ובעיתוי התואמים את תנאי השוק²⁴. בנובמבר ובדצמבר מיעט בנק ישראל להתערב בפועל בשוק מטבע החוץ. רמת הריבית בתחילת 2010 - 1.25 אחוזים - עדיין מבטאת הרחבה מוניטרית, אולם העלאתה ההדרגתית משקפת את הצורך בתהליך התאמה של סביבת הריבית מסביבה התואמת משבר חריף וחשש מדפלציה לסביבה התואמת התאוששות בפעילות, אינפלציה בסביבת הגבול העליון של היעד וצורך להמשיך ולדאוג ליציבות הפיננסית.

החל מספטמבר הועלתה הריבית, בשונה מהמדיניות ברוב מדינות העולם - שם נשמרו הריביות הנמוכות, והוצהר שמצב זה ימשך עוד זמן מסוים. שוני זה נובע מהתנאים השונים השוררים במשק הישראלי, הדומים יותר לאלה המאפיינים את המשקים המתפתחים, ומהצורך להתאים את סביבת הריבית הריאלית להתאוששות הפעילות הריאלית ולקצב האינפלציה. אולם יחד עם זאת, בסביבה הגלובלית של תנועות הון חופשיות, אף כי תנאי המשק המקומיים שונים, סטייה גדולה של הריבית משיעוריה בארה"ב ובאירופה, שתיצור פערי ריבית גדולים, תתבטא ביבוא הון ובייסוף שער החליפין, אשר ישפיע גם על הפעילות הריאלית.

רכישות האג"ח הממשלתיות בשוק המשני בין פברואר לאוגוסט הסתכמו ב-18 מיליארדי ש"ח, בהתאם לתוכנית שהוצהרה מראש. מטרתה של ההתערבות בשוק האג"ח הייתה למתן את שיפועו של עקום התשואות, ובכך להזיז את עלות האשראי, המושפעת מהריביות לטווחים אלו. עליית מחיריהן של האג"ח הממשלתיות פועלת לעלייה של מחירי כל הנכסים הפיננסיים, וכך לירידת התשואה על אג"ח קונצרניות, התפתחות שסייעה לחידוש ההנפקות בשוק זה, אשר נעצרו לחלוטין בסוף 2008.

בניגוד לבנקים מרכזיים אחרים, בנק ישראל לא נקט פעולות באג"ח לא ממשלתיות או במכשירים פיננסיים אחרים שאינם ממשלתיים, וכן לא נדרש לסייע למוסדות פיננסיים ספציפיים ולתפקד כמלווה של מוצא אחרון, כפי שנעשה במדינות אחרות. (לדיון ביציבות המערכת הפיננסית ראו פרק ד').

ההתערבות בשוק מטבע החוץ, שהחלה במאוס 2008, על רקע ייסוף מהיר של שער החליפין באותה עת, ומתוך רצון להגדיל את יתרונות מטבע החוץ של בנק ישראל, נמשכה במתכונת של התערבות בסכומים קבועים עד ראשית אוגוסט 2009, ואז הוחלפה בהתערבות בסכומים משתנים על פי תנאי השוק. סך גידולן של היתרות כתוצאה מהתערבות זו היה כ-30 מיליארדי דולרים, ורמת היתרות הגיעה בסוף השנה ל-60.6 מיליארדי דולרים. נראה שההתערבות של בנק ישראל בשוק באמצעות קנייה של מטבע חוץ מנעה ייסוף חד יותר בשער השקל, שהיה מקשה על היצוא, ובייחוד מגביר את השחיקה של רווחיות היצוא, נוסף על הירידה המשמעותית של הביקושים העולמיים באותה העת. בנק ישראל הדגיש כי התערבותו בשוק היא לנוכח התנאים יוצאי הדופן ששררו בעקבות המשבר העולמי,

מספטמבר העלה בנק ישראל את הריבית, שלא כרוב הבנקים המרכזיים בעולם.

בין פברואר לאוגוסט רכש בנק ישראל אג"ח ממשלתיות בשוק המשני.

ההתערבות בשוק מטבע החוץ, שהחלה במאוס 2008, נמשכה גם במהלך 2009.

²³ שהושפע גם מצעדי מדיניות של הממשלה (העלאת שיעור המע"מ ומחירי המים).

²⁴ ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מ-10 באוגוסט 2009.

וכי בכוונתו לחזור למצב של אי התערבות בשווקים אלא בנסיבות חריגות במיוחד²⁵. עם זאת, התערבותו של בנק ישראל בשוק, לאחר כעשור של הימנעות מכך, משפיעה על הערכתו של הציבור את האפשרות שהתערבות כזאת תיתכן בעתיד, אם ייווצרו הנסיבות המתאימות.

הורדות הריבית והשימוש בכלים הנוספים התבטאו בגידול של בסיס הכסף וכמות הכסף ובהגדלת חלקם של הנכסים הנזילים בסך נכסיו של הציבור. כדי לשמור על הריבית ברמה שנקבעה ספג בנק ישראל את עודפי הנזילות, ופיקדונות הבנקים אצלו גדלו במהלך 2009 בכ- 60 מיליארדי ש"ח. צד ההתחייבויות במאזן בנק ישראל גדל יחד עם גידול הנכסים במטבע חוץ וניירות הערך (אג"ח ממשלתיות). רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל באו לידי ביטוי גם בהרכב הנכסים של ישראל מול חו"ל - גידול חלקם של הנכסים הסולידיים, הכוללים את יתרות מטבע החוץ. (ראו פרק ז').

בנק ישראל פעל לשמירה על יציבותה של המערכת הבנקאית.

בנק ישראל, במסגרת תפקידו כמפקח על הבנקים, פעל למזעור הסיכונים ליציבות המערכת הבנקאית. הפיקוח על הבנקים תרם ליציבותה של מערכת הבנקאות ולצמצום אי-הוודאות על ידי התחייבותו להשתמש בכל הכלים העומדים לרשותו כדי לשמור על יציבות הבנקים. כמו כן דרש מהבנקים להעלות את יחס ההון, ופעל לצמצום החשיפה שלהם לנכסים מסוכנים ולתיקון מאזניהם בגין החזקת הנכסים האלה.

בעקבות התגברות החששות ליציבות המערכת הבנקאית לקראת סוף 2008, הכריזו הממשלה ובנק ישראל על מחויבותם להגן על פיקדונות הציבור בבנקים²⁶. הצהרה זו סייעה להפגת החששות.

כבר בשנת 2008 פעל הפיקוח על הבנקים באמצעות הרחבת הדרישה מהבנקים לדיווחים על חשיפות מסוגים שונים ועל לקוחות גדולים, שעשויים להיות מסוכנים, כדי לסייע במעקב אחר מצבם של הבנקים²⁷. ב-2009 המשיך הפיקוח לשים דגש בניהול סיכונים אשראי, לנוכח המשבר הפיננסי והלקחים שנלמדו ממנו גם לגבי דיווח לציבור על חשיפה לסיכונים שונים של הבנקים.

ב. המדיניות הפיסקלית

המדיניות הפיסקלית הייתה ניטרלית למשבר. שיעור ההוצאה הציבורית בתוצר נותר קבוע, בניגוד להתפתחויות במדינות אחרות: במדינות OECD עלה משקל ההוצאה הציבורית בתוצר בין 2007 ל-2009, בממוצע, ב-5 אחוזים, ואילו בישראל נרשמה בתקופה זו ירידה של אחוז.

בפברואר 2009 נערכו בחירות, ובאפריל אושרה הממשלה החדשה. עד יולי, כאשר אושר התקציב החדש, הייתה הממשלה מוגבלת בהוצאותיה בכל חודש ל-1/12 מתקציב השנה הקודמת²⁸. בשלושת החודשים הראשונים של השנה אף נרשם תת-ביצוע ניכר בהוצאות השוטפות של הממשלה, כתוצאה מהוצאה גבוהה יחסית על מיחזור החוב. כשאושר התקציב, באמצע 2009, הוא אושר כתקציב דו-שנתי לשנים 2009-2010. יעדי הגירעון שנקבעו בתקציב הדו-שנתי - 6 ו-5.5 אחוזים ל-2009 ול-2010 - חורגים מהתוואי

²⁵ ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מ-19 באוקטובר 2009.

²⁶ ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מ-23 בדצמבר 2008.

²⁷ ראו פרק ד' בסקירה השנתית של המפקח על הבנקים ל-2008.

²⁸ במקרה ששנה מתחילה בעוד שהתקציב לאותה שנה טרם אושר, ההוצאות החודשיות באותה שנה, עד לאישור התקציב, מוגבלות ל- $\frac{1}{12}$ מתקציב השנה הקודמת.

שנקבע להפחתת הגירעון בעבר; הם נועדו להתאים את הגירעון, יחד עם עלייה זמנית בהוצאות ובשיעורי המס, לתנאים שנוצרו בגלל המשבר הכלכלי, ולאפשר את פעולתם של המייצבים האוטומטיים.

בתחילת 2009 הופחתו שיעורי המס הישיר, כחלק מהתוכנית הרב-שנתית להפחתת שיעורי המס, ולכך הייתה השפעה מרחיבה. אולם עם כינונה של הממשלה החדשה והעברת התקציב הועלו המסים העקיפים וגם הישירים לבעלי הכנסות גבוהות, כדי לממן גידול מסוים של ההוצאה בגלל המשבר. בסך הכול השינויים הסטטוטוריים לשני הכיוונים היו בסדרי גודל דומים, כך ששיעור המס הכולל לא ירד, אולם הרכב המסים השתנה.

הירידה החדה בגביית סך המסים ובנטל המס בפועל היא תוצאה של הירידה בפעילות הכלכלית - פעולתם של המייצבים האוטומטיים. לפיכך, גדל הגירעון הממשלתי לרמה של 5 אחוזים מהתוצר על פי ההגדרות המקובלות בישראל - 6.6 אחוזי תוצר על פי ההגדרות הבין-לאומיות²⁹, גבוהה אף מהממוצע במדינות OECD - וזאת למרות הקיפאון בהוצאה, כאמור. הגמישות של גביית המסים בארץ ביחס לירידה בתוצר הייתה גבוהה במיוחד³⁰, בשל הירידה החדה ביבוא, שהמיסוי עליו גבוה יחסית, ולכן הצורך בצעדים אקטיביים משמעותיים בזמן המשבר היה מצומצם יותר מאשר במדינות OECD.

הממשלה נקטה שורה של צעדי מדיניות פרטניים, שמילאו תפקיד חשוב בהרגעת השווקים ובחזיון אומון הציבור במערכת הפיננסית: התחייבות ל"רשת ביטחון" לחוסכים בבנקים ובגופים המוסדיים והקמה של קרנות מנוף למתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בסוף 2008. בהתחייבות זו היה פוטנציאל להגדלה של ההוצאה הציבורית והחוב, אך השימוש בקרנות אלה היה בסופו של דבר חלקי בלבד.

הממשלה נקטה גם צעדים שמטרתם להקל על מחפשי העבודה - הקלה זמנית מסוימת בתנאים לקבלת דמי אבטלה, הארכת התקופה המרבית לקבלת דמי אבטלה למובטלים עד גיל 35 ותוכניות שונות להכשרת עובדים, שניצולן בפועל היה נמוך מאוד. (ראו הרחבה בפרק ה').

בסוף 2008 הוחל ביישומם של מס הכנסה שלילי במספר קטן של אזורים, אולם הרחבת התוכנית לפרישה ארצית נדחתה.

הירידה החדה בגביית המסים היא תוצאה של הירידה בפעילות הכלכלית בלבד.

הממשלה נקטה שורה של צעדי מדיניות שמילאו תפקיד חשוב בתמיכה בשווקים.

5. מקורות החוסן של המשק הישראלי

התפתחות התוצר המקומי הגולמי ושיעור האבטלה מראה שפגיעתו של המשבר העולמי במשק הישראלי הייתה מתונה יותר מאשר במדינות המפותחות, ודומה יותר לפגיעה במדינות המתפתחות (איור א'-1). זאת אף על פי שהמאפיינים היסודיים של המשק הישראלי, ובייחוד ההרכב הענפי בו, הם של משק מפותח, ואף שהמדינות המפותחות הן שוק היעד העיקרי של היצוא הישראלי.

גם האינפלציה דמתה לזו של המשקים המתפתחים (איור א'-2); שיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן נותר חיובי במשך כל תקופת הירידה בפעילות הכלכלית, וזאת לעומת כוחות דפלציוניים משמעותיים במשקים המפותחים, בייחוד בתחילת השנה.

פגיעתו של המשבר העולמי במשק הייתה מתונה מאשר במדינות המפותחות ודומה לפגיעה במדינות המתפתחות.

²⁹ להסבר מפורט על ההגדרות השונות של הגירעון ראו פרק ו'.

³⁰ ראו תיבה ו'-2.

תוואי התפתחותם של מחירי המניות בישראל בשנות ה-2000 דומה מאוד לזה שנרשם במשקים המתפתחים, וכך גם בתקופת המשבר (איור א'-2). מראשית 2009 נרשמה במדד ת"א 100 עלייה חדה אף יותר משעלו מדדי המניות במשקים המתפתחים, בעוד שבמשקים המפותחים קצב ההתאוששות של מחירי הנכסים הפיננסיים מתון הרבה יותר. יציבותם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים בישראל נשמרה בזמן המשבר. המערכת הבנקאית צלחה את המשבר ללא פשיטות רגל של פירמות פיננסיות, ובניגוד למדינות אחרות לא נדרש מימון ישיר של המדינה לפירמות אלה.

למתינות היחסית של פגיעת המשבר במשק תרמו משכו הקצר-מהצפוי של המשבר ועיתויו. המשבר התרחש בנקודת פתיחה טובה למשק: בתום תקופה של חמש שנות צמיחה מתמשכת, שבסיומה ירד שיעור האבטלה ל-5.9 אחוזים - שפל של 20 שנה - והרווחים במגזר העסקי, בייחוד במערכת הבנקאית, הגיעו לשיא.

להתפתחויות אלו תרמו תנאי רקע טובים ומדיניות כלכלית מתאימה:

1. **מערכת פיננסית שמרנית:** המוסדות הפיננסיים, ובייחוד המערכת הבנקאית, התנהלו בשמרנות ערב המשבר. תיק האשראי של הבנקים היה מפורז היטב בין ענפי המשק השונים ובין המגזר הפרטי והעסקי, והחשיפה של המוסדות הפיננסיים לנכסים "רעילים" בחו"ל הייתה נמוכה. המערכת הבנקאית בישראל היא ריכוזית ומפוקחת באופן הדוק, והטיפול המהיר בנכסים ה"רעילים" שהוחזקו בידיה, וכן העלייה של יחס ההון בה, תרמו לאמינותה. מהשוואה של רמת ההתפתחות הפיננסית בין ישראל למדינות אחרות בעולם³¹ עולה כי השוק בישראל מפותח יותר מאשר ברוב המדינות המתפתחות, אך פחות מאשר ברוב המדינות המפותחות. עוד נמצא כי רמת הפיקוח על שוק ההון בישראל יחסית למדינות אחרות גבוהה מרמת הפיתוח שלו.

2. **שוק דיור מאוזן ושוק משכנתאות שמרני:** שוק הדיור התנהל במהלך השנתיים האחרונות ביציבות יחסית, אף שבשוק זה שיעור המינוף גבוה מאוד, הן מצד ההיצע והן מצד הביקוש. מחירי דירות המגורים בישראל נותרו יציבים בעשור האחרון, בניגוד לעליות חדות במדינות המפותחות (איור א'-4). גם מחיר הדירות ביחס למחיר השכירות ומחיר הדירות ביחס לשכר הממוצע - יחסים המשמשים אינדיקטורים לקיומה של "בועה" - נותרו יציבים בעשור האחרון, בעוד שבמדינות אחרות התנפחו גדלים אלו בשיעורים משמעותיים מעל ומעבר לשיעור שניתן להסביר באמצעות הגורמים הבסיסיים בשוק ההיצע והביקוש. בארה"ב עליות מחירים מופרזות שנרשמו בשנים האחרונות התפוגגו יחד עם התמוטטות שוק המשכנתאות ללווים בעלי כושר החזר נמוך (sub-prime), וירידות חדות נרשמו גם במשקים מפותחים אחרים. הירידה החדה של מחירי הדיור וההשקעה בדיור היו רכיב מרכזי של המשבר בארה"ב ובמדינות מפותחות אחרות כבריטניה וספרד.

להתנהגות השונה של שוק הדיור בישראל יש מספר סיבות מבניות ומוסדיות: שוק המשכנתאות בישראל מתנהל באופן שמרני יותר מאשר במדינות מפותחות אחרות, בייחוד יותר מאשר בארה"ב³², וסיכון האשראי בשוק זה אף נמוך משל האשראי למגזר

למתינות היחסית של הפגיעה במשק תרמו משכו הקצר מהצפוי של המשבר, עיתויו, תנאי רקע טובים ומדיניות כלכלית מתאימה.

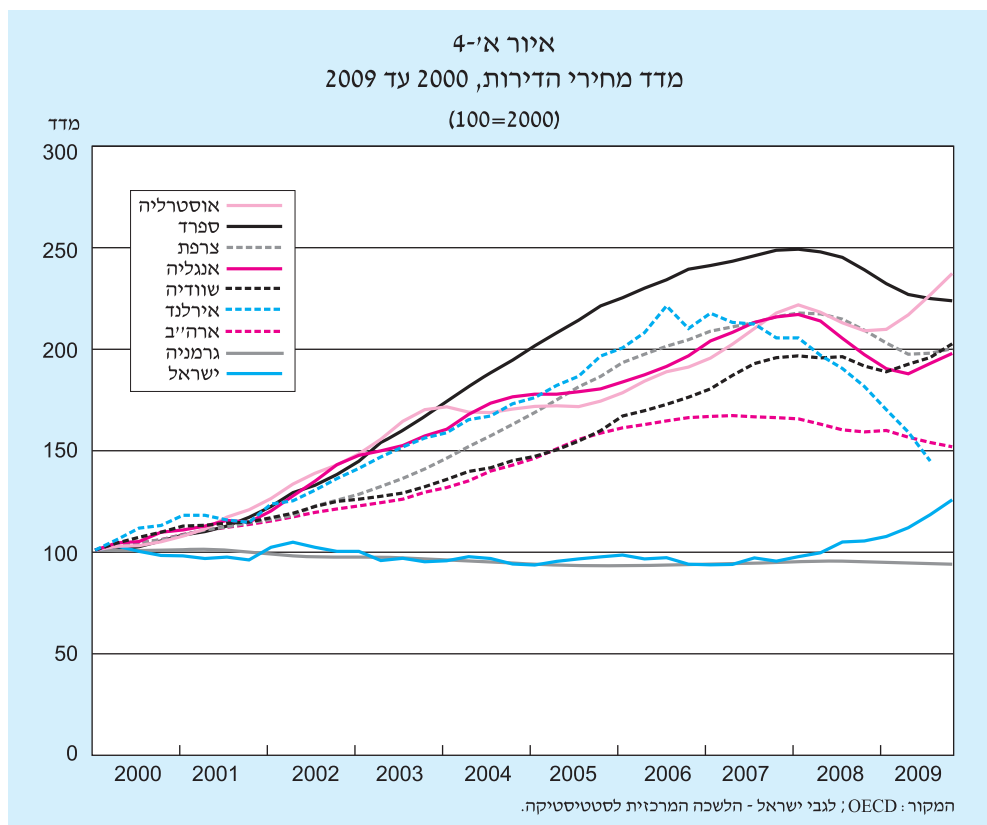
המוסדות הפיננסיים התנהלו בשמרנות; הפיקוח על הבנקים הדוק יחסית.

שוק הדיור היה יציב יחסית, שלא כמו במדינות אחרות.

שוק המשכנתאות בישראל שמרני יחסית לעולם.

³¹ ראו: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel and B. Santabarbara (2009). "Domestic Financial Development in Emerging Economies - Evidence and Implications", ECB Occasional paper 102 (April); N. Roubini and A. El Said (2009). "This time it's different: Transmission of the global financial crisis to emerging market economies and the domestic and international policy response", World Economic Forum.

³² נגיד הבנק הפדרלי, בן ברננקי, טוען בנאום מינואר 2010 כי הסיבה המרכזית להתפתחותה של בועה במחירי הדיור בארה"ב אינה המדיניות המוניטרית, אלא התפתחותם של סוגי משכנתאות חדשים ומורכבים, שתמרצו גידול של היקף מתן המשכנתאות ללא פיקוח מתאים.



העסקי. העדר שוק איגוח למשכנתאות משאיר את סיכון ההלוואה בבנקים, ולכן יש להם תמריץ לבחינה מדוקדקת של הלווים ולמימון חלקי בלבד (עד 70 אחוזים) של ערך הדירה באמצעות משכנתה³³. מצבם הטוב של הבנקים למשכנתאות ושל הלווים איפשר להם להיענות לעליית הביקוש; היקף המשכנתאות עלה מאוד, ואילו הריביות על משכנתאות ירדו לרמת שפל - עדות לתמסורת הגבוהה של המדיניות המוניטרית בענף.

3. חיסכון פרטי גבוה ומינוף נמוך של משקי הבית: רמת החיסכון הפרטי בישראל ערב המשבר הייתה גבוהה בהשוואה בין-לאומית. נראה שמשקי הבית הכינו את עצמם למשבר, שכן החיסכון עלה ב-2008. (ראו תיבה ב'-2). שיעור המינוף של משקי הבית בישראל נמוך יחסית לעולם, וסיכון האשראי במערכת הבנקאית (ללא דיוור) למשקי הבית נמוך בהרבה מאשר למגזר העסקי. מצב זה איפשר לבנקים להמשיך ולספק אשראי צרכני זול וללא קיצוב במהלך המשבר, כך שיחס האשראי לצריכה נותר קבוע. החיסכון הפרטי הגבוה ואספקה סדירה של אשראי למשקי הבית אפשרו להם להחליק צריכה, בעוד שבמשקים רבים ירדה הצריכה הפרטית בשיעורים חדים.

החיסכון הפרטי ערב המשבר היה גבוה בהשוואה בין-לאומית.

4. עודף בחשבון השוטף: במהלך שנות הצמיחה המהירה נצברו עודפים משמעותיים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, בעיקר כתוצאה מגידול החיסכון הלאומי, כך שעם פרוץ המשבר המשק לא היה תלוי במימון חיצוני. במדינות שסבלו מגירעון משמעותי

למשק היו עודפים משמעותיים בחשבון השוטף.

³³ אין מגבלה פיקוחית על שיעור המשכנתה מערך הדירה, אולם שיעור מימון גבוה מ-70 אחוזים כרוך בדרישת הון גבוהה יותר.

בחשבון השוטף צפויים שיעורי הצמיחה בשנים הקרובות להיות נמוכים מאלו שהיו צפויים לפני המשבר - בגלל ירידה חדה בהשקעה, שתפגע בהצבר מלאי ההון³⁴. העודף בחשבון השוטף בישראל מלמד שחלק מהחיסכון של המשק נותב לרכישת נכסים בחו"ל. ייתכן שתופעה זו תרמה גם לאיזון בשוק הדיור.

תיק הנכסים של המשק שמרני ביחס להתחייבויותיו.

5. מבנה מאוזן של הנכסים וההתחייבויות של המשק הישראלי: המשבר החל כאשר הפער בין סך הנכסים של המשק בחו"ל לסך ההתחייבויות שלו היה קטן יחסית. ההתחייבויות נטו של המשק ברביע השלישי של 2008 היו בסך של כ-4 אחוזי תוצר בלבד, ונוסף על כך, תיק הנכסים של המשק הישראלי בחו"ל שמרני יחסית להרכב ההתחייבויות שלו. תיק הנכסים עתיר באג"ח ממשלתיות, ותיק ההתחייבויות עתיר בנכסים מסוכנים יותר כמניות והשקעות ישירות, ולכן בתיק הנכסים יש רכיב של ביטוח. חלק מהפער מוסבר ברמה הגבוהה של יתרות מטבע החוץ המוחזקות על ידי בנק ישראל, שמושקעות באפיקים נזילים ושמרניים. הפער במבנה בין הנכסים להתחייבויות היה משמעותי, וערב המשבר, נכסי החוב של המשק במכשירי חוב היו גבוהים מהחוב החיצוני (ברוטו) ב-47 מיליארדי דולרים. ואכן, ירידת הערך של ההתחייבויות בגלל המשבר הייתה חריפה מזו של הנכסים, ובזמן המשבר עלה ערכם של הנכסים על זה של ההתחייבויות - התפתחות שפעלה לייצוב ההכנסה הלאומית.

הירידה בגירעון ובחוב הציבורי עד המשבר הגבירה את אמינות המערכת הפיסקלית.

6. אמינות המערכת הפיסקלית: במהלך שנות הצמיחה המהירה גדלה ההוצאה הציבורית בקצב מתון. כך הצטמצמו הגירעונות, ויחס החוב לתוצר ירד בהתמדה משיעור של כמעט 100 אחוזים ב-2003 לכ-77 אחוזים ב-2008 - לא גבוה בהרבה מאשר במדינות מפותחות אחרות. בשנים אלו נצברה אמינות רבה, משום שהמדינות פעלה בהתאם ליעדי ההוצאה והגירעון, מה שתרם להפחתת פרמיית הסיכון ולשיפור בדירוג האשראי של ישראל. צבירת האמינות איפשרה למייצבים האוטומטיים לפעול בזמן המשבר, ולא נדרשו צעדים יזומים לצמצום גידולו של הגירעון כדי למנוע התפתחות של ציפיות פיסקליות שליליות. אמינות זו אפשרה מדיניות שבה המייצבים האוטומטיים פועלים להגדלת הגירעון והחוב, בניגוד למצב במיתון ב-2001, אז רמות גבוהות יותר של גירעון וחוב ערב המשבר הביאו לעלייה של פרמיית הסיכון במהלכו. אמינות גבוהה של המערכת הפיסקלית משותפת למדינות מפותחות רבות, אך במספר מדינות באירופה ירדה האמינות בזמן המשבר. מגמת הקונסולידציה של השנים האחרונות תרמה גם להיווצרות העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. (ראו תיבה ז'1).

שיעור אינפלציה נמוך יצר סביבה אמינה של יציבות מחירים.

7. סביבה אמינה של יציבות מחירים: בעשור האחרון שיעור האינפלציה בישראל נמוך מזה של המדינות המפותחות. התבססות האמינות של המדיניות המוניטרית והסביבה של יציבות באינפלציה בשנים האחרונות אפשרו ניהול מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד בלי להסתכן באיבוד אמינותה של המדיניות. אמינות זו אפשרה לשים דגש במניעת פגיעה בפעילות הריאלית ולשמור על היציבות הפיננסית באמצעות הורדה חדה של הריבית והרחבה כמותית באמצעות רכישות של אג"ח ומטבע חוץ. עדות לאמינותה של המדיניות היא התחום הצר יחסית שבו משתנות הציפיות לאינפלציה: התנודות בציפיות לשנה קטנות הרבה יותר מהתנודות באינפלציה בפועל, והציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו בתוך תחום היעד לאורך כל השנה. האמינות הרבה של בנק ישראל איפשרה לו

³⁴ World Economic Outlook (2009). International Monetary fund, October

לנהל מדיניות מרחיבה, שלא כמו במיתון של תחילת העשור אז נדרשה מדיניות מצמצמת בגלל אמינות נמוכה של הבנק והממשלה.

6. השלכות המשבר בשנים הקרובות

שנת 2009 סימנה את תחילת היציאה מהמשבר העולמי, שהחל בסוף 2007 והוערך כמשבר הקשה ביותר מאז השפל הגדול של שנות השלושים. אם לא יהיה זעזוע נוסף בכלכלה העולמית, היא צפויה להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות. תוואי הצמיחה והסיכונים הכרוכים בו תלויים במידה ניכרת בהשפעות ארוכות הטווח של המדיניות האגרסיבית שננקטה בתקופת המשבר, אשר השלכותיה עדיין לא ידועות במלואן, ובמדיניות שתינקט בשנים הבאות. בפרט - ההתפתחויות בעתיד תלויות בתוואי החזרה למדיניות התואמת סביבה שכבר אינה משברית וכלימוד ויישום של הלקחים מהמשבר.

השלכותיה של המדיניות הכלכלית האגרסיבית בעולם עדיין לא ידועות במלואן.

א. הפעילות הריאלית

תהליך ההתאוששות מהמשבר בעולם בשנים הקרובות יהיה, לפי רוב התחזיות, איטי יחסית. לכך מספר סיבות: המערכות הפיננסיות עדיין לא השלימו את תהליך הבראתן, ולכן עדיין קיימות מגבלות על היצע האשראי; משקי הבית ממונפים, ונוצר צורך בהתאמה של שיעור החיסכון הפרטי; ההתאוששות נתמכה על ידי מדיניות כלכלית אגרסיבית שלא ניתן להתמיד בה, והחזרה למדיניות כלכלית נורמלית גם היא יוצרת סיכונים. נוסף על כך מעריכים הגופים הבין-לאומיים המרכזיים כי קצב הצמיחה הפוטנציאלי בשנים הקרובות יהיה נמוך יחסית במדינות רבות³⁵, ולכן יגביל את מהירות ההתאוששות של הפעילות במשקים אלה.

לפי רוב התחזיות, תהליך ההתאוששות מהמשבר בעולם יהיה איטי.

בישראל נראה שהמשבר לא פגע עד כה בקצב הצמיחה הפוטנציאלי. קצב הגידול של מלאי ההון נותר גבוה, ובתעסוקה לא הייתה ירידה חדה, השוחקת את ההון האנושי. יחד עם זאת, אם ההתאוששות של המדינות המפותחות תהיה איטית, ייפגע קצב הצמיחה של המשק בשנים הקרובות, בשל פגיעה ביצוא.

המשבר העולמי האיצ את תהליך גידול משקלם של המשקים המתפתחים בסך הפעילות העולמית, שכן הפגיעה בשווקים המתעוררים נמוכה יחסית, ואילו הפגיעה במדינות המפותחות קשה. סין הפכה ליצואנית הגדולה בעולם, ובתוך כעשור צפוי המשק הסיני להיות דומה בגודלו (מבחינת כוח הקנייה שלו) למשקים האמריקאי והאירופי. עם זאת, גידול החוב הציבורי במדינות המפותחות צפוי להמריץ אותן להגדיל את החיסכון גם באמצעות הקטנת הגירעונות בחשבון השוטף שלהן על ידי הגדלת היצוא. יכולת הצמיחה ארוכת הטווח של המשק הישראלי נסמכת על התרחבות היצוא. למרות התפתחותם המהירה של המשקים המתעוררים, היצוא הישראלי עדיין תלוי מאוד בביקושים של המדינות המפותחות. כ-60 אחוזים מסך היצוא הישראלי ב-2008 נמכר למדינות אלו. בשנות האלפיים היבוא של השווקים המתעוררים צמח בשיעור גבוה, אך היצואנים הישראליים לא הצליחו לנצל זאת היטב, ונתח השוק שלהם במדינות אלו ירד בהדרגה, למרות פחות

המשבר העלה את חשיבותם היחסית של המשקים המתפתחים, ותידרש התאמה של היצוא הישראלי לכך.

³⁵ World Economic Outlook (2009). International Monetary fund, October; Economic Outlook (2009). OECD, No 86.

ריאלי מולם³⁶. כך גם לא נוצרה במשבר הסטת סחר. (ראו פרק ז'). כדי לשמור על קצבי גידול גבוהים בשנים הקרובות, יהיה על היצוא הישראלי לפתח מוצרים המתאימים לביקושים של המשקיים המתפתחים, ולחזק את מערך השיווק שלו שם.

ב. המדיניות הפיסקלית

המדיניות הפיסקלית
המרחיבה שנקטה
בעולם תחייב הפעלה של
תוכניות קונסולידציה.

המדיניות הפיסקלית המרחיבה שנקטה בעולם באה לידי ביטוי בגידול של הגירעונות הציבוריים ושל יחס החוב הציבורי לתוצר. בעוד שב ישראל עלה יחס החוב לתוצר בשיעור מתון, הביא המשבר לעלייה חדה של החוב הציבורי ברוב המדינות המפותחות, וזו תחייב הפעלה של תוכניות קונסולידציה שייצבו את החוב לרמות בנות-התמדה בשנים הקרובות. תוכניות אלו יביאו לצמצום הביקוש המצרפי בכל מדינה. האפקט של קונסולידציה מתואמת יכול להיות גבוה בהרבה מסך ההשפעות של כל מדינה לחוד, משום שבמקרה כזה מנגנונים מייצבים כגון ההשפעה החיובית של ירידת הצריכה הציבורית על היצוא דרך יצירת פיחות ריאלי יפעלו רק חלקית. צמצום הביקושים בכל העולם לא יאפשר הפניית תוצר משימושים מקומיים, שיצטמצמו עם הריסון הפיסקלי, ליצוא, מפני שגם במדינות אחרות ייפגעו הביקושים מאותה סיבה. כן יפעלו תוכניות הקונסולידציה לעלייה של שיעורי המס. ככל שהעלאות המסים יבוצעו בצורה פחות אופטימלית, הן יגבירו את עיוותי המס והנטל העודף, דבר שיחמיר את הפגיעה בפעילות.

המשבר לא יצר בעיה
פיסקלית לטווח הארוך
בישראל.

בניגוד למדינות אחרות, גידול הגירעון הציבורי בישראל נבע מירידה במסים, תוצאת המיתון בפעילות - ולא מגידול ההוצאה הציבורית. לכן, עם היציאה מהמיתון יפעלו המייצבים האוטומטיים לצמצום הגירעון באמצעות העלייה בגביית המסים. יחד עם זאת, חלק מהירידה בגביית המסים נובע מהפחתת שיעורי המס הסטטוטוריים, ולכן הוא פרמננטי. לעומת זאת במדינות אחרות יש צורך בצמצום של ההוצאה הציבורית, ובפרט של התמיכה בפעילות הריאלית (למשל באמצעות צמצום הסובסידיות לצרכנים), תמיכה אשר הוגדלה מאוד בעת המשבר - דבר שעלול לפגוע ביכולת ההתאוששות של המשקיים. בישראל ההתאוששות אינה נובעת בעיקרה מתמיכה ממשלתית, ולכן גם החשש מפגיעה בה עם צמצום הגירעון הציבורי קטן הרבה יותר.

יחס החוב לתוצר בישראל עלה, כאמור, במידה מתונה, לרמה של כ-80 אחוזים (איור א'-1), ורמתו כבר אינה כה חריגה יחסית למדינות אחרות, כפי שהייתה בעבר. ואולם, היחס הגבוה, לא יאפשר ירידה של נטל תשלומי הריבית על החוב³⁷.

נטל המס בישראל נמוך במקצת מהממוצע במדינות OECD (איור ו'-3), וכיוון שחלק ממדינות אלו צפויות להעלות מסים בשנים הקרובות, כושר התחרות היחסי של ישראל ישתפר גם ללא הפחתות מס נוספות. תוכנית הפחתת המס בישראל, שעליה הוחלט במסגרת תקציב 2009-2010, מפחיתה עוד את שיעורי המס הישיר ברציפות עד 2016. מס החברות צפוי לרדת לשיעור של 18 אחוזים בלבד, נמוך יחסית למדינות אחרות, וגם שיעור המס על עבודה צפוי לרדת בהתאם לכך.

הפחתת יחס החוב
לתוצר אינה מתיישבת
עם תוכנית הפחתת המס
ועם הספקה נאותה של
שירותים ציבוריים.

כדי להפחית את יחס החוב לתוצר, בהינתן תוכנית הפחתת המסים, יש צורך בצמצום מתמיד של משקל הוצאות הממשלה בתוצר, אולם צמצום נוסף של משקלן מעלה שאלות כבדות משקל. כיום משקל הוצאות הממשלה בתוצר בישראל נמוך מהממוצע במדינות

³⁶ ראו סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 126.

³⁷ בטווח הקצר יירד נטל הריבית הודות למיחזור גבוה של חוב בריביות נמוכות בשנת 2009.

OECD, למרות נטל הביטחון הגבוה והשיעור הגבוה יחסית של תשלומי הריבית. המשמעות היא שההוצאה על הסעיפים האזרחיים - חינוך, בריאות ותשתיות - נמוכה יחסית לזו של המדינות המפותחות³⁸. מדאיגות במיוחד ההתפתחויות בתחום החינוך. ההוצאה הציבורית לתלמיד בישראל נמוכה בהשוואה בין-לאומית, ובהתאם לכך גם ההישגים. גם מערכת ההשכלה הגבוהה, לפי הדירוגים הבין-לאומיים, מתדרדרת. הכלכלה הישראלית מבוססת על הון אנושי, אך המגמות השוררות כיום במערכת החינוך לא יאפשרו למשק הישראלי לשמור על יתרונו היחסי³⁹.

בתחילת 2010 התקבל בממשלה כלל פסקלי חדש, הקובע תקרת הוצאות הנגזרת משיעור הצמיחה ארוך הטווח ומההתקדמות בהפחתת משקל החוב בתוצר, תוך שמירה על יעדי הגירעון. ואולם, ללא צמיחה מהירה מזו שאפיינה את העשורים האחרונים, ניתן יהיה לעמוד ביעדי הגירעון רק על ידי צמצום הגדלתן של ההוצאות ביחס לכלל שנקבע, או על ידי הפחתה מתונה יותר של המסים ביחס לתוואי ההפחתה שהוחלט עליה⁴⁰. הפחתה של יחס החוב לתוצר לרמה נמוכה יותר תשפר את החוסן של המשק הישראלי, ותגביר את יכולתו לעמוד במשברים עתידיים תוך שמירה על יציבותו.

ג. המדיניות המוניטרית

המדיניות המרחיבה מאוד בעת המשבר, בדומה לזו שננקטה בעולם, הייתה דרושה כדי למזער את הסיכון להתדרדרות המשק למיתון עמוק ולפגיעה ביציבות הפיננסית. אולם למדיניות זו, ובפרט לתוואי היציאה ממנה, יש השלכות על ההתפתחויות הנומינליות והריאליות בעתיד הקרוב.

לריבית אפסית, שהתבטאה במשך רוב התקופה ריבית ריאלית שלילית, יש השלכות על התנהגות הפרטים ועל מבנה תיק הנכסים שלהם. ריבית נמוכה, שהייתה דרושה במשך המשבר, פועלת להסטת הביקוש של הציבור לנכסים שמצפים כי יישאו תשואה גבוהה יותר - הן נכסים פיננסיים והן נכסים ריאליים כנדל"ן - אולם אלה מסוכנים יותר. הסטת הביקושים לנכסים פיננסיים מסוכנים יותר עלולה להביא לעליית מחיריהם מעבר לשיעור המשקף את התנאים הריאליים במשק, ולהגדיל את הסיכון של אי יציבות בשווקים הפיננסיים. מלבד זאת, ריבית נמוכה מדי לאורך זמן תייצר תמריץ גם להשקעות ריאליות שהתשואה עליהן נמוכה, ולכן מעוותות את ההקצאה של הון ועבודה במשק.

הריבית נקבעת במסגרת מדיניות גמישה של יעד אינפלציה, הרואה ביציבות המחירים יעד מרכזי, אולם מתחשבת גם בהשפעתה של הריבית על הפעילות ועל היציבות הפיננסית. משמע, שהמדיניות מאפשרת סטיות זמניות של האינפלציה מהיעד כדי להימנע מפגיעה חריגה בפעילות וביציבות.

בעת המשבר היה חשוב לפעול באמצעות כל הכלים כדי לתמוך בציפיות להמשך הפעלתה של מדיניות מרחיבה לאורך זמן גם בעתיד, כל עוד היא תידרש. בעת היציאה מהמשבר חשוב לנקוט מדיניות מוניטרית התומכת בציפיות הציבור כי תוואי הריבית יותאם להתאוששות בפעילות ובשווקים הפיננסיים ולסביבת האינפלציה. בסוף 2009 נמצא המשק רק בתחילת תהליך ההתאוששות, והתמדת התהליך תלויה במידה רבה בהתמדת

רמתה הנמוכה של הריבית התאימה לתנאי המשבר, אך אינה מתאימה לתנאים רגילים.

האתגר הניצב בפני בנק ישראל הוא להתאים את הריבית בעיתוי הנכון.

³⁸ שיעורן של הוצאות מדינת הרווחה (בעיקר ההוצאות על חינוך, בריאות ותמיכות) בתוצר ירד מכ-29 אחוזים ב-2002 ל-25 אחוזים ב-2009.

³⁹ OECD Reviews of Labour Market and Social Policies: Israel (January, 2010).

⁴⁰ ראו סעיף 7 בפרק ו'.

ההתאוששות הכלכלית בעולם. לכן תהליך ההתאמה של הריבית צריך להיות מתון וזהיר, כדי למזער ככל שניתן את הסיכון לפגיעה בהתאוששות; כנגד זאת, התאמה מאוחרת מדי של הריבית עלולה להביא לעלויות מחירים החורגות מיעד האינפלציה. האתגר הניצב בפני בנק ישראל הוא לאזן בין שיקולים אלו.

לאחר שבתחילת התערבותו בשוק מטבע החוץ התערב בנק ישראל בסכום קבוע וידוע מראש, הרי במשטר הנוכחי היקף ההתערבות אינו ידוע מראש, וכן לא הוצהר היעד שלה - הכמות או המחיר. התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לאחר יותר מעשור של הימנעות מכך, הייתה דרושה בעת המשבר, כדי למתן את הייסוף החד שהיה אז ואת הפגיעה במגזר המייצא. בנק ישראל הצהיר שבכוונתו להתערב בעתיד רק בנסיבות חריגות במיוחד⁴¹; עם זאת, התנהגותו של הבנק בעת המשבר השפיעה על ציפיותיו של הציבור. ניתן אפוא להניח כי בניגוד להערכה אשר שררה עד למשבר, שהבנק המרכזי לא יתערב כלל בשוק מטבע החוץ, כעת הציבור, ובכלל זה המגזר העסקי, מעריך כי הבנק יהיה מוכן להתערב בנסיבות חריגות.

בעת המשבר התערב בנק ישראל במשך תקופה מסוימת בשוק המשני של האג"ח הממשלתיים, וסיים את התערבותו בקיץ 2009, בהתאם לתוכנית שנקבעה מראש. ההתערבות בשוק האג"ח תאמה את התנאים המיוחדים ששררו באותה עת, והופסקה כאשר לא הייתה דרושה עוד. ההתערבות בשוק המשני פועלת על התשואות לטווחים הבינוניים והארוכים, ובניגוד לקביעת הריבית על פיקדונות הבנקים (או ההלוואות לבנקים) אין לבנק המרכזי שליטה מלאה על תשואות אלה. לפעולה כזאת יש חשיבות במיוחד כאשר לא ניתן עוד לפעול בריבית הבנק, משהגיעה לגבול האפס, כפי שהיה ב-2009; כשהריבית גבוהה יותר, חשיבותה של פעילות זו קטנה יותר.

זאת ועוד, אמנם בנק ישראל התערב רק בשוק המשני ולא רכש ישירות אג"ח מהממשלה, בהתאם לאיסור על כך ב"חוק אי-ההדפסה", אך גם התערבות כזאת לאורך זמן בשוק האג"ח הייתה עשויה להשפיע על התנהגות הממשלה בבחירת היקף הגיוס והרכבו.

מדיניות בנק ישראל צריכה להתייחס למערכת הפיננסית כולה. תפיסה זו של תפקיד הבנק מתיישבת עם ההכרה בחיוניותה של יציבות פיננסית לפעולתו הסדירה של המשק, ובאה לידי ביטוי בחוק החדש של בנק ישראל, הכולל בין מטרותיו של הבנק תמיכה ביציבות המערכת הפיננסית ובפעולתה הסדירה. על פי החוק, יוכל הבנק לבצע פעולות ועסקאות בשוקי ההון, הכספים ומטבע החוץ במסגרת פעולותיו השגרתיות. בנסיבות מיוחדות, כשיש חשש ממשי ליציבותה של המערכת הפיננסית או לפעולתה הסדירה, רשאי הבנק לפעול כמלווה של מוצא אחרון לגופים פיננסיים שאינם תאגידים בנקאיים.

ד. השווקים הפיננסיים

המשבר הפיננסי, שהחל במגזר הפיננסי בארה"ב, גלש משם למשקים רבים נוספים, השפיע על הפעילות הריאלית בעולם כולו, וחשף בעיות מרכזיות במבנה המגזר הפיננסי בארה"ב ובמדינות אחרות. בעיות אלו משקפות בעיקרן התפתחות של נכסים פיננסיים מורכבים מאוד, שאינם מובנים לכלל הציבור, ואולי אף לאנשי המקצוע, יחד עם מבנה תמריצים מעוות והעדר פיקוח, שאפשרו התפתחות לא מבוקרת של נכסים אלו ושל השווקים שלהם.

⁴¹ ראו הערה 25.

התערבותו של בנק
ישראל בשוק מטבע
החוץ הייתה דרושה
בעת המשבר. הוחלט כי
בעתיד יתערב הבנק רק
בנסיבות חריגות.

החוק החדש של בנק
ישראל מגדיר את מטרות
המדיניות המוניטרית.

לכן, אחד מהלקחים החשובים של המשבר הוא שינוי ושיפור של ההסדרה והפיקוח, ובכלל זה התערבות במבנה התמריצים בשוק והתייחסות לא רק לסיכון הספציפי של כל אחד מהנכסים או המוסדות, אלא גם לסיכון המערכתי שיכול לנבוע מכשל באחד מהם, כלומר ניהול מדיניות המוגדרת כמקרו-יציבותית (macro-prudential).

בעולם מתקיימים דיונים, הנמצאים בשלבים שונים, במיגון רחב של נושאים: ביניהם דרישות הון, נזילות, איגוח, סוכנויות דירוג, התייחסות למוסדות פיננסיים גדולים, פיקוח על בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים ושיתוף פעולה בין-לאומי בתחום. ברוב התחומים דיונים אלה טרם הבשילו לכלל שינוי מעשי, אך תהליכי החשיבה והבדיקה בעיצומם. המשק הישראלי, כאמור, לא לקה במרבית הפגמים שאפיינו את השווקים הפיננסיים המפותחים, גם בגלל רמת פיתוח נמוכה יותר של המגזר הפיננסי המקומי והיעדרם של נכסים מורכבים בישראל. מוקד המשבר בישראל היה בשוק האשראי החוץ-בנקאי, שהתפתח בשנים האחרונות בקצב מואץ - בעקבות יישום המלצותיה של ועדת בכר. ואולם, התפתחות השוק לא לוותה בהתאמה מלאה של מערכות הפיקוח לשינויים הגדולים שחלו בו.

כדי להקטין את הסיכון למשברים עתידיים בשוק האג"ח הקונצרניות יש לכוון מנגנונים שיתנו לחברות תמריצים נכונים להקטין את הסיכון של אי-עמידה בהתחייבויותיהן, ויגדילו את השקיפות מול המלווים. זאת כדי שאלה יוכלו לתמחר נכונה את ההלוואות שהם נותנים ולהבטיח הסדר נאות במקרה שהמנפיק לא יוכל לעמוד בהחזר החוב כפי שנקבע. כמו כן יש חשיבות להטלת מגבלות על המשקיעים המוסדיים, המנהלים את כספיהם של אחרים ואינם נושאים בסיכון האשראי הכרוך בהחזקת אג"ח קונצרניות, כך שהם יפנימו סיכון זה, ובזאת יתרמו לשיפור הרכב החוב המונפק. (להרחבה ראו פרק ד').

אף שהעדר נכסים מורכבים, כאג"ח מגובות במשכנתאות, בשוק ההון הישראלי, תרם למיתון פגיעתו של המשבר הפיננסי בישראל, הרי לאורך זמן, פיגור אחר המדינות המפותחות ברמת הפיתוח של השווקים הפיננסיים פוגע ביעילותו של שוק זה וביכולתו לתמוך בצמיחה של המשק. המשבר אינו צריך להוות עילה לעצירת הפיתוח של השווקים הפיננסיים בישראל, אולם הלקחים שנלמדו ממנו יכולים לסייע בפיתוח כלים חדשים ומתוחכמים בשוק ההון הישראלי, תוך התאמת המערכת הפיקוחית ומבנה התמריצים, כדי למזער את הסיכון למשבר עתידי. יש לנצל אפוא את ההזדמנות ללמוד מטעויות שכבר נעשו בעולם, ולפעול לשיפור השווקים האלה וליעולם.

אחד הלקחים החשובים של המשבר הוא שיש לבחון את הסיכון המערכתי בשווקים ולשפר את הסדרתם ואת הפיקוח עליהם.

כדי להקטין את הסיכון למשברים עתידיים בשוק האג"ח הקונצרניות יש להגביר את השקיפות ולהטיל מגבלות על המשקיעים המוסדיים.

המשך הפיתוח של השווקים הפיננסיים חשוב, והמשבר אינו עילה לעצירת פיתוחם.

לוח א'-נ'-1

המשק הישראלי - עובדות בסיסיות¹, 2001 עד 2009

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
7,438	7,309	7,180	7,054	6,930	6,809	6,690	6,570	6,439	האוכלוסייה הממוצעת (אלפים)
1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.4	שיעור הגידול של האוכלוסייה (אחוזים)
2,782	2,777	2,682	2,574	2,494	2,401	2,330	2,284	2,265	המועסקים הישראליים (אלפים)
730	725	697	663	630	599	570	562	566	התוצר (מיליארדי ש"ח, במחירי 2008)
0.7	4.0	5.2	5.3	5.1	5.0	1.5	-0.7	0.0	שיעור הגידול של התוצר (אחוזים)
26.2	27.7	23.3	20.7	19.4	18.6	17.8	17.2	19.1	התוצר לנפש (אלפי דולרים, במחירים שוטפים)
7.6	6.1	7.3	8.4	9.0	10.4	10.7	10.3	9.3	שיעור האבטלה (אחוזים)
-2.8	-0.7	1.6	1.3	1.0	2.5	-3.0	-6.2	3.0	השכר הריאלי למשרת שכיר (שיעור השינוי, אחוזים)
7,952	7,922	7,630	7,468	7,220	7,051	6,909	7,074	7,133	השכר הנומינלי למשרת שכיר (ש"ח לחודש, במחירים שוטפים)
..	-0.1	4.1	7.6	2.4	-1.7	-2.4	-7.6	1.7	השינוי בהכנסה הריאלית של משפחה בחמישון התחתון (אחוזים)
69.9	70.9	70.1	68.6	67.5	66.7	66.2	66.0	66.4	שיעור התעסוקה של גילאי 25 עד 64 (אחוזים)
3.9	3.8	3.4	-0.1	2.4	1.2	-1.9	6.5	1.4	שיעור האינפלציה (במשך השנה, אחוזים)
-2.1	-0.9	-7.1	-8.9	6.2	-1.2	-6.4	9.8	4.8	שער החליפין של השקל מול הדולר (שיעור השינוי במשך השנה, אחוזים)
3.5	-8.3	-1.4	-3.4	0.0	4.4	3.5	16.6	1.0	שער חליפין נומינלי אפקטיבי (שיעור השינוי במשך השנה, אחוזים) ²
0.8	3.7	3.9	5.1	3.7	4.2	7.5	6.8	6.8	ריבית בנק ישראל (ממוצע שנתי, אחוזים)
6.9	7.2	6.2	6.5	7.5	8.7	9.8	9.8	7.0	התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (אחוזים)
4.5	4.0	3.6	3.9	4.8	5.0	4.9	5.6	4.9	התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (אחוזים)
42.7	42.7	43.7	44.5	45.1	47.1	49.9	50.5	49.3	ההוצאה הציבורית (כאחוז מהתוצר)
31.3	33.3	36.0	36.4	35.4	35.5	35.7	35.9	36.5	המסים (כאחוז מהתוצר)
5.1	2.1	0.0	0.9	1.8	3.5	5.2	3.5	4.1	הגירעון הכולל (בפועל) של הממשלה ללא מתן אשראי (כאחוז מהתוצר)
79.4	76.8	78.2	84.5	93.5	97.4	99.1	96.6	88.8	החוב הציבורי ברוטו (כאחוז מהתוצר, סוף שנה)
61.6	71.6	60.9	53.2	47.1	43.1	35.7	32.5	34.9	יצוא הסחורות והשירותים (מיליארדי דולרים, במחירים שוטפים) ³
58.2	75.5	63.9	53.2	48.4	43.6	37.2	36.1	38.4	יבוא הסחורות והשירותים (מיליארדי דולרים, במחירים שוטפים) ³
3.7	0.7	2.9	5.1	3.1	1.4	1.0	-0.6	-1.2	החשבון השוטף (כאחוז מהתוצר)
-27.6	-23.4	-24.8	-21.2	-15.9	-8.4	-7.6	-3.7	0.9	החוב החיצוני נטו (כאחוז מהתוצר)

(1) ממוצעים שנתיים.

(2) שער החליפין של השקל מול סל מטבעות עפ"י משקליותיהם בסחר של ישראל.

(3) ללא יהלומים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח א'-נ'-2
אנידוקטורים כלכליים - השוואה בין-לאומית¹, 1999 עד 2009

[illegible]

(1) נתוני גרש האירד ומדינות OECD
(2) בישראל - היצוא ללא יהלומים.

המקור: OECD Revenue Statistics 2009, OECD Economic Outlook 2009, 'OECD World Economic Outlook 2009' IMF ובנק ישראל.