

תרגום לא רשמי לעברית. המסמך המקורי באנגלית הוא המסמך המחייב.

התרגום לעברית הינו כטייטה לסיוע בלבד

קרן המטבע הבינלאומית

התייעצות על פי סעיף IV – הודעת סיכום המשלחת

29 בנובמבר, 2010

תקציר

ישראל צלחה את המיתון העולמי במהירות, פרי מדיניותה ההחלטית והשמירה על מסגרות המדיניות המאקרו-פיננסיות. האתגר כעת הוא לשמר את הצמיחה ואת האינפלציה הנמוכה תוך חיזוק סיכויי ההצלחה לטווח הבינוני – זאת על רקע חוסר ודאות גלובלית מתמשכת, תנועות הון מהמדינות המפותחות, התחזקות השקל והתחממות יתר של שוק הדיור.

אנו סבורים כי הרמה הגבוהה של הפעילות והתעסוקה לצד לחצי האינפלציה המצויים בשלב התחלתי, מחייבים ריסון מהיר יותר של המדיניות מאשר זה שתוכנן. אולם, על נטל זה ליפול בעיקר על המדיניות הפיסקלית ולא על המדיניות המוניטרית. שינוי כזה של מרכז הכובד של המדיניות יסייע בריסון האינפלציה, יפחית את הלחצים להתחזקות השקל ויתמוך בכלל הפיסקלי החדש. לצד זאת, המדיניות המוניטרית צריכה להתמקד באינפלציה ולהמשיך להתקדם למצב של מדיניות ניטרלית. בתוך כך עליה להמשיך להגיב לזעזועים בביקוש הגלובלי, וההתערבות בשוקי המט"ח צריכה להיות סימטרית יותר. צעדים להשבת האיזון בין ההיצע לביקוש בתחום הדיור יוכלו לסייע במאמצים אלה.

כדי להבטיח את סיכויי ההצלחה של ישראל בטווח הזמן הבינוני, הכרחי לשפר את התיאום בין הרשויות האחראיות על יציבות המערכת הפיננסית, דרושים תהליכים משופרים לניהול ההוצאה הציבורית בטווח הבינוני, ויש להאיץ משמעותית את המאמצים לשילוב מיעוטים בכוח העבודה.

1. **קצב צמיחת התוצר איתן בהשוואה לסטנדרטים של המדינות המתועשות.** התוצר צמח ב-0.8 אחוז בשנת 2009, וצפוי לצמוח בסביבות 4 אחוזים ב-2010. האבטלה כבר ירדה לסביבות ה-6 אחוזים, קרוב לרמת השפל ההיסטורית שלה.
2. **נתונים אלה משקפים היערכות טובה ותגובת מדיניות נחושה** – בכלל זה קונסולידציה פיסקלית טרם המשבר, רמת מינוף נמוכה בקרב משקי הבית, ושינויי מדיניות נחויים אל מול ההאטה הגלובלית. אלה האחרונים כללו קיצוצים בשיעורי הריבית של הבנק המרכזי ל- $\frac{1}{2}$ אחוז, התערבות על פי תכנון מראש בשוק המט"ח, נכונות לאפשר את פעולתם של מייצבים אוטומטיים בהיקף נרחב שהביאו את הגירעון התקציבי לרמה של 5 אחוז מהתמ"ג, וצעדים להגבלת הלחץ במגזר הפיננסי.
3. **צעדים נחויים לטיפול במשבר לוו בחיזוק מסגרות המדיניות** – אימוץ חוק חדש לבנק ישראל, הגדלת דרישות הון כלפי תאגידים בנקאיים, חיזוק ההסדר התלת-צדדי (ממשלה, הסתדרות, מעסיקים), והצטרפות ל-OECD, הנתמכים בכלל פיסקלי חדש המציב יעד של הפחתת החוב. בנוסף, ישראל הציגה כחידוש מסגרת תקציב דו שנתי המסייע בייצוב ציפיות בעת משבר ויוצרת תקדים חשוב לעתיד.
4. **עם חידוש הצמיחה הגבוהה, החלה נסיגה מצעדי המדיניות הממריצים.** ריבית בנק ישראל הועלתה בשלבים עד לרמה של 2 אחוזים, וההתערבות בשוק המט"ח צומצמה ומתנהלת עתה על בסיס שיקול דעת. לאור הגידול בהכנסות ממסים עקב הפעילות הכלכלית, הגירעון הציבורי חזר למסלול של ירידה לקראת רמה נמוכה מ-4 אחוזים מהתמ"ג ב-2010. חבילה זו נתמכת על ידי הסכם השכר הזהיר בסקטור הציבורי שזכה להסכמה כללית והתקבל לאחרונה עבור 2010-12. כן ננקטו מספר צעדי פיקוח מאקרו יציבותיים המתמקדים בשוק הדיור. אף על פי כן, לנוכח שיעורי הריבית הריאליים השליליים והגירעון המבני בתקציב, המדיניות הכללית עדיין מרחיבה.
5. **אולם הביצועים גבו מחיר.** עקב תנועות ההון הגלובליות, השקל התחזק ב-15 אחוז בקירוב במונחים ריאליים יחסית לרמות שנרשמו טרום המשבר, וערכו ממשוך לעלות. התחרותיות הושפעה מכך לרעה, וייתכן שהדבר כבר משתקף באיבוד נתח שוק מהייצוא ב-2010, בירידה בכניסת השקעות זרות ישירות (FDI), ובחודשים האחרונים, בירידה בייצוא ובקיפאון ברמת התעסוקה. מנגד, השקל החזק סייע לרסן את האינפלציה, שחזרה לאחרונה לטווח היעד של 1-3 אחוזים אחרי תקופה ממושכת שבה הייתה גבוהה במקצת מן הטווח. עם זאת, נרשמה האצה בגידול השכר הנומינלי במגזר הפרטי, ועלייה בציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני עד לקצה העליון של תחום היעד, וכל זאת על רקע פער תוצר, אשר לראייתנו כמעט ונסגר. לצד זאת, כהד להתפתחויות במדינות מפותחות בראשית שנות ה-2000, מחירי הדיור הנומינליים נסקו ב-2008 אחרי שנים של קיפאון, ועלו בלמעלה מ-40 אחוז בתוך שנתיים בלבד.
6. **לפיכך, במבט קדימה, המדיניות ניצבת בפני מספר אתגרים.** על רקע עליית הציפיות לאינפלציה, הלחצים המתפתחים על כושר הייצור ויחס החוב הציבורי הגבוה, נחוצה מדיניות מרסנת. אך יש לעשות זאת באופן שימזער את ההשפעה על התחרותיות, לאור זאת שתנועות ההון הנכנסות צפויות להמשיך כל עוד הצמיחה הנמוכה מעודדת יציאות הון ממדינות מפותחות. וכאשר הרווח בר סמך של 90% של

התחזית הכלכלית העולמית של קרן המטבע (WEO) נע בין 2 ל-6 אחוזים, יש צורך בקביעת המדיניות תוך ביצוע מעקב הדוק אחר חוסר הודאות החיצונית.

7. **קונסולידציה פיסקלית היא אבן הפינה.** נוכח החשש מפני שחיקת התחרותיות כתוצאה מהידוק מוניטרי נוסף, מהלך של קונסולידציה פיסקלית יסייע להבטיח אינפלציה יציבה וצריכה מקומית נמוכה יותר, ובדרך זו ינטרלו ההשפעות של לחצי תנועות ההון. הוא יחזיר את החוב הציבורי למסלול של ירידה ויותר למדיניות המוניטרית את המשימה של הסתגלות להתפתחויות העולמיות.

8. **התכניות של הרשויות מהוות אפוא צעד חיוני בכיוון הנכון.** בהקשר של ההאטה הזמנית הצפויה בכלכלה העולמית ב-2011, הממשלה מתכננת להפחית את הגירעון הפיסקלי בתקציב הדו-שנתי עד ל-3 ו-2 אחוזים מהתמ"ג ב-2011 וב-2012 בהתאמה, תוך ציפייה להפחתות נוספות עד לאחוז אחד מהתמ"ג בשנת 2014. להערכתנו, משתמעת מכך קונסולידציה מבנית של כ-1½ נקודות האחוז מהתמ"ג על פני השנתיים הבאות. לצד זאת, במהלך 2011 צפויה עלייה נוספת בריבית בנק ישראל בשיעור 75-100 נקודות בסיס. בהקשר זה, התחזית היא שהצמיחה תואט עד לרמה של 3½ אחוזים ב-2011, לפני שתעלה שוב ב-2012.

9. **אך בהינתן תנועות ההון הנכנסות, התואי התקציבי המוכרז עדיין מותר למדיניות המוניטרית ברירה קשה מדי בין מתן מענה לחששות האינפלציוניים ובין השמירה על התחרותיות.** יש להבטיח את שניהם.

10. **אי לכך, הפחתת הגירעון הפיסקלי צריכה להיות מהירה מן המתוכנן.** מומלץ לחזק את העמדה הפיסקלית לשנת 2011 ולשנים שאחריה – בנקודת אחוז אחת לערך מהתמ"ג במונחים מבניים. תהליך זה יאט את הגידול בביקוש, יפחית את לחצי האינפלציה, ובכך יאפשר עלייה אטית יותר בריבית בנק ישראל ממה שיידרש לולא כך. כתוצאה מכך יופחת הלחץ על התחזקות השקל.

11. **מומלץ לנקוט בצעדים משולבים של הוצאות ומיסוי.** יש לנצל את מרחב הפעולה הניתן תחת מנגנוני פעולת התקציב כדי להחזיק את רמת ההוצאות מתחת למה שאושר בתקציב – לרבות שימור כל העתודות השונות בתקציב. אולם, על מנת להבטיח שהקונסולידציה המבנית תהיה ברמה גבוהה מן המתוכנן, אפשר שיהיה צורך לטפל גם בסיכונים בצד ההכנסות – העולים מאומדנים רשמיים אופטימיים. בנוסף לצמצום ההוצאות שנועדו לשפר את מצב הגירעון, ייתכן שתידרש גם פעולה בתחום המסים העקיפים.

12. **לצד זאת, אפשר שיידרשו צעדים לצינון שוק הדיור.** קצב האינפלציה במחירי הדיור אינו יכול להמשיך בלא הסיכון שייגרם חוסר יציבות נרחב – בפרט במגזר הבנקאי. היות שאין ודאות מתי תחול ההתייצבות, הצעדים המיידיים לבלימת מגמת המחירים צריכים להתמקד בפעולות הדרושות ממילא לביסוס מגזר דיור בריא בטווח הארוך. לאור הצעדים שכבר נקטו בכיוון זה, התמקדות זו גם תיטיב במיוחד עם רוכשי דירות צעירים. מהלכים אפשריים כוללים שחרור נוסף של קרקעות והקלות ברישוי, והפחתת הפטורים ממיסוי רווחי הון על הכנסה מדיור ושכירות, כאשר המטרה היא לייצר שדה משחק שווה כוחות בשני התחומים.

13. **פעולות פיסקליות מומלצות ותהליכי ההוצאות המשופרים לטווח הבינוני יחזקו גם את האמינות הפיסקלית הכללית.** קונסולידציה מהירה יותר תבליט את המחויבות לכללים הפיסקליים החדשים – תוך קביעת יעד של הפחתת הגירעון והגבלת הגידול בהוצאות הריאליות בטווח הבינוני. אולם, אמינות הכללים תחייב חיזוק גם בדרכים אחרות – בעיקר משום שהמחויבויות להוצאות חריגות ברמת סעיפי התקציב השונים גבוהות ממגבלות התקציב לטווח הבינוני. בעיה ותיקה זו מבליטה את הצורך בביצוע בדיקה של סדרי העדיפויות בתקציב לטווח הבינוני. ואכן, המשמעת במילוי מחויבויות אלו, ובסופו של דבר, מעקב שיטתי אחר ההוצאות בטווח הבינוני, יתמכו במערכת התקציבית הדו-שנתית בכך שהם יבטיחו הן את המשך המשמעת התקציבית והן את איכותן הגבוהה של ההוצאות הציבוריות.

14. **בהקשר זה של הטווח הבינוני, בחינה מחדש של המסים החלים על משאבים מתכלים – ובפרט גז טבעי – וקביעת הסדרים לגבי הוצאת הרווחים הוא ראוי.** הקמת הועדה לבחינת הסדרי המיסוי ע"י משרד האוצר מבורכת. מטרתה, להעלות את חלקה של המדינה בתקבולים מהפעילות, ראוייה מאוד. סביר להניח שמערכת מיסוי הוגנת תהיה יציבה. המשלחת מעודדת את הממשלה לאמץ רפורמות נוספות המשקפות את הנוהג הבינלאומי המיטבי בעולם בתחום זה, לרבות הסדרי מחירים הולמים בתחום המס, כדי להבטיח חלוקה בין-דורית של הרווחים. צריך שהשימוש הראשון בתקבולי מס אלו יהיה להפחתת החוב הציבורי, לאור ההכנסות הכוללות הצנועות על פי האומדנים הנוכחיים של כמויות הגז. אך אם יתגלה גז נוסף בהיקף גדול, יש להעביר את ההכנסות לקרן הון ממשלתית.

15. **בצד המוניטרי, כאשר התוצר והתעסוקה גבוהים והציפיות לאינפלציה גבוהות, יש מקום להתקדמות נוספת לעבר מדיניות ניטראלית.** אם המדיניות הפיסקלית תרוסן בהתאם להמלצות, ריבית הבנק המרכזי עשויה לעלות באופן משמעותי כפי שצפוי כעת. אך אם המדיניות לא תרוסן, תידרש העלאת ריבית מהירה יותר מהתחזיות – גם אם היא תבוא על חשבון התחרותיות – כדי לבלום את סכנת האינפלציה הגבוהה ולהמנע מהצורך לתקן את המצב מאוחר יותר.

16. **אולם, במצב שבו ריביות הבנק המרכזי כבר גבוהות במידה רבה מהגבול התחתון, המדיניות המוניטרית יכולה למלא תפקיד מרכזי גם במענה לחוסר הוודאות הגלובלי.** על קובעי המדיניות להמשיך בנכונותם להגיב בהחלטיות להתפתחויות הגלובליות – להעלות את ריביות הבנק המרכזי במהירות במידה שהכלכלה הגלובלית תצמח מהר מהצפוי, ולהפך.

17. **כאשר משנים בדרך זו את האיזון של כללי מדיניות הליבה כדי לתת מענה ללחצים מיידיים, ניתן להיעזר גם במכשירי מדיניות אחרים לתמיכה.** התערבות נוספת בשוק המט"ח בשני הצדדים יכולה לסייע לשמור על תנאי שוק סדירים. אולם לאור זאת שהיתרות, כמו גם ההפסדים הנגרמים מהעיקור של הבנק המרכזי, נמצאים כבר ברמה משמעותית, ולאור זאת ששימוש חד-צדדי מתמשך במכשיר זה מערער את אמינות משטר שער החליפין הנייד, אין הוא מתאים לשמש כאמצעי עיקרי לאיזון בין מטרות האינפלציה והתחרותיות. באותה מידה ניתן לשקול הטלת מגבלות על תנועות הון. אך כל שימוש בהן יהיה חייב להתמקד בהבטחת האפקטיביות שלהן נוכח הלחצים המתמידים, וייתכן שקיימות אופציות

טובות יותר. כמו כן, התקדמות מואצת לעבר קבלת דרישות ההון של באזל III עבור תאגידים בנקאיים, במיוחד אם היא מלווה בקביעת מרווחי הגנה אנטי-מחזוריים, תוכל לתמוך בריסון.

18. **חוק בנק ישראל 2010 קובע בחוק הישראלי תקדימים רבים ומספק תשתית חזקה למשטר המוניטרי ולמשטר שער החליפין.** כדי להעניק חיזוק נוסף למסגרת זו, ניתן לשקול עריכת מזכר הבנות בין הממשלה לבין בנק ישראל בדבר יישום נושאים שונים בחוק בנק ישראל. יועיל גם להבהיר את תפקידה של הוועדה המוניטרית החדשה בקבלת החלטות בעניינים מקרו יציבותיים.

19. **ננקטים מגוון צעדים רגולטוריים ופיקוחיים.** באמצע 2010 יצאה דרישה לתאגידים בנקאיים להחזיק הון ליבה בשיעור $7\frac{1}{2}$ אחוזים לפחות עד לסוף השנה. בסקטור הפיננסי החוץ בנקאי, הסמכויות והיכולות של הפיקוח, השקיפות מצד המשתתפים בשוק, וניהול הסיכונים על ידי משקיעים מוסדיים – עוברים כולם תהליכים של חיזוק, בפרט דרך מסגרת Solvency II.

20. **בהקשר זה, סמני היציבות הפיננסית העומדים לרשותנו מרגיעים את החששות – אך מוגבלים בהיקפם.** חל שיפור בהלימות ההון – כולל יחס ההון הראשוני לנכסי סיכון – ושיפור בהיקף ההלוואות הפגומות, ומוסדות כספיים שאינם בנקים מראים שיפור דומה. אולם, היות שמבחני הלחץ עדיין מתמקדים ברמה תת-מגזרית ונמצאים בשלבים מוקדמים, ומספר מדדי סיכון אינם זמינים עדיין, ראוי לנקוט זהירות. אף שהמחזור עשוי להסוות זאת, איכות האשראי בשוק האג"ח הקונצרניות ממשיך להוות מקור תמידי לדאגה עקב התרחבותו המהירה מאז 2004, זאת בדומה לאיום הרדום על היציבות הבנקאית אם מחירי הדיור ימשיכו לעלות במהירות.

21. **אי לכך, דרושה התקדמות נוספת לאיתור הסיכונים וניהולם.** הליכי מבחני הלחץ מחייבים פיתוח נוסף בהיקף משמעותי, עם התמקדות נוספת על הערכת הסיכון המערכתית על פני אופקי זמן ארוכים יותר. ההתקדמות בתחום זה, וניסוח תגובות מדיניות הולמות, מחייבים שיתוף פעולה מלא בין מוסדות הפיקוח ובתוכם. הם גם מחייבים מתן הנחיות ומשוב באופן שגרתי לכל הרשויות האחראיות על היציבות, לרבות בנק ישראל ומשרד האוצר. גיבוש הסדרים כאלה ימשיך להיות הכרחי, יהיו אשר יהיו ההחלטות הסופיות בדבר מיקומם ומבנם של גופי הפיקוח. אין להמתין לביצוע הערכת המגזר הפיננסי הצפויה להתבצע על ידי קרן המטבע (FSAP) כדי לנקוט צעדים לשיפור האבחון ושיתוף הפעולה, ובהקשר זה ניתן לנקוט במהלכים אחרים – כגון בחינת הצורך האפשרי בתכנית לביטוח פיקדונות והסדרים מוקדמים לטיפול בבנקים בעייתיים.

22. **נוסף על כך, הלימותם של המשאבים, היכולות, האוטונומיה והאחריות הדיווחית של המפקחים בסקטור הפיננסי החוץ בנקאי, ממשיכה להוות מקור לדאגה.** היות שהמגזר עדיין חדש יחסית, תשתית המוסכמות והכללים החלים על השווקים, ההנפקות, והמוסדות עדיין מתפתחת, דבר אשר השתקף בשבריריות המגזר בשנים 2008-09. תשתית זו מחייבת פיתוח נוסף – בהתבסס על הצעות "ועדת חודק" – ועל המפקחים להגביר את המעקב אחר הסיכונים וניהולם. אנו ממשיכים להחזיק בדעתנו כי שיקולים אלה מצדיקים להעביר את הפיקוח אל מחוץ למשרד האוצר כפי שנהוג במדינות ה-OECD, עם מספר

אפשרויות טובות לגבי המקום אליו צריך לעבור, כולל האפשרות לעצמאות מלאה כפי שנבחרה ע"י מחצית ממדינות ה-OECD.

23. **כוחן של המלצותינו בזירה המאקרו-פיננסית תלוי ברפורמות מבניות מתמשכות.** אלו כוללות התקדמות בחינוך, במחקר, בסביבה העסקית ובתשתיות. אך העדיפות הגבוהה ביותר בתחום זה היא להשיג שילוב מלא של אוכלוסיות המיעוטים בכוח העבודה, על מנת להפחית את הלחצים על ההוצאות החברתיות ולהעלות את הפוטנציאל הפרודוקטיבי של המשק בטווח הארוך.

* * *

אנו מלאי הערכה לכנות ולחמימות היוצאת מן הכלל של קבלת הפנים לה זכינו במהלך שהותנו בישראל.