

כנס הרצליה
השנתי העשירי
על מאזן החוסן והביטחון הלאומי

הרצליה 2010 HERZLIYA

31 בינואר - 3 בפברואר, 2010

The Tenth Annual
Herzliya Conference

מינוף המשבר העולמי: אתגרי כלכלת ישראל

מסמך מסכם

מחבר: אורי סלונים

המרכז הבינתחומי הרצליה
בית ספר לאודר לממשל, דיפלומטיה ואסטרטגיה
המכון למדיניות ואסטרטגיה

המסמך משקף את דעתם של הכותבים בלבד

מינוף המשבר העולמי: אתגרי כלכלת ישראל

מחבר: אורי סלונים

המושבים הכלכליים

הדינאים הכלכליים בכנס הרצליה עסקו בשלושה נושאים עיקריים: האתגרים העומדים בפני הכלכלה העולמית בתהליך היציאה מהמשבר הגדול של השנתיים האחרונות ובאותו ההקשר האתגרים העומדים בפני הכלכלה הישראלית, ונושאים הנוגעים לרגולציה של שוק ההון המקומי.

הטיעון המרכזי שהועלה ביחס למצבה של כלכלת העולם ביציאה מהמשבר היה כי התאוששות זו הגיעה מהר ומוקדם מהצפוי. בניית התאוששות הופנתה תשומת הלב למספר מאפיינים ההופכים מגמה זו לשברירית מאד:

1. המעבר לצמיחה ושיפור בנתוני התמ"ג נתמך בעיקר בביקושים ציבוריים. בחינה מקרוב מגלה כי הצריכה הפרטית במשקים הגדולים במערב עדיין אינה מצביעה על התאוששות מובהקת.
2. לצד ההתאוששות בנתוני הצמיחה והתמ"ג, המשקים הגדולים במערב מתאפיינים ברמה גבוהה, עד גבוהה מאד, של אבטלה. באירופה מגיע שיעור האבטלה הממוצע לכ-10%, עם מקרים קיצוניים, דוגמת ספרד בה מגיעה האבטלה לכמעט 20%. ישנם הטוענים כי למעשה מדובר בשיעורי אבטלה בפועל גבוהים הרבה יותר אם משקללים בחישוב גם עובדים שבשל אילוצים משקיים מועסקים בעבודות חלקיות, בצעירים המבקשים להכנס לשוק העבודה ובעובדים בלתי חוקיים. בארה"ב מגיע שיעור האבטלה, במידה וכוללים בחישוב מגזרים אלה, לכ-22%.
3. קצב ההתאוששות בשווקים של אסיה היה מהיר במיוחד. פער זה מושך לשווקים אלה משקיעים רבים, באופן המעלה את הסיכון להווצרותן של "בועות", וכן לתנועת הון שמחריפה מאד את משבר הנזילות באירופה ובארה"ב. ההתאוששות באסיה מציינת מגמה רחבה יותר של שינוי במוקדי הכלכלה העולמית. כ-75% מהצמיחה הכלכלית שנרשמה השנה, מקורם במשקים של אסיה. סין והודו תורמות כיום ל-16.5% מהתוצר העולמי, לעומת 6% בשנת 1990. יש לציין כי שינוי זה עדיין לא הבשיל לכדי ביטוי במוסדות הבינלאומיים ובכללי המשחק של הכלכלה הגלובלית.
4. המערכת שלאחר המשבר מתאפיינת ברמה גבוהה של חוב לאומי. מבחינה זו, נוצרו בעולם פערים עצומים בין מדינות בעלות חוב עצום, דוגמת ארה"ב ומדינות בעלות עודף עצום, דוגמת סין, שלה רזרבות בהיקף 2.4 טריליון דולר. נושא החוב הלאומי עלול ליצור בשנים הבאות משבר שאת טיבו קשה מאד לצפות עתה. חשש זה ילווה את המערכת ב-5 עד 7 השנים הבאות.

תנאים אלה עלולים לסמן כי המשבר הוא בעל צורת האות "W", וכי השנתיים החולפות היו למעשה גל ראשון של המשבר וכי כלכלת העולם צפויה לאחר ההתאוששות לצלול למשבר נוסף. על רקע שברירות הנוכחית של כלכלות העולם אפשרות זו, במידה ותתרחש, היא הרת אסון.

בניית ההתמודדות עם המשבר יש לציין במיוחד את שיתוף הפעולה העולמי בתיאום מהלכים ומדיניות. בקרב מנהיגי העולם שרר עם פרוץ המשבר חשש משותף כי כלכלת העולם עומדת בפני גלישה למשבר כלכלי דומה לזה של שנות ה-30 של המאה שעברה. חשש זה עודד מאד את המנהיגים להקפיד על תיאום המהלכים. מנהיגי העולם חששו כי מדובר במשבר שיפגע ביציבות החברתית, בדמוקרטיה ושעלול להוביל, במקרים מסוימים, למלחמות אזרחים ואף למלחמה בין מדינות. בנאומו בכנס ציין ד"ר דומיניק שטראוס-קאהן, נשיא קרן המטבע הבינלאומית, את מקומה של הקרן בניית התאוששות ובביצוע עבודת המטה שאפשרה גיבוש המדיניות והצעדים המתואמים להיחלצות מהמשבר.

אחד המרכיבים המרכזיים בהתמודדות עם המשבר היה תיאום בין ממשלות בעולם של קווי מדיניות ומהלכים להכלה של המשבר ומשמעותיותו. במסגרת זו חזרה קרן המטבע הבינלאומית לתפוס תפקיד מרכזי בתיאום ובניהול המשבר, הן בכל הנוגע לגיבוש קווי

לאחר שבשני העשורים האחרונים נשחק מעמדה ומקומה של קרן המטבע כשחקן מרכזי בכלכלה העולמית, הביא המשבר לחיזוקו מחדש. בשנים האחרונות נתפשה קרן המטבע כמוסד שאינו עונה על צרכיהן של כלכלות מתפתחות וכי היא מיועדת עבור מדינות כושלות. לפנייה לעזרה של קרן המטבע יוחסה משמעות פוליטית שלילית המתאימה לה דימוי של פשיטת רגל. דימוי זה גרם למנהיגים בעולם לפנות את הקרן כאל מוצא אחרון. במשבר האחרון הפכה הקרן מעורבת כמעט בכל תכנית סיוע, כולל למדינות כמו אירלנד, איסלנד ויוון. בנוסף פיתחה הקרן מכשירי סיוע חדשים, בעיקר כאלה שנועדו למנוע משבר בטרם התפרץ. מכסיקו היתה הראשונה להשתמש במכשיר זה.

החודשים שחלפו מאז שיאו הנוכחי של המשבר מצביעים על חיזוק הדומיננטיות של הקרן בכלכלה העולמית בכל הקשור לתיאום המדיניות והצעדים ל"יציאה" מדפוס המדיניות הנוכחי, דפוס של הרחבה מוניטרית ופיקאליית שהותאם להתמודדות עם המשבר. לנוכח השיפור בפרמטרים הכלכליים מאז הרבעון השני של 2009 מתאפשר שינוי בקו מדיניות זה.

בתוך כך הפכה קבוצת ה-g20 לגוף הייחוס ממנו נגזרת המדיניות העולמית לנוכח המשבר. ה-g20 היא קבוצת המדינות שמייצגות את הכלכלות חשובות והמשפיעות בעולם, אך לא בהכרח החזקות והעשירות בו. קבוצה זו מאגדת מעצמות כלכליות החברות ב-g7 כשלא צדן נמצאות גם הודו, סין, דר' קוריאה, ארגנטינה, ברזיל, מקסיקו, דר' אפריקה, אינדונזיה, תורכיה וערב הסעודית. הגעה לקונצנזוס בדבר קווי מדיניות כלכלית המשותפת ל-20 משקים אלה היא בעלת תוקף לגבי נתח מכריע של הכלכלה העולמית.

הרקע המשברי, והרמות הגבוהות של החוב, יצרות חשש מאפשרות בה מדינות ינהלו מדיניות כלכלית נפרדת בתחום הריבית, הדפסת כסף, חסמי סחר וסובסידיות. אלמנטים, שיחד עם המשך האטה בפעילות הכלכלית, עשויים לגרום למשבר עולמי חמור נוסף. בכל הרעיונות המתגבשים ליצירת מבנה חדש לכלכלה העולמית תופסת קרן המטבע הבינלאומית מקום מרכזי, מעבר לתפקידה המסורתי כמלווה של מוצא אחרון למדינות כושלות. התפקיד אותו מיועדת לתפוש קרן המטבע בסדר הכלכלי המתהווה בעידן שלאחר פרוץ המשבר מכוון במיוחד להתמודדות עם חוסר האיזון בין רמות גבוהות של חוב לאומי מול הצבר עצום של רזרבות מט"ח (בעיקר באסיה) וכן להתמודדות עם תנועות ההון המהירות בין משקים שונים.

תפקידו של הדולר כמטבע הרזרבות העיקרי יצר עיוותים מעגליים הקשורים זה בזה ומזינים זה את זה. במקרה האמריקאי, מאזן הסחר ומאזן תנועת ההון נמצאים ביחס הפוך כשהביקוש לדולרים היה גבוה באופן משמעותי מהביקוש לסחורות ושירותים אמריקניים. במקרים מסויימים, דוגמת המקרה הסיני, משמש (ואולי מאז המשבר, שימש) העודף המסחרי מול ארה"ב כעוגן מרכזי של המדיניות המוניטרית. הצירוף בין גודלו של המשק האמריקאי, ככלכלה הגדולה בעולם, ובין היותו של הדולר מטבע הרזרבות העולמי איפשר לארה"ב לגייס בתנאים טובים, ובלא הגבלה, סכומים ללא הגבלה. הלוואות אלה מימנו גירעונות עצומים, שבשל עוצמתו וגודלו של המשק האמריקאי, עדיין לא תורגמו לכדי עלייה בפרמיית הסיכון על נכסים אמריקניים.

שחרור הקשר המעגלי בין הדולר כמטבע הרזרבות ומאזן הסחר חיוני לבניית מערכת שתשקף את יחסי הכוחות בכלכלה העולמית. במקרה האמריקאי, הצהרות או דיון מצד גורמים רשמיים ביחס לנושא זה גררו ירידה חדה בשער הדולר ואף זכו לביקורת ציבורית כמהלכים כמעט "אנטי-פטריוטיים". חשוב לציין כי במסגרת המבנה המעוות הנוכחי הוא זה שתמך באורח ובאיכות החיים אליה הורגלו תושבי ארה"ב בעשורים האחרונים.

הצבר הרזרבות מצד מדינות אסיה הוא למעשה "ביטוח עצמי" של מדינות אלה כנגד משברים פתאומיים, לקח ממשבר הבנקאות שפקד משקים אלה באמצע שנות ה-90 שבתוך ימים מוטט בנקים ומוסדות פיננסיים בשורה של מדינות אסייתיות. רזרבות אלה מחליפות את מקומם של מוסדות דוגמת קרן המטבע והבנק העולמי כגופים המבטחים מדינות כנגד משברים כלכליים. חיזוק מעמדה של קרן המטבע כ"מבטחת" עולמית עשויה למתן מדיניות הממירה עודף מסחרי לעתודות מט"ח ובכך להגדיל את רמת הנזילות וכן למתן עיוותים בשער החליפין.

המדיניות שתנקוט סין ביחס לרעיונות חיזוק מקומה של קרן המטבע היא מרכיב מפתח ביכולת היישום של רעיונות אלה. בדומה לארה"ב גם במקרה הסיני יש לשינוי במבנה המוניטרי הנוכחי של המערכת השפעה פוליטית פנימית. הגמשת מדיניות שער החליפין משמעה החלשת השליטה הממשלתית בקשר שבין שער חליפין וצריכה פרטית, עם השלכות על רמת החיסכון (רמות גבוהות של חיסכון מפצות במקרים רבים על רמות פיתוח נמוכות של מערכות הבריאות והחיסכון הפנסיוני – במידה ותדר רמת החיסכון תאלץ הממשלה לטפל בפערים המצויים בתחומים אלה).

הצעד הראשון בפועל להתרת העיוות שבין הדולר והמאזן המסחרי היה החלטה מחודש נובמבר האחרון של ארגון ה-G20 על הגדלת המשאבים העומדים לרשות הקרן. ארגון ה-g20 החליט על שילוש משאביה הכספיים של הקרן, מ-250 מיליארד דולר כיום לכ-750 מיליארד דולר, וכן על הגדלה של כמעט פי 10 בכמות ה-sdr (ראה הרחבה בהמשך). החלטה זו מחייבת את מדינות ה-g20 להעביר (או לבצע הקצאה חשבונאית) של סכומים ניכרים לטובת הקרן. כמו כן החליט הארגון על הסמכת הקרן לבצע פיקוח וניהול רגולציה של שוק ההון והבנקים במדינות החברות בארגון, כולל בחינת אפשרות לפיה תנהל קרן המטבע גבייה של מס גלובלי מיוחד שיוטל על רווחי בנקים ובנוספים של בכיריהם כפיצוי על המשאבים הציבוריים שהושקעו בתמיכה בהם בשנתיים האחרונות. בהקשר זה יש לציין כי קרן המטבע מעריכה כי הסך הכולל של המחיקות בין השנים 2007 ו-2010 יגיע לסכום של כ-3.4 טריליון דולר.

במסגרת זו יש לשים לב לאפשרות לפיה בתנאים מסוימים יכולות ה-Special Drawing Rights (ה-SDR)¹ לשמש כיחידת מעבר בין המצב השורר כיום לבין מצב מאוזן יותר של הכלכלה העולמית. שימוש ב-SDR משמעו כי החלטה של דומיננטיות הדולר במבנה הפיננסי של המערכת הגלובלית לא יתבצע לטובת מטבע לאומי אחר. כמו כן חיזוק תפקיד ה-SDR ישפר מאד את הנזילות במערכת הבינלאומית ויסייע לייצוב תנודות המט"ח, במיוחד אלה הנגרמות כתוצאה מלחץ ספקולטיבי. נגיד הבנק הלאומי של סין ושר האוצר הרוסי התבטאו לאחרונה בזכות השימוש ב-SDR כיחידת רזרבות מובילה. תמיכה עקרונית ברעיון שהועלתה ע"י שר האוצר גייטנר הובילה לירידה חדה בשער הדולר בשווקי ההון בעולם.

בשולי דבריו ציין שטראוס-קאהן כי הקרן מובילה פעילות מחקר ותכנון ארוך טווח של הכלכלה העולמית. בהקשר זה ציין כי הארגון מזהה בעתיד הקרוב בעיה חמורה של מחסור של כ-80 עד 90 מיליון משרות חדשות עבור צעירים במקומות שונים בעולם. קאהן טוען כי יצירת מספר כה גדול של מקומות עבודה חדשים תוך עשור היא משימה שיכולה להיעשות רק באמצעות מדיניות מתואמת של גוף על מדיני דוגמת קרן המטבע הבינלאומית. ציין כי קרן המטבע יכולה לסייע בקידום תנאים כלכליים שיחזקו את בסיס השלום במקרה הישראלי-פלסטיני. עד שנת 2030 צפויה אוכלוסיית העולם להגיע ל-8.5 מיליארד איש. רובה מגידול באוכלוסיית אסיה ואפריקה במקביל להתכווצות דמוגרפית של אירופה, רוסיה וארה"ב. מדובר בשינוי נוסף שיביא למיפוי מחדש של יחסי העוצמה הכלכליים והפוליטיים.

נושא התעסוקה, ובכלל זה שיעור האבטלה הגבוה שייצר המשבר, הוא נושא שזכה לתשומת לב ברבים מהמושבים הכלכליים. בהקשר זה נטען כי בעיית האבטלה היא אולי הבעיה שמעוררת הכי הרבה פחד וחשש בדרג הפוליטי. פחד וחשש שמובילים להחלטות מדיניות המתמקדות בשוק התעסוקה. מאחר וטיפול במשק התעסוקה כרוך בתהליכים הדורשים זמן רב נראה ומדיניות בתחום תתבסס על צעדים מידיים העלולים ליצור עיוותים ופרוטקציוניזם.

נושא נוסף שזכה להתייחסות רחבה בכל המושבים הכלכליים היה הריבית. אחד מצעדי ההתמודדות עם המשבר היה הפחתה של שיעור הריבית לרמה חסרת תקדים של 0%. מדובר על רמת ריבית שנמצאת מתחת לשיעור המשקל של הטווח הארוך. ישנה כיום ציפיה לעלייה של הריבית שתאותת על יציאה אמיתית מהמשבר, יחד עם זאת יש להיזהר ממצב בו תעלה הריבית כתוצאה מעלייה בפרמיית הסיכון של אג"ח ממשלתיות. בכל אופן השארת הריבית הרמתה הנוכחית משמעה כי מדובר במשבר כלל עולמי אמיתי וממושך.

הכלכלה הישראלית ביציאה מהמשבר הכלכלי

בין כל משתפתי המושבים הכלכליים שררה הסכמה לפיה מדינת ישראל עברה את המשבר בצורה טובה וקלה יחסית למה שארע בכלכלות אחרות. אמנם האבטלה גדלה עקב חברות שנכנסו לקשיים ופיטורים מתונים, וכן בוצעו הפחתות שכר וקיצור בימי ושעות העבודה, אך ככלל רמת הפגיעה של המשבר במשק הישראלי היתה נמוכה יחסית.

החוסן שגילה המשק הישראלי במשבר נובע משורה של גורמים. הגורם הראשון הוא מצבו של המשק ערב המשבר. המשק הישראלי נכנס למשבר לאחר כמה שנים של צמיחה רצופה בשיעורים שנתיים של 5%, רמת מינוף נמוכה ביחס למשקים שנפגעו מאד מהמשבר, רמת חסכון גבוהה במשקי הבית, באופן שהקל את ההתמודדות עם המשבר, פיקוח אפקטיבי על הבנקים ועל המערכת הפיננסית, שהיו למעשה שורש המשבר בעולם.

1 מדובר ביחידות ערך, מעין "מטבע", שהונפקו ע"י קרן המטבע שערך נקבע כשקלול של סל מטבעות. ה-SDR הונפקו כתחליף להסדרי ברוטון-וודס שקשרו בין ערך הזהב לשער הדולר וכיחידת ערך שעוצבה לשמש כ"מטבע" רזרבות לאומיות.

לצד סיבות אלה יש לציין את תהליך הרפורמות שעבר המשק הישראלי ב-20 השנים האחרונות, שאחת החשובות שבהן, לעניין המשבר הנוכחי, היא תהליך החשיפה לשווקים זרים. החל משנות ה-90 החלה ישראל לפתח מדיניות חשיפה חד-צדדית של השוק המקומי למול השווקים באסיה. הסרת ההגנות על המשק למול שווקים אלה פתחה את המשק לתחרות ועודדה הקצאה נכונה של כוח האדם במשק. מדובר היה אז בהחלטה מרחיקת לכת מבחינת משמעויותיה. ללא החלטה זו מצבה של ישראל במשבר הנוכחי היה קשה מאד וכן היתה קשה ההתאוששות ממנו. הרפורמה בתחום המכסים וההגנות יחד עם הרפורמה שנגעה לליברליזציה במטבע חוץ הקנו למשק גמישות ויכולת עמידות.

לצד נקודת המוצא הטובה של המשק במשבר, גם המדיניות שננקטה במהלכו היה נכונה ומדוייקת. בכלל זה הכוונה היא למדיניות בתחום המוניטרי והפיסקאלי וכן להתערבות בשוק מטבע החוץ. קביעת שיעור הגידול בהוצאה הציבורית כ"עוגן" לפיו מנהלת המדיניות הפיסקאלית, לעומת יעד גירעון, איפשרה התמודדות עם המשבר שלא בדרך של צמצום בהוצאות הממשלה או העלאת מסים. שני אמצעים שהיו מחריפים את המשבר ואף מדרדרים את המשק.

שמירה על "עוגן" הגידול בהוצאה הציבורית כשיעור קבוע מהתמ"ג היא משמעותית הן בהתמודדות עם המשבר והן ביציאה ממנו. עליה בתוצר משמעה גידול מתאים בהוצאה הציבורית באופן שיסייע למדינה בהתמודדות עם הצורך בסגירת פערים בחינוך, בשירותים החברתיים ובבריאות. בהקשר זה נטען כי שיעור הגידול בהוצאה הציבורית, שעומד כיום על 1.7% מהתוצר, ייתכן והוא נמוך מדי לנוכח הפערים והחסרים עמה מתמודדת היום חברה הישראלית (ראו בהקשר זה את הפרקים העוסקים בהערכת המצב הלאומי ובמימד החברתי של החוסן הלאומי).

שיעור ההוצאה הציבורית בישראל דומה היום לזה המקובל באירופה וזאת למרות הנטל הביטחוני ונטל הריבית הגבוה. זהו מצב המאותת על סיום תהליך "ההרזיה" של ההוצאה הציבורית. יש לציין בהקשר זה כי ההקפדה על ריסון ההוצאה הציבורית ועל אחריות תקציבית היא חלק מקו מדיניות ממשלתית שהונהג בשנת 2003 ושנשמר מאז, למרות חילופי שלטון, ראשי ממשלה ושרי אוצר. ההקפדה על מדיניות זו הקנתה אמינות ויכולת תכנון לכלל המשק וגם לגורמים זרים. התאוששות של המשק משמעה עלייה בהיקף הכנסות המדינה ממסים המאפשרת צמצום במימדי הגירעון וחזרה למתווה המוניטרי והפיסקאלי הקודם.

בהסתייגות מהדברים בנושא שימוש בשיעור הגידול בהוצאה הציבורית, נטען כי עדיף שלא להתייחס לקריטריון זה כפשוטו ויש לבחון ברזולוציה גבוהה יותר את הרכב החוב וההוצאה הציבורית. קביעת סדרי עדיפויות לאומיים תסייע בשכלול השימוש בקריטריונים אלה, ותאפשר אף גמישות בנושא החוב. העדר מערכת מסודרת של סדרי עדיפויות הובילה בעבר לתופעה של קיצוצי רוחב בתקציב, מהלך שהתברר כבעל מחיר חברתי כבד מאד.

בהמשך לדברים אלו נגע הדיון בנושא שיעור המס והרצון להפחיתו. שאלת שיעור המס נדונה בדרך כלל כשאלה פוליטית-אידיאולוגית. בדיון נטען כי קביעת יעד סף ליחסי חוב תוצר הופכת דיון בנושא שיעור המס לשאלה פרגמטית-טכנית. רמה קבועה של יחס חוב-תוצר תאפשר הפחתת מסים רק במקרה בו ניתן לעמוד הן ביעד החוב והן ביעד ההוצאה הציבורית.

כדי להיערך למשבר הבא יש להמשיך ולבצע במשק שורה של רפורמות נוספות, בראשן צעדים להבטחת המשך החדשנות של המשק והתעשייה, הסטת תשומת הלב משווקים מסורתיים לעבר שווקים חדשים במזרח, שינויים בשוק התעסוקה, פישוט תהליכים בירוקרטיים והמשך פיתוח תשתיות. במיוחד תשתיות תחבורה שיסיפקו נגישות מהירה ויעילה בין כל האיזורים בארץ.

הממשלה פועלת להמשיך ולעודד את המשך החדשנות הישראלית באמצעות חוק עידוד השקעות חדש. בהקשר זה צוין כי הממשלה בוחנת אמצעים לעודד פתיחה והתרחבות של תעשיית השירותים לשוק הגלובאלי. תעשייה זו נחשבת כמנוע צמיחה משמעותי פוטנציאלי.

תשומת לב מיוחדת מוקדשת לשילובם של ערבים וחרדים לשוק התעסוקה. במיוחד חשובה השתלבותם במגזרים המתאפיינים ברמת שכר גבוהה, דוגמת מגזר ה-IT והמגזר הפיננסי. שילובם של שני מגזרים אלה בכלכלה נחשב גם הוא כמנוע משמעותי לצמיחת המשק. במידה ומגזרים אלה היו משולבים כהלכה במשק היתה ישראל זוכה למיקום גבוה בין מדינות ארגון ה-OECD בכל הדירוגים המקובלים.

פיתוח ענפים חדשים ושינוי במבנה שוק התעסוקה הם מבין הגורמים העיקריים שעלו בדיון כיסודות לצמיחה עתידית. נטען כי ביסוס הצמיחה על תעשיות ההי-טק והבי-טק הוא מסוכן מאד למשק מאחר ותעשיות אלה מתאפיינות במספר מצומצם יחסית של מקומות תעסוקה וכן הן גמישות מאד למחזורים כלכליים. בהקשר זה צוין כי במקרה הישראלי מודל ההשקעה והניהול

מעודד פיתוח חברות לעבר "אקזיט" והעברתה לידיים זרות ולעתים המשך צמיחה של החברה בחו"ל. מבחינה אמפירית ישנם בהיסטוריה של תעשיית ההיי-טק הישראלית מספר מקרים מצומצם מאד של "אקזיט" בהיקף העולה על 100 מיליון דולר.

שלום ויציבות ביטחונית נמצאו כגורמים הראשונים במעלה להבטחת צמיחה מואצת של המשק. נטען כי הצמיחה הטובה ממנה נהנה המשק בשנים 2005 ל-2008 מרמזת על פוטנציאל הצמיחה של המשק בתנאי שלום. נטען כי המשק הישראלי בשל וגמיש דיו להגיע לשיעורי צמיחה שנתיים של 7% בתנאים אלה. גם אלה בדיון שטענו כי על רקע הקיפאון הארוך ממנו סבל המשק הישראלי אין לראות את שנות הצמיחה כ"סיפור הצלחה" הסכימו כי מצב של שלום ויציבות יכול להועיל מאד לצמיחה בריאה של המשק.

רגולציה בבנקים ובשוק ההון

נושא הרגולציה על הבנקים ושוק ההון היה נושא נוסף שתפס מקום מרכזי בביתוח לקחי המשבר, לצורך הסבר ההתמודדות הטובה של המערכת הישראלית עמו והלקחים ולמניעת המשבר הבא. בדיון על מבנה מערכת הפיקוח הוצע ה"מודל ההולנדי" לפיו נושא סיכוני המערכת הפיננסית ירוכז תחת פיקוח הבנק המרכזי ואילו הפיקוח על התנהגותם העסקית והגנה על הצרכנים ירוכז תחת רשות ייעודית או במשרד האוצר. ככלל, רמת הפיקוח על המערכת הפיננסית בארץ נמצאה כמספקת בהתמודדות עם המשבר. כמו בארה"ב כך גם בארץ נמצאו מקרים של קושי בהגדרת תמונת המצב האמיתית מהמאזנים, אולם תופעה זו היתה בארץ בהיקף מאד מצומצם. הצורך לבטא במאזנים את כל הפעילות הפיננסית הוא אחד הלקחים המשמעותיים ביותר של המשבר. העדר רישום מדויק של כלל הפעילות במאזנים תרמה מאד לחוסר היכולת להעריך סיכונים יחסי מינוף גבוהים.

במהלך הדיון הועלתה טענה לפיה גורמי הממשל בארץ התקשו בגיבוש מדיניות תגובה והתמודדות עם המשבר. בהמשך לטענה זו הוצעה קביעה של היערכות מוקדמת למשברים אפשריים הכוללת ניטור אינדיקטורים המצביעים על התהוותו של משבר וקביעה א-פרורית של המדיניות להתמודדות עמו. למול טענה זו הוצגה עמדה שציינה כי מה שנראה לכאורה כ"התנהלות" עצמית של המשבר היה למעשה כניסתם לפעולה של מנגנוני ייצוב "אוטומטיים", בעיקר שיעור הגירעון וההוצאה הציבורית מהתמ"ג, שבדיעבד הוכיחו עצמם כמכשירים יעילים ונכונים.

סוגיה נוספת, רלוונטית מאד בביתוח ההתמודדות של המשק הישראלי עם המשבר, נוגעת לנושא שער החליפין ובמיוחד למדיניות רכישת המט"ח של בנק ישראל. יש לציין כי מדיניות זו מתנהלת במקביל לעודף משמעותי במאזן התשלומים השוטף. בשנת 2009 הגיע העודף במאזן השוטף להיקף של 7.2 מיליארד דולר, שבמונחי תוצר מדובר על 3.7% מהתוצר. במקרה הישראלי משמעותו של העודף בחשבון השוטף שונה ממשעותו במשקים גדולים בעולם. העודף מעיד רק על שיפור בגירעון חשבון הסחורות ומגלם את הירידה במחיר הנפט, ובעיקר ונובע בעיקר מעודף גדול בחשבון השירותים ותשלומי העברה. משמעותו של העודף היא כמובן הורדת רמת הסיכון של נכסים ישראליים וכן הצבר כמויות גדולות של מט"ח. בדומה לתפישה הרווחת במדינות אחרות בעולם הצבר רזרבות המט"ח הוא אחד מאמצעי ההגנה שיעמדו לרשות המשק במשבר הבא, ובכך תורמות הרזרבות לחוסן הלאומי. יחד עם זאת לרזרבות אלה משמעות משקיות שליליות הנוגעות לירידה בערך הדולר מול השקל וכן לריבית אותה יצטרך בנק ישראל לשלם בגין החזקתן. בנק ישראל סופג את עודפי המט"ח הנמצאים במשק תמורת שקלים אותם הוא צריך לספוג ולשלם עליהם ריבית. בהיקפים כה גדולים מדובר בעלות גבוהה בעלת משמעותית תקציביות.

בנוגע לנושא שער החליפין נטען בדיון בכנס כי יש לשנות את מודל ריווחיות היצוא מהתבססות כה גדולה על מרכיב שער חליפין ויש לשפר את הריווחיות באמצעות המשך התייעלות וחיידוד המרכיב החדשני במוצרי היצוא. הבעיה ממנה סובל המשק הישראלי משותפת למשקים קטנים נוספים בעולם הנהנים מעודף חיובי בחשבון השוטף. צוין כי סחורות ושירותים בעלי מרכיב חדשנות ואיכות גבוהה רגישים פחות לעלייה בשער המטבע המקומי. עוד צוין כי בנק ישראל מתערב למעשה רק במרכיב הדולרי של המסחר במטבע חוץ בעוד שתמונה מדויקת מתקבלת למעשה מהשוואה ל"סל המטבעות" שרמת השליטה של בנק ישראל לגביו היא נמוכה.

מדיניות ורגולציה ביחס לחסכון ארוך טווח – פנסיה

כיום במדינת ישראל מושקעים כ-800 מיליארד שקלים בתכניות מיועדות לחיסכון ארוך טווח. מתוכן כ-260 מיליארד שקלים בקרנות הפנסיה הוותיקות ו-110 מיליארד שקלים בביטוחי חיים. למרות שנושא הפנסיה הוא בעל משמעות אישית, חברתית ולאומית ניכרת, ולמרות ההיקף העצום של הכספים המעורבים בו קיימים ביחס לנושא זה פערי מידע גדולים ושיח ציבורי שטחי.

מעט מאד אנשים הם בעלי המיומנות המקצועית לקרוא מאזנים ודיווח של קרנות פנסיה. רוב הציבור, ואף חלק ניכר מהיועצים הפנסיונים, מבצעים קבלת החלטות ביחס לנושא הפנסיה על סמך נתוני תשואה בלבד. ההסתמכות הבלעדית על נתוני התשואה היא דוגמה למורכבות ולבורות של הציבור בכל הקשור לפנסיה. תשואה שנתית למשל איננה משקללת נתונים של "ערך פדיון", או מבחינה בין מרכיבים בעלי משמעות שונה לעמיתים שונים. שיטת הדיווח הנוכחית לעמיתים אינה כוללת הכללה של רכיבי ריבית לתשואה ופדיון עתידי.

המשבר הכלכלי האחרון גילה לציבור מימדים בחסכון הפנסיוני אליהם כלל לא היה מודע, בעיקר בכל הנוגע לרמת הסיכון אליה חשופה הקרן. לעומת ענף הביטוח, בתחום הפנסיה כמוצר, הסיכון הטמון בהשקעות הקרן נופל כולו על העמית. לעומת מבטחי משנה ופעולות חיתום הנהוגות בתחום ביטוח החיים, בענף הפנסיה לא קיימים מנגנונים להבטחת כספי העמיתים וערכם, אפילו לא ביחס לקרן. מלבד פתרון בצורה של אג"ח מיועדות לא ניתן כיום לפתור בעיה זו בעלות סבירה. עלותם של מנגנונים להבטחת שווי פדיון לטווח ארוך, אפילו על הקרן בלבד, צפויה להיות נכבדה ולהגיע למחצית מדמי הניהול. אג"ח מיועדות מחזירים למערכת את אחריות המדינה, צעד בעל משמעויות משלו על התנהלות השוק, כמו כן "רשת הביטוח" שמעניקות האג"ח המיועדות היא מוגבלת.

המשבר האחרון עורר דיון לגבי רמת ואופי הרגולציה הנדרשת בתחום הפנסיה והחיסכון ארוך הטווח בכללותו. המשבר חשף צורך בהתערבות המדינה בהגנה על השווקים הפיננסיים ובעיות משמעותיות באופן הערכה וניהול הסיכונים במערכת. התערבות ממשלות בעולם לחילוץ בנקים ומוסדות השקעה מהמשבר יביא בהכרח להעמקת הפיקוח והרחבת הרגולציה. יש לכך הצדקה נורמטיבית. יחד עם זאת יש לשמור על איזון נכון שמצד אחד יאפשר פיקוח אפקטיבי ומצד שני יאפשר התפתחות עסקית. כספי הפנסיה הם "שחקן" חשוב מאד בשוק ההון. קרנות הפנסיה הוותיקות למשל מזרימות מדי שנה לשוק ההון כספים בהיקף של 6-7 מיליארד שקלים.

בדיון הפרטני על מאפייני הרגולציה החדשה לשוק הפנסיוני, הועלה ה"מודל הצ'יליאני" כמודל מוביל. עפ"י המודל, ככל שעולה גיל העמית ואופק הפנסיה שלו מתקצר כך יורד מרכיב הסיכון בחסכון הפנסיוני שלו. מטרתו של מודל זה היא ליצור מצב לפיו יתקבעו הנכסים הפנסיוניים של עמיתים לקראת גיל הפרישה כנכסים חסרי סיכון באופן המגדר אותו מהתנודות בשוק ההון. יש לציין כי מודל זה הופך את החיסכון הפנסיוני לחסר סיכון אמנם אך לבעל תשואה נמוכה באופן שעלול ליצור פער משמעותי בין הפנסיה שיקבל ובין שכרו ערב הפרישה.

בחינה של נושא הפנסיה והחיסכון ארוך הטווח מעלה שורה של שאלות תיאורטיות שייתכן ומצריכות מענה והגדרה רגולטורית. בגלל מסגרת הזמן הארוכה מאד של החיסכון/השקעה הפנסיוני מושג ה"סיכון" הופך לקשה מאד להגדרה, במיוחד על רקע הקושי לבחון ביצועים. כמו כן קיים קושי בהגדרה וקביעה של הפרמטרים המשמשים לחישוב מהוון של כספי פנסיה וערך הפדיון שלהם. קיימת אי-אחידות בקביעת ה"עוגנים" המשמשים לחישוב האקטוארי, כך למשל מתקיים פער משמעותי (לעתים של 20%-30%) בין חישוב המתבסס על אג"ח ממשלתי ובין כזה המתבסס על אג"ח מסוג AA. יש לציין בהקשר זה כי הנורמה לפיה מתבצע התכנון הפנסיוני על בסיס "קצבת מטרה" אינה משקפת מציאות עתידית מוצקה. בעיות אקטואריות משמעותיות נוספות נובעות מההתארכות המשמעותית בתוחלת החיים הממוצעת.

מבחינה רגולטורית מקבלת הגדרת הסיכון מימד אופרטיבי נוסף ביחס למדיניות ההשקעות של הקרן. מהי מידת החופש של קרנות להשקיע בפירמות ובפעילויות שונות במשק, נדל"ן מניב למשל? . בהמשך לשאלה זו הועלו שני היבטים בעייתיים העשויים להעיד על מבנה רגולציה מעוות:

1. נטען כי למרות שמרבית החיסכון ארוך הטווח מרוכז בידי קרנות הפנסיה הרי ששאר מוצרי החיסכון ארוך הטווח (גמל, "ביטוח מנהלים") הם מוצרים תחליפיים ולכן צריך להנהיג כלפי כולם רגולציה אחידה וכללי מס אחידים.

2. המצב הנוכחי לפיו הפיקוח על שוק ההון והביטוח מתבצע ממשרד האוצר עלול ליצור ניגוד אינטרסים בין רצון למשל של הממשלה לעודד השקעות בפירמות במשק ובין מחויבותה לשמור על רמה מסוכנת של סיכון בניהול החיסכון ארוך הטווח של האזרחים.

ביחס למיקום הסמכות המפקחת במשרד האוצר נטען כי המציאות מעידה כי מיקום הפיקוח לא גרע ממחויבותו כלפי העמיתים. יתר על כן, המצאותו של הפיקוח במסגרת ביצועית אף מקל על יישום צעדים לטיפול בכשלים ובעיות. הטיפול במשבר קרנות הפנסיה ו"רפורמת בכר" הן דוגמאות לכך. בהקשר זה צוינה העלאת תעריפי הביטוח לאופנועים כאינדיקציה לעצמאות אגף הביטוח שוק ההון באוצר שעמדו בפני לחצים פוליטיים חזקים מאד ביחס לנושא זה.

בשולי הדיון נדון רעיון ה"מסלקה הפנסיונית" כמנגנון שתכליתו שכלול ענף הפנסיה והטבת מצבם של העמיתים. יצירת תקן אחיד לרישום ודיווח על הפעולות הקשורות בכספי הפנסיה יקל על ניתוח, השוואה, שיערוך ומבעבר בין קרנות פנסיה ויגביר את התחרותיות בשוק. הבנקים, התומכים מאד במהלך, פועלים בשנים האחרונות להכשרת כח אדם מקצועי שיוכל להעניק ללקוחות בסניפים ייעוץ פנסיוני אובייקטיבי הכפוף לפיקוח ולבקרה.