

גלובס מחקרים

הופכים ידע לתועלת

בשיתוף:

PRICEWATERHOUSECOOPERS

קסלמן וקסלמן

העולם הבא;

המשבר מאיץ שינויים דרמטיים בכלכלה הגלובלית.
כיצד ייראה היקום הכלכלי של מחר?



מחקר מיוחד, דצמבר 2009

ההתפתחויות בשוק ההון: אתה יודע יותר!

סדרת מחקרים
מיוחדת של
גלובס מחקרים
בשיתוף קסלמן
וקסלמן, PwC ישראל



סיכון מחושב: שינויים באפיקי
ההשקעה של המוסדיים
בעקבות המשבר



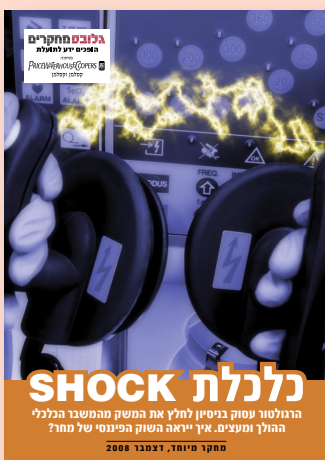
עונת מעבר: מדריך מיוחד לעידן
הניוד הפנסיוני המלא



חוק וסדר: ממשבר להסדר?
שוק אגרות-החוב הקונצרניות
הדור הבא



חשבון סולידי: מדריך מיוחד
לניווט בעולם התשואות
הנמוכות



כלכלת SHOCK: הרגולטור
עסוק בנסיון לחלץ את
המשק מהמשבר הכלכלי
ההולך ומעצים



המט"ח הגדול: מדריך מיוחד
על השינויים במגרש הפיננסי
הגדול בעולם

תוכן עניינים

4	תמצית מנהלים העולם הבא	•
6	ממשבר לצמיחה בין צמיחה שברירית לצמיחת בת-קיימא	1
14	איזון מחדש בכלכלה הגלובלית 'אסטרטגיית היציאה' ממדיניות החירום הכלכלית	2
22	תמורות ביחסים הבינלאומיים הכלכלה הגלובלית ביום שאחרי המשבר	3
28	רגולציה דינאמית על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים	4
36	סיכום ישראלי המשק המקומי בסדר הכלכלי החדש	•

תודות:

תכני מחקר זה מתבססים על שורה ארוכה של דיונים אשר התקיימו בפורומים שונים במהלך הכינוס השנתי של קרן המטבע הבינלי וכן על דו"חות ומסמכים של גופים בינלי מובילים. בנוסף, בעת עריכת המחקר זכינו לסיוע רב ממספר אנשים ומוסדות. תודה ראשונה שמורה לחברינו-שותפינו מקסלמן וקסלמן, PwC ישראל - שלום סופר - אשר הערותיו העשירו את המחקר, ועזרו להבנת סוגיות מורכבות, וכן לצור פניגשטיין, מנכ"ל משותף בקסלמן פיננסים. תודה נוספת לקרן המטבע אשר נתנה בידינו אפשרות לשוחח עם כמה מהאנשים שמעורבים בכתיבת הדו"חות השונים עצמם. לסיום נודה לנגיד בנק ישראל, סטנלי פישר, ולבנק ישראל עצמו על הסיוע הרב והנכונות להבהיר סוגיות שונות. כרגיל, האחריות על תוכן המחקר היא על כותביו בלבד.

חוקר: אבי טמקין, מנהל גלובס מחקרים
ייעוץ מחקרי: שלום סופר (רו"ח), ראש תחום הערכות שווי ואסטרטגיה, קסלמן פיננסים, PwC ישראל;
צור פניגשטיין (רו"ח), שותף, מנכ"ל משותף קסלמן פיננסים, PwC ישראל
עורך: גיל שלמה, עורך גלובס מחקרים

• **עיצוב גרפי:** דנה זילברמן, רונן משי • **עריכה לשונית:** איילה זמרוני • **אינפוגרפיקס:** מיטל תיתן, אורית דיל
 • **שער:** istockphoto • **מנהל סטודיו:** אילן יחזקאל • **מנהל יצור:** עמי אוחנה • **מנהל הפיתוח העסקי:** שמוליק קלמי

• **קסלמן וקסלמן, PwC ישראל:** עדי באריל, סמנכ"ל שיווק ופיתוח עסקי; טל יעקובי-קונפינו, מנהלת מחלקת שיווק

תמצית מנהלים

תחזיות הצמיחה הגלובלית (שינוי באחוזים בהשוואה לשנה קודמת)

תחזית 2010	תחזית 2009	2008	2007	
1.5	-2.7	0.4	2.1	ארה"ב
0.3	-5.3	1.2	2.5	גרמניה
1.7	-5.4	-0.7	2.3	יפן
9.0	8.5	9.0	13.0	סין
6.4	5.4	7.3	9.4	הודו
3.1	-1.1	3.0	5.2	עולם

מקור: IMF; דו"ח התחזית הכלכלית העולמית; אוקטובר 2009

תוכן הפגישות בין ראשי מדינות והצהרות של קובעי מדיניות, מתפרסמות מדי יום ביומו, ויהיה זה בלתי אפשרי לעדכן את הכתוב בגוף המחקר ממש עד פרסומו. שנית, המחקר אינו מתיימר לספק כיסוי עיתונאי של המאורעות; על כך אמון גלובס, כעיתון. לפיכך, בגוף המחקר נעשה שימוש מוגבל במידע הנובע משטף הפגישות והאירועים אשר נערכו בשבועות האחרונים, שלא שינו את התכנים של גוף המחקר ו/או את מסקנותיו.

מבנה המחקר

המחקר כולל ארבעה פרקים עיקריים ופרק נוסף, מעין סיכום, אשר מנסה לבחון את תוכן ארבעת הפרקים מנקודת מבט ישראלית.

פרק 1: במוקד הפרק ניצבות התחזיות הכלכליות לשנת 2010, ומוצגות בו שתי שאלות מרכזיות: מה הם הסיכויים לכך שהעולם ייצא באורח סופי מהמיתון כבר בחודשים קרובים? ומה הם התנאים לכך? באותה נשימה נציין, כי עתה מתחזרים ביתר שאת הבדלים ניכרים בין מדינות העולם בקצב הצמיחה הכלכלית העתידית, כמו גם חלוקה מחודשת של העוצמה הכלכלית. בחלק האחרון של הפרק מוצגים שני תרחישים לעתיד הקרוב: האופטימי, מצייר את סין והודו כחלוצות ההתאוששות הגלובלית; הפסימי, מתאר את ארה"ב גוררת עמה את העולם למיתון נוסף.

לפני שנה פרסם גלובס מחקרים, בשיתוף קסלמן וקסלמן, PwC ישראל, מחקר מקיף – תחת הכותרת "כלכלת SHOCK" – אשר עסק בשינויים הצפויים בהסדרה הפיננסית בעולם בעקבות המשבר הכלכלי החריף. באותם ימים, שבועות ספורים לאחר הקריסה של ליהמן ברדרס, נראה היה שהכלכלה העולמית ניצבת על-פי תהום, וכי המשבר צפוי להידמות ל"שפל הגדול" שאליו הידרדר העולם בשנות ה-30 במאה הקודמת. חלפה שנה, העולם שרד, ובמספר משקים ניתן כבר לזהות ניצנים של חזרה לנורמליות. עם זאת, איש אינו יכול להבטיח שהמשבר לא ישוב או שהמשק הגלובלי לא ייקלע לסערה מחודשת. המחקר הנוכחי נע על קו התפר בין התאוששות שברירית לצמיחה בת-קיימא, תוך בחינה של הסוגיות המרכזיות הניצבות עתה במוקד תשומת הלב של קובעי המדיניות:

- התחזיות הכלכליות לשנת 2010;
- צעדי המדיניות שמציעים גופים בינלאומיים במטרה להיחלץ סופית מהמשבר;
- טיב היחסים הכלכליים בין יבשות, גושים ומדינות ביום שלאחר המשבר;
- הסדרה פיננסית – תת-נושא בסוגיית המדיניות הכלכלית אשר ממשיך לתפוס מקום מכובד בסדר היום של קובעי המדיניות בעולם.

בניגוד למחקרים קודמים של גלובס מחקרים, מחקר זה אינו מתבסס על שיחות עם מרואיינים, כי אם על עשרות דו"חות רשמיים שהנפיקו המוסדות המעורבים בעיצוב המהלכים הכלכליים אשר נועדו להחזיר את העולם למסלול של צמיחה. מדובר בעיקר בפרוץ ה-G-20, המשקים הגדולים בעולם, ובקרבן המטבע הבינלאומית. נציין, כי פסגת ראשי הממשלות והנשיאים של ה-G-20 נערכה בפיטסבורג בארה"ב בספטמבר 2009, כאשר ימים ספורים לאחר מכן נערך הכינוס השנתי של הקרן באיסטנבול. במחקר שלפניכם נעשה שימוש במסמכים אשר הופקו לקראת שני כנסים אלה, תוך הסתייעות בידע המבוסס על שורה ארוכה של הרצאות, פאנלים וסמינרים אשר נערכו במהלך התכנסות ועידת קרן המטבע באיסטנבול. הערות נוספות בנוגע לבניית המחקר – בעתות משבר ההתפתחויות,

תמצית מנהלים

סיכום ישראלי: בסייפא של המחקר נבקש להבין כיצד המהפכות המתרגשות על הכלכלה הגלובלית צפויות להשפיע על ישראל. זוהי שאלה קריטית, שכן בחודשים האחרונים נדמה, כי קיימת בקרב חלקים מהציבור בישראל תחושה שהמשבר חלף; ולכן, למה שמתרחש בעולם אין נגיעה למשק המקומי. טענה זו, ייכתב בפרק, משוללת כל יסוד, שכן אירועים והחלטות בחו"ל משפיעים ומשיכו להשפיע באופן חזק מאוד גם על המשק הישראלי הקטן.

פרק 2: פרק זה, אולי המרכזי בסקירה זו, עוסק בשתי סוגיות מפתח אשר יקבעו, בין היתר, את התוואי שבו תצעד הכלכלה העולמית בשנים הקרובות:

- "אסטרטגיית היציאה" – הכוונה לתיאום בין מדינות העולם לקראת הפסקה של תוכניות ההמרצה וההרחבה הפיסקאליות שבהן נעשה שימוש מאסיבי כדי למנוע שפל כלכלי. הסוגיה מקבלת משנה חשיבות בצל גירעונות ממשלתיים תופחים במספר מדינות מפתח אשר יחייבו ממשלות, במיוחד במדינות מתועשות, לנקוט אמצעים שונים כדי למנוע עלייה חדה בתשואות האג"ח הממשלתיות לטווח ארוך, ואף משבר אמון בנוגע למדיניות הכלכלית שלהן.
- "איזון מחדש של הכלכלה הגלובלית" – מדובר בעיקר בתביעה המוכרת מהנהגת סין, וממשלות אחרות באסיה המזרחית, להסכים לייסוף המטבע שלהן, ולאיימוץ מודל חדש של פיתוח כלכלי, המבוסס הרבה יותר על צריכה, והרבה פחות על ייצוא. הסיבה לדרישה זו היא ההכרה בכך שהצרכן האמריקני יקטין בעתיד הקרוב את ההוצאה הפרטית ויחסוך אגב כך הרבה יותר, דבר שייצור צורך במקור אחר לביקושים, תוך איזון נכון יותר בין ייבוא וייצוא בקרב שורה של מדינות מפתח. ההשלכות שיהיו להכרעה בסוגיה זו מרחיקות לכת.

פרק 3: הנחת היסוד בסוגיית האיזון מחדש של הכלכלה הגלובלית, ליבת הפרק השלישי, היא שהמשקים ה"מתעוררים", בעיקר באסיה, ייהנו מעוצמה גוברת, בד בבד עם עלייה במשקלם בתוצר העולמי. הפרק עוסק בשאלת תפקיד הגופים הבינלאומיים במערכת הכלכלית הגלובלית, ובשאלת המשילות במערכת. בסוף הפרק תוצג התייחסות קצרה למעמדו של הדולר האמריקני במערכת הגלובלית במרוצת השנים הקרובות כאשר נראה שלמספידים אותו אצה הדרך.

פרק 4: בפרק זה יטופלו סוגיות המפתח שיעסיקו את קברניטי ההסדרה הפיננסית, החל מטיפול בסיכון עודף במערכת, וכלה ב"סיכון מוסרי". בראש ובראשונה נשאלת השאלה כיצד ניתן יהיה לטפל בעתיד בבנקים גדולים מאוד בכל משק ומשק. הכוונה היא למוסדות פיננסיים שנחשבים ל"גדולים מדי מכדי לתת להם ליפול", על כל ההשלכות שיש לכך על האפשרות שגופים אלה ייטלו על עצמם סיכונים גדולים מדי.

פרק 1

ממשבר לצמיחה

רק לפני שנה היה העולם על סף תהום כלכלית. הודות לצעדים פיסקאליים ומוניטאריים חסרי תקדים הפך השפל למיתון, וסימני ההתאוששות הולכים ומתגברים. ● השאלה החשובה של 2010: כיצד דואגים שהצמיחה השברירית תהפוך לצמיחה יציבה ובת-קיימא?



1 ממשבר לצמיחה - בין צמיחה שברירית לצמיחה בת-קיימא

הרחבה פיסקאלית דרמטית ותוכניות המרצה למגזר הריאלי. מהלכים אלה, אשר כמעט לא התחשבו במגבלות תקציביות, הצליחו לעורר מחדש את הביקושים במשקים השונים.

הרחבה מוניטארית חסרת תקדים. כפועל יוצא מהמדיניות המרחיבה ירדו הריביות לרמות שפל היסטוריות במקביל להזרקה ישירה של נזילות למערכת הפיננסית. הנזילות המוגברת לצד הריביות הנמוכות יצרו ביקושים בשוקי ההון ואוששו את מחירי ני"ע בשווקים רבים, עד כדי יצירת "ראלי" אשר קיזז חלק מההפסדים אשר נצברו בתיקים המוסדיים.

ניסיון לבלום את התרחבות האבטלה. דו"ח של ארגון העבודה הבינלאומי שהוצג במסגרת פסגת פיטסבורג קבע, כי המדיניות הפיסקאלית המרחיבה ותוכניות ההצלה הצילו 7-11 מיליון משרות ב-20 משקי ה-G-20 לבדם. הסקר אשר כלל בחינה של הפעולות הממשלתיות ב-54 מדינות מצא, כי ששת האמצעים הנפוצים ביותר להגנה על משרות היו הוצאה על תשתיות, סובסידיות שונות, הקלות מס ואשראי לעסקים קטנים, תוכניות להכשרה מקצועית, התייעצויות עם ארגוני מעסיקים ועובדים וכן הנהגת רשת ביטחון חברתית באמצעות תשלומי העברה.

הפירמות בנו את המלאים מחדש. פירמות רבות החליטו לבנות מחדש את המלאים שלהן לאחר שאלה ירדו לשפל חסר תקדים במהלך החודשים האחרונים של 2008 והרבעון הראשון של 2009. ייתכן מאוד שהפירמות העריכו שהן ביצעו "הערכת יתר" לעוצמת המשבר ולאורכן, ולכן החליטו לתקן כלפי מעלה את היקף המלאים. מרבית האנליסטים בעולם תמימי דעים ביחס לעובדה שתהליך זה לבדו יצר ביקושים נוספים, אך קיימת שאלה לגבי מועד סיום המהלך.

תוכנית ההמרצה הסינית. לציון מיוחד ראוייה התוכנית הממשלתית הסינית בהיקף של 586 מיליארד דולר אשר הושקה בנובמבר 2008 וכללה הרחבה ניכרת של האשראי למגזרי הייצור. התוכנית הניעה את גלגלי המשק הן בסין והן במשקים אסיאתיים אחרים. הדבר מסביר, לפחות באופן חלקי, את העלייה בשיעורי הצמיחה בעולם במחצית השנייה של 2009.

נקודות אלו עשויות לשמש כרקע להבנת ההתפתחויות במרוצת החודשים האחרונים - התגברות הפעילות הכלכלית ותחושה שהמיתון חלף. המפנה בפעילות הכלכלית החל להסתמן כבר ברבעון השני של 2009, והמגמה אף הוצאה ברבעון השלישי. על-פי אומדני קרן המטבע צפויה כלכלת העולם לגדול ב-3.1% ב-2010 לאחר צמיחה שלילית של 1.1% ב-2009.

א ווירה קודרת ותחושת חירום כלכלית - אלו היו הלכי הרוח בעולם ברבעון האחרון של שנת 2008 מיד לאחר קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס. השווקים נראו אז על סף התמוטטות, קווי אשראי התייבשו בן-לילה, בנק אחר בנק נקלעו לקשיים, ורבים מאותם בנקים כלל לא שרדו את אותם שבועות. עד מהרה התברר, כי גם גופים פיננסיים לא-בנקאיים נקלעו למצוקה, וכי נזילות שוק נגזרי האשראי התנדפה לגמרי. גם הכלכלה הריאלית לא "הכזיבה" ובתפוקות ובביקושים נרשמו ירידות חדות במקביל לגידול מהיר באבטלה. נראה היה, כי אנו ניצבים לפתחו של המשבר הכלכלי הגלובלי החרף ביותר מאז שנות השלושים של המאה הקודמת.

קריסת ליהמן ברדרס שינתה באחת את תפיסת המשבר הפיננסי אשר החל בארה"ב בקיץ 2007. המשבר אשר נתפס בעיקר כמשבר נזילות הפך בחטף למשבר שבו המוסדות הפיננסיים הגדולים ביותר בעולם - גופים בנקאיים ושאינם בנקאיים - מצויים במצב של חדלות פירעון. שיעור הצמיחה בעולם ירד מ-5.2% בשנת 2007 ל-3% בשנת 2008, ועל-פי אומדנים של קרן המטבע הבינלאומית, ב-2009 תירשם צמיחה שלילית של 1.1%.

הירידה בתוצר לוותה גם בירידה חדה בהיקף הסחר העולמי אשר התרחב ב-3% בלבד ב-2008 וצפוי השנה להצטמק בשיעור חד של 11.9%. גם שוק העבודה הגיב במהירות למשבר, ושיעורי האבטלה העמיקו לרמות של כ-10% בארה"ב ובאירופה, ומעל ל-5% ביופ, לעומת רמות של 4.5%, 7.5% ו-3.8%, בהתאמה, בשנת 2007.

התרופות הפיסקאליות והמוניטריות פעלו

יותר משנה חלפה מאז אותה קריסה, של בנק ההשקעות הוותיק, המערכת הכלכלית שרדה והעולם החל להתאושש מהמיתון החרף. כל הסימנים מראים, כי האחראים להתאוששות הם הממשלות והבנקים המרכזיים אשר השיקו תוכניות חירום, הורידו את הריביות לשיעורים אפסיים, הרחיבו את התקציב והזרימו מאות מיליארדי דולרים להצלת מוסדות פיננסיים גדולים. המינונים השתנו ממדינה למדינה וממשק למשק, אך המהלכים כללו בעיקר:

- תוכניות הצלה רחבות היקף למגזר הפיננסי.** התוכניות אשר מנעו התמוטטות של גופים פיננסיים מרכזיים בארה"ב ובאירופה כללו הזרמת הון, הגברה של הנזילות, מתן ערבויות וכן טיפול בנכסים "רעילים" במאזני הבנקים. הטיפול באותם נכסים כלל החלפה שלהם תמורת אג"ח ממשלתיות או הקמת בנק "רע" לקליטתם. העלות הכוללת בגין אותן התחייבויות ממשלתיות הגיעה לרמה השקולה לכ-7% מהתוצר של מדינות ה-G-20.

1 ממשבר לצמיחה - בין צמיחה שברירית לצמיחה בת-קיימא

עיקר הצמיחה יהיה באסיה המזרחית. על-פי התחזיות שפרסמה בסוף ספטמבר קרן המטבע, הצמיחה בסין אמורה לחזור לקצב שנתי של 9% ב-2010, לאור המשך השפעת תוכנית ההמרצה והגידול בייצוא. אזור אסיה המזרחית¹ כולו אמור לחזור לקצב צמיחה שנתי ממוצע של יותר מ-7% בשנה הבאה.

גם באירופה התמונה אינה אחידה. במדינות האיחוד צפויה להירשם צמיחה ממוצעת כמעט אפסית ב-2010, תולדה של החולשה הכללית במשקים של בריטניה, אירלנד וספרד. מדינות אחרות ביבשת צפויות לרשום שיעורי צמיחה נמוכים עקב ביקושים ממותנים, השקעה נמוכה וגידול איטי בסחר חוץ. כלכלות המדינות המזרח-אירופיות ימשיכו להתכווץ ב-2010 בשיעורים שבין מינוס 0.1% לבין מינוס 3.7%. ארה"ב צפויה להתמקם בין שני הקטבים - בין הקוטב האירופי לאסייני - כאשר על-פי תחזיות הקרן תצמח הכלכלה הגדולה בעולם בקצב של עד 2% ב-2010, אך היא תציג צמיחה חיובית בכל זאת בזכות המשך תוכניות ההמרצה והביקושים במשקים "מתעוררים".

משקים הנהנים מ"חסינות" כלכלית

החלוקה השלישית פחות "מיידית", אך בולטת לא פחות וקשורה אף היא למשבר בדובאי. מדובר בהבדלים בין מדינות אשר צלחו את שיא המשבר עם נזקים פחותים יחסית - פגיעה נמוכה יותר בצמיחה והתאוששות מהירה יותר, התאוששות בייצוא, גירעון פיסקאלי קטן יותר, עלייה קטנה יותר של שיעור החוב בתוצר ופגיעה קטנה יחסית במגזר הפיננסי - לבין משקים אשר תלויים בהרחבה פיסקאלית, בעלי מגזר פיננסי פגיע, ועלייה חדה בשיעור החוב בתוצר. ארבעה פרמטרים מרכזיים מסבירים את השונות בין המדינות בהקשר זה:

- העודף/גירעון הפיסקאלי;
- העודף/גירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים;
- רמת המינוף של המגזר הפיננסי בכלל, והמגזר הבנקאי בפרט;
- קיום של בועה ערב המשבר בשוקי הנכסים בכלל, ובשוק הנדל"ן בפרט.

יודגש, כי חלוקה זו נוגעת גם לתנודתיות של שיעורי הצמיחה והתעסוקה במשקים שונים. משקים מהסוג הראשון, בהם ישראל, ספגו טוב יותר את הזעזועים שגרם המשבר ולכן לא יידרשו לבצע התאמות פיסקאליות חריפות אשר יביאו לצמצום שיעורי הצמיחה בטווח הבינוני.

צמיחה בעירבון מוגבל

הדיון האמור הדגיש את העובדה שבאותם משקים אשר נכנסו למשבר בעמדה "נחותה" מבחינה פיסקאלית ו/או עם רמות מינוף גבוהות יחסית תהליך ההתאוששות צפוי להיות שברירי. השאלה המרכזית היא

העולם אינו מקשה אחת

אחד מהגורמים להחרפה המהירה של המשבר ברבעון האחרון של 2008 ובתחילת 2009 היה ההיזון החוזר החזק בין המשקים השונים בעולם, כפועל יוצא מהגלובליזציה, כך שהמשבר זלג ממקום למקום במהירות רבה. תהליך דומה, אם כי בכיוון הפוך, התרחש החל מהרבעון השני של 2009, ובמיוחד במהלך הרבעון השלישי של השנה, כך שגם ההתאוששות חלחלה ביעף למשקים רבים בעולם. עם זאת, כדאי לשים לב להבדלים אשר קיימים בין המשקים השונים, ונציג כאן מספר חלוקות אפשריות.

משקים "מתעוררים" מול משקים מפותחים

חלוקה ראשונה ו"מסורתית" היא בין משקים "מתעוררים" לבין משקים מתועשים. קרן המטבע, למשל, מעריכה שהמשקים המתועשים יצמחו ב-2010 בקצב של 1.3%, לעומת קצב של 5.1% בקרב המשקים ה"מתעוררים" בתקופה זו. יצוין, כי אומדנים אלה חושבו קודם לפרסום נתוני הרבעון השלישי אשר הצביעו על התאוששות מהירה מהצפוי. בארה"ב, הכלכלה הגדולה בעולם, התרחב התמ"ג ברבעון השלישי בקצב שנתי של 3.5%, ולכן יש ציפייה שהקרן תעדכן כלפי מעלה את התחזיות בסוף הרבעון הראשון של 2010. הערכות אלה נשמעו קודם לפריצת משבר החוב של דובאי, אשר התריעה בנובמבר 2009 על סכנה לחדלות פירעון, מהלך שהעלה את מפלס החששות ביחס לחלק מהמשקים ה"מתעוררים".

משקים באסיה לפני כולם?

משבר דובאי הזכיר לעולם שגם המשקים ה"מתעוררים" עצמם אינם עשויים מקשה אחת. לכן, כדאי לעדן את החלוקה השנייה אשר מבוססת על הבדלים בין אזורים שונים במשק הגלובלי, כאשר מקור

מצב החשבון השוטף בכלכלות מפותחות

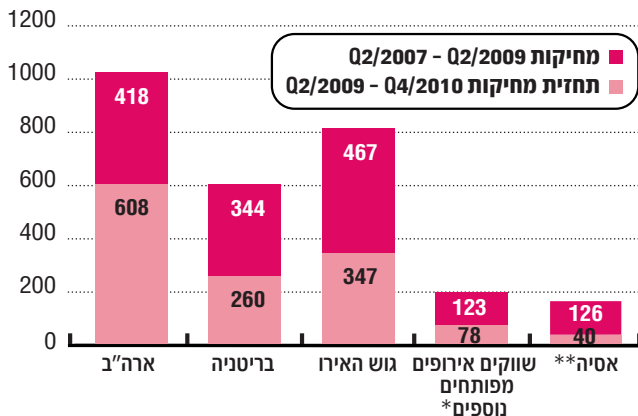
(באחוזי תוצר)

תחזית 2010	תחזית 2009	2008	2007	
-2.2	-2.6	-4.9	-5.2	ארה"ב
3.6	2.9	6.4	7.5	גרמניה
-1.4	-1.2	-2.3	-1.0	צרפת
2.0	1.9	3.2	4.8	יפן
-1.9	-2.0	-1.7	-2.7	בריטניה
2.4	3.2	1.0	2.8	ישראל

מקור: IMF; תחזית פיננסית עולמית; אוקטובר 2009

1 ממשבר לצמיחה - בין צמיחה שברירית לצמיחה בת-קיימא

מחיקות ותחזית מחיקות במערכת הבנקאות העולמית (מיליארדי דולרים)



* כולל דנמרק, איסלנד, נורווגיה, שוודיה ושווייץ ** כולל אוסטרליה, הונג קונג, יפן, ניו זילנד וסינגפור מקור: IMF דו"ח היציבות הפיננסית בעולם; אוקטובר 2009

בדרישה מהבנקים להגדלת הלימות ההון בכלל, וההון הראשוני בפרט, אשר גוררת הקטנה של היצע האשראי. שתי מגבלות נוספות על ההיצע נובעות מכך שהבנקים עדיין מחזיקים במאזנים "נכסים רעילים", והרגולטורים בעולם מצהירים בגלוי שהם עשויים להגביל את רמת המינוף של הבנקים.

כמו כן, ממשלות מתמודדות עדיין עם גירעונות תקציביים גדולים מאוד וחייבות לגייס משאבים בשוק ההון לשם מימון פעילותן תוך תחרות עם המגזר הפרטי, והתוצאות הן קשיים בהעמדת אשראי למגזר הלא-ממשלתי. בעיית היעדר ההון ו/או אשראי רק מתחדדת נוכח צורכי המימון של המגזר העסקי, כאשר על-פי אומדני הקרן צורכי המימון במט"ח של תאגידים בעולם יגיעו לכ-400 מיליארד דולר בשנתיים הקרובות.

על רקע זה, ונוכח לחץ כלפי מעלה על הריבית לטווח ארוך, כפועל יוצא מהגירעונות התקציביים הגדולים, מדגישים מחברי הדו"ח את הצורך לנסח "אסטרטגיית יציאה" מהמדיניות המרחיבה, במיוחד בתחום הפיסקאלי. מצד שני, בקרב המדינות המתועשות שוררת הסכמה, כי יש להמשיך במדיניות מרחיבה, לפחות בעתיד הקרוב.

אין זה בלתי אפשרי לנקוט מדיניות מרחיבה בלי להביא לעלייה בריבית לטווח ארוך, אך לשם כך על הממשלות יהיה לשכנע את הציבור בכל מדינה ומדינה שיש בידן תוכנית ברורה להגביל את הגירעונות, ולצמצם בטווח הבינוני. בלי שמהלכי הממשלה ייתפסו כאמינים אכן צפויה התנגשות בין שני היעדים.

אילו גורמים יכולים לגרום להתאוששות הגלובלית להפוך לשברירית? וכיצד ניתן לטפל בהם? נראה, כי שלושה גורמים צפוי להיות משקל מכריע בקביעת קצב ההתאוששות הגלובלית:

- היקף האשראי הזמין למימון ההתרחבות;
 - המשך ההתאוששות בסחר העולמי;
 - עתיד המדיניות הפיסקאלית ומדיניות התמריצים.
- על שתי הסוגיות הראשונות תורחב היריעה מיד, ואילו עתיד המדיניות הפיסקאלית יידון בהרחבה בפרק הבא.

בעיית האשראי והצמיחה הכלכלית

אחת מהבעיות המרכזיות שממנה תסבול הכלכלה הגלובלית בטווח הקצר והבינוני תהיה מגבלה חמורה של נגישות לאשראי בשל קשיי הבנקים לספק אשראי בהיקפים הדרושים, ובשל המשבר שבו עדיין נתון שוק האשראי החוץ-בנקאי. הבנקים שבו אמנם להלוות והתאגידים חזרו להנפיק אג"ח, אך בדומה לישראל, מדובר בעיקר באשראי לתאגידים גדולים בעלי סיכון נמוך.

המערכת הפיננסית העולמית ממשיכה להתמודד עם חדלות פירעון של גופים עסקיים רבים. באוקטובר 2009 עדכנה קרן המטבע כלפי מטה את תחזית המחיקות של המערכת הפיננסית הגלובלית בעקבות המשבר, ועתה ההערכה היא למחיקות בהיקף מצטבר של 3.4 טריליון דולר בשנים 2007-2010, לעומת תחזית קודמת למחיקות בהיקף של 4 טריליון דולר.

ההערכה היא, שמחיקות הבנקים בעולם כתוצאה מחובות אבודים ומהפסדים בתיקי ני"ע יסתכמו בכ-1.5 טריליון דולר עד סוף 2010, בנוסף למחיקות בהיקף של 1.3 טריליון דולר שכבר בוצעו. בארה"ב לבדה יגיע היקף מחיקות הבנקים ב-2007-2010 לכטריליון דולר, כאשר כ-400 מיליארד דולר כבר נמחקו בין הרבעון השני של 2007 לבין הרבעון השני של 2009 (כולל).

על-פי דו"ח קרן המטבע מספטמבר 2009, מוסדות פיננסיים בעולם מתמודדים עם שלושה אתגרים עיקריים: בנייה מחדש של בסיס ההון; שיפור הרווחיות ממקורות הרווח הקיימים ואיתור של מקורות רווח חדשים³; וכן הסתגלות לעידן שבו התמיכה הממשלתית תופחת בהדרגה. כיום, למערכת הבנקאית יש כבר מספיק הון כדי לשרוד, אך המערכת עדיין מושפעת מתהליך הירידה במינוף אשר מגביל את היקף האשראי המסופק בשעה שהחולשה ברווחיות מקשה על שיקום בסיס ההון.

הגירעון הממשלתי ודחיקת הסקטור הפרטי

קרן המטבע מעריכה עוד, כי בעתיד הקרוב יימשכו הקשיים בקבלת אשראי, למרות הירידה בביקוש מצד משקי הבית. הסיבה לכך נעוצה

1 ממשבר לצמיחה - בין צמיחה שברירית לצמיחה בת-קיימא

התוצאה של מאמצים אלה עשויה להיות פיתוח סוגים שונים של "מודל מדף" - כלומר, מודל של איגוח מוכן מראש אשר ניתן לשליפה וליישום מיידיים במשקים שונים. מודלים מעין אלה חיוניים לפיתוח מחדש של שוק האשראי החוץ-בנקאי וליצירת מכשירים פיננסיים אשר יתמכו בכך ויאומצו על-ידי מדינות שונות תוך התאמה לצרכים של כל מדינה ומדינה. יש לכך חשיבות גדולה מבחינת ישראל, אשר לא תיאלץ לחקות מודלים של מדינות אחרות, אלא תוכל לאמץ, יחד עם מדינות רבות אחרות, את מודל המדף, ולסייע בכך לפיתוח של שוק אשראי חוץ-בנקאי מקומי חזק יותר.

גלובליזציה או מלחמות סחר

הסחר בין מדינות הוא אחד ממנועי הצמיחה המרכזיים בתקופה המודרנית, והדבר נכון במיוחד ב-20 השנה האחרונות עם ההאצה של הגלובליזציה וההסרה של חסמי סחר חופשי אשר יצרו היזון חוזר בין סחר לבין צמיחה. אין פלא, אפוא, שהמשבר הכלכלי הגלובלי התבטא בקריסה של הסחר העולמי החל מהרבעון האחרון של 2008 עם כל ההשלכות שהיו לכך על התעסוקה, ועל ענפי התובלה היבשתית, האווירית והימית בעולם. קריסה זו נבעה מכך שכמעט כל תאגיד בעולם החליט לצמצם, במהירות ובאגרסיביות, מלאים נוכח צפי למיתון חריף וממושך.

על-פי אומדני קרן המטבע, הסחר העולמי יירד ב-2009 ב-11.9%, וישוב ויתרחב ב-2.5% ב-2010. לגבי המדינות המתועשות, התמונה עגומה אף יותר עם ירידה של 13.7% בהיקף הסחר ב-2009, ועלייה של 2%-1.2% ב-2010. מנתונים אלה עולה עוד, כי הסחר העולמי לא יתאושש במהירות. עם זאת, נזכיר, כי הנתונים אשר פורסמו עד סוף אוקטובר 2009 מצביעים על גידול מהיר מהצפוי בייצוא, כך שייטכן שחלק מההשלכות השליליות לגבי הסחר העולמי יקוזו.

במקביל יש להביא בחשבון את ההשלכות של גידול איטי בסחר בין מדינות, במיוחד כאשר חלק ניכר מאסטרטגיית הצמיחה של מדינות שונות - דוגמת סין, יפן וגרמניה - מבוססת על ייצוא. כפי שידגש בפרק הבא, אחד מתרחישי האימים של הכלכלה העולמית הוא של גידול איטי בביקושים או אפילו הצטמקות מחודשת. תרחיש זה יהפוך לריאלי יותר בהיעדר הסכמה בין-מדינית בדבר המדיניות המקור-כלכלית במשקים המרכזיים ו/או בהיעדר הסכמה על רמות רצויות של שערי החליפין, ובמיוחד אלו של הדולר/יואן.

במקרה כזה מתעוררים חששות לא מבוטלים מפני התפתחות של מלחמות סחר, הטלת מכסים ומחסומים נגד ייבוא, ניסיונות לעודד ייצוא באמצעות סבסוד סמוי או אפילו על-ידי ניסיון להביא לפיחות במטבע, בין אם באופן נומינאלי ובין אם באופן אפקטיבי, באמצעות

החייאת שוק האשראי החוץ-בנקאי

סוגיה נוספת הקשורה לשוק האשראי נוגעת למהלכים של הממשלות וגורמי ההסדרה בכל הקשור להנעת שוק האשראי החוץ-בנקאי. בדומה למצב בישראל, קשה עד בלתי אפשרי לראות כיצד ניתן להביא לגידול הנחוץ בהיצע האשראי ללא קיום שוק אשראי חוץ-בנקאי. הצמיחה המהירה בשנים אשר קדמו למשבר התבססה במידה רבה על זמינות אשראי, תולדה של איגוח נכסים ונגזרי אשראי, כאשר המשבר גרם לייבוש מוחלט ופתאומי של השווקים המבוססים על מכשירים אלה.

הסחר בין מדינות הוא אחד ממנועי הצמיחה המרכזיים בתקופה המודרנית, והדבר נכון במיוחד ב-20 השנה האחרונות עם ההאצה של הגלובליזציה וההסרה של חסמי סחר חופשי



לפיכך, אחת ממשימות הרגולציה בחודשים הקרובים תהיה להביא לצמיחה של שוק למכשירי איגוח חדשים, שונים מהגרסה הקודמת. בגרסה החדשה של המכשירים, חלק מהחוב יישאר במאזני הבנק האורז (הפיכת נכסי הבסיס - הלוואות - לכדי מוצר פיננסי) כך שהוא יישא בחלק מהסיכון הכולל. כמו כן, יתקיים צורך במנגנונים ובחוזים אשר יבטיחו שקיפות גדולה יותר של טיב ההלוואות אשר בבסיס האיגוח. הרגולציה תצטרך גם לדאוג לקיום של מסלולות ופלטפורמות אחרות אשר יבטיחו את הסחירות והנזילות של נגזרי האשראי ואג"ח מגובות נכסים, כדי לנסות למנוע "ייבוש" פתאומי ומוחלט של השוק, כפי שאירע בסוף 2008.

ניתן לצפות, כי המאמצים להחייאת שוק זה יימשכו בחודשים הבאים, אך בפני הקברניטים ניצבים מכשולים רבים. אחת מהנחות היסוד של האיגוח הייתה שמכירת הסיכון מהווה מכירה אמיתית אשר מנתקת את הקשר בין הבנק האורז לבין ההלוואות אשר נמכרו לצד שלישי באמצעות אותו איגוח. בפועל התברר, כי הסיכון למוניטין הבנק אילץ את הבנק האורז לרכוש בחזרה נגזרי אשראי שונים.

השאלה מה מידת האחריות של הבנק האורז באשר לאותו חלק מהסיכון אשר יימכר לצד שלישי היא רק חלק מסדרה של שאלות אשר יהיה צורך למצוא להן מענה לפני שהשוק יחזור לחיים. יצוין, כי בנקים מרכזיים וגופים להסדרה פיננסית ימשיכו לנסות להתגבר על מכשולים אלה לאור התפקיד החיוני ששוק אשראי חוץ-בנקאי אמור לשחק בהתאוששות הגלובלית.

1 ממשבר לצמיחה - בין צמיחה שברירית לצמיחה בת-קיימא

הגדולות, אם אלה ייסוגו מהמדיניות המרחיבה בטרם עת, או לא יבינו כיצד לסגת ממדיניות זו, ויגרמו בכך לעליות בתשואות האג"ח מממשלתיות ולחוסר איזון פיננסי מחודש.

בתרחיש האופטימי, המשקים ה"מתעוררים" - במיוחד סין והודו, אך גם מדינות נוספות באסיה המזרחית - יהיו מקור של ביקושים מוגברים



אפשרות נוספת היא שהביקושים הפרטיים באסיה המזרחית לא יעלו די, ובכל מקרה לא יהיה בהם כדי לקזז את ההשפעה של עלייה בשיעורי החיסכון בארה"ב, דבר אשר עלול ליצור לחצים דפלציוניים במערכת הגלובלית. אפשרות שלישית היא שלחצים פוליטיים בתוך המדינות השונות יגרמו לתביעות לצעדים נגד ייבוא, תוך הטלת מכסים או הגנות לא מכסיות, דבר שישפיע על היקפי הסחר ויקשה מאוד על כל התאוששות. במדינות מתפתחות שונות, התלויות בייבוא סחורות, אנרגיה או מזון, עלולים להיווצר לחצים פוליטיים כבדים תוך ערעור של היציבות הפוליטית. רשימת הסכנות להתאוששות העולמית ארוכה הרבה יותר, אך התוצאה של כל אחת מהן דומה - ירידה בשיעורי הצמיחה אשר יוצרת סדרה של תגובות שרשרת לאורך ולרוחב המערכת הכלכלית והפיננסית.

כלומר, אם אחת מהסכנות האפשריות מתממשת, סביר להניח שהיא תהיה מלווה בסדרה של גורמים שליליים אחרים. כך, דפלציה עולמית תהיה מלווה בעלייה במכסים נגד ייבוא וקריסה של סחר חוץ לצד חוסר יציבות פוליטית. חוסר שקט בשווקים יביא בהכרח גם לצמצום נוסף

היטלים על תנועות הון. יודגש, כי עד עתה נמנעו מדינות העולם מנקיטת מהלכים כאלו, לא מעט בשל האירועים הטראומטיים אשר ליוו את השפל הכלכלי הגדול בשנות ה-30 של המאה הקודמת. העובדה שהייצוא במחצית השנייה של 2009 היה אחד ממנועיה ההתאוששות רק הגבירה את הרתיעה מפני מלחמות סחר. עם זאת, אין לדעת כיצד יגיבו הממשלות השונות אם שיעורי הצמיחה הנמוכים יתמידו, ואם יתפתחו לחצים פוליטיים פנימיים אשר יבקשו לנסות להגן על התעסוקה באמצעות מהלכים מנהליים.

על פרשת דרכים

ישנן כיום לא מעט מחלוקות לגבי התוואי שבו יצעד העולם ביום שאחרי המשבר. השאלה תידון בפרק ייעודי במחקר זה, ולכן ניתן להגביל את הניתוח כאן לסוגיית הצמיחה בטווח הבינוני-ארוך, ולהציג שני תרחישים אפשריים אשר כרגע נראים סבירים במידה זהה.

התרחיש האופטימי - סין והודו יובילו את המחנה

בתרחיש האופטימי, המשקים ה"מתעוררים" - במיוחד סין והודו, אך גם מדינות נוספות באסיה המזרחית - יהיו מקור של ביקושים מוגברים, ובמקביל במדינות מתועשות תירשם יציאה מסודרת ומתואמת מהמדיניות הפיסקאלית המרחיבה, כך שתימנע עלייה בתשואות של אג"ח ממשלתיות, וכתוצאה מכך בריבית לטווח ארוך במשקים. הנחה נוספת היא, שהסחר העולמי לא ישוב ויתכווץ גם לאחר סיום בניית המלאים על-ידי הפירמות, אלא ימשיך להתרחב בעקבות הצמיחה במשקים "מתעוררים". בתנאים אלה אפשר שלאחר 2010 המשק העולמי יחזור לקצבי צמיחה קרובים יותר ל-4%, כאשר המשקים באסיה המזרחית לצד משקים "מתעוררים" אחרים ימשיכו לצמוח בקצב כפול ויותר משיעור זה.

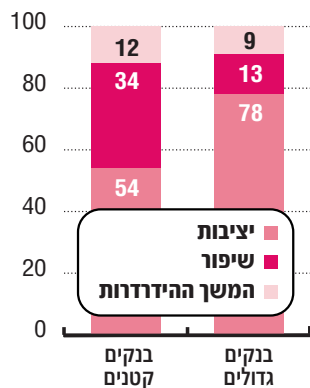
ההנחה היא שמחירי הסחורות והנפט ימשיכו במגמת העלייה המאפיינת את החודשים האחרונים של 2009, אך לא יאמירו לרמות השיא אשר נרשמו ברבעון השלישי של 2008. זאת, בשל הרמה הממותנת של הביקושים במדינות מתועשות. נציין, כי מדד מחירי הסחורות של קרן המטבע ירד בכ-56% משיאו ברבעון השלישי של 2008 עד לנקודת השפל ברבעון הראשון של 2009, אך עד לסוף המחצית הראשונה של 2009 שב ועלה בכ-31% לעומת השפל.

התרחיש הפסימי - ארה"ב תגרוור את העולם מטה

התרחיש הפסימי מביא בחשבון את השבריריות של ההתאוששות העולמית. מועמדים בטוחים להיות שורש הבעיה הם הלחצים הפיסקאליים שבהם נתונות הממשלות של המדינות המתועשות

תחזיות מימון הסחר: מערכת הבנקאות העולמית

(התפלגות התשובות)



מקור: IMF תחזית פיננסית עולמית; אוקטובר 2009

ממשבר לצמיחה - בין צמיחה שברירית לצמיחה בת קיימא

עם התרחישים השונים בדרך חיובית. אומדני הצמיחה מאותתים על אפשרות של האצה בפעילות, וממשלות נחושות לשתף פעולה כדי להיחלץ מהמצוקה. בתנאים אלה, ככל שחולף הזמן, והמשק העולמי מתחזק, כך פוחת הסיכוי שהפורענות תחזור. ■

באשראי, כאשר הממשלות לא יכולות לסייע בשל המשבר הפיסקאלי שבו הן נתונות. כל אחת מהאפשרויות האלה יוצרת מערבולת אשר מחזירה את הכלכלה הגלובלית אחורה. נכון לנובמבר 2009, נראה שהעולם מתמודד

1. אם לא נאמר אחרת, ההתייחסות בהקשרים אלה תהיה לסין, קוריאה הדרומית, סינגפור, הונג קונג, טייוואן, וייטנאם ותאילנד.
2. חלוקה זו הוצעה בחודשים האחרונים על-ידי נגיד בנק ישראל, סטנלי פישר, בראיון לגלובס כמו גם בהרצאות פומביות שנשא.
3. במקרים רבים יהיה על הבנקים להמציא מחדש את המודל העסקי שלהם ובכלל זה צמצום התלות בשוק האשראי הבין-בנקאי כדרך למימון אשראי וכן צמצום ההשקעה בנכסים מסוכנים (באמצעות הנוסטרו) להגדלת התשואה על ההון העצמי.
4. בכל מכשיר איגוח חלק מההלוואה, כלומר נכס הבסיס, יישאר במאזן הבנק ללא קשר לרמות הסיכון השונות במסגרת המוצר הפיננסי "הארז".



סיכון מחדש

חדש!
מגלובס מחקרים

מחקר מיוחד השקעות הגופים המוסדיים: ההחלטות שלהם הן הפנסיה שלך

הגופים המוסדיים המשולים לנושאות מוטסים משנים את כיוון ההפלגה בעקבות המשבר החריף. היעדים החדשים כוללים "השקעות לווין" ורכישת נכסים מניבים ונזילים תוך עמידה באילוצים חדשים של ניהול סיכונים וממשל תאגידי. • גלובס מחקרים וקסלמן וקסלמן, ישראל, מציגים מחקר מיוחד על עתיד ענף החיסכון הפנסיוני מנקודת מבט מוסדית.

להורדת המחקר חינם - www.globes.co.il/research/risk.pdf

www.globes.co.il
גלובס
עיתון העסקים של ישראל

גלובס מחקרים
הופכים ידע לתועלת
בשיתוף:
PRICEWATERHOUSECOOPERS 
קסלמן וקסלמן



פרק 2

איזון מחדש בכלכלה הגלובלית

קברניטי העולם מתחבטים בשאלת "אסטרטגיית היציאה" ממהלכי החירום ומתמודדים עם הכורח לאזן מחדש את הכלכלה הגלובלית • הכלכלה הגלובלית תלויה עתה לא מעט באופי היחסים בין המערב המתועש לבין המזרח "המתעורר" ובמיוחד בציר וושינגטון-בייג'ין

2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

מדובר אם כן בהכרה בנחיצות של מדיניות כלכלית גלובלית ובכך שכיום כל המשק נמצאים באותה סירה, ולכן מוטב שכולם יחתרו באותו כיוון. עיקר השיח הכלכלי בהקשר זה ייסוב סביב מהלכי היציאה ממדיניות החירום הפיסקאלית והמוניטארית או "אסטרטגיית היציאה" בפי אנשי קרן המטבע ופורום ה-G-20, כאשר השאלות המרכזיות הן: מה היא הדרך הטובה ביותר לבצע "יציאה" כזו? ומה הוא העיתוי המתאים לכך?

תשובה לשאלה מי יהיה הגוף האמון על יישום ההחלטות אשר התקבלו בפססבורג עדיין אין, אם כי ראשי ה-G-20 רואים עצמם מוסמכים

רק זה דן ביתר פירוט במדיניות הכלכלית אשר תיושם בעתיד הקרוב על-ידי ממשלות שונות בעולם, ובהשלכותיה על הכלכלה הגלובלית. מדובר באחד מגורמי הרקע של שני התרחישים – האופטימי והפסימי – אשר חתמו את הפרק הקודם. נקודות המוצא של הדיון הן החלטות מנהיגי ה-G-20 בשני הכנסים רבי-החשיבות אשר גם הם הוזכרו בפרק הקודם – פסגת פיטסבורג והכנס השנתי של קרן המטבע הבינלאומית באיסטנבול.

בספטמבר 2009, עת נערכה פסגת פיטסבורג, הייתה האווירה באולמות הדיונים שונה לחלוטין מהאווירה ששררה בכנסים הקודמים של ה-G-20 אשר נערכו בספטמבר 2008 בווינגטון ובאפריל 2009 בלונדון. בספטמבר 2008, בעיצומה של הבהלה בעקבות קריסת ליהמן ברדרס, התכנסו ראשי ה-G-20 בווינגטון, והחליטו להפעיל מדיניות מרחיבה אגרסיבית תוך הענקת סיוע פיסקאלי ומוניטארי למגזר הפרטי, וגם למנוע כמעט בכל מחיר קריסה של המערכת הפיננסית. חודשים ספורים לאחר מכן, החליטו ראשי ה-G-20 בלונדון לקדם מערכת חדשה של רגולציה פיננסית במטרה לחזק את אמון המשקיעים והחוסכים במערכת הבנקאית והפיננסית.

לעומת פסגות ווינגטון ובלונדון, בעת פסגת פיטסבורג (בספטמבר השנה) כבר ניכרו סימנים ברורים של יציאה מהמשבר, ובראש סדר העדיפויות עמד הרצון לתמוך בהתאוששות ולהבטיח שהמשבר לא ישוב ויפרוץ. במילים אחרות, במוקד הפסגה ניצבה המדיניות המקרו-כלכלית של המשק הגדולים לצד המשך קידום הרגולציה. בפסגה זו הוחלט גם שארגון ה-G-20 יתפוס את מקום ה-G-7 כגוף לקבלת ההחלטות הכלכליות המשותפות. בעבור האמריקנים המעבר לפורום הרחב יותר היה נוח, שכן כך נמנע הצורך של ארה"ב להתעמת לבדה עם ארצות אירופה בשאלות של מדיניות כלכלית

בניית "אסטרטגיית יציאה"

להסכמה בדבר מסגרת משותפת לקבלת החלטות בנוגע למדיניות כלכלית יש חשיבות רבה, משום שבעתיד הקרוב יידרש תיאום בינ'ל יעיל בכל הקשור למדיניות הפיסקאלית והמוניטארית. תובנה זו זכתה להכרה עם אימוץ "מסגרת משותפת לצמיחה חזקה, מאוזנת ובת-קיימא" (הנוסח המופיע בהצהרה המסכמת של הפסגה בפיטסבורג), ופורום ראשי ה-G-20 אמור להיות הגוף האחראי להשגת אותו תיאום. מדוע נחוץ תיאום? בעיקר משום שבמוקדם או במאוחר יתעורר הצורך להפסיק את הסיוע הפיסקאלי ואת ההרחבה המוניטארית במדיניות שונות, ופתרון יעיל יתאפשר רק אם כל המדינות יתאמו את המדיניות הכלכלית שלהן, ולא ינסו להעמיס את עלות היציאה מהמשבר זו על זו.

ה-G-20 - כוויס ביקור

קבוצת ה-G-20 הוקמה בשנת 1999 כתגובה למשברים הפיננסיים של שנות התשעים במאה הקודמת והרצון לשתף גם שווקים "מתעוררים" במסגרת הדיונים הכלכליים המרכזיים.

עד ספטמבר 2008, אז התכנס בווינגטון פורום ה-G-20 במעמד ראשי המדינות ובאווירה קודרת בצל המשבר הפיננסי החרף, עמד הפורום בצילו של מועדון ה-G-7 היוקרתי, אשר הוקם ב-1976, שבו חברות ארה"ב, יפן, גרמניה, בריטניה, צרפת, איטליה, קנדה ונציג של האיחוד האירופי.

לעומת ה-G-7, הרכב קבוצת ה-G-20 מגוון יותר וכולל נוסף על מדינות ה-G-7 והנציג האירופי גם את ארגנטינה, אוסטרליה, ברזיל, סין, הודו, אינדונזיה, מקסיקו, רוסיה, ערב הסעודית, דרום אפריקה, קוריאה הדרומית וטורקיה.

חברות "קבוצת העשרים" הן מדינות בעלות חשיבות מערכתית למערכת הכלכלית הגלובלית, כאשר גם שיקולים של איזון אזורי וגודל אוכלוסייה משחקים תפקיד "בכניסה" למועדון.

ארצות ה-G-20: היקפי הסיוע הממשלתי למערכת הבנקאית (מיליארדי דולרים)

הזרמה בפועל	התחייבות	
	2,608	ערבות ממשלתית לחובות הבנקים
458	1,364	הגדלת הון הבנקים
	562	קנייה ממשלתית של נכסים בעייתיים
	4,534	סך הכל

* נכון ל-30 ביוני 2009 מקור: IMF, G20

2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

"אסטרטגיית היציאה" - המתכון של קרן המטבע

בתחילת נובמבר 2009, לקראת פגישת שרי האוצר של מדינות ה-G-20, פרסמה קרן המטבע את העקרונות אשר צריכים לעמוד בבסיס אסטרטגיות היציאה של המדינות השונות מהמדיניות המרחיבה, הן בחזית הפיסקאלית והן בחזית המוניטארית. שבעת העקרונות הם:

1. על עיתוי היציאה להיות תלוי במצב המשק המקומי והמערכת הפיננסית. כמו כן, עדיף לשגות ולהאריך יתר על המידה את פרק השיקום הפיננסי והתמיכה בביקושים, ולא לשגות בכיוון ההפוך.
2. המצב הכלכלי, היציבות של השווקים הפיננסיים ומנגנוני השוק, הם אלה אשר צריכים לקבוע מתי יוכל להתבטל הסיוע למגזר הפיננסי.
3. מהלכי ההמרצה הפיסקאליים צריכים להיות זמניים באופיים, ולהיעלם עם ההתאוששות הכלכלית. הכוח המניע מאחורי המדיניות הפיסקאלית צריך להיות המאמץ ליישם צעדים נוספים כדי להגביל את ההוצאה תוך הקטנת הגירעונות גם בתנאים של צמיחה כלכלית.
4. ככלל, יש לתת עדיפות למאמץ להגביל את ההוצאה הציבורית ולהקטין את הגירעון הפיסקאלי על פני ריסון במדיניות המוניטארית.
5. אסטרטגיות היציאה בתחום הפיסקאלי צריכות להיות שקופות, מקיפות ומדווחות לציבור בדרך ברורה. כמו כן, היעד הממשלתי חייב להתחשב בהקטנת החוב הציבורי בתוך פרק זמן אשר נקבע בבהירות מראש.
6. אין צורך לבטל צעדים מוניטאריים לא שגרתיים אשר נועדו לתמוך במתן אשראי למגזר הפרטי, כמו רכישת אג"ח, לפני שמתחילים בריסון במדיניות המוניטארית. כלומר, אם יש צורך בהעלאת ריבית, ניתן לעשות זאת ועדיין לתמוך בשוק האשראי.
7. אם אסטרטגיות היציאה של המדינות השונות יהיו עקביות ומתואמות זו עם זו, ההתאוששות מהמשבר צפויה להצליח יותר. משמעות התיאום איננה בהכרח סינכרוניזציה מוחלטת, ותזמון הצעדים השונים יכול להיות שונה, אך היעדר מוחלט של תיאום עלול לפגוע בתהליך ההתאוששות.

לעשות כן. להלן רשימה חלקית של ההחלטות:

- מדינות ה-G-20 יסכימו על יעדי מדיניות משותפים אשר יעודכנו בהתאם להתפתחויות, ויקבעו מסגרות פעולה לטווח הבינוני;
- מדינות ה-G-20 יאמזו במשותף את ההשלכות הקולקטיביות של המדיניות הלאומית על דפוס וקצב הצמיחה הגלובלית והיציבות הפיננסית;
- לאחר קבלת תוצאות אותה הערכה משותפת, ינקטו מדינות ה-G-20 כל פעולה שתידרש לשם השגת היעדים המשותפים.

איזון מחדש של הכלכלה הגלובלית

החלטה נוספת אשר התקבלה בפיסבורג היא בעלת חשיבות אסטרטגית מהמעלה הראשונה לגבי עתיד הכלכלה העולמית. על-פי החלטה זו, אחד מעמודי התווך של ההתמודדות עם המשבר יהיה היכולת לבצע "איזון מחדש של הכלכלה הגלובלית". באופן רשמי ועל-פי הצהרת ה-G-20 זהו ניסיון להגדיר מחדש את היחסים בין מדינות עם עודף מבני בחשבון השוטר במאזן התשלומים לבין מדינות עם גירעון מבני בחשבון השוטר.

לציון מיוחד ראוי הגירעון הגדול בחשבון השוטר האמריקני אשר יוצר חוסר איזון גם במערכת הפיננסית הגלובלית. במונחים מעשיים יותר מדובר בהקטנת הגירעון בחשבון השוטר האמריקני במקביל להקטנת העודף בחשבון השוטר של "מדינות העודף", קרי סין ומדינות נוספות במזרח אסיה.

ניתוחים רבים אשר נערכו לאחר פרסום החלטות ה-G-20 העלו, כי המטרה של אותו איזון מחדש היא להקטין את הייצוא הסיני והמזרח-אסייתי לעולם ולארצ"ב בפרט, בד בבד עם הגדלת הייצוא האמריקני לסין. סין תידרש להסכים לחדול מהמאמצים למנוע את ייסוף היואן, כך שיתאפשר פחות של הדולר. מדובר בתנועה כפולה: עידוד הגדלת שיעור החיסכון בארצ"ב, גם באמצעות הגדלת שיעור החיסכון של משקי הבית, ובמקביל עידוד עלייה בצריכה הפרטית בסין.

תנועה כפולה זו אמורה לסייע באיזון זרמי הסחר בין סין ואסיה לבין ארה"ב. לעומת זאת, "מדינות עודף" באירופה, בעיקר גרמניה, לא יידרשו להקטנת העודף בחשבון השוטר בגלל הכרה בצורך שלהן לבנות רזרבות נוכח הזדקנות האוכלוסייה ולרתק משאבים למימון פנסיה לשיעור הולך וגדל של קשישים באוכלוסייתן.

האם הסינים ישתפו פעולה?

הדרישה לאיזון מחדש הגיונית וראויה כשהיא תוצאה תיאורטית של ניתוח כלכלי, אך האם היא יכולה לשמש כבסיס לתוכנית פעולה מעשית כפי שעולה מתוך החלטות ה-G-20?

2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

המועמדת היחידה למילוי תפקיד ספקית הנזילות במט"ח היא קרן המטבע הבינל, אלא שאז תידרש הגדלה ניכרת במשאבים אשר עומדים לרשותה, כך שתוכל למלא את תפקיד ה"מלווה של מוצא אחרון" לכל משק שייקלע לקשיים. הדבר יחייב גם הגדרה של תנאים שבהם יועמד הכסף לרשות המדינות במצוקה, בדומה להתניות הקיימות גם היום בתוכניות החירום של הקרן.

איזון מחדש ושערי חליפין

החלטה של ממשלת סין לקבל על עצמה את התנאים הנדרשים לאיזון מחדש של הכלכלה הגלובלית, אם תתקבל, תתבטא לא רק בשיעורי החיסכון. על הפרק תעמוד גם התאמה של היואן, וחלק מהמטבעות האסייניים האחרים, מול הדולר האמריקני. הממשלה הסינית נדרשת להסכים לייסוף משמעותי מאוד של היואן לאחר שבתחילת המשבר פעלה נמרצות לפחת מחדש את המטבע כדרך להגביל את נזקי המיתון.

עם זאת, בתחום שערי החליפין ספק אם להחלטות פוליטיות יש את "המילה האחרונה" וסביר יותר להניח, שהשוק עצמו "יחווה את דעתו" לגבי המשמעות של התפנית במדיניות הכלכלית. האיזון מחדש של הכלכלה חייב לקבל ביטוי לאורך ולרוחב מערכת שערי החליפין, ולא רק בשער הדולר-יואן. היחס בין המטבעות חייב לאפשר גידול בייצוא של "מדינות גירעון", בעיקר ארה"ב, ולאפשר את הקטנת הייצוא של "מדינות עודף". בתרגום לשפה של מחירים יחסיים - על הדולר האמריקני להיחלש במקביל להתחזקות המטבעות של מדינות בעלות עודף משמעותי בחשבון השוטף.

עד סוף אוקטובר 2009 נחלש הדולר מול האירו (ומול מטבעות אחרים), על אף שלכאורה מדינות האירו לא נדרשות להשתתף במאמץ האיזון מחדש. זו אולי הסיבה ששרי האוצר האירופים מצאו לנכון לתת ביטוי לדאגתם מפני התחזקות האירו כאשר נפגשו בכינוס קרן המטבע באיסטנבול. תנועות אלה בשערי החליפין, אשר לא היו לרווחם של קובעי המדיניות, מזכירות, כי השוק לא תמיד מתנהג על-פי הכוונות המוצהרות של ממשלות וגופים בינל.

לפיכך, האיזון מחדש של הכלכלה הגלובלית יושפע מאוד גם מהתנהגות כוחות השוק ביחס לשער היואן ולא רק מהחלטה פוליטית של ממשלת סין. ייתכן למשל שהשוק יביא לייסוף האירו, וכפועל יוצא לצמצום הייצוא מגרמניה, למרות הבטחות ו/או הצהרות שנשמעות מכיוון הדרג הפוליטי של מדינות ה-G-20.

יפן היא דוגמה למדינה בעלת עודף מבני בחשבון השוטף אשר מתמודדת עם השלכות ייסוף המטבע המקומי בשל לחצים בשוק להתחזקות

התשובה היא, שבסופו של דבר מדובר בהחלטה פוליטית שמונחת לפתחם של המנהיגים בבייג'ין אשר יודעים היטב שהגדלת הצריכה הפרטית מחייבת שינוי מרחיק לכת במודל הפיתוח הכלכלי הסיני. בסוף נובמבר 2009 הביעה ממשלת סין, לראשונה מאז פרץ המשבר, נכונות לדון ב"הגמשת שער החליפין של היואן", צעד שאותו ניתן לפרש כנכונות מסוימת לשקול לצעוד בתוואי האיזון מחדש.

יחד עם זאת, מדובר בהצהרה מוגבלת, ועד חתימת מחקר זה, הממשלה הסינית טרם הביעה הסכמה מלאה לתוכניות אשר נוסחו בפורום ה-G-20. יתר על כן, גם אם תסכים בייג'ין ללכת בכיוון זה, המהלך יהיה כרוך בוויכוחים ובהתנגדויות מבית אשר עלולים להביא להתאמה איטית יותר של המשק הסיני לתנאים החדשים.

הקטנת שיעור החיסכון בסין ובמדינות אחרות באסיה המזרחית כרוכה בהתאמה מוסדית וחוקיקתית אשר אורכה אינו ברור. מדובר בהנהגת הסדרים אשר יעניקו למשקי הבית רשת ביטחון בתחום הבריאות והפנסיה, ויאפשרו להם להקטין את מרכיב החיסכון שנועד לפצות על היעדר מנגנוני רווחה אשר מקובלים בארצות אחרות. מדובר גם בשינוי במערך הייצור הסיני מוטה הייצוא, כך שיהיה מסוגל לספק ביקושים מקומיים. אלה אינם תהליכים פשוטים, וגם לא קצרים.

רוח הרפאים של "משבר הנמרים"

נוסף לסין שעלולה להסתייג מסוגיית האיזון מחדש, גם מדינות אחרות באסיה המזרחית עלולות להסתייג מהתוכנית. כדי להבין את שורשי ההסתייגות נחזור לשנת 1997 ול"משבר הנמרים". לפני 12 שנה יצרה גאות כלכלית ממושכת בועה בשוק הנדל"ן האזורי ובשוקי נכסים נוספים, בועה אשר מומנה באמצעות הלוואות דולריות וייבוא הון לטווח קצר. כאשר התפוצצה הבועה החל זרם המט"ח לנוע בכיוון ההפוך, מאסיה החוצה, עד שבקיץ 1997 נאלצה ממשלת תאילנד לפחת את הבאט. אירוע זה יצר גלי הדף ומט"ח הוצא מהאזור במהירות רבה, ומשום שלמשקים המזרח-אסייניים היו התחייבויות ענקיות במט"ח הם נאלצו להתמודד עם בעיית נזילות משתקת.

אחד מלקחי המשבר מבחינת אותן מדינות היה צורך בשמירה על רזרבות מט"ח גדולות מאוד כדי למנוע הישנות של משברי נזילות ומחסור גדול ופתאומי במט"ח. אותן יתרות מט"ח גדולות מחייבות בתורן צבירת עודפים גדולים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים.

לאור זאת, ספק אם מדינות אסיה המזרחית בכלל, וסין בפרט, יסכימו להקטין את העודף בחשבון השוטף שלהן ללא מנגנון אשר יבטיח להן שבכל משבר נזילות עתידית תהיה להן נגישות למט"ח, כך שיוכלו לעמוד בהתחייבויות במט"ח של המגזר הפרטי שלהן. ללא הסדרים מעין אלה, אין משמעות לתוכניות להביא להקטנת העודף בחשבון השוטף במדינות האזור.

2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

של פחות מ-1% מההכנסה הפנויה קודם למשבר, לרמה של כ-6% במאי 2009 (וירידה קלה בהמשך השנה). עם זאת, לא ברור עד כמה עלייה זו מייצגת מגמה ארוכת טווח. כלומר, שינוי מבני בהתנהגות משקי הבית, או שמא זו התפתחות של הטווח הקצר גרידא ובעצם ניסיון של משקי הבית לפצות על אובדן עושר בגין המשבר באמצעות צבירה מחדש של הנכסים. פרופ' מרטין פלדשטיין², מבכירי הכלכלנים בארה"ב ולשעבר ראש מועצת היועצים הכלכליים לנשיא, העריך, כי העושר של משקי בית בארה"ב פחת בשיא המשבר ב-14 טריליון דולר. חלק מאותו אובדן כבר קוזז בזכות העלויות בשוקי ההון בחודשים האחרונים, ובכל זאת השחיקה בעושר של משקי בית בארה"ב עדיין ניכרת.

לקזז את הירידה בביקוש האמריקני

אם נניח שהעלייה בשיעור החיסכון הפרטי בארה"ב מייצגת שינוי בן-קיימא ולא תהליך זמני של התאמה, ואם נניח שהממשל בושינגטון יביא לירידה בהיקף הגירעון התקציבי, הרי שלאורך זמן מדובר יהיה בהקטנה משמעותית של הביקוש המצרפי בארה"ב³. כדי למנוע מהירידה בביקושים בארה"ב להוביל לירידה מקבילה בהיקף הפעילות הכלכלית בעולם, אשר תגרום להתפרצות מחודשת של משבר כלכלי, צריך להגדיל את הייצוא האמריקני בהיקפים של מאות מיליארדי דולר בשנה.

אלא שעל-פי קרן המטבע הצריכה הסינית מהווה רק כרבע מהצריכה של ארה"ב ושל "מדינות גירעון" אחרות, ואפילו אם הצריכה הפרטית בסין תעלה באופן דרמטי, לא יהיה בכך כדי לקזז את הירידה בביקושים במשק האמריקני. אין פלא, אפוא, שחלק מהכלכלנים המובילים בעולם חושבים, שהעולם עדיין נתון בסכנה לדפלציה אשר עלולה אף להחריף את ממשלות שונות יחלו לקצץ בהוצאה התקציבית נוכח

הין אשר הובילו לשער חליפין של 86 ין לדולר בסוף נובמבר 2009. על נושאים אלה יורחב הדיון בפרק הבא אשר דן בחלוקה מחדש של העוצמה הכלכלית.

איזון מחדש ודפוסי סחר-חוץ

לאיזון מחדש של הכלכלה הגלובלית תהיה השלכה גם על הדפוסים של סחר-חוץ בעולם בנוסף על שערי החליפין. זרמי הסחר ממזרח למערב ייחלשו, וייתכן שהזרימה בכיוון ההפוך - ממערב למזרח - תגבר. מדובר בהגדרה מחדש של זרמי סחר-חוץ בקנה-מידה גלובלי, דבר שאמור להשפיע גם על דפוסי התובלה באוויר, בים וביבשה. גם תמהיל המוצרים הנסחרים בין המדינות אמור להיות מושפע מאוד מאותו איזון מחדש.

הייצוא האמריקני והאירופי לסין התבסס עד עתה על העובדה שסין מייצאת חלק גדול מתפוקתה למדינות זרות. מסיבה זו הייצוא לסין כלל רכיב של מוצרים וטכנולוגיות אשר נדרשו כדי לקיים את תעשיות הייצוא באסיה המזרחית. עתה יתעורר בארה"ב ובאירופה הצורך לפתח תעשייה אשר תספק את הביקושים המקומיים הגדולים יותר באסיה, ואף לייצא מוצרי צריכה שונים למשקים אלה.

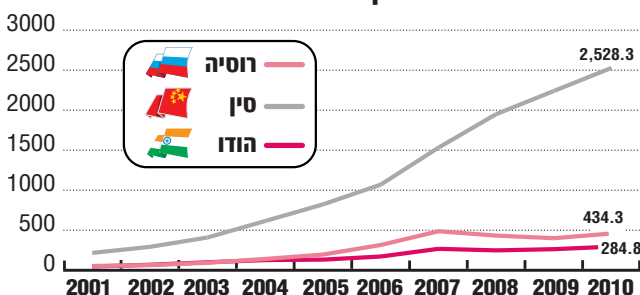
יודגש, כי המאמץ להרחיב את בסיס הייצור המשרת ביקושים מקומיים, במיוחד בסין, יכול להוביל להסרת מגבלות שונות אשר מטיל השלטון בסין על בעלות זרה במפעלים במגזרים שונים במשק. צעד זה יכול להתיישב גם עם השאיפה של סין לבסס את הגידול בהיצע של מוצרים סחירים בעלי רכיב טכנולוגי מתקדם לשוק המקומי.

עם זאת, שינוי כזה במודל הפיתוח הכלכלי באסיה המזרחית יחייב התאמה מקבילה בקנה-מידה היסטורי במשקים אלה. יצוין, כי מדינות אלה העניקו עדיפות לפיתוח כושר ייצור לשם ייצוא של מוצרים בעלי שיעור גבוה יחסית של רכיבים טכנולוגיים, וכך יצרו דחף לגידול בפריון המקומי כדי להפוך את הייצוא לתחרותי. ספק רב אם מדינות אסיה יוותרו על היבט זה של מדיניות הפיתוח שלהן, ולכן התנאי לשתף עמן פעולה יהיה עידוד של ייצור מוצרים מתקדמים מבחינה טכנולוגית עבור השוק המקומי¹.

הצד האמריקני במשוואה

כדי להשלים את התמונה, יש לבחון גם את המשמעות של ההתפתחויות, בנוסף לסין, גם בארה"ב - הצד השני של המשוואה שעליה מבוססת המדיניות החדשה. ההנחה לגבי החלק האמריקני במשוואה היא שתהיה עלייה ארוכת טווח בשיעור החיסכון בארה"ב, במיוחד בחיסכון הפרטי של משקי הבית. שיעור החיסכון של משקי הבית בארה"ב עלה משפל

יתרות המט"ח בשווקים המתעוררים (מיליארדי דולרים)



מקור: IMF; תחזית פיננסית עולמית; אוקטובר 2009

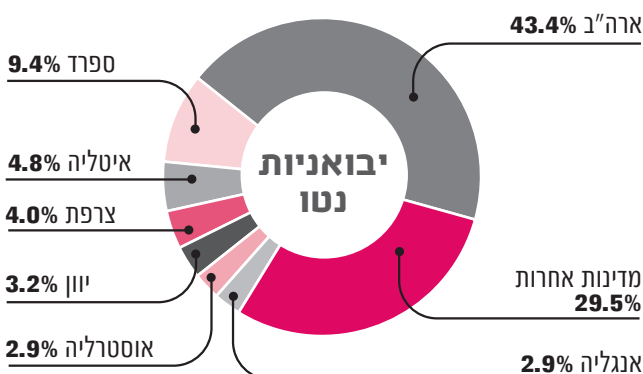
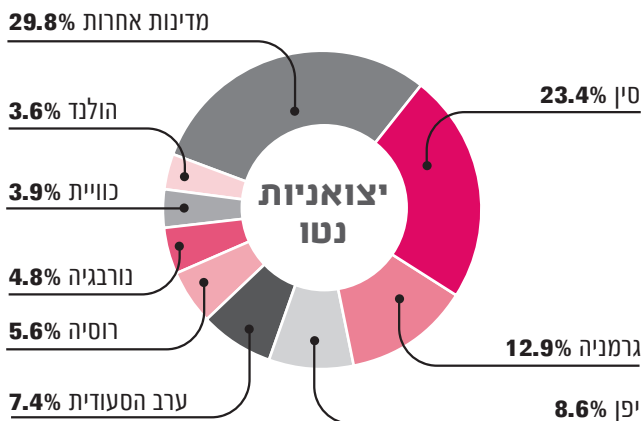
2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

בתוקף לקביעת לוח-זמנים מחייב, אם כי גם הן מודעות לסכנות אשר הולכות ומצטברות בצד הפיסקאלי.

המשבר, יש לזכור, הביא לעלייה חדה בגירעונות הפיסקאליים ובחוב הציבורי של מדינות רבות בעולם, כולל מדינות שעד המשבר הדגישו מאוד את חשיבות המשמעת הפיסקאלית והצורך בהורדת משקל החוב הציבורי בתוצר. על-פי אומדנים שונים, אם לא תחול כל התערבות של הממשלות בתקציביהן, משקל החוב של המדינות המתועשות יגדל

יצואניות ויבואניות מרכזיות של הון

(מתייחס ל-2008; מתבסס על נתוני העודף/ הגירעון בחשבון השוטף)



מקור: IMF: דו"ח היציבות הפיננסית בעולם; אוקטובר 2009

הסכנה שעליית החוב הציבורי תכניס ממשלות למצב של "חדלות פירעון" או תביא לפחות לעלייה בתשואות לטווח ארוך.

התחזית הפסימית והדפלציה

לפי תחזית פסימית יחסית, בעתיד הקרוב צפויה להירשם ירידה משמעותית בביקוש המצרפי הגלובלי, כאשר העלייה ברמות החיסכון של משקי הבית בארה"ב לא תקוזז באמצעות גידול בביקושים במשקים אחרים. התוצאה הצפויה מכך תהיה עודף כושר ייצור במשקים שונים, והמגמה רק תחריף נוכח כך שבסין ובמדינות נוספות כוללות תוכניות ההמרצה הממשלתיות עידוד מכון של הגדלת כושר הייצור.

המשמעות היא, שמסגרת ההבנות הפוליטיות בין הממשלות צריכה לכלול סעיף מפורש אשר יביא להפסקת בניית כושר ייצור נוסף בסין, לפחות באופן זמני. עם זאת, מבחינת ממשלת סין יכולתה לספק מקומות עבודה חדשים למיליוני סינים אשר מצטרפים מדי שנה לכוח העבודה הלא-חקלאי, היא בעלת חשיבות עליונה. בעיניי המפלגה הקומוניסטית הסינית, יכולת זו לייצר מקומות עבודה, חיונית כדי להבטיח יציבות פוליטית וחברתית במדינה, דברים שרק מחדדים יותר את הדילמה הקשה שבה נתונה סין.

התחזית האופטימית וההסכמה האסיינית

החלופה לתרחיש הפסימי מבוססת על ההנחה שלא רק סין וארה"ב ישתתפו במשוואת האיזון מחדש, אלא גם מדינות אחרות, במיוחד במזרח אסיה. מדובר במדינות אשר התבססו גם הן על מודל של ייצוא מוגבר, חיסכון פרטי גדול למדי, וצבירת רוזבות מט"ח גדולות יחסית. הגברת הביקוש, בייחוד באותן מדינות, אמור להיות מקור נוסף לביקוש המצרפי הגלובלי. מנגד, מצידה השני של המשוואה, לצד ארה"ב, ניתן למנות מדינות אחרות דוגמת בריטניה, אירלנד וספרד, אשר גם להן גירעונות בחשבון השוטף וגם בהן צפוי הביקוש המצרפי לרדת באופן משמעותי.

בין גירעונות ענק לבין דפלציה

אחת ההחלטות החשובות שהתקבלו השנה בפסגת פיטסבורג קבעה שעל הממשלות להמשיך לעת עתה במדיניות פיסקאלית אשר תתמוך בהתאוששות כלכלית, ולא לנסות לסגת מהמדיניות המרחיבה מוקדם מדי ו/או באורח עצמאי. ההחלטה נדרשה נוכח הוויכוח ב-G-20 לגבי עתיד המדיניות הפיסקאלית. מספר מדינות באיחוד האירופי, ובמיוחד גרמניה, מעוניינות בחזרה מוקדמת למדיניות פיסקאלית מצמצמת יותר, ודורשות לקבוע לוח-זמנים מחייב לכך. מדינות אחרות מתנגדות

2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

שונות כדי להגביל, ואף להקטין, את הגירעונות התקציביים הגואים. הדבר נחוץ כדי לשמור על אומון השווקים במדיניות הממשלתית, שכן עלייה של התשואות תהווה מכשול ממשי בפני חידוש הצמיחה. במקרים אחרים, ייתכן שהממשלות לא ינקטו צעדים ממשיים, אך יאמצו לוחות-זמנים מחייבים להפעלת מדיניות פיסקאלית מצמצמת, ואף יצינו מהם התחומים שלגביהם ינקטו צעדי חיסכון.

צריך לזכור עוד, כי בקרב מרבית המדינות הריבית לטווח קצר לא תעלה לרמות ההיסטוריות שלה, אלא תישאר נמוכה למדי גם אם בחלק מהמדינות (בישראל ובאוסטרליה) כבר נרשמה העלאת ריבית קטנה. נראה שהריבית תיוותר נמוכה מאוד נוכח הלחצים האינפלציוניים האפסיים במדינות רבות, כתוצאה מהקטנת הביקושים של המגזר הפרטי ומהצורך להמשיך ולתמוך במאמצי ההתאוששות של הכלכלה הריאלית.

האבטלה ומשבר הגל השלישי

שרי אוצר לא מעטים בעולם, ובמיוחד באירופה, חושבים שעל הממשלות יהיה "לצאת" מהמדיניות הפיסקאלית המרחיבה בזירות רבה, כאשר הקריטריון העיקרי לבחירת המועד לעשות זאת יהיה נתוני התעסוקה. בארה"ב שיעור האבטלה חצה באוקטובר 2009 את רף ה-10%; באיחוד האירופי צפוי ב-2010 שיעור אבטלה דומה. עם זאת, באירופה השונות גדולה למדי, ושיעורי האבטלה נעים בין אחוזים בודדים בהולנד לבין מעל 18% בספרד.

לצד הדאגה הפיסקאלית, מצבו המחמיר של שוק העבודה במדינות מתועשות ומתפתחות רבות הוא מוקד נוסף המרכז את תשומת הלב הממשלתית. הסיבה לכך היא ההשלכות הפוליטיות הנגזרות מאבטלה יחסית גבוהה, כמו גם הלחצים אשר עלולים להיווצר בכל מערכת פוליטית על המדיניות הכלכלית כולה.

מנכ"ל קרן המטבע, דומיניק סטראוס-קאהן, כינה את הגידול באבטלה "המשבר של הגל השלישי". כלומר, בעיה שפוגעת במשקים לאחר המשבר הפיננסי ולאחר המשבר הכלכלי. שוק העבודה מגיב באיחור לשינויים בקצב הצמיחה של המשק, ולכן הפגיעה העיקרית בהיקף התעסוקה עלולה להיות מורגשת חודשים רבים לאחר שהחל המשבר הכלכלי, ואף לאחר שמתחילה התאוששות מסוימת בפעילות.

על-פי קרן המטבע, אובדן המשרות במשקים מפותחים לא התרכז דווקא בענף הייצור, אלא הקיף גם את ענף השירותים בכלל והשירותים הפיננסיים בפרט ואת ענפי הנדל"ן והבנייה. אובדן מקומות עבודה הוא הרקע לחששות מפני לחצים על המדיניות הכלכלית אשר צפויים להתגבר ככל שמצב שוק העבודה יורע.

מ-75% מהתוצר בשנת 2008 ל-115% בשנת 2014. להערכת מחקר קרן המטבע מספטמבר 2009, ב-2014 שיעור החוב בתוצר של כל מדינות ה-G-7, פרט לקנדה, יעלה ליותר מ-90%.

אותו מחקר שם דגש על מספר נקודות בעלות חשיבות גדולה מאוד להערכת עומק הבעיה הפיסקאלית שעמה מתמודדות רוב מדינות העולם. מקור הגידול בגירעונות אלה טמון הן בתוכניות הסיוע עצמן, והן בהתרחבות כללית בהוצאה במקביל לירידה בהכנסות ממסים עקב ירידה חדה בפעילות הכלכלית.

גם אם הממשלות יעצרו את תוכניות הסיוע, עדיין תרבוץ לפתחן סכנה של הרעה חדה בחזית הפיסקאלית אשר עלולה להוביל לכרסום באומון החוסכים בממשלה, ואף למשבר בשוק האג"ח הממשלתי. בנוסף לאלה, ברקע ממתין לרוב המדינות המתועשות אתגר פיסקאלי אדיר בדמות הזדקנות האוכלוסייה על כל המשמעות שיש לכך על תשלומי הבריאות והפנסיה. נראה, אם כן, שבעתיד הקרוב תלך ותגדל המעמסה הפיסקאלית המבנית על מדינות אלה, מעמסה שעמה יהיה צורך להתמודד גם ללא קשר לתוכניות ההמרצה.

המשבר, יש לזכור, הביא לעלייה חדה בגירעונות הפיסקאליים ובחוב הציבורי של מדינות רבות בעולם, כולל מדינות שעד המשבר הדגישו מאוד את חשיבות המשמעת הפיסקאלית

ממשלה קטנה לצד ביקוש מצרפי גבוה

סוגיית האיזון מחדש ברמה הגלובלית מעוררת שאלה של התאמה בין המטרות ביחס למשק המקומי בקרב חלק מהמדינות. מצד אחד, על הביקושים הפרטיים לגדול כדי לפצות על היציאה מתוכניות ההמרצה; מצד שני, הקטנת הגירעון בחשבון השוטף מחייבת עלייה בשיעור החיסכון במשק, דבר שעלול לא להתיישב עם המטרה הקודמת אם הגירעון הממשלתי לא ירד דיו. התיאור הזה הכרחי לשם הבנת האילוצים שבפניהם יעמדו ממשלות רבות בחודשים הקרובים.

אחד מהתרחישים שיש לו סיכויי היתכנות גבוהים יחסית, הוא שלפחות חלק מהממשלות, ובמיוחד ממשלת ארה"ב, לא ימתינו עד שהתשואות לטווח ארוך יתחילו לעלות, אלא ינקטו יוזמות מקומיות

2 איזון מחדש בכלכלה הגלובלית - "אסטרטגיית היציאה" ממדיניות החירום הכלכלית

אין מרובעים את המעגל

פרק זה דן באיזון מחדש בכלכלה הגלובלית באמצעות שני מישורים כלכליים:

- **מישור חיצוני:** במישור זה מהלך האיזון מחדש מורכב מכוונה לצמצם ככל שניתן את חוסר האיזון בסחר בסחורות ובשירותים בין ארה"ב ו"מדינות גירעון" אחרות לבין סין ו"מדינות עודף" אחרות. הדבר מחייב שינוי בשיעורי החיסכון והצריכה בארה"ב ובמזרח אסיה, ולפחות בצד האסייתי הדבר יהיה כרוך בבניית תשתית של מנגנוני רווחה ובשינוי תרבותי עמוק לצד החלטה פוליטית להפסקת המדיניות של מניעת ייסוף המטבע.
- **מישור פנימי:** במישור זה מהלך האיזון מחדש מורכב מאיזון בין הביקושים הממשלתיים לבין הביקושים הפרטיים בכל מדינה. תהליך זה של חזרה למדיניות פיסקאלית מרוסנת ולמדיניות

מוניטארית אשר חותרת ליציבות מחירים, צריך להיות עקבי ומתואם עם התהליך של האיזון במישור הבינלאומי והתהליך הפנימי של הקטנת הגירעונות הפיסקאליים במדינות אחרות.

על הממשלות יהיה ליישב את המתח בין הדרישה לעלייה בשיעור החיסכון במדינות דוגמת ארה"ב ובריטניה לבין הדרישה להגדיל את הביקוש הפרטי כדי לפצות על צמצום תוכניות ההמרצה הממשלתיות. הריסון הפיסקאלי הכרחי כדי למנוע התרחבות מסוכנת של החוב הציבורי, אך ריסון הביקוש הפרטי הכרחי כדי למנוע חזרה לגירעונות במאזן התשלומים.

מדיניות הממשלות בחזית הפיסקאלית תיאלץ להתחשב בשני המישורים. לא ברור אם ניתן להגיע לפתרון אשר יספק את דרישות האיזון החיצוני, ויאפשר הקטנה מחודשת של החוב הציבורי, בלי לפגוע בביקושים המקומיים. מבחינה זו, הממשלות השונות עתידות לגלות כבר בחודשים הקרובים את הצורך להכריע הכרעות לא פשוטות. ■

1. Dani Rodrik. Growth After the Crisis. Paper prepared for the Commission on Growth and Development. May 2009
2. Martin Feldstein. America's Saving Rate and the Dollar's Future. In Project Syndicate. <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein1>
3. לפי המחקר המוזכר לעיל; עלייה בשיעור החיסכון הפרטי בארה"ב מ-1% ל-6% מקבילה לירידה של 750 מיליארד דולר בביקוש המצרפי. הדבר יתורגם מיידית גם להקטנה ניכרת בגירעון המסחרי המקומי.
4. הניתוח מבוסס על הרצאה של פרופ' נוריאל רוביני בתחילת אוקטובר 2009 במסגרת הכנס השנתי של ה-International Institute for Finance אשר התקיים באיסטנבול.
5. A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies. Prepared by Carlo Cottarelli and Jose Viñals. IMF. September 2009
6. IMF. World Economic Outlook. September 2009

פרק 3

תמורות ביחסים הבינלאומיים

חלוקת העוצמה בעולם משתנה באורח דרמטי והשווקים ה"מתעוררים" תובעים הכרה במעמדם הכלכלי החדש • המעבר לשיווי משקל חדש לא יהיה נטול זעזועים ולא ברור אם הסינים, לדוגמה, יסכימו לשנות את מודל הפיתוח, ואם האמריקנים באמת יצליחו לחסוך יותר



3 תמורות ביחסים הבינלאומיים – הכלכלה הגלובלית ביום שאחרי המשבר

וכ"מלווה של מוצא אחרון" למדינות שונות, פיתרון אשר ישכנע מדינות רבות שהן אינן זקוקות לרזרבות מט"ח גדולות כל-כך¹.

בעיית הייצוג הדמוקרטי ב-G-20

דיון באשר לעתיד פורום ה-G-20 חייב להתחשב בכך שמדובר בגוף שהוא נעדר מעמד חוקי, אינו מבוסס על אמנה בינ"ל וחסר מנגנון למעקב ולאכיפה של החלטותיו. זהו, למעשה, פורום רב-צדדי למפגשים בין ראשי מדינות ושרים, כך שפעולתו מבוססת על דיפלומטיה רב-צדדית. יתר על כן, מדינות רבות אינן מיוצגות בפורום, כך שהן אינן יכולות להשתתף בקבלת החלטות הנוגעות להן והדיונים בו אינם שקופים דיים מבחינתן. קשה לראות כיצד ניתן לשמר לאורך זמן מצב שבו 20 מדינות שנבחרו לפני יותר מעשור יצליחו לקיים דיונים כלכליים, יקבלו החלטות עבור כל מדינות העולם בלי שתהיה לכך תשתית מעוגנת בהסכם/אמנה בינ"ל.

חלק מהמדינות הקטנות מבקשות לצקת תוכן למועצת קרן המטבע, גוף אשר קיים על-פי האמנה המכוננת של הקרן, אך לא הופעל מעולם



זו גם הסיבה שבגינה מדינות רבות יעדיפו הסדר חלופי אשר מבוסס על שדרוג מעמדה של קרן המטבע. ואכן, על סדר היום מונחת תוכנית אשר הגישה הקרן עצמה, לרפורמה מקיפה במבנה שלה, ובמסגרת אותה תוכנית יוגדלו הרזרבות אשר עומדות לרשותה וגם ישונו זכויות ההצבעה של המדינות תוך מתן עוצמה גדולה יותר למשקים "מתעוררים", בעיקר על-חשבון מדינות אירופה.

כמו כן, חלק מהמדינות הקטנות מבקשות לצקת תוכן למועצת קרן המטבע, גוף אשר קיים על-פי האמנה המכוננת של הקרן, אך לא הופעל מעולם. בדרך זו כל מדינה תהיה מיוצגת בשולחן הדיונים, במישרין או בעקיפין, באמצעות המדינה העומדת בראש ה"מחוז" שלה². ייתכן שמבחינה תיאורטית מדובר בהצעה נכונה, אך קשה לראות כיצד מדינות ה-G-20 יוותרו על עמדת הבכורה שלהן, וקשה אף יותר לראות כיצד חלק מהמדינות המתועשות, בעיקר באירופה, יסכימו לרפורמה מרחיקת לכת בקרן המטבע שמשמעותה היא שהן יפסידו חלק משמעותי מהשפעתן.

משילות גלובלית לא הייתה נושא כה חשוב אלמלא העובדה שעל הפרק עומדות סוגיות אשר מחייבות קיום של פורום בעל סמכות

רק זה מבקש לבחון את הכלכלה הגלובלית מנקודת מבט מערכתית, ולהתמקד לשם כך בשני נושאים: ראשית, משילות במערכת הגלובלית או מי מסוגל כיום לקבל החלטות כלכליות בעלות אופי גלובלי, והאם אותן החלטות גם ניתנות ליישום. שנית, דפוסים אפשריים של שיתופי-פעולה כלכליים בינ"ל ביום שאחרי המשבר.

משילות גלובלית וה-G-20

אחד מהמאפיינים הבולטים של המשבר הנוכחי הוא מידה רבה יחסית של שיתופי-פעולה ותיאומים בין המדינות. כך למשל, מיד לאחר הקריסה של ליהמן ברדרס, אשר החריפה מאוד את המשבר הפיננסי, התכנס בוועידת פורום ראשי ה-G-20 ושם הוחלט לנקוט מספר מהלכים משותפים ליציאה מהמשבר. במקביל, ראשי המדינות הקימו גוף חדש – מועצת היציבות הפיננסית (Financial Stability Board או FSB) – אשר אמורה לפתח תקנים של רגולציה שיהיו מקובלים בכל העולם. כמו כן, ראשי המדינות העניקו לקרן המטבע גיבוי פוליטי לצורך מעקב אפקטיבי אחר ביצוע המדיניות הכלכלית.

לכאורה, ניתן לצפות, כי ארגון ה-G-20 ימשיך גם לאחר המשבר להיות הפורום המרכזי לקבלת החלטות בסוגיות הנוגעות לאופי הצמיחה, למקורות הצמיחה ולניסיון להגיע לאיזון מחודש של המשק הגלובלי. בכך יחליף פורום ה-G-20 את קבוצת ה-G-7 כמוקד של עוצמה וסמכות בשאלות של מדיניות כלכלית. עם זאת, לא רק שאלת מספר מקבלי החלטות חשובה – 20 מדינות לעומת שבע מדינות קודם לכן – אלא גם הימצאות של גוף אשר ידאג לביצוע אותן החלטות. במציאות החדשה, על קרן המטבע הבינ"ל וה-FSB יהיה למצוא דרכים לממש את החלטות ראשי ה-G-20, ולשם כך יהיה צורך ליישם שלושה עקרונות:

- המשך התיאום הכלכלי בין הממשלות השונות כאשר פורום ה-G-20 ייטול על עצמו את תפקיד ההובלה, ויקבל החלטות עבור יתר מדינות העולם לגבי סדר היום של המדיניות הכלכלית, והנושאים שסביבם ייסוב שיתוף-הפעולה בין המדינות;
- המשך פיתוח והרחבה של סמכויות הפיקוח הפיננסי תוך בנייה מחדש של הרגולציה בעולם. גם בסוגיה זו הגוף האחראי יהיה ה-G-20, ולא ה-G-7;
- ה-FSB וקרן המטבע יהפכו לגופים בינ"ל בעלי חשיבות רבה בכל הקשור לייזום תוכניות – דוגמת מכלול השינויים בתקני הרגולציה והתוכניות לגבי הבנקים הגדולים – ומעקב אחרי יישום החלטות ה-G-20. במסגרת זו, לקרן המטבע יהיה תפקיד רב-חשיבות כאחראית על המעקב אחרי המדיניות המוניטארית בכל מדינה

3 תמורות ביחסים הבינלאומיים – הכלכלה הגלובלית ביום שאחרי המשבר

עם המעמד מגיעה האחריות

ניתוחים אחרים מדגישים את העובדה שלפיה המשקיים ה"מתעוררים" מתמודדים בעצמם עם סדרה של אתגרים אשר צריכים להילקח בחשבון במסגרת הדיון בחלוקה מחדש של העוצמה הכלכלית בעולם. הודו, ובמיוחד סין, ניצבות בפני אתגר אדיר של קליטת מאות מיליוני אנשים אל תוך המערכת הכלכלית, כאשר סין תצטרך לעשות כן תוך בנייה של תשתיות חוקיות ומוסדיות אשר אינן קיימות היום והוזכרו בפרק הקודם.

יתר על כן, משקי המזרח ניצבים בפני תביעה של המדינות המתועשות להסכים לשינוי במודל הפיתוח הכלכלי שלהן, תוך אימוץ אסטרטגיה אשר שמה דגש רב יותר על הצריכה המקומית על-חשבון הייצוא. סוגיות אלה מבהירות מדוע הדיון בדבר חלוקה מחדש של העוצמה הפוליטית אינו דיון אקדמאי גרידא, אלא נוגע לנושאים ולתחומים בעלי השלכות כלכליות מרחיקות לכת מבחינה כלכלית ופוליטית. לכישלון במאמצים לשכנע את סין ואת יתר המדינות באסיה המזרחית לאמץ את החלטות ה-G-20 – כלומר לאפשר ייסוף של המטבעות שלהן ולהתבסס על צריכה מקומית – יהיו השלכות בינ"ל חמורות, בנוסף להשלכות הכלכליות בסוגיית ההתמודדות עם המשבר.

לדלג בין שיווי משקל

מנקודת ראותן של מדינות אסיה המזרחית אימוץ השינוי האסטרטגי בעייתי למדי – לא זאת בלבד שהן מתבקשות לנטוש מודל של פיתוח אשר הוכיח את עצמו, אלא שהן מתבקשות גם לאמץ מודל אחר שאינו לגמרי מוגדר ומורכב הלכה למעשה מאוסף של עקרונות כלליים. בנוסף, לאיש אין מושג ברור מה יקרה בתקופת המעבר בן שני המודלים – כיצד עוברים משיווי משקל אחד לשיווי משקל אחר, וכיצד מבטיחים שהמעבר עצמו יתרחש ללא נזקים לטווח בינוני או ארוך.

ביטוי לחששות בקרב ממשלות אסיה המזרחית ולהתנגדות למהלכי ה"איזון מחדש" אפשר למצוא בעובדה שעל-פי נתונים שנכללו בדו"ח של משרד האוצר האמריקני לקונגרס, היואן הסיני דווקא פוחת לעומת הדולר ב-7% מתחילת המשבר ועד אוקטובר 2009. למעשה, היואן פוחת עוד יותר לעומת מטבעות אחרים אשר כנגדם הדולר נחלש, כך שבפועל סין התאוששה על-חשבון מדינות אחרות.

צריך לזכור, כי מנקודת המבט של מדינות אסיה המזרחית ובשל מודל הפיתוח שלהן, לייצור של מוצרים סחירים אשר מיועדים לייצוא היה יתרון בולט – הוא גרר אימוץ טכנולוגיות מתקדמות והעלאה של פריון העבודה. חלק מטכנולוגיות אלה זלגו לעתים קרובות למגזרים אחרים באותם משקים, והתוצאה הייתה התקדמות מהירה בסולם הפיתוח. את התיאור הזה יש להביא בחשבון כאשר מתייחסים לטענות העולות בחודשים האחרונים, שלפיהן האוכלוסייה במדינות באסיה המזרחית

לקבל החלטות. אם המדינות השונות לא יראו את עצמן מחויבות להחלטות אשר יתקבלו בפורומים בינ"ל, הן עלולות למצוא לעצמן חלופות דוגמת יצירת שיתופי-פעולה ברמה אזורית בלבד, או גרוע יותר, גלישה למצב שבו אין שיתוף-פעולה בתחומי מפתח תוך הגדלת הסיכוי לחזרה למיתון. על האפשרויות האלה יורחב הדיון להלן.

עם זאת, יש להדגיש, כי לפי שעה מדינות העולם מראות נכונות גדולה מאוד לשיתוף-פעולה תוך שהן שומרות לעצמן שוליים מסוימים של פעולה עצמאית. הסיבה לכך היא המודעות לסכנות האורבות לפתחו של כל משק, אם המשבר יימשך או אף יחריף. במילים אחרות, ההנחה הבסיסית היא, שהמדינות השונות יקבלו על עצמן, במידה זו אחרת, את ההחלטות הבינ"ל תוך שהן מנסות לשמור על מידה רבה ככל הניתן של חופש פעולה. במקביל, נמשכים הניסיונות להגדיר פורום רחב יותר מה-G-20 לקבלת החלטות, עם כל הבעייתיות הכרוכה בניסיון ליצור הסכמות בין מספר גדול יחסית של מדינות.

מוקד העוצמה מתקרב למזרח

ניצני ההתאוששות הכלכלית בעולם היו גם האות להופעה של שאלות לגבי חלוקת העוצמה הכלכלית במערכת ובדפוסי היחסים הכלכליים הבינ"ל ביום שלאחר המשבר³. ניתוחים אלה מבוססים על שלוש חלוקות אפשריות של מדינות העולם אשר הוצעו כבר בפרק הראשון של המחקר:

- חלוקה בין אזורים שונים בעולם אשר לכל אחד מהם מאפיינים ייחודיים בכל הקשור למספר פרמטרים דוגמת צמיחה, חוסן פיננסי ושיעור אבטלה;
- חלוקה בין משקים מתועשים בעלי שיעורי צמיחה נמוכים ואף שליליים לבין משקים "מתעוררים" בעלי שיעורי צמיחה גבוהים יותר;
- חלוקה בין מדינות אשר ניזוקו באופן יחסי יותר מהמשבר לבין מדינות אשר סבלו ממנו באופן יחסי פחות. הכוונה היא, בעיקר, למדינות אשר נקלעו למשבר העולמי במצב פיסקאלי "חזק" יותר ולכן סבלו פחות.

מיזוג שלוש החלוקות לכדי תמונה אחת של עוצמה כלכלית חושף, כי סין, הודו ומדינות באסיה המזרחית נופלות באותו "צד" בכל שלוש החלוקות. מדובר במדינות אשר רושמות שיעורי צמיחה גבוהים ורובן בעלות משקים חזקים יחסית. על רקע זה החלו להופיע פרשנויות וניתוחים אשר הניחו, כי חלוקת העוצמה הכלכלית בעולם תזלוג מהמערב לאסיה המזרחית, כאשר המגמה תתבטא במעמד חזק יותר של מדינות האזור הן בפורומים בינ"ל לקבלת החלטות, והן בערכי המטבעות המקומיים של אותן מדינות.

3 תמורות ביחסים הבינלאומיים – הכלכלה הגלובלית ביום שאחרי המשבר

שיתוף פעולה וחוסר ודאות

הניתוח בפרק זה, בדומה לפרק הקודם, שם את הדגש על הבעייתיות הרבה הכרוכה בניסיון לבנות מסגרות של שיתוף-פעולה בינלאומי ויציקת תוכן אליהן בתנאים של אי-ודאות. כדי להשלים את התמונה יש להתייחס למספר תרחישים באשר למידת שיתוף-הפעולה בניסיון לממש את אותו איזון מחדש של הכלכלה הגלובלית, למידת הנכונות לשיתוף-הפעולה בין משקים "מתעוררים", בייחוד באסיה המזרחית, לבין המדינות המתועשות, וכן להשלכות אשר יהיו להחלטות שיקבלו ממשלות שונות.

כל אחת מהאפשרויות השונות תהיה תולדה של החלטות פוליטיות אשר יתקבלו על-סמך הרצון להתמודד עם שאלות כלכליות.

הזווית הפסימית: בקצה הפסימי של הקשת נמצא כישלון אפשרי של המאמצים לבניית מסגרת פעולה משותפת של ממשלות שונות, וכן כישלון אפשרי במאמץ לתיאום מדיניות בנוגע לאסטרטגיית היציאה מהמדיניות המרחיבה ובמאמץ לבצע איזון מחדש. במקרה זה, התוצאה תהיה הטלת מיסוי על השקעות זרות בקרב משקים "מתעוררים", ובצד

ובסין לא זקוקה ברובה למוצרים מתוחכמים ולכן ניתן להתבסס על אימוץ של טכנולוגיות פשוטות יחסית כאשר מדברים על הספקת מוצרים לצריכה מקומית במשקים אלה. זאת בהנחה ששכבות אלה באוכלוסייה הן שירחיבו את הצריכה שלהן. בפועל, ההצעה הזו בעייתית מאוד מבחינת מדינות אשר מתבססות על צמיחה מוטת ייצוא.

מסיבה זו, האימוץ של מודל חדש של פיתוח כלכלי יוכל לצאת אל הפועל רק אם יובטח, כי הייצור לשוק המקומי ימשיך להתבסס על מוצרים אשר כוללים מרכיב של טכנולוגיה מתקדמת. למעשה, המודל המוצע על-ידי ה-G-20 מתאים יותר למדינה כמו הודו, אשר מראש לא התבססה על ייצור מוצרים מתקדמים לייצוא, אך אינו בא בחשבון לגבי משקים אחרים באסיה, שבהם כל מודל חדש יהיה חייב לכלול מרכיב של אימוץ טכנולוגיות מתקדמות.

השווקים לפני הפוליטיקאים

בעוד המומ"מ בין המדינות לגבי צעדי המדיניות אשר הוזכרו עתה נמשך, השוק אינו ממתיך עד לנפילת ההכרעות הפוליטיות, אלא פועל על-סמך ההנחה שהמשקים ה"מתעוררים" ימשיכו לצמוח מהר יותר ויהיו את עיקר מאגר ההזדמנויות העסקיות במרוצת השנים הקרובות. ולראיה, על-פי סוכנות בלומברג, מדד MSCI של בורסות במשקים "מתעוררים" עלה ב-68% מסוף 2008 ועד 10 בנובמבר 2009. המקור של חלק מהעלייה טמון ב-Carry Trade, אותם זרמי הון למשקים "מתעוררים" אשר מבקשים לנצל את האפשרות לגרוף רווחי הון בהשקעות נקובות במטבע מקומי בזכות הריבית הנמוכה במשקים מתועשים.

עם זאת, זרמי ההון מבטאים גם הערכות בדבר סיכויי צמיחה לטווח ארוך. על-פי אומדני Economist Intelligence Unit סך ההשקעה הזרה הישירה ברחבי העולם – השקעה אשר נועדה להקים ו/או לרכוש מפעלים ונכסים ריאליים – ירדה אמנם ב-50% ב-2009 לעומת 2007, והסתכמה בכטריליון דולר, אך מתוך סכום זה חלק הארי יגיע למשקים "מתעוררים", לראשונה מאז החלה המדידה של זרמים אלה.

התוצאה המיידית של התגברות זרמי ההון למשקים "מתעוררים" היא לחצים לייסוף המטבע המקומי, ואלה מובילים בתורם את הממשלות והבנקים המרכזיים שם להגדיל את יתרות המט"ח, בדומה לנעשה בישראל. קרן המטבע אף המליצה למשקים ה"מתעוררים" בתחילת נובמבר, לקרוא פגישת שרי האוצר והנגידים של ה-G-20, לאפשר את התחזקות המטבעות, כחלק מאיזון מחדש. עם זאת, החשש הוא שהצעד הבא של ממשלות במשקים "מתעוררים" יהיה דווקא להטיל מיסוי על השקעות זרות, או להנהיג עליהן פיקוח מחודש. במקרים מסוימים, לדוגמה בברזיל, צעדים בכיוון זה כבר ננקטו.

צמיחה ותעסוקה בכלכלות מפותחות

צמיחה ריאלית (שיעור שינוי שנתי)

תחזית 2010	תחזית 2009	2008	2007	
1.5	-2.7	0.6	2.7	ארה"ב
0.3	-5.3	1.2	2.5	גרמניה
0.9	-2.4	0.3	2.3	צרפת
1.7	-5.4	-0.7	2.3	יפן
0.9	-4.4	0.7	2.6	בריטניה
2.4	-0.1	4.0	5.2	ישראל

שיעור האבטלה (באחוזים מכוח העבודה)

תחזית 2010	תחזית 2009	2008	2007	
9.3	8.2	5.8	5.4	ארה"ב
10.7	8.0	7.4	8.4	גרמניה
10.3	9.5	7.9	8.3	צרפת
6.1	5.4	4.0	3.8	יפן
9.3	7.6	5.5	5.4	בריטניה
8.6	8.2	6.2	7.3	ישראל

מקור: IMF: תחזית פיננסית עולמית; אוקטובר 2009

3 תמורות ביחסים הבינלאומיים – הכלכלה הגלובלית ביום שאחרי המשבר

האמריקני? אחת האפשרויות היא שהירידה בערכו של הדולר אינה בגדר תופעה זמנית או חלק מתנודות במהלך מחזור העסקים, אלא תופעת ארוכת טווח. בין סוף 2001 לבין אמצע נובמבר 2009 איבד הדולר 65% מערכו לעומת האירו, וכ-45% מערכו לעומת הין היפני. לירידה זו מתווספות לא פעם פרשנויות שלפיהן ממשלת ארה"ב עצמה מעוניינת בשחיקה בשער הדולר כדרך לעידוד הייצוא מארה"ב. עם זאת, קשה להבין מדוע ירידה זו, כשלעצמה, יכולה להוביל לאובדן הבכורה של הדולר בשוק המט"ח הגלובלי. כדי שהדבר יקרה צריכים להתווסף מספר רכיבים דוגמת:

- ירידה חדה במספר העסקאות בסחר העולמי הנקובות בדולרים;
- ירידה חדה בשימוש בדולר האמריקני בבניית יתרות מט"ח בקרב המדינות השונות.

שני המרכיבים האלה אפשריים, כמובן, בהחלט. התארגנויות אזוריות ו/או הקמת אזורי מטבע יביאו לירידה בשימוש בדולר בעסקאות בסחר העולמי, מה עוד שיצרנים של מוצרים אשר עד עתה נקבו את מחירים בדולר – במיוחד מוצרי נפט וקומודיטיז, וגם מוצרי אלקטרוניקה – יבקשו לעבור למטבע אחר. גם הירידה בשימוש בדולר כמטבע רוברות המט"ח היא אפשרות אשר מועלית מדי פעם על-ידי מדינות שונות, למשל, יצרניות הנפט או סין.

ההצעה היא, שאת מקום הדולר יתפוס סל רחב של מטבעות דוגמת "יחידות המשיכה המיוחדות" או SDR (Special Drawing Rights) – שהן סל אשר המורכב מהדולר האמריקני, הין יפני, האירו והליש"ט

הריאלי תירשם בקרב המשקיים המתועשים עלייה תלולה בהיקף מכסי המגן או בחסימות לא-מכסיות נגד ייבוא.

הזווית האופטימית: בקצה השני, האופטימי מאוד, ניצבת אפשרות שכל ממשלה תגיע למסקנה שהחלופה לשיתוף-פעולה היא קריסת מערכות אשר תהיה הרסנית לכל משק, ועל כן תהליך האיזון מחדש יתקדם, תוך אימוץ של מודלים חדשים של פיתוח כלכלי באסיה המזרחית בשילוב עם יציאה מסודרת ומתואמת מהמדיניות הפיסקאלית המרחיבה וריסון המדיניות המוניטארית.

נכון לסוף נובמבר 2009, שני התרחישים לא נראים סבירים. התרחיש האופטימי מתעלם ממצאות פוליטית שבה לכל ממשלה יש אינטרסים משלה שאותם היא תסרב להקריב על מזבח התיאום הגלובלי. מנגד, התרחיש הפסימי מתעלם מהרצון של הממשלות למנוע גלישה לתהליכים הרסניים ומשיתוף-הפעולה שכבר החל, למשל בנושא בלימת המשבר הפיננסי החריף. לפיכך, התרחיש הסביר יותר כולל נכונות של המדינות להתפשר תוך קבלה של העיקרון של תיאום ושיתוף-פעולה, לצד ניהול מו"מ מתמיד על שוליים של חופש פעולה אשר יישמרו לכל מדינה ומדינה.

במסגרת זו יש לציין את האפשרות של התגברות הנטיות לשיתוף-פעולה אזורי כדרך שבה מדינות שונות, במיוחד באסיה המזרחית, ירצו לפתור חלק מהבעיות שאיתן הן מתמודדות. קובעי מדיניות בסין, ביפן ובמדינות אחרות באסיה המזרחית החלו להצהיר על עניינם בתוכניות לשיתוף-פעולה אזורי, אשר במסגרתן הם יוכלו לגבש עמדות משותפות כלפי ה-G-20 בד בבד עם הגדלת הסחר ביניהן.

מודלים קיצוניים אף יותר כוללים יצירה של מאגר נזילות משותף לכל המדינות באסיה המזרחית. במזרח רואים באיחוד האירופי מודל אפשרי של התפתחות לטווח ארוך, אך בטווח הקצר, ניתן יהיה לצפות למאמצים הרבה יותר צנועים לנסות להגביר את הסחר האזורי וההשקעות ההדדיות, וכן ניסיון ליצור שיתוף-פעולה גם עם ארה"ב ואירופה.

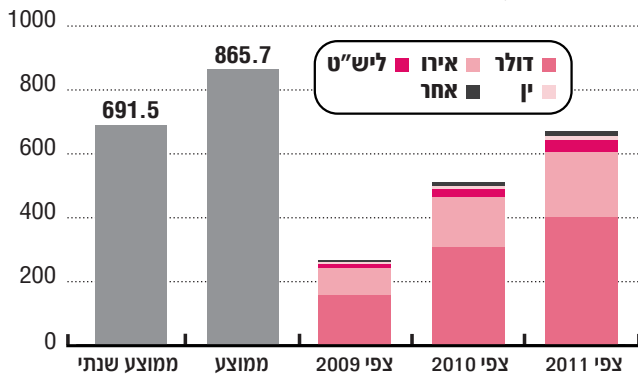
קץ עידן הדולר?

המשבר הכלכלי-פיננסי יצר קרקע נוחה להפרכת תחזיות רבות לטווח ארוך, אחת מהן עוסקת במה שניתן לכנות "סוף עידן הדולר". הסיבות לסוף העידן, לדעת המצדדים בתיאוריה, הן שהיחלשות הדולר היא תהליך אשר נמשך כבר שנים לא מעטות וניזון, בין היתר, מהעלייה בעוצמה של המשקיים ה"מתעוררים". סיבה שנייה להיחלשותו טמונה בחוב העצום, בסך 12 טריליון דולר, אשר מונח על כתפי ממשלת ארה"ב, שלה גם גירעון ענק בחשבון השוטף.

אך למה מתכוונים כאשר מדברים על אובדן הבכורה של המטבע

תמהיל יתרות המטבע בשווקים מתעוררים

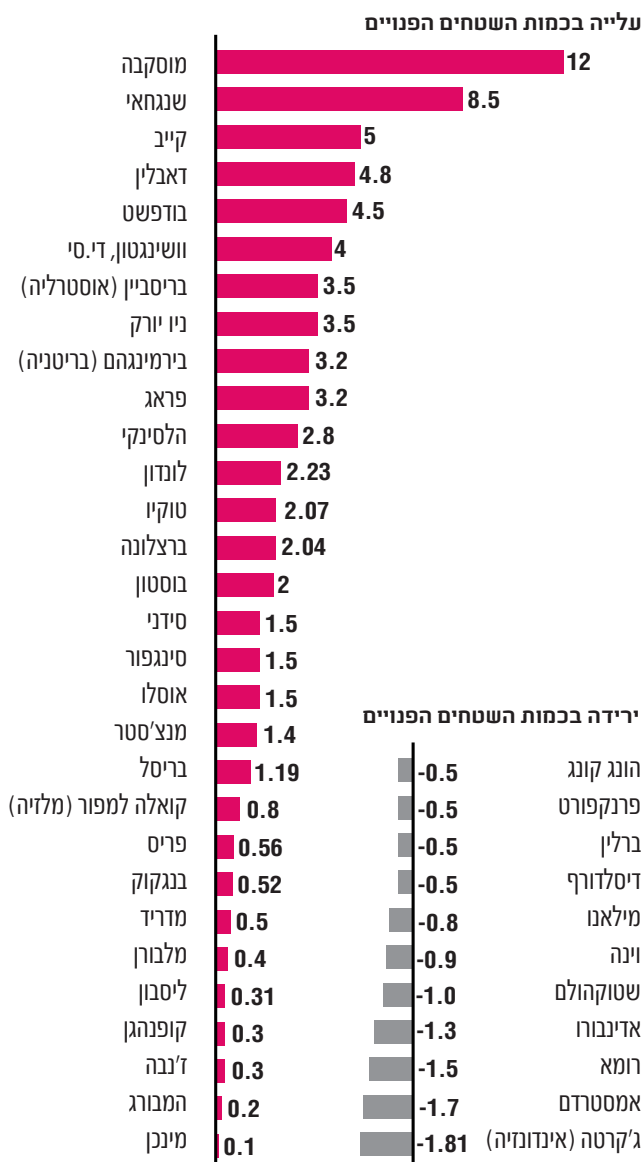
(צבירה שנתי, מיליארדי דולרים)



מקור: IMF; דו"ח היציבות הפיננסית בעולם, אוקטובר 2009

3 תמורות ביחסים הבינלאומיים – הכלכלה הגלובלית ביום שאחרי המשבר

שינוי שיעור השטחים הפנויים בשוקי המשרדים (באחוזים; שינוי בין סוף 2007 לסוף 2008)



מקור: IMF; תחזית פיננסית עולמית; אוקטובר 2009

הבריטית. יחידות אלה משמשות את קרן המטבע כמכשיר לשמירת יתרות המטבע שלה ולהזרמת נזילות למשקיים שונים. אלא שלפני שמחליטים שאובדן הבכורה של הדולר הוא עובדה מוגמרת יש להתייחס גם ליתר בסיסי העוצמה של המטבע האמריקני. בראש ובראשונה מדובר בעובדה שהשוק לנכסים פיננסיים הנקובים בדולרים – שוק הכסף ושוק ההון – הוא עצום בגודלו. שוק הכסף במונחים דולריים נהנה מנזילות ומסחירות גבוהות מאוד, ולצידו קיים גם שוק הון אמריקני גדול ונזיל, הכולל מניות ואג"ח ממשלתיות וקונצרניות. שווקים פיננסיים דומים קיימים גם במדינות אחרות, אך הם קטנים יותר, וספק רב אם ביכולתם להחליף את שוק המכשירים הנקובים בדולרים. לכן, הן מבחינת מדינות והן מבחינת המגזר הפרטי קיים קושי של ממש לנטוש את הדולר.

בסופו של יום, מעמד הדולר תלוי ביכולת של ממשלת ארה"ב להבטיח את הפעולה התקינה של שוק ההון האמריקני ושל יתר השווקים הפיננסיים, להקטין באורח משמעותי את הגירעון, למנוע התפרצות אינפלציונית ולהקטין את הגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים. ואלה, יש לזכור, הם בדיוק אותם תהליכים אשר נמצאים בלב המאמצים להגיע לאיזון מחדש של הכלכלה הגלובלית, ולכן ההצלחה של תהליכים אלה עשויה להיות גם התנאי להמשך מעמד הבכורה העולמי שממנו נהנה המטבע האמריקני.

1. מבוסס על הרצאת מנכ"ל קרן המטבע בפני עיתונאים בפתח הכינוס השנתי של קרן המטבע באיסטנבול בספטמבר 2009.
2. ראו בעניין זה את הפרק ה' באיזון מחדש של המערכת הכלכלית הגלובלית.
3. מדינות מחולקות בקרן המטבע ל"מחוזות" (constituencies), ובראשם מדינה אשר מייצגת אותם בדיונים שונים. ראש המחוז שאליו משתייכת ישראל היא הולנד.
4. ראו בעניין זה את הרצאתו של רוברט זוליק, נשיא הבנק העולמי, במכון ניטצה של אוניברסיטת ג'ון הופקינס בספטמבר 2008.
5. <http://www.economist.com/node/14742533>
6. IMF. Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit. Meetings of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors. November 6-7, 2009. St. Andrews, United Kingdom

פרק 4

רגולציה דינאמית

הרגולציה – "האשמה העיקרית" במצב – ניצבת במוקד המאמצים הבינלי' למניעת משבר עתידי • על סדר היום עומדות כוונות להחמיר את דרישות הלימות ההון של גופים פיננסיים, ולשנות את מבנה התגמול של בכיריהם, וכן לחיפוש דרכים להתמודד עם סיכונים מערכתיים שנובעים מענקי בנקאות ופיננסים



4 רגולציה דינאמית - על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים

לשיתוף-פעולה ולבצע יחד רפורמות במערכת הרגולציה הפיננסית, הם ייתקלו בהתנגדויות מצד פוליטיקאים, חברי פרלמנט, שדולות של בעלי עניין, ואף רגולטורים אחרים.

כך למשל, בית הנבחרים האמריקני אישר בתחילת דצמבר חבילה של שינויים במערכת הפיקוח הפיננסי בארה"ב הכוללת ייסוד מועצה לבחינת איומים מערכתיים, מתן סמכויות לפדרל ריזרב להגביל נטילת סיכונים על-ידי גופים פיננסיים, והגדרה מראש של דרכים לפרק מוסדות פיננסיים גדולים במקרה של חדלות פירעון. התוכנית עוקבת אחרי ההצעות הנידונות בפורומים בינלאומיים, כפי שיוצג מיד, אך כבר נתקלה בהתנגדות לא קטנה בסנאט.

במקביל, רגולטורים פיננסיים פרסמו אזהרות שלפיהן התנגדות מעין זו תתעצם ככל שיתרחק העולם מהמצב המשברי וישוב לפעול בסביבה כלכלית נורמלית². למען האמת, לא ניתן לדחות על הסף את טענות המתנגדים, במיוחד לאור ההתפתחויות בחודשים האחרונים. על-פי דו"ח רשמי של ה-G-20³, שיתוף-הפעולה הפורמלי בין המדינות נמצא רק בתחילת הדרך, ומתנהל בדרג נמוך. יתור על כן, רק בקרב מחצית ממדינות ה-G-20 הוכרזו תוכניות קונקרטיות להגדלת הון הבנקים ולארגון-מחדש של מערכת הבנקאות. כמו כן, רק מיעוט קטן מקרב 20 המדינות ערכו "תרחישי קיצון" לבנקים, כדי לבחון את מרווח הנשימה של הבנקים מול הידרדרות אפשרית נוספת בכלכלה. המשמעות היא, שהרפורמה ברגולציה הפיננסית מפוצלת מאוד.

שיתוף-פעולה למרות הקשיים

למרות שלל הקשיים שצינו זה עתה, לא ניתן להתעלם מהעובדה שהתאמה חוצת גבולות של תקני פיקוח והנהגת רפורמות מתואמות הן אינטרס משותף למדינות רבות. לכן, ניתן להעריך במידה סבירה של ביטחון, כי שיתוף-הפעולה ימשך, וכי "דעת הקהל" והלקחים שהופקו בעקבות המשבר אכן יובילו לרפורמה במערכת הפיננסית הבינל.

כדי לחזק את הטענה נתמקד באותם תחומים שבהם כבר הושגה מידה סבירה של הצלחה באימוץ פורמלי של מסגרות משותפות למדינות השונות. במניין תחומי ההסכמה השונים ניתן לכלול את:

- תיקון הליקויים בדרישות ההון ובתקינה החשבונאית הבינל כדי למנוע חזרה למצב שבו יוכלו בנקים להעביר פעילויות אל מחוץ למאזן שלהם, לרוב באמצעות איגוח או הנפקת נגזרי אשראי;
- שיפור של כללי ניהול סיכונים בקרב הבנקים, במיוחד בכל הקשור לכללי ממשל תאגידי, פעולות בחדרי עסקאות, ניהול סיכוני נזילות, ניהול חשיפות לצדדים שלישיים, שערך חשיפות לפעולות חוץ-מאזניות, ולדיווח הולם בנוגע לחשיפות אלה;

הרגולציה הפיננסית היא אחת מהחזיתות המרכזיות במלחמה ובמאמצים - הלאומיים והבינלאומיים - להתמודד עם המשבר הכלכלי-פיננסי והניסיון למנוע הישנות של משבר דומה בעתיד. המאמצים להקלת המשבר החלו בשנת 2008 תחת המטרייה הפוליטית של ראשי ה-G-20, והובילו להקמת ה-FSB (מועצת היציבות הפיננסית) אשר אמונה על פיתוח של תקנים המסדירים את דרך הפעילות של גופים פיננסיים.

התחושה בעבר ובהווה היא, שכשלים הטמונים בכללי הרגולציה, וגם במבנה התמריצים אשר עודד נטילת סיכונים מופרזים, אחראיים במידה רבה להיווצרות התנאים שהובילו למשבר הכלכלי האחרון. האג'נדה שעליה מתבססת הרפורמה הפיננסית בעולם נקבעת באופן פורמלי על-ידי ה-G-20, אך היא מתבססת על הנושאים אשר

מטרידים בעיקר את המדינות המתועשות - ארה"ב, יפן ומדינות במערב אירופה. כמו כן, החלטות ה-G-20 בתחום הרגולציה יחייבו, באמצעות החלטות ה-FSB, את כלל המשקים בעולם. המשמעות היא, שמסגרת החלטות זו תיושם גם בישראל בסמיכות רבה ללוח-הזמנים אשר נקבע לגבי יתור המדינות. יצוין, כי לרגולטורים מקומיים במשקים קטנים ו/או "מתעוררים" תישמר הזכות לתבוע דרישות נוספות מעבר לאלה המופיעות בתקינת ה-FSB, אם יהיה בכך כדי לשמור על יציבות המערכת הפיננסית המקומית¹.

שיקולים לאומיים לעומת שיקולים בינלאומיים

הדרך לרפורמה גלובלית רצופה קשיים. בעולם נשמעות דעות שלפיהן בסופו של יום כל ממשלה וכל רגולטור יתחשבו באינטרסים המקומיים ולא באינטרסים הגלובליים. לדידם, הרפורמה ברגולציה צריכה להיות בראש ובראשונה מהלך מקומי ולאומי.

האיחוד האירופי, למשל, שם דגש רב על הסוגיות אשר מטרידות את המדינות החברות באיחוד, ורשויות האיחוד כבר עוסקות בהגדרת העקרונות לרפורמה במערכת הרגולציה הפיננסית. הדבר לא מנע מממשלת בריטניה להסתייג מהכפפת הפיקוח על "הסיטי של לונדון" לרשויות אירופיות, ולתבוע שהרגולטור המקומי יישאר מקור הסמכות של הפיקוח הפיננסי. בסופו של יום, הממשלות האחרות נאלצו להסכים לפשרה שבמסגרתה יוקמו שלוש רשויות פיקוח אירופיות - לביטוח, לבנקאות ולשוק ההון - ולצידן מנגנון המאפשר ערעור על החלטותיהן. זאת, כדי להגן על הסמכות של הרגולטור הלאומי.

טענות אחרות גורסות, כי גם אם הרגולטורים המקומיים ירצו

4 רגולציה דינאמית - על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים

עד סוף 2012 יוקמו בורסות או מסלקות אלקטרוניות שבהן ייסחרו כל הנגזרים הסטנדרטיים אשר נמכרים מעבר לדלפק (OTC), ובהן תתבצע גם הסליקה. חוזים ונגזרים אשר לא יעברו סליקה "מרכזית" יוכפפו לדרישות הון מחמירות יותר. בדרך זו לרגולטורים יהיה מידע זמין בדבר היקף החשיפות וניתן יהיה לבצע קיזוזים של חשיפות.

שאיפה להגעה למצב בו התקינה האמריקנית והתקינה לפי ה-IFRS יתכנסו לתקן אחד במהלך 2011.

תבוצע רפורמה בשיטת תגמול העובדים במוסדות פיננסיים. במסגרת הרפורמה לא יובטחו בונוסים במשך מספר שנים, ייקבע תגמול שקוף יותר אשר תלוי בהישגים רב-שנתיים ומבוסס על מניות, כדי לעודד התנהלות המוטה לשיפור ביצועים בטווח הארוך. מטרת השינוי היא למנוע מצב שבו תגמול הבכירים לכשעצמו יעודד סיכונים אשר אותם מנהלים לא היו נוטלים אלמלא התגמול.

עד סוף 2010 ייושמו מהלכים פרי תכנון מפורט לפירוק גופים פיננסיים גדולים בעלי השפעה רבה על המערכת הפיננסית כולה. על תוכניות אלה להיות מותאמות באופן ספציפי לכל תאגיד פיננסי, אך בה בעת לשמור על עקביות עם תקנים וחוקים במדינות השונות.

יוקמו קבוצות פעולה המורכבות מאנשי רגולציה ממספר מדינות אשר יטפלו, אם יתעורר הצורך, בפירוק מסודר של גופים פיננסיים בינלאומיים. לאור חשיבות העניין, אמורה

- הקמת מסלקות מרכזיות לנגזרי אשראי ויישום עקרונות להתמודדות עם שימוש לרעה במכירות-בחסר ("שורט");
- אימוץ עקרונות לפיקוח על קרנות גידור; עקרונות אלו קרובים ליישום באיחוד האירופי, וכבר הוצעו בארה"ב;
- פיקוח מוגבר על חברות דירוג אשראי, במיוחד לגבי דירוג מוצרים מובנים;
- מעקב טוב יותר אחר סיכונים מערכתיים, והתקדמות בכל הקשור לבניית תשתית לשיתוף-פעולה במקרים של משברים חוצי גבולות.

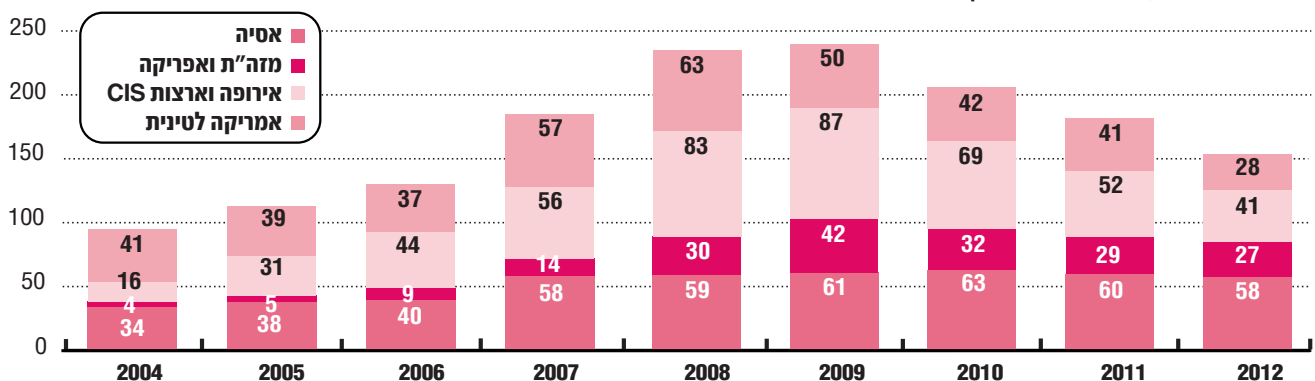
סדר היום בעתיד הקרוב

סוגיות אלה נידונו השנה בוועידת פיטסבורג, ובמהלכה פורסמו מספר המלצות לעתיד אשר תורגמו לסדרה של החלטות אשר הופיעו במסמך המסכם של הפסגה, שעליו חתמו מנהיגי ה-G-20. נחלק את ההמלצות למספר קטגוריות:

- פיתוח דרישות בינלאומיות להלימות הון אשר יגדילו את דרישות ההון, ישפרו את איכותו על-ידי הגדלת רכיב ההון הראשוני, ויגבילו את המינוף המרבי. דרישות אלה יחייבו גם ריתוק רזרבות הון גדולות יותר כנגד נכסים מסוכנים ופעולות חוץ-מאזניות. הרזרבות המוגדלות לצד כריות ביטחון בדמות רזרבות הון קבועות (או כאלו שאינן תלויות בסיכון) יהפכו למרכיב שאמור לפעול נגד כיוון מחזור העסקים. שינויים אלה יוטמעו בתוך מסגרת של אמנת באזל II משופרת, אשר לא תיושם לפני 2012.

צרכי מימון מחדש של חובות תאגידיים בשווקים מתעוררים

(מיליארדי דולרים; מתייחס לחובות הנקובים במט"ח)



* כולל הונגריה, קזחסטן, פולין, רוסיה, טורקיה ואוקראינה. מקור: IMF; דו"ח היציבות הפיננסית בעולם; אוקטובר 2009

4 רגולציה דינאמית - על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים

גם אם מביאים בחשבון, כי אותו סכום אדיר כולל מסגרות לערבויות או כספים אשר הובטחו אך לא הוזרמו בפועל, עדיין מדובר בהיקפי סיוע חסרי תקדים. לפיכך, אין זה מפתיע שתוכניות ההצלה השונות נתקלו בהתנגדות פוליטית עזה, על אף שהן נתפסו כחיוניות למניעת קריסה של המערכת הכלכלית.

בהקשר זה ראויים לאזכור ההצהרות של ראשי קרן המטבע הבינ"ל שלפיהן יוטל מס על עסקאות של גופים פיננסיים, בין היתר כדי להחזיר למשלמי המסים את סכומי הכסף הגדולים אשר הוצאו כדי להציל את המערכת כולה, וגופים בודדים רבים. דברים ברוח זו הושמעו בעת כינוס קרן המטבע, והם אף צוינו במפורש על-ידי ג'ון ליפסקי, המזכיר של מנהל הקרן בסוף נובמבר 2009. הצעות אלה הן סוג של היענות לביקורת הרבה נגד המערכת הפיננסית הבינ"ל, בשל העלות העצומה של חילוץ מהמשבר.

למעשה, ספק רב אם המערכות הפוליטיות במדינות מתועשות יסכימו גם בעתיד לתוכנית דומה, או אפילו להצלה של גורם פיננסי משמעותי בודד. באופן דומה, גם הנכונות של גורמי ההסדרה להיחלץ בעתיד להצלת גופים פיננסיים גדולים במיוחד, מוטלת בספק.

חילוץ הבנקים לא פופולרי בקרב הציבור

ההתנגדות לתוכניות ההצלה של המגזר הפיננסי נובעת מהעובדה שבקרב קובעי המדיניות עדיין קיימת תחושה לפיה מערכת תגמול הבכירים בבנקים עודדה נטילת סיכונים, והדבר בא לידי ביטוי בהחלטות פייטסבורג שנועדו להקטין תמריצים אלו. כמו כן, קיים יסוד סביר להניח, כי למרות המאמצים וההצהרות שהשמיעו הרגולטורים

מועצת ה-FSB להציג עד אוקטובר 2010 תוכניות מסודרות לדרישות הון ומהלכים נוספים אשר יביאו את התאגידים הגדולים להפנים את הסיכון המערכתי העודף שהם יוצרים.

בין סיכון עודף לסיכון מוסרי

להחלטות פייטסבורג בעניין תגמול בתאגידים פיננסיים, ובעניין טיפול בתאגידים פיננסיים בעלי חשיבות מערכתית, יש משקל מיוחד בעיקר בשל הדחיפות שהממשלות ודעת הקהל במדינות השונות מייחסות להן. לכן, כדאי להרחיב את היריעה בכל הקשור לשתי החלטות אלו ולבחון אותן ביתר פירוט, תוך קישורן להקשרים רחבים של המשבר ואחריותו.

ליהמן ברדרס - נכה לא מטפלים בקריסת בנק גדול

לאחר קריסת בנק ההשקעות הגדול, ליהמן ברדרס, החלו ממשלות שונות להפעיל תוכניות סיוע למערכת הפיננסית. ניתוחים רבים אשר נערכו לאחר החרפת המשבר העלו, כי לא עצם קריסת הבנק החרפה את המשבר, אלא הדרך שבה טופלה קריסתו. הדברים מתייחסים לכך שברגע קריסת ליהמן לא הייתה בנמצא תוכנית פעולה ברורה, ובמקביל נרשמה פגיעה קשה בצדדים קשורים לבנק אשר כשל.

תוכניות ההצלה הממשלתיות - מה שהיה לא יחזור?

לתוכניות ההצלה הממשלתיות השונות הייתה שורה של מרכיבים דומים: מתן ערבות למפקדים, הזרמת הון, וטיפול בחלק מ"הנכסים הרעילים". עם זאת, תוכניות אלה לא היו מתואמות, ולעתים מהלכים של ממשלה אחת אילצו ממשלות אחרות לפעול בכיוון דומה, גם אם הדבר נגד את רצונן. זאת, מתוך חשש ש"כספים" יברחו ממקום "פחות בטוח" לאותם בנקים אשר זכו לערבויות ממשלה.

אחד המאפיינים המרכזיים של תוכניות החירום אשר הושקו במדינות רבות, ובמיוחד במדינות המתועשות, היה החלטה למנוע קריסה של גופים פיננסיים גדולים המשפיעים על תפקוד המערכת הכלכלית כולה. להוציא מספר מקרים יוצאי דופן, החלטה זו תורגמה לסיוע ולהצלה של בנקים גדולים, ושל חברת הביטוח AIG.

מנתוני ה-G-20 עולה, כי המדינות החברות בפורום התחייבו לסכומים השקולים ל-7% מהתוצר שלהן, כדי לסייע לבנקים בעיצומו של המשבר. בין ספטמבר 2008 לחודש יוני 2009 (התקופה שאליה מתייחסים נתוני ה-G-20) עמד סכום ההתחייבות הכולל של הממשלות על כ-4.5 טריליון דולר. מתוך סכום זה, 2.6 טריליון דולר נועדו לשמש ערבויות לחובות הבנקים, 1.3 טריליון דולר נועדו להגדיל את הון הבנקים ו-560 מיליארד דולר נוספים נועדו לרכישה/הגנה על נכסים.

תחזית מחיקות של הלוואות ונגזרים*

במערכת הבנקאית העולמית

(מיליארדי דולרים; מתייחס לשנים 2007-2010)

שיעור מחיקות	תחזית המחיקות	סך האחזקות	ארה"ב
8.2%	1,025	12,561	בריטניה
7.2%	604	8,369	גוש האירו
3.6%	814	22,901	שווקים אירופיים
5.1%	201	3,970	מפותחים נוספים**
2.1%	166	7,879	אסיה***

* מתייחס להלוואות לשוק הדיור, לשוק המסחרי, לפירמות, לחו"ל וכן לני"ע חגובים בהלוואות אלו ** כולל דנמרק, איסלנד, נורווגיה, שוודיה ושווייץ

*** כולל אוסטרליה, הונג קונג, יפן, ניו זילנד וסינגפור
 מקור: IMF; דו"ח היציבות הפיננסית בעולם; אוקטובר 2009

4 רגולציה דינאמית - על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים

יש להניח, כי בסופו של יום, דירקטיבה ברוח זו תפורסם על-ידי האיחוד האירופי במסגרת הרפורמות המתוכננות במערכת הפיקוח הפיננסי. שאלת התגמול תמשיך לעורר ויכוחים רבים בין רגולטורים לבין גופים פיננסיים, ובין פוליטיקאים לבין מערכת ההסדרה. בסופו של עניין, מדובר בשאלה אשר קשורה קשר אמיץ למבנה הבעלות על גופים פיננסיים ולכללי הממשל התאגידי באותם גופים.

הפסדים כפונקציה של בעלי המניות

כללי ממשל תאגידי משופרים הם הסיבה לדרישת ה-FSB למעורבות הרבה יותר משמעותית של מועצות המנהלים בעיצוב מדיניות התגמול. השאלה המרכזית המתעוררת בהקשר זה היא - עד כמה מועצות המנהלים מסוגלות להתמודד עם הנהלות הפירמות סביב סוגיות אלה, במיוחד אם חלק מחברי הדירקטוריון נעדרים את הכלים הדרושים כדי להעריך את ההשפעה של נטילת הסיכונים.

ממחקר אשר פורסם באוגוסט 2009⁴ ובחן סוגיות אלה, עולה, כי למבנה הבעלות ולמבנה מועצות המנהלים, השפעה לא קטנה על טיב ההחלטות של מנהלי החברות. המחקר אשר התבסס על נתוני 306 חברות ציבוריות מ-31 מדינות מצא, כי ככל שחלק גדול יותר מהבעלות על הבנק הוחזק בידי קרנות פנסיה וגופים מוסדיים אחרים, כך היו ההפסדים בעת המשבר גדולים יותר.

לעומת זאת, כאשר בדירקטוריון היה ייצוג גדול יותר לבעלי השליטה, ההפסדים היו, בממוצע, קטנים יותר. המחקר מצא עוד, כי בנקים אשר העניקו בונוסים שנתיים גדולים רשמו הפסדים גדולים יותר לעומת בנקים שבהם התגמול התבסס על הישגים של הטווח הארוך, והוא

הפיננסיים, נושא תגמול הבכירים רחוק משינוי של ממש. על-פי נתונים שפורסמו לראשונה על-ידי ה"וול סטריט ג'ורנל", הבנקים וגופים פיננסיים אחרים בארה"ב ישלמו השנה משכורות ובונוסים בסכום מצרפי של 140 מיליארד דולר, לעומת 117 מיליארד דולר ב-2008, ו-130 מיליארד דולר ב-2007.

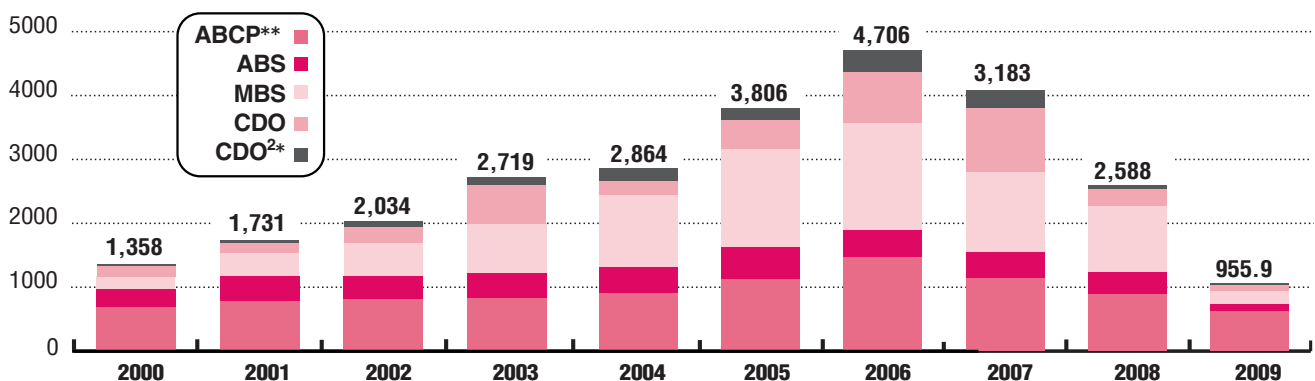
**תוכניות ההצלה יצרו בעייה
 המכונה בפי כלכלנים "סיכון
 מוסרי" - מצב שבו חסרה
 ענישה על התנהגות רשלנית,
 פיזזה או שגויה**



נתוני הפרסום מבוססים על נתוני שכר ובונוסים המשולמים על-ידי 23 המוסדות הפיננסיים הגדולים בארה"ב, ומראים עד כמה מערכת ההסדרה מתקשה לאכוף נהלים ומגבלות על התגמול למנהלים במערכת הבנקאית ובמוסדות הקשורים לשוק ההון האמריקני.

מהחשיבות אשר ייחסו לנושא התגמול מנהיגי האיחוד האירופי ערב פסגת פיטסבורג ניתן להקיש, כי גם במוסדות פיננסיים אירופיים המצב דומה לזה השורר בארה"ב. נציגי האיחוד האירופי אף הציעו גישה "תוקפנית" יותר לנושא התגמול אשר כוללת מתן סמכויות לרגולטורים להטיל קנסות ולהפעיל סנקציות שונות נגד גופים אשר יחרגו ממדיניות התגמול המומלצת.

תמהיל סוגי איגוח לא חמשלתי בעולם (מיליארדי דולרים)



* CDO המגובים ב-CDO אחרים ** ני"ע מגובים בני"ע מסחריים (CP) מקור: IMF דו"ח היציבות הפיננסית בעולם; אוקטובר 2009

4 רגולציה דינאמית - על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים

שיאני המחיקות במערכת הבנקאית העולמית

(מיליארדי דולרים)

ס"ה כ	2009**	2008	2007	בנק
114.3	21.8	63.4	29.1	סיטיגרופ
77.4		73.4	4.0	ווביה
63.7		38.6	25.1	מריל לינץ'
63.5	13.9	30.3	19.3	HSBC
58.5	17.2	29.2	12.1	בנק אוף אמריקה

* סך המחיקות הבנקאיות בעולם עומד על כטריליון דולר ** עד אוקטובר 2009
 מקור: עיבודי רויטרס

בדומה לסוגיית תגמול הבכירים, גם בסוגיה זו ניתן לקשור את סוגיית הפירוק המסודר לשאלה בסיסית הרבה יותר – אופי ההצלה העתידית של מוסדות פיננסיים על-ידי הממשלות. על-פי הצעות אשר נידונות בפורומים שונים, במיוחד בארה"ב, לאחר השלמת ההכנה של המנגנון החוקי המתאים, אישורו בדיקטטוריון, ופרסום הפרוטוקולים לפירוק מסודר, לא יהיה יותר צורך בתוכניות הצלה לבנקים, ובדרך זו תיעלם מאליה הבעיה של "סיכון מוסרי", ותתבסס הציפייה שמשמעת השוק תפעל בצורה יעילה⁵.

יחד עם זאת, פירוק של בנק, לא כל שכן בנק גדול, עלול להיות תהליך מורכב וארוך, ולא ברור אם ניתן לקצר תהליכים גם אם מגדירים מסגרות משפטיות חדשות. יתר על כן, התוכניות הממשלתיות יצטרכו לכלול מרכיבים של ערבויות ממשלתיות להתחייבויות הבנק, מהלכים שמטרתם מניעת משברי נזילות במערכת וכיסויי חשיפות של צדדים שלישיים לבנק שאותו רוצים לפרק.

להפנים את הסיכון העודף

משמעות הדבר היא, שבעלי המניות של הבנקים יאלצו לקחת בחשבון, כי במקרה של חדלות פירעון, הממשלה לא תתערב כדי למנוע את פירוק הבנק, אלא רק תוודא שהפירוק נעשה על-פי המתווה המאושר. מעבר לגישה זו קיימות גם גישות הגורסות, כי בסופו של דבר יש להביא לפירוק הבנקים הגדולים ביותר למספר יחידות קטנות יחסית, כך שהסיכון המערכתי הכולל שהם יהוו יקטן באורח משמעותי לעומת המצב כיום.

עם זאת, כלל לא ברור אם ניתן ליישם מהלך כזה לאור הפריסה הבינלאומית הרחבה של אותם בנקים, והמעמד המשפטי השונה של חלק מהם – גופים אירופיים לעומת גופים אמריקניים – וזאת עוד קודם לתחילת הדיון בהשלכות אשר יהיו למהלך קיצוני מעין זה.

ניתן לא במזמון אלא כאופציות וכמניות. ממצאים אלה מחזקים את הרושם שבסופו של דבר סוגיית התגמול היא רק חלק ממסגרת רחבה יותר של ממשל תאגידי.

"בנקים גדולים מכדי ליפול"

סוגיה נוספת הראויה להדגשה קשורה לתחושה שלפיה הלקח שכל בנק יפיק מהתנהגות הממשלות במהלך המשבר הוא שיש גורמים פיננסיים בכלל ובנקים בפרט שהם "גדולים מכדי שיתנו להם ליפול". יצוין, כי בנאום שנשא שילה בייר, יו"רית ה-FDIC בארה"ב (הרשות לביטוח פיקדונות בנקאיים), היא הציעה אמצעים אחרים כדי לגרום לבנקים להפנים את הסיכונים אשר הם יוצרים. למשל, באמצעות הגבלה של סכומים אשר יקבלו בעלי אג"ח של הבנק במקרה שבו יקרוס, ו/או השתת מחיר חילוץ בנק בבעלות בנק אחר על בעלי המניות של הבנק-האם.

לפי שעה ברור כי לבנקים מ"סוג" זה יהיה תמריץ ברור ליטול סיכונים גדולים. למעשה, תוכניות ההצלה יצרו בעיה המכונה בפי כלכלנים "סיכון מוסרי" – מצב שבו חסרה ענישה על התנהגות רשלנית, פזיזה או שגויה. הדבר רק מגביר את הצורך להתמודד עם גופים בעלי חשיבות מערכתית, כחלק מהמאמץ למנוע מגופים פיננסיים ליטול סיכונים מופרזים, וזהו הרקע להחלטת פסגת פיטסבורג בנוגע לגופים פיננסיים בעלי חשיבות מערכתית.

המסמך אשר גיבשו מנהיגי ה-G-20 מגלה, כי הפתרון העתידי יכלול מנגנון משפטי אשר יאפשר פירוק מסודר של מוסדות אלה, וקליטת הנכסים על-ידי גופים פיננסיים פרטיים אחרים במהירות האפשרית, תוך מזעור הנזקים למשק ולתאגידים החשופים למוסדות גדולים כושלים, ותוך הגדרה ברורה של חלקן של רשויות פיקוח בתהליך כולו.

תוכניות "יום הדין" לבנקים

מנגנונים חוקיים המבוססים על פרוטוקולים ברורים וידועים מראש לפירוק של מוסדות בנקאיים כבר קיימים במספר מדינות. לדוגמה, הם הקיימים ברשות ה-FDIC בארה"ב, אך מדובר בדרך-כלל בבנקים יחסית קטנים, ואילו במקרה הנידון מדובר בראש ובראשונה בבנקים או במוסדות פיננסיים בעלי חשיבות מערכתית.

לוח-הזמנים ליישום המהלך, סוף 2010, מטיל על מועצות המנהלים של המוסדות הפיננסיים את החובה לדאוג לתוכניות מפורטות למקרה של חדלות פירעון, ולבחין תרחישים שונים של פירוק מסודר. יש להניח, כי הרגולטורים יטילו על הדיקטטוריון של כל בנק ובנק לאשר את תוכניות "יום הדין", ולדאוג לעדכון התקופתי.

4 רגולציה דינאמית - על הון, בנקים גדולים ומנהלים בכירים

גדול מכדי להיות זול

שאלה נוספת, חשובה בפני עצמה, היא – האם הוראות תוכניות "יום הדין" יחולו רק על הבנקים הגדולים בעולם בעלי השפעה משמעותית על המערכת הפיננסית הגלובלית, או שמא על כל רגולטור לאומי יהיה לדאוג להחלת תכנוני "יום הדין" גם על בנקים בעלי חשיבות מערכתית מקומית. ניסיון העבר הקרוב מלמד, כי מהלך גלובלי כזה יתחיל, במוקדם או במאוחר, "לזלוג" לרמה הלאומית. זאת, במיוחד כאשר לכל מפקח על מוסדות פיננסיים תוענק הסמכות להחמיר ולהוסיף דרישות משלו לשם הבטחת היציבות הפיננסית במשק המקומי.

כך או כך, ברור שבכל משק קיימים גורמים פיננסיים מקומיים אשר גודלם והיקף קשריהם מקנה להם חשיבות אסטרטגית. במקרה זה מוטלת על הרגולטור החובה לגרום לאותם בנקים להפנים את הסיכון העודף שהם יוצרים בשל מעמדם המיוחד, ולדאוג שהפנמה זו תבוא לידי ביטוי בכל הקשור לחשיפות שהם יוצרים. רצון זה בא לידי ביטוי בכנס של קרן המטבע באוקטובר 2009.

ראשית, הרגולטורים של המשקים הגדולים בעולם, כמו גם אישים ממוסדות פיננסיים שונים, דנו ודנים באפשרות של קביעת דרישות הון דיפרנציאליות לגבי הבנקים בכל משק על-פי גודלם, במטרה לתת

ביטוי לעובדה שככל שהבנק גדול יותר, כך גדל הסיכון למשק במקרה שבו אותו בנק נקלע למצוקה. הנהגת דרישת הון דיפרנציאלית תטיל על בעלי המניות של הבנק את העלות הקשורה לגודל הבנק.

אם אכן רעיון זה יגיע לכדי יישום, הרי שעל הבנקים הגדולים בכל מדינה ומדינה יטיל הפיקוח שיעור הלימות הון גבוה יותר מאשר זה שיושט על בנקים אחרים. למעשה, הצעה זו קשורה גם לאותה הצעה לפירוק בנקים גדולים לבנקים קטנים יותר, כאשר היעדים המרכזיים שאליהם מכוון המהלך החדש הם הבנקים הגדולים ביותר בעולם.

מדובר בניסיון לשכנע את בעלי המניות של אותם בנקים, כי החזקת בנק גדול כרוכה בעלות לא קטנה, במיוחד אם המושג של "גדול מדי מכדי ליפול" אכן "יימחק" משיקולי בעלי המניות. הדבר אמור להניע תהליך של יצירת מספר בנקים קטנים יחסית במקום בנק אחד גדול. נציין, כי מערכת ההסדרה כבר משיתה, בהדרגה, דרישות הלימות הון גבוהות יותר על הבנקים, ובמקביל דורשת מאגרי נזילות נגישים בכל עת לכל בנק ובנק. למעשה עד כה נידונו שני סוגים של דרישות הון: דרישות הון מותאמות סיכון ודרישות הון אשר תלויות בגודל המאזן ללא קשר לסיכון. במידה שיוחלט על שיעורי הלימות הון דיפרנציאליים, ייתכן שהדבר יעשה על-ידי הגדלת דרישות ההון אשר תלויות בגודל המאזן. ■

1. ראו מחקר בנושא רגולציה פיננסית חדשה – "כלכלת Shock" (דצמבר 2008) – שנערך על ידי גלובס מחקרים בשיתוף קסלמן וקסלמן PwC ישראל, בכתובת: http://smile.globes.co.il/research/mashber_financey.pdf
2. טענות אלה הועלו בפאנלים אשר התקיימו במסגרת הכנס השנתי האחרון של IOSCO (ארגון רשויות נ"ע בעולם) אשר נערך במאי 2009 בתל-אביב.
3. Updated Stocktaking of the G-20 Responses in the Global Crisis: A Review of Publicly Announced Programs for the Banking System. Prepared by the Staff of the International Monetary Fund. September 2009
4. D. Erkens, M. Hung, P. Matos. Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide . August 2009
5. FDIC. Statement of Michael Krimminger; October 2009



חוב וסדר

חדש!
מגלובס מחקרים

מחקר מקיף מיוחד האג"ח הקונצרניות: ממשבר להסדר?

עשרות חברות אג"ח אשר נקלעו למצוקה מגבשות עתה הסדרי החוב מול הגופים המוסדיים; עשרות אחרות - בהן אפריקה ישראל - עם אג"ח בשווי מיליארדי שקלים בדרך לעשות זאת • גלובס מחקרים וקסלמן וקסלמן PwC ישראל מנתחים לעומק את עולם הסדרי החוב במסגרת מחקר מיוחד

להורדת המחקר חינם - www.globes.co.il/research/cbonds.pdf

www.globes.co.il
גלובס
עיתון העסקים של ישראל

גלובס מחקרים
הופכים ידע לתועלת
בשיתוף:
PRICEWATERHOUSECOOPERS 
קסלמן וקסלמן



סיכום ישראלי

המשק הישראלי, שלו מאפיינים של משק מפותח ומשק "מתעורר" גם יחד, ספג במשבר האחרון פגיעה חריפה פחות יחסית ללא מעט מדינות • עם זאת, המגמות אשר הוצגו במחקר צפויות להשפיע, ובאופן דרמטי, על המשק הישראלי הקטן והפתוח

סיכום ישראלי – המשק המקומי בסדר הכלכלי החדש

כך שההפסדים אשר נגרמו לו בגין המשבר הכלכלי מחוץ לישראל היו מצומצמים לעומת אלו שנרשמו במשקים אחרים. המאפיינים האחרונים אשר הוזכרו עשויים להסביר במידה רבה את הדרך הייחודית שבה נידון המשבר בשיח הציבורי הישראלי, כמו גם את התחושות בקרב הציבור. מדד אומן הצרכנים של גלובס, אשר מודד את הערכות הציבור בנוגע למצב המשק בהווה ובעתיד, עלה ל-98.3 נקודות (100 = 1996) בסוף אוקטובר 2009, עלייה של 35 נקודות בתוך עשרה חודשים, לרמה גבוהה ב-8.3 נקודות מרמתו ביוני 2007, ערב המשבר. נתונים אלה מחזקים את הטענה שלפיה ככל שהזמן חולף, כך מתרחק הציבור בישראל מתחושות המשבר. אך אין זה אומר שהמגזר העסקי אינו חש את תוצאות המיתון. למעשה, מגזרים שלמים נתונים עדיין בקשיים, אך השיח הציבורי שונה לגמרי מהשיח הקשה של סוף 2008. התחזיות הרשמיות (כמו גם אלה של גופים פרטיים) המתחזקות ל-2010 מאשרות במידה מסוימת את תחושות הציבור. לפי חלק מהתחזיות אלו התמ"ג צפוי לגדול בכ-3%, הקצב המהיר ביותר בקרב המדינות המתועשות; הגירעון התקציבי עשוי לרדת מתחת ל-5% במונחי תוצר; האבטלה במגמת ירידה; ובחשבון השוטף של מאזן התשלומים יירשם עודף של כ-3% במונחי תוצר.

בפרקים הקודמים טופלו מספר סוגיות הקשורות לכיוונים שאליהם יצעד המשק הגלובלי, ובעיקר התמקדנו בעתיד הצמיחה הכלכלית, עתיד היחסים הכלכליים בין מדינות מתועשות במערב לבין המשקים ה"מתעוררים" באסיה והכיוון אליו צועדת הרגולציה בעולם. בסוף המחקר בחרנו להציג את נקודת המבט הישראלית ולשאל כיצד תיראה ההשפעה של המגמות הבינל' על ישראל.

ישראל – מפותחת ו"מתעוררת" בו זמנית

נקודת המוצא של הדיון היא הייחודיות של המשק הישראלי במציאות הכלכלית העכשווית. המשבר פגע גם בישראל. יעידו על כך הירידה החדה בשיעורי הצמיחה, העלייה בשיעורי האבטלה לכמעט 8% במחצית הראשונה של 2009, והעלייה בגירעון הממשלתי ב-2009 לכ-5% במונחי תוצר. בנוסף, הבנקים הישראליים לא נקלעו אמנם למשבר, אך במשק הורגשה ירידה בזמינות אשראי לחברות קטנות ובינוניות; ומשבר האג"ח הקונצרניות עדיין מטיל על המשק צל מאיים. גם בישראל נרשם צורך במדיניות מוניטרית מרחיבה ובהפעלת כלים לא-מסורתיים. לדוגמה, רכישת אג"ח ממשלתיות על-ידי בנק ישראל, כדי להניע מחדש את שוק האשראי, צעד שהצליח רק באופן חלקי.

עם זאת, ישראל מציגה גם מספר מאפיינים המזכירים משקים "מתעוררים":

- המשק התאושש במהירות גבוהה יחסית ועשוי להציג צמיחה של כ-3% כבר בשנת 2010;
- זרמי ההון אל המשק התגברו בשנת 2009 תוך לחץ לייסוף השקל;
- שיעור האבטלה לא צפוי לגדול מעל לרמתו במחצית הראשונה של 2009;
- עודף מבני בחשבון השוטף של מאזן התשלומים אשר נע בין 3% ל-5% מהתוצר.

יתר על כן, במספר תחומי מפתח מציגה ישראל שוני ממשי בהשוואה למשקים אחרים. ראשית, ישראל לא עשתה שימוש בהרחבה פיסקלית כדי להילחם במיתון. לכן, הגירעון הממשלתי הורחב רק בעקבות הירידה בגביית מיסים, ולא בעקבות תוכניות המרצה יקרות. שנית, המערכת הבנקאית לא נזקקה לסיוע חירום וקיומה לא עמד בסכנה. זאת, לא מעט בזכות מהלכים בהם נקט אגף הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל בשנים שקדמו למשבר. שלישית, מידת החשיפה של המגזר הפיננסי הישראלי לחו"ל הייתה מוגבלת,

התמונה הכלכלית במזה"ת

צמיחה ריאלית (שיעור שינוי שנתי)

תחזית 2010	תחזית 2009	2008	2007	
2.2	1.5	2.5	7.8	אירן
4.0	-0.9	4.4	3.3	ערב הסעודית
4.5	4.7	7.2	7.1	מצרים
2.4	-0.1	4.0	5.2	ישראל

מצב החשבון השוטף (באחוזי תוצר)

תחזית 2010	תחזית 2009	2008	2007	
3.6	3.0	6.7	11.9	אירן
11.4	4.1	28.6	24.3	ערב הסעודית
-2.8	-2.4	0.5	1.9	מצרים
2.4	3.2	1.0	2.8	ישראל

מקור: IMF; תחזית פיננסית עולמית; אוקטובר 2009

סיכום ישראלי – המשק המקומי בסדר הכלכלי החדש

הגירעון הנמוך ודרגת החופש הנוספת

הירידה האפשרית בשיעור הגירעון הממשלתי ביחס לתוצר ראויה להבלטה מיוחדת, שכן מצב כזה יעניק לממשלת ישראל דרגות חופש אשר אין לממשלות רבות בעולם. כמעט כל ממשלה במערב, פרט לקנדה, צפויה להיקלע לדילמה קשה מאוד על רקע הצורך לבחור עיתוי מתאים לבצע את התפנית הדרושה – אותה "אסטרטגיית יציאה" – במדיניות התקציבית שלה. ממשלת ישראל, מנגד, תידרש אמנם למאמץ להבטיח את התזזית היותר של הגירעון, אך לא למאמצים הדרמטיים הצפויים במדינות מתועשות רבות.

**כל ניתוח של המשק הישראלי
 חייב להתייחס להשלכות
 של ייסוף אפשרי של השקל
 כתוצאה מהעודף בחשבון
 השוטף ויבוא ההון המתמשך**



מאזן התשלומים. עם זאת, בעניין שער החליפין, יש לצפות לסימני שאלה שילכו ויתרבו ככל שבנק ישראל ימשיך במדיניות של רכישת דולרים ותמיכה בשער החליפין. בפועל, דרך אחת אפשרית כדי למנוע את ייסוף השקל, עם כל המשמעותות ביחס לייצוא ולייצור, היא באמצעות הגדלה ניכרת בשיעור ההשקעות הריאליות במשק (במבנים, בציוד ובתשתיות). גידול זה יקטין את העודף בחשבון השוטף, וכך גם את הלחץ על שער החליפין. מדובר בעצם באיזון מחדש של המשק הישראלי, ובמעין השתתפות חד-צדדית של ישראל במאמצי האיזון מחדש בעולם, כך שיימנעו נזקים למגזר התעשייתי בישראל. לחלופין, ניתן היה להקטין את הלחץ לייסוף השקל על-ידי הגדלת ייצוא ההון מצד משקיעים מוסדיים. למשל, על-ידי רכישת ני"ע בעלי סחירות גבוהה וסיכון נמוך דוגמת אג"ח ממשלתיות זרות. אם אף לא אחת ממגמות אלה תתממש, הרי שהשקל עשוי להתחזק עוד ב-2010.

"מועדון העשרים" וישראל

תהליכי האיזון מחדש של המשק הגלובלי, או המאמצים לכינון אותו, איזון, עתידים להשפיע על המשק הישראלי באופנים נוספים וחשובים, גם אם ישראל לא תיכלל באופן ישיר בדיונים השונים הקשורים בעולם. לישראל יש עניין רב בגורלה של יוזמת ה-G-20 לביצוע איזון מחדש שכן תהיה לה השלכה ישירה על כלכלתה. אם מדינות אסיה, ובמיוחד סין, יחליטו להיענות לתביעות לאימוץ מודל פיתוח שונה, המבוסס יותר על צריכה פרטית מקומית, הדבר יחייב אותן לבניית יכולות טכנולוגיות שונות, וכן לעלייה בצריכה הפרטית במשקים אלה. למעשה, זרמי הסחר העולמי, והרכבו, אמורים להשתנות באופן ניכר, והדבר אמור להשפיע הן על הרכב הייצוא הישראלי, והן על יעדיו. מדינות אסיה צפויות להפוך יעד לייצוא מוצרי צריכה, אך במקביל מדינות אלה יבקשו לבנות תשתיות ייצור חדשות ולפיכך יזדקקו גם לייבא מוצרים בעלי רכיב טכנולוגי מתקדם; כאשר הייצוא לארה"ב אמור לרדת. מנגד, לכישלון במאמצים הכלכליים-דיפלומטיים יהיו השלכות שליליות ביותר על המשק הישראלי. מדובר הן בסכנה המיידית של חזרה למיתון בעקבות ירידות חדות בביקושים בארה"ב אשר לא יקחו על-ידי עלייה בביקושים באסיה, וכן גם באפשרות הסבירה שתתגבר מלחמת הסחר בין אסיה לארה"ב, ויוטלו על תוצרת סין סדרה של מגבלות. תרחיש כזה, אם יתממש, יפגע קשות בסחר העולמי (ובכלל זה בייצוא הישראלי לאסיה) ובצמיחה תוך פגיעה קשה בישראל ובכלכלתה. מכאן ברור, כי למשק הישראלי יש אינטרס מובהק שהמאמץ להגיע להסדר חדש במשק הגלובלי יצלח וימומש. גם במקרה זה למקבלי החלטות בישראל, כמו גם למגזר העסקי, לא

על רקע נתונים חיוביים אלה, כדאי לזכור, כי המשק הישראלי עדיין תלוי מאוד בהתפתחויות של הכלכלה העולמית. אם, למשל, תואט או אף תיעצר המגמה של צבירה מחדש של מלאים, הדבר יורגש מיד בנתוני הייצוא מישראל. סוגיית בניית המלאים היא רק דוגמה אחת, ולמעשה כל תחזית בדבר קצבי הצמיחה במשק בשנת 2010 צריכה להביא בחשבון את הסכנות לצמיחה העולמית. הסכנה לצמיחה עלולה להפוך לריאלית בין אם מחזרה מוקדמת מדי של ממשלות לתזזית של מדיניות פיסקלית מרסנת, בשל חשש מפני העלייה החדה בשיעור החוב הציבורי, ובין אם כתוצאה מהעלאה מוקדמת מדי של הריבית בצל חשש מאינפלציה.

נוסף על אלה, כל ניתוח של המשק הישראלי בשנת 2010 חייב להתייחס להשלכות של ייסוף אפשרי של השקל, כתוצאה מהעודף בחשבון השוטף וייבוא ההון המתמשך. לכאורה, בנק ישראל יכול להמשיך במדיניות של רכישת מט"ח והגדלת היתרות תוך ספיגת השקלים העודפים על-ידי הגדלת הפיקדונות של הבנקים בבנק המרכזי. אבל ברקע כבר נשמעות דרישות מבנק ישראל לחדול ממדיניות זו. כך, למשל, עולה מדו"ח מקיף על ישראל שערכה המחלקה הכלכלית של ה-OECD ופורסם בנובמבר 2009.

המשק הישראלי אמנם קטן מאוד ביחס למשקים אחרים בעולם, ולכן ספק רב אם ישראל תיכלל בדיונים על איזון מחדש של המשק הגלובלי, על אף שישאל האם מדינה בעלת עודף מבני בחשבון השוטף של

סיכום ישראלי – המשק המקומי בסדר הכלכלי החדש

בנקאי אשר יביאו בחשבון את לקחי המשבר הפיננסי. ישראל תוכל ליישם מודלים אלה בתחומה, בלי שהיא "שיחקה" בעבר לפי חוקי מודל האיגוח הישן. פירוש הדבר הוא, כי בנקים ישראליים יוכלו לארוז חבילות אשראי, תוך השארת חלק מהסיכון במאזנים שלהם, כפי שמוצע היום על-ידי ה-FSB ועל-ידי קרן המטבע הבינלאומית. חלק מהבנקאות הישראלית מעוניינת כבר היום במצב בו היא פעילה בייזום ובמימון ראשוניים של פרויקטים בשל יכולותיה בבדיקה ובבחינה של לווים, אך מסוגלת למכור חלק מההלוואות, במיוחד במסגרת מיזמי תשתיות, לגורמים מוסדיים. "מודל המדף" מהסוג שתואר בפרק הקודם במחקר עשוי לסייע למימוש תוכניות אלה.

גם ההחלטות אשר יתקבלו לגבי **בנקים גדולים במיוחד** אמורות להשפיע על הבנקאות הישראלית, ובעיקר על שני הבנקים הגדולים, שכן הרגולטור הישראלי עתיד ליישם כל החלטה שתתקבל בפורומים בינ"ל. הדבר נכון בין אם מדובר בהגדלת שיעורי הלימות ההון לבנקים גדולים, מעבר לשיעור הלימות ההון שנדרש במערכת הבנקאות בכלל, ובין אם מדובר בכל מהלך אחר אשר ייתן ביטוי לסיכון העודף אשר נובע מעצם הגודל החריג של בנקים אלה. המסקנה בלתי נמנעת. גם אם הציבור בישראל חש שהמשבר חלף – או שהוא מתרחש הרחק מישראל – המשבר עדיין כאן, והוא עתיד להשפיע מאוד על המשק, על המצב הכלכלי של המגזר העסקי ועל תושבי המדינה. ■

תהיה ברירה, אלא להסתגל לתהליכים אשר יתרחשו בחו"ל ולהחלטות אשר יתקבלו על-ידי מוסדות שבהם אין ישראל משתתפת, בעיקר פורום מדינות ה-G-20. יש להניח, כי ישראל תשתף פעולה עם מדינות קטנות אחרות אשר יבקשו שקולן יישמע קודם להכרעות בדבר כיווני פעולה עתידיים. אך עד שהדבר יתממש, כל אותן מדינות, לרבות ישראל, יאלצו לציית להחלטות של מנהיגי המדינות המשתתפות ב-G-20.

הרגולטור בירושלים קשוב לעולם

אותה השפעה תורגש גם בסוגיית המאמץ לעצב מחדש את מערכת ההסדרה הפיננסית. נושאים אלה הוזכרו בהרחבה במחקר – "כלכלת SHOCK" – שפרסם גלובס מחקרים לפני שנה, בשיתוף עם קסלמן וקסלמן, PwC ישראל. במחקר זה הובלטו שתי סוגיות אשר עשויות להיות בעלות חשיבות מקומית:

- הניסיון להשתית את שוק האשראי על יסודות חדשים;
 - הניסיון להתמודד עם הסיכונים אשר מציבים גופים פיננסיים גדולים במיוחד, בעיקר בנקים.
- ביחס לתחום האשראי ההנחה היא, כי המאמצים העיקריים של מוסדות בינלאומיים יופנו לפיתוח סוגים חדשים של איגוח ומתן אשראי חוץ-

קסלמן וקסלמן, PricewaterhouseCoopers Israel

קסלמן וקסלמן, PricewaterhouseCoopers ישראל, היא אחת מהפירמות הגדולות והמובילות בישראל במתן שירותים מקצועיים. הפירמה נוסדה ב-1924 ומונה 48 שותפים וכ- 900 אנשי מקצוע. הפירמה עוסקת במתן שירותים פיננסיים מקצועיים, בהם: ביקורת וחשבונאות, תכנון ויעוץ בנושאי מיסוי ישראלי ובינלאומי ויעוץ עסקי וכלכלי.

הפירמה הישראלית חברה ברשת היעוץ והשירותים המקצועיים הגלובלית הגדולה בעולם, PricewaterhouseCoopers (PwC), לה 163,000 עובדים ב- 151 מדינות, דבר המאפשר לה להציע ללקוחותיה את השירותים הבאים:

ביקורת וחשבונאות

ביקורת וחשבונאות

מומחיות בתקני חשבונאות בינלאומיים (IAS/IFRS), בכללי החשבונאות המקובלים בארה"ב (US GAAP) ובכללי החשבונאות המקובלים בישראל, תקנות הרשות לניירות ערך בישראל, ארה"ב ובמדינות אחרות.

פתרון בעיות חשבונאיות מורכבות

ליווי בהכנה להנפקות

תכנון ויעוץ בנושאי מיסוי

שירותי מיסוי

מיסוי חברות
מיסוי בינלאומי
מחירי העברה
מיזוגים ורכישות
תמריצים ומפעלים מאושרים
מיסוי אמריקאי
מיסוי מקרקעין
מיסוי פרט
מיסוי רילוקיישן ותושבים זרים
מיסוי עקיף

שירותי נאמנות

נאמנות לקרנות נאמנות
נאמנות לתעודות סל
נאמנות למניות ואופציות של עובדים

שירותי יעוץ

יעוץ עסקי וכלכלי

יעוץ בביצוע עסקאות (Transaction Services) הערכות שווי
בדיקות כדאיות כלכלית של מהלכים עסקיים
יישוב מחלוקות עסקיות וכלכלת רגולציה
מיזוגים ורכישות, גיוסי הון, ייזום עסקאות
יעוץ במימון פרויקטים
תהליכי ייעול בחברות
ליווי חברות באינטגרציית מיזוגים ורכישות
סיוע בבניית הסדרים עם לווים

ביקורת פנימית

שירותי Out-Sourcing מלאים של הביקורת הפנימית
ביצוע פרויקטים עבור מבקרי פנים: סקרי סיכונים, עיצוב בקורות, הדרכות
בקרת איכות על הביקורת הפנימית
הכנה לעמידה בדרישות Sarbanes-Oxley

יעוץ בקשר למערכות ERP

ביצוע ביקורות ענ"א, בקרת הכנסות ושכר
סיוע בתהליכי הסבת נתונים
יעוץ בנושא אבטחת מערכות מידע

ניהול סיכונים ואקטואריה

ביצוע סקרי סיכונים ויעוץ במדיניות ניהול סיכונים
ליווי בהיערכות לרגולציה
יעוץ בנוגע לאיסור הלבנת הון
ביצוע סקרי מעילות והונאות וביקורת חקירתית
שירותי אקטואריה ובניית מודלים ביטוחיים

ממשל תאגידי ואתיקה

בניית תוכניות תגמול לעובדים ומנהלים
פיתוח קוד אתי והטמעתו בארגון
הכנת דוחות חברתיים

תמריצים

סיוע בהשגת מענקי השקעות ומענקי מחקר ופיתוח
בישראל ובעולם

צרו עימנו קשר: 03-7954555
Kesselman.marketing@il.pwc.com

בקרו באתר הפירמה: www.pwc.co.il