אוגוסט 2014



מבט אל המשבר הכלכלי:
פרספקטיבה ישראלית ובינלאומית

מחקר מדיניות 15

עורכים: לאה אחדות, אריה ארנון, מישל סטרבצ'ינסקי, אביה ספיבק

התוכנית לכלכלה וחברה
במכון ון ליר בירושלים

מכון ון ליר בירושלים
THE VAN LEER JERUSALEM INSTITUTE
معهد فان لير في القدس

מבט אל המשבר הכלכלי: פרספקטיבה ישראלית ובינלאומית

סיכום הדיונים בקבוצת הלימוד שהתכנסה במכון ון ליר
ביוזמת התוכנית לכלכלה וחברה

לאה אחדות, אריה ארנון, מישל סטרבצ׳ינסקי, אביה ספיבק

צוות התוכנית

פרופ׳ מישל סטרבצ׳ינסקי, ראש התוכנית
פרופ׳ לאה אחדות, עמיתה בכירה
פרופ׳ אביה ספיבק, עמית בכיר
ירדן קידר, רכז התוכנית

חברי הוועדה האקדמית המייעצת של התוכנית

פרופ׳ גבריאל מוצקין, ראש מכון ון ליר בירושלים
פרופ׳ מישל סטרבצ׳ינסקי, המחלקה לכלכלה ובית הספר למדיניות ציבורית, האוניברסיטה העברית בירושלים; מכון ון ליר בירושלים
ד״ר סלימאן אבו־בדר, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב
פרופ׳ לאה אחדות, המרכז האקדמי רופין; מכון ון ליר בירושלים
ד״ר אבנר אחיטוב, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת חיפה
ד״ר מאיר אמיר, יועץ כלכלי
פרופ׳ אריה ארנון, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב; מכון ון ליר בירושלים
ד״ר ניצה ברקוביץ, המחלקה לסוציולוגיה ואנתרופולוגיה, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב
ד״ר דניאל גוטליב, סמנכ״ל מחקר ופיתוח במוסד לביטוח לאומי
פרופ׳ מומי דהן, ראש בית הספר למדיניות ציבורית וממשל, האוניברסיטה העברית בירושלים
פרופ׳ ג׳ימי וינבלט, נשיא מכללת ספיר
פרופ׳ נתן זוסמן, המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים; מנהל חטיבת המחקר, בנק ישראל
פרופ׳ יוסף זעירא, המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים
מר גדי חזק, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב
פרופ׳ יוסי יונה, המחלקה לחינוך, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב
פרופ׳ משה יוסטמן, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב; מכון ון ליר בירושלים
פרופ׳ ינון כהן, המחלקה לסוציולוגיה, אוניברסיטת קולומביה; הפקולטה למדעי החברה, אוניברסיטת תל־אביב
עו״ד דידי לחמן־מסר, לשעבר המשנה ליועץ המשפטי לממשלה
ד״ר נילי מארק, בית הספר לכלכלה, אוניברסיטת תל־אביב
פרופ׳ גיא מונדלק, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל־אביב
פרופ׳ ז׳ק סילבר, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בר־אילן
ד״ר יצחק ספורטא, הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל־אביב
פרופ׳ אביה ספיבק, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בן־גוריון בנגב; מכון ון ליר בירושלים
מר אמין פארס, מנהל היחידה הכלכלית־חברתית, מרכז מוסאווה
מר מרדכי פרנקל, לשעבר מנהל חטיבת המחקר בבנק ישראל
פרופ׳ חיים פרשטמן, בית הספר לכלכלה, אוניברסיטת תל־אביב
ד״ר טלי קריסטל, המרכז לחקר עוני ואי־שוויון, אוניברסיטת סטנפורד
פרופ׳ מיכאל קרן, המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים
פרופ׳ פרנסס רדאי, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים; המסלול האקדמי, המכללה למינהל

מבט אל המשבר הכלכלי:
פרספקטיבה ישראלית ובינלאומית

סיכום הדיונים בקבוצת הלימוד שהתכנסה במכון ון ליר
ביוזמת התוכנית לכלכלה וחברה

לאה אחדות | אריה ארנון | מישל סטרבצ׳ינסקי | אביה ספיבק

מכון ון ליר בירושלים
THE VAN LEER JERUSALEM INSTITUTE
معهد فان لير في القدس

התוכנית לכלכלה וחברה
במכון ון ליר בירושלים

Israeli and International Perspectives on the Economic Crisis
Summary of the Discussions in the Study Group Convened at the Van Leer Jerusalem Institute

Initiated by the Economics and Society Program

Leah Achdut, Arie Arnon, Michel Strawczynski, Avia Spivak

עורכת לשון: נועה רוזן
מפיקה: יונה רצון

© תשע"ד – 2014, מכון ון ליר בירושלים
סדר וגרפיקה: נדב שטכמן פולישוק

התוכנית לכלכלה וחברה

התוכנית לכלכלה וחברה במכון ון ליר בירושלים הוקמה לנוכח המשימה שהמכון קיבל על עצמו לזהות את הפערים המתרחבים בחברה בישראל, לנתח אותם ולהציע דרכי פעולה מעשיות לצמצומם. מטרת התוכנית ליצור כלים שיאפשרו לציבור להשתתף בשיח הכלכלי־חברתי ולהשפיע על המדיניות הכלכלית־חברתית בישראל, מתוך התמקדות בשאלות מרכזיות העומדות על סדר היום, בין השאר בתחומי חלוקת ההכנסות, שוק העבודה והכלכלה הציבורית.

משתתפי התוכנית הם כלכלנים מוכרים באקדמיה ובמשק הישראלי וחוקרים ממדעי החברה, ובמסגרתה נכתבים ניירות עמדה ונעשים מחקרים שנעזרים בשיטות כלכליות מקובלות. התוכנית מציגה חלופות מקצועיות למדיניות הכלכלית הנהוגה, בשאיפה לקדם צמיחה בת קיימא המתבססת על טובת כל האזרחים ועל הקטנת האי־שוויון בחברה.

התוכנית מבטאת קול ייחודי בשיח הציבורי בישראל, והיא שואפת לתרום לשינוי התפיסה הרווחת בשאלות כלכלה וחברה בשתי דרכים מרכזיות: הראשונה, פיתוח ראייה ביקורתית המבוססת על הבנה יסודית של תיאוריות ושל מונחים כלכליים המשמשים בשיח הציבורי. השנייה, הספקת כלים להתמודדות עם טיעוניהם של מייצגי התפיסות הכלכליות השמרניות – כלים שאינם מפותחים דיים כיום – מתוך הישענות על נתונים המעובדים בשיטות מקובלות כדי להציגם לפני הציבור, אמצעי התקשורת וקובעי המדיניות. הדבר יאפשר התערבות בזמן אמת בדיון בסוגיות המעסיקות את הציבור והשפעה על תהליך קביעת המדיניות הכלכלית־חברתית.

פרסומי התוכנית

- מחקרי מדיניות
- ניירות עמדה
- מחלוקות בכלכלה
- נקודה למחשבה

פעילות לציבור

- ערבי דיון וימי עיון
- סדנאות ודיוני שולחן עגול בהשתתפות קובעי מדיניות
- כינוסים שנתיים

פרסומי התוכנית לכלכלה וחברה ומידע על פעילותה נמצאים באתר האינטרנט של מכון ון ליר בירושלים, www.vanleer.org.il/economics

תוכן העניינים

פתח דבר 9

מבוא 11

1. המשבר הכלכלי: מבט אל סיבות אפשריות
שרון חדד ואריה ארנון 13

א. הקדמה 13

ב. ציפיות רציונליות ותורת השווקים היעילים 13

ג. היפותזת שוק ההון היעיל 15

ד. הפרטה ודה־רגולציה של מוסדות פיננסיים 16

ה. החדשנות הפיננסית 23

ו. סדקים בהשערת שוק ההון היעיל 24

דיון 27

2. המשבר הכלכלי בארצות הברית – אנטומיה של משבר כלכלי
שרון חדד ואריה ארנון 30

א. משבר הסאב־פריים – 2007 עד ? 30

ב. השחקנים הראשיים 31

ג. היווצרות המשבר 31

ד. הסיבות למשבר 33

ה. מחירי הדיור 38

ו. החדשנות הפיננסית בשוק האשראי לדיור 39

ז. ההתפכחות 42

ח. ההדבקה הוויראלית והתפרצות המשבר הכלכלי העולמי 43

3. המשבר הכלכלי העולמי – הפרספקטיבה של אירופה והשווקים המתעוררים
פרנסואה בורגיניון 45

4. ההשפעות הריאליות של זעזועים במערכת הבנקאית: ממצאים ממדינות ה־OECD
אורן לוינטל 51

א. הקדמה 51

ב. הנתונים ושיטות המחקר 54

ג. תוצאות ממדגם המדיניות 64

ד. ניתוח נתונים ענפיים 77

ה. סיכום 86

דיון: ההשפעות הריאליות של זעזועים במערכת הבנקאית: ממצאים ממדינות ה־OECD
אורן לוינטל, יוסי זעירא וישי יפה 90

5. המשבר הכלכלי העולמי ומקורותיו – הפרספקטיבה הישראלית
קרנית פלוג, ירום אריאב ומנואל טרכנברג 95

6. המשבר באשראי החוץ־בנקאי בישראל בתחילת 2009
אביה ספיבק 104

א. הקדמה 104

ב. הרפורמות בפנסיה והעברת כספי החוסכים מהמדינה אל השוק החופשי 106

ג. המדיניות הממשלתית לעידוד שוק איגרות החוב הקונצרני 107

ד. התפתחות סך האשראי במשק 108

ה. התפתחות האשראי והערכת החסר של הסיכון של האשראי הקונצרני, והשפעת האידאולוגיה התחרותית על ההימנעות מרגולציה 112

ו. המשבר באיגרות החוב הקונצרניות בישראל 116

ז. דוח הביניים של ועדת חודק 120

ח. סיכום ומסקנות 124

דיון: המשבר בשוק איגרות החוב
מיקי קהן, ישי יפה, גתית גרשגורן 127

7. המשבר הכלכלי ושוק העבודה בישראל
לאה אחדות ונעם זוסמן 134

א. תמונת מצב 134
1. רקע 134
2. התפתחויות בשוק העבודה במדינות המערב ובישראל 139
3. תוכניות התערבות בשוק העבודה במדינות נבחרות 152
4. תוכניות מאושרות להתערבות בשוק העבודה בישראל 159

ב. המלצות למדיניות בשוק העבודה 162
1. ביטוח אבטלה 162
2. מענק לעובדים שמעסיקם צמצם את היקף משרתם 162
3. חופשה ללא תשלום מהמעביד במימון המדינה 168
4. שירות התעסוקה והתוכנית "אורות לתעסוקה" בהקשר של המשבר הכלכלי 169
5. הכשרה מקצועית 170
6. מס הכנסה שלילי בהקשר של המשבר הכלכלי 171
7. עובדים לא ישראלים 172

דיון: המשבר הכלכלי ושוק העבודה
לאה אחדות, נועם זוסמן, דפנה אבירם־ניצן 175

8. המדיניות הפיסקלית בישראל בעקבות המשבר ומבט לעתיד
מישל סטרבצ'ינסקי, אריה ארנון 178

אחרית דבר 186

פתח דבר

אסופת מאמרים זו היא פרי של סדרת דיונים שהתקיימה במכון ון ליר בירושלים בשנת 2009 ביוזמת התוכנית לכלכלה וחברה. הדיונים התקיימו סמוך לשיאו של המשבר הכלכלי ומשקפים את מה שחשבו משתתפי קבוצת הדיון על המשבר בעת התרחשותו. בקבוצת הדיון השתתפו כלכלנים בכירים ואנשי אקדמיה לצד אישים מרכזיים הממלאים תפקיד בעיצוב המדיניות המקרו־כלכלית בישראל.

פרסום האסופה התעכב בשל חילופי גברי בראשות התכנית[1] ומסיבות אחרות, והתעוררה השאלה אם עדיין יש טעם לפרסמה. ייחודיותו של המשבר הגלובלי, השפעתו ארוכת הטווח על כלכלת העולם ועל כלכלת ישראל, והשלכותיו האפשריות על החשיבה והמדיניות המקרו־כלכלית בישראל, הם שעמדו בבסיס החלטתנו לפרסם את האסופה. החומרים המכונסים בה הם בראש ובראשונה תיעוד היסטורי של המחשבות והרעיונות שחלקו משתתפי הסדרה בזמן המשבר ושל הניתוחים והשיקולים שהנחו את בעלי הדעה בבואם לעצב את המדיניות הכלכלית של ישראל. האסופה משקפת את פניו השונות של המשבר מנקודת מבט ישראלית ובין־לאומית.

דוגמה בולטת להשפעותיו הנמשכות של המשבר היא ארצות הברית, שבה הוא החל. התגובות למשבר מסבירות במידה רבה את המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית שננקטו בשנים שחלפו: הדוגמה הבולטת ביותר במדיניות המוניטרית היא שמירה על ריבית ברמה אפסית, אשר צפויה להימשך לפחות עד 2015; ובמדיניות הפיסקלית, הארכת תוקפה של התקנה שהעלתה את סכומי מס ההכנסה השלילי (Earned Income Tax Credit) למשפחות עם שלושה ילדים או יותר, אשר חוקקה ב־2009 ומוארכת כל שנה בהוראת שעה, ואשר צפויה להיות מוארכת עד שנת 2018. כמו בארצות הברית, גם בישראל השפעות המשבר ניכרות עד היום, למשל בתחום המדיניות המוניטרית, אשר הביאה את בנק ישראל להוריד את הריבית באוגוסט 2014 לרמה הנמוכה שנהגה בשיא המשבר.

אנו מאחלים לכם קריאה מהנה,
העורכים: לאה אחדות, אריה ארנון, מישל סטרבצ׳ינסקי ואביה ספיבק

1 התוכנית לכלכלה וחברה נוסדה בשנת 2005 בידי פרופ׳ אריה ארנון, והוא עמד בראשה עד שנת 2011. לאחר פרישתו מילא את מקומו לתקופת ביניים פרופ׳ משה יוסטמן, ובסוף 2012 נכנס לתפקיד פרופ׳ מישל סטרבצ׳ינסקי. מלבד ראשי התוכנית היו חברים בצוות המארגן של הפרויקט פרופ׳ לאה אחדות ופרופ׳ אביה ספיבק, שדחף את הפרויקט והביאו לידי סיום. אנו מבקשים להודות לרכזי התוכנית על חלקם בארגון הפגישות ובארגון החומר בשלבים השונים – לגיא רונן, לליאור שפר, לטל וולפסון ולירדן קידר. תודה גם לקרן החדשה ולקרן פורד על תמיכתן הכספית בתוכנית בתקופה שבה נערכה האסופה.

מבוא

הקובץ שלפניכם הוא תוצאה של עבודה של קבוצת כלכלנים שהתכנסה במכון ון ליר בירושלים ביוזמת התוכנית לכלכלה וחברה בשנת 2009 ודנה במשבר הכלכלי העולמי, בסיבותיו ובהשלכותיו על כלכלת ישראל. הקובץ מכיל מאמרים על הסיבות למשבר ועל השפעתו על כלכלת העולם וכלכלת ישראל, הן בתחומים הפיננסיים והן בתחומים הריאליים.

קובץ זה מעניק לקוראים פרספקטיבה כפולה: מצד אחד, ניתוח כלכלי מקצועי של הסיבות למשבר והשפעותיו על בעולם ובישראל; ומן הצד האחר, תחושות של מקבלי החלטות וכלכלנים מקצועיים בכירים בזמן אמת וניתוחם את הנתונים שמספקים להם תמונה חלקית וראשונית בלבד של המצב. נוסח הדיונים שלהלן נשמר כפי שהיה במקור לצורך כל מי שיעסוק בעתיד ביחסם של כלכלנים לאירועים הדרמטיים בזמן אמת.

הקובץ בנוי על פי נושאים. חלקו הראשון נותן פרספקטיבה גלובלית, והשני – ישראלית. החלק הראשון פותח בתיאור הסיבות האפשריות למשבר מן הצד התיאורטי, ממשיך בתיאור האנטומיה של המשבר בארצות הברית, עובר לפרספקטיבה של אירופה והשווקים המתעוררים ומסיים במחקר אמפירי הקושר בין זעזועים במערכת הבנקאות ובין זעזועים ריאליים. החלק השני פותח בתחזיות בנוגע להשפעת המשבר על הצמיחה והאבטלה בישראל, ממשיך במשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות – שהוא המשבר הפיננסי המקומי שרק בזכות המזל לא הפך למשבר ענקי – ובניתוח מפורט של שוק העבודה, ובכלל זה הצעות מעשיות לפתרון בעיית האבטלה אם תחמיר, ומסיים בדיון באפשרויות עתידיות למדיניות פיסקלית כדי להילחם במשבר.

המשבר הכלכלי התרחש בעוצמות שונות מאז 2007, וחברי הקבוצה התכנסו מתוך הבנה שאת התפתחות המשבר קשה לחזות, אך המשבר מחייב לחשוב מחדש על מרחב האפשרויות שמתוכו אפשר לבחור מדיניות כלכלית־חברתית. התוכנית לכלכלה וחברה שמה לה למטרה לדון במדיניות הרצויה מבין אלו האפשריות, כך שקובעי המדיניות יוכלו להכריע הכרעה מושכלת ודמוקרטית. הדיונים בפורומים של התוכנית מבוססים על התפיסה שיש לדון בכל מרחב המדיניות האפשרי, ביתרונותיהן ובחסרונותיהן של הדרכים השונות, שכן יש יותר מדרך אפשרית אחת. הכלכלה כתיאוריה אינה מעדיפה תמיד את השלטַת היד הנעלמה על הגלויה, את המבנה המחייב בכל תנאי את כוחות השוק על מעורבות, ואת הפרטי על חשבון הציבורי. המשבר המהדהד ברחבי העולם מחייב לדון מחדש בקווי התיחום הללו ולנסות להגדיר הן את המרחב הפתוח לפני קובעי המדיניות והן את היכולת ואת הצורך לפתח כלי מדיניות חדשים.

הזמן שעבר בין הדיונים ובין ההוצאה לאור מאפשר פרספקטיבה מסוימת על ההתפתחויות כפי שנחזו לעומת מה שקרה בפועל. זאת אנו עושים באחרית הדבר בסוף קובץ זה. שם גם ישנו תיאור מפורט של סדר הדיון כפי שהתרחש בפועל במכון ון ליר בירושלים.

השלכות המשבר המפתיע, שבשעה שהתקיימו הדיונים איש לא ידע להעריך בביטחון לאן יגיעו כמובן, לא חלפו מן העולם. האיום על כלכלת העולם התמתן מאז, אך הדיון בסיבות למשבר וברפורמות שאולי תמנענה משבר נוסף עדיין לא הסתיים ואולי לא ייפסק לעולם. אמנם בישראל היו השלכות המשבר קשות פחות מאשר במקומות אחרים, אך אין לחשוב שהדיון אינו חשוב גם אצלנו. הסיכום שלהלן ישמש את מי שיוסיפו להעמיק בנושא חשוב זה.

פרק 1
המשבר הכלכלי: מבט אל סיבות אפשריות

שרון חדד ואריה ארנון

א. הקדמה

לאחר שנים ארוכות של שגשוג כלכלי שמלווה במחזורי עסקים רגילים, חווה ארצות הברית את המשבר הכלכלי העמוק ביותר מאז השפל הגדול בשנות השלושים. "משבר הסאב־פריים", כמו שנקרא כשפרץ בשנת 2008, התגלגל למשבר כלכלי נרחב קודם בארצות הברית ואחר כך בעולם כולו, משבר שיש לו השלכות ריאליות ניכרות. המשבר הוא תוצאה של תמהיל מורכב של כמה גורמים כלכליים שליליים. תנאי הרקע למשבר הם ניפוחה של בועת נדל"ן במשך כ־15 שנה קודם למשבר, מחירי חומרי גלם עולמיים גבוהים, מערכת פיננסית שנוצרו בה נכסים והתחייבויות רבים, חלקם נגזרות של נכסים אחרים הקשורים למחירי הדיור והסחורות. תנאי הרקע בארצות הברית היו גירעון במאזן התשלומים וחוב פיסקלי גבוה.

תגובת הממשל האמריקני למשבר הפתיעה רבים. היא היתה ועודנה תוקפנית וכללה כמה רכיבים לא שגרתיים: הורדות ריבית נמרצות שנועדו לשפר את הנזילות במערכת הפיננסית בארצות הברית, הזרמות מוניטריות ותמיכה (יש שיגידו כמעט הלאמה) במוסדות כלכליים גדולים (AIG, פאני מיי, פרדי מק). התיאוריה הכלכלית המקובלת על רוב הכלכלנים האקדמיים ועל קובעי המדיניות לא צפתה משבר ולא היתה מוכנה לצעדי תגובה. את הסיבות לחוסר המוכנות יש למצוא בתיאוריות שהכלכלנים האמינו בהן.

ב. ציפיות רציונליות ותורת השווקים היעילים

בשנות החמישים והשישים של המאה שעברה ניתחו כלכלנים את מנגנון בניית הציפיות של הציבור וראו בו מנגנון סתגלני פשוט. שיעורי האינפלציה הצפויים, למשל, נאמדו כממוצע שיעורי האינפלציה בעבר. לפי הניתוח הפשטני הזה, שינויים במידע שבידי הציבור משנים את ציפיותיו, אך באטיות. בראשית שנות השישים טען ג'ון מות שאין זה סביר שהציבור משתמש במנגנון פשוט כל כך לבניית מערכת הציפיות שלו (Muth 1961). באופן ספציפי יותר, התנהגות רציונלית דורשת שהציבור ישתמש בכל המידע העומדת לרשותו. לכן בתחזית של שיעורי אינפלציה עתידיים ישתמש הציבור בתהליך בניית הציפיות שלו גם במידע על המדיניות המוניטרית ובמידע משוק ההון. ציפיות מסוג זה נקראות "ציפיות רציונליות".

אפשר להדגים את רעיון הציפיות הרציונליות בדוגמה הבאה: נניח שאנחנו רוצים לחזות את משך הזמן שייקח לנו להגיע מהבית לעבודה. על סמך ניסיון העבר אנו יודעים שבממוצע משך הנסיעה הוא שלושים דקות, ולכן ציפיות רציונליות (וסתגלניות) במקרה זה הן שלושים דקות. אבל אם בתחילת הנסיעה לעבודה אנו שומעים ברדיו על פקקי תנועה עקב תאונה בכביש שאנו נוסעים בו, נעדכן את הציפיות שלנו כלפי מעלה לארבעים דקות, על סמך המידע שנוסף לנו. עם זאת, ייתכן שעקב טיפול יעיל של המשטרה בתאונה הגענו לעבודה בשלושים דקות. לפי תיאוריית הציפיות הרציונליות, במקרה זה התחזית האופטימלית שלנו אמנם לא התממשה, אבל הציפיות שלנו בכל זאת היו רציונליות בהינתן כל המידע שעמד לרשותנו.

מהן ההשלכות של תיאוריית הציפיות הרציונליות? העולם שניבט אל הכלכלנים דרך הפריזמה של ציפיות רציונליות הוא עולם ששולטים בו חוקים כלכליים ברורים שאפשר לנסחם ניסוח מתמטי רשמי. כלכלני הציפיות הרציונליות הרגישו שהם הצליחו לאלף את הכלכלה. תפיסה זו של עולם הכלכלה הובילה את רוברט אמרסון לוּקָס, פרופסור מאוניברסיטת שיקגו וחתן פרס נובל לכלכלה בשנת 1995, לטעון באספה השנתית של האגודה האמריקנית לכלכלה בשנת 2003 ש"הבעיה העיקרית של מניעת שפל נפתרה מכל בחינה מעשית" (Lucas 2003). לוקס אמנם לא טען שמחזורי העסקים ייעלמו לגמרי, אך האמין שבזכות הבנת הכלכלנים את התופעות הכלכליות ואת כלכלת השוק החופשי הגיעה בעיית מחזורי העסקים לנקודה שבה התועלת השולית מהחלקת התנודות בצמיחה הכלכלית תניב הישגים זניחים למדי במונחי רווחת הציבור, ולכן הגיעה השעה שהמדיניות הכלכלית תתרכז בהבטחת התנאים לצמיחה כלכלית ארוכת טווח. תנאים אלו, אמרו כלכלנים כלוקס ודומיו, הם שהבטיחו את אילוף מחזורי העסקים ואפשר לתמצת אותם בשם הקוד "קונסנזוס וושינגטון". הלה מייצג כמה עקרונות בסיסיים לכלכלת שוק "נכונה". עקרונות אלו היו לַליבה של הכלכלה הניאו־ליברלית בשנים שלפני 2007 ועמדו בבסיס הפילוסופיה הכלכלית של גופים כמו קרן המטבע הבינלאומית (IMF) ובמידה רבה גם של הבנק העולמי. העקרונות החשובים לכלכלה צומחת היו בעיני הגופים האלה:

1. הבטחת זכות קניין
2. הפרטה (כולל של מוסדות פיננסיים)
3. ניהול תקציב שמרני, הורדת מסים ומגזר ציבורי מצומצם
4. סחר חופשי
5. הקטנת הביורוקרטיה וצמצום הרגולציה (ושל מוסדות פיננסיים בכלל זה)
6. הגדלת התחרותיות

העקרונות החשובים לענייננו הם 2 ו־5. נחזור אליהם בהמשך הדברים. אולם כפי שאפשר לראות, עקרונות אלו מסמנים את השוק החופשי והתחרותי כמציאות הכלכלית שכל משק קפיטליסטי צריך להבטיח. קונסנזוס וושינגטון אינו שונה מהתיאוריה הכלכלית הקלאסית של ערב 1929. כאז כן היום רואים בשוק פתרון לשאלות היסוד הכלכליות ואילו בהתערבות הממשלתית רואים בעיה שעלולה לגרור את המשק לשפל.

ג היפותזת שוק ההון היעיל

"במונחים כלליים, האידאל הוא שוק שבו המחירים מספקים איתותים מדויקים להקצאת מקורות: כלומר, שוק שבו פירמות יכולות לקבל החלטות ייצור־השקעה ומשקיעים יכולים לבחור מבין ניירות הערך שמייצגים בעלות על פעילות הפירמות, תחת ההנחה שמחיר נייר הערך "משקף באופן מלא" את כל המידע הזמין בכל זמן. שוק שבו מחירים תמיד "משקפים באופן מלא" מידע זמין נקרא "יעיל" (Fama 1970).

לתיאוריית הציפיות הרציונליות השלכות חשובות על ניתוח שוק ההון. כלכלנים פיננסיים פיתחו את השערת השוק היעיל (efficient market hypothesis) המתארת בדרך דומה למנגנון הציפיות הרציונליות שלעיל את מנגנון ציפיות הציבור בשוק ההון.[2] לפי השערת השוק היעיל, אם שוק ההון יעיל המחירים בשוק משקפים את כל המידע שעומד לרשות הציבור, ולכן: א. המחירים משקפים תמיד את הערך האמיתי של ניירות הערך הנסחרים בהם (fundamental values) וממילא הם מאפשרים לחברות ולפרטים לקבל החלטות כלכליות נכונות;[3] ב. המחירים בשוק אינם מאפשרים למשתתפים להרוויח בעקביות תשואה עודפת ביחס לתשואת השוק.

תיאוריית השוק היעיל היתה לבסיס התיאורטי לדיון בזרם המרכזי של המחקר הכלכלי, והכיוון הבולט היה לחבר את רעיון שוק ההון היעיל עם דגמים מקרו־כלכליים ולקבל תיאוריה מאוחדת ואלגנטית שתסביר את התנהגות הכלכלה. רוברט מרטון, למשל, פרסם מאמר שמשלב את הדגם לתמחור נכסי הון (CAPM)

2 כלכלנים בולטים בתחום זה הם יוג'ין פמה (Fama) משיקגו וברטון מלכיאל (Malkiel) מפרינסטון. ראו למשל את המאמר המפורסם של פמה משנת 1970: Fama 1970; לסקירה מקיפה (ואוהדת) של התיאוריה ראו Malkiel 2003.

3 מחירי המניות של החברות ישקפו הלכה למעשה את ערכן האמיתי של החברות ברגע שהציבור ייחשף למידע רלוונטי כמו דוחות כספיים, אסטרטגיה עסקית, עסקאות עתידיות וכדומה.

עם דגם שיווי משקל כללי במשק (Merton 1973). כמה שנים אחר כך פרסם לוקס דגם שיווי משקל כללי אחר שמראה כיצד הנחה בנוגע לפרטים בעלי ציפיות רציונליות מאפשרת לבנות תחזיות על התפתחות מחירי הנכסים והצריכה בכלכלה (Lucas 1978). מאמרים אלו ואחרים נתנו לכלכלנים הרגשה שאכן בידם תיאוריה מאוחדת (כלכלה פיננסית וריאלית) שבכוחה להסביר את העולם האמיתי. אמנם נצפו והתפרסמו כמה תופעות פיננסיות שאינן עולות בקנה אחד עם תיאוריית השוק היעיל, ובפרט עם הטענה שמחירי ניירות הערך מציתים להילוך מקרי (random walk) כך שאי־אפשר לצפות את מהלכם על פני זמן,[4] אבל נראה שבשורה התחתונה, חוץ מאנומליות סטטיסטיות שאינן מאפשרות "להכות את השוק", שוק ההון מתנהג בדרך רציונלית ו"הערך האמיתי [של הנכסים הפיננסיים] יתגלה לבסוף" (Malkiel 2003, 6).

ד. הפרטה ודה־רגולציה של מוסדות פיננסיים

מאז סוף שנות השבעים של המאה שעברה ביצעו מדינות מפותחות ומתפתחות רבות רפורמות מבניות במוסדות הפיננסיים שלהן. העיקרון המנחה ברפורמות האלה היה ליברליזציה פיננסית (financial liberalization). ליברליזציה פיננסית מכפיפה את המוסדות הפיננסיים כגון בנקים, חברות ביטוח ופנסיה וחברות השקעה לסוגיהן לפעילות במסגרת השוק תוך כדי הקטנת המעורבות הממשלתית במתן אשראי ובהקצאתו במשק. ליברליזציה פיננסית דורשת שוקי הון (אג"ח, מניות ונגזרים) מפותחים, עמוקים ונזילים, שיאפשרו מעבר אשראי בין המלווים ללווים במסגרת השוק ולא באמצעות הממשלה. הלכה למעשה כוללת ליברליזציה פיננסית כמה מרכיבים חשובים:

1. הפרטה של בנקים ומוסדות אשראי
2. דה־רגולציה של שוק ההון
3. עידוד ויישום של חדשנות פיננסית
4. מיזוג של שוק ההון המקומי עם שוקי ההון העולמיים[5]

4 תופעות כמו אפקט ינואר, אפקט יום שני, אפקט מניות החברות הקטנות (small cap effect), תגובת יתר של השוק למידע ועוד העסיקו רבות דוקטורנטים וחוקרים למימון.

5 על ידי הקטנת המגבלות על משקיעים זרים, מתן אפשרויות למשקיעים מקומיים להשקיע בחו"ל ולחברות מקומיות להירשם למסחר בבורסות זרות.

ניתוח כלכלי מודרני של יתרונות הליברליזציה הפיננסית החל בעבודתם של רונלד מקינון (McKinnon 1973) ואדוארד שואו (Shaw 1973). בשתי עבודות נפרדות הראו מחברים אלו שבעבר דאגו מדינות רבות, ובפרט מדינות מתפתחות, לדכא את המערכת הפיננסית שלהן (financial repression) באמצעים שונים, החל בתקנות ובצווי מחירים בשוקי האשראי שמקטינים תחרותיות וכלה בשליטה ממשלתית בפועל בהקצאות האשראי במשק. לטענתם, התערבות היתר של הממשלה במערכת הפיננסית עיכבה את ההתפתחות הכלכלית ארוכת הטווח, שכן היא הקטינה את היצע החיסכון ואת הביקוש להשקעות במשק. מטבע הדברים מסקנות אלו התיישבו עם דוקטרינת אסכולת שיקגו בהנהגתו של מילטון פרידמן, אשר העמידה מחקרים רבים התומכים בתיאוריה ששווקים ומחירים, ולא מתכנן מרכזי בדמות ממשלה, הם האמצעי הטוב ביותר להקצאה מיטבית של משאבים במחסור. מאמצע שנות השבעים ואילך החלו הרעיונות האלה לצבור אהדה הולכת וגוברת, תחילה בוושינגטון ואחר כך במדינות מפותחות ומתפתחות ברחבי העולם. בנאום בשיקגו ב־1975, למשל, הבטיח הנשיא ג׳רלד פורד שהוא ״יסיר את השלשלאות מהעסקים האמריקניים וירחיק את הממשלה הפדרלית מהעסקים שלכם, מהחיים שלכם, מהארנקים שלכם ומהפרצוף שלכם״ (Greenspan 2007, 63–64). משפט בלתי נשכח של הנשיא רונלד רייגן כמה שנים לאחר מכן היה לסמה ידועה: ״הממשלה היא הבעיה, לא הפתרון״. משפט זה הבהיר יותר מכול את האמונה בכוחו הבסיסי של הקפיטליזם לייצר עושר לחברה, ובלבד שהממשלה תפסיק את התערבותה ההרסנית בשוק. מחקרים אמפיריים על יעילות הקצאת ההון בסביבות רגולטיביות הראו שככל ששוק ההון דומיננטי יותר בכלכלה, כך הקצאת ההון יעילה יותר במובן שההון זורם מתעשיות שוקעות אל תעשיות צומחות וכך מגדיל את עושרה של הכלכלה (Wurgler 2000).

בשנים אלו העמיקה גם הגלובליזציה של שוקי ההון, שאמנם צמצמה את עלויות המימון, אפשרה לחיסכון המקומי לחצות גבולות בחיפוש אחרי השקעות מניבות וממילא הגדילה את מלאי ההון העולמי, אך בד בבד יצרה תוהו ובוהו בלתי נתפס כמעט של עולם פיננסים בינלאומי שבו עוברים טריליוני דולרים מדי יום ביומו בעסקאות חוצות גבולות ויבשות. אין פלא אפוא שכלכלנים ליברלים סברו שהמערכת הפיננסית נעשתה גדולה ומורכבת כל כך, עד שרגולטור, מתוחכם ככל שיהיה, אינו יכול לפקח עליה ביעילות. ״השווקים נעשו ענקיים, מורכבים ומהירים מכדי שאפשר יהיה להטיל עליהם פיקוח ורגולציה כמו שהיה בעבר״, כתב אלן גרינספן בספרו ״עידן התהפוכות״ (Greenspan 2007, 445), והצדיק בכך את צעדי הדה־רגולציה שתמך בהם כשהיה יו״ר הבנק המרכזי של ארצות הברית בשנים 1987–2006. כלכלנים ליברלים כמו גרינספן, שהעלו על נס את יעילות השוק, האמינו שעקרון היד הנעלמה כוחו יפה גם לשווקים הפיננסיים. ״יציבותה

הגלויה לעין של מערכת הסחר והפיננסים הגלובלית שלנו מאששת עיקרון פשוט שעמד במבחן הזמן, אותו עיקרון שניסח אדם סמית בשנת 1776: אנשים שסוחרים זה עם זה בחופשיות לתועלתם האישית יוצרים כלכלה צומחת ויציבה" (שם, 331). זאת ועוד, מכיוון שאין ביכולתה של הרגולציה האדמיניסטרטיבית לפקח ביעילות על המתרחש בשוק, נדרשים הרגולטורים לסמוך על מבצעי העסקאות ולאפשר להם לפקח זה על זה. לפיכך בנייה וחיזוק של מוסדות שמחזקים את האמון במילתו של הזולת ונקיטת מדיניות שמבטיחה חופש פעולה מרבי לשחקני השוק המרכזיים (קרנות גידור, בנקים מסחריים ובנקים להשקעות) ייצבו את המערכת הפיננסית ולא יחלישו אותה. זהו מקורו של רעיון הרגולציה העצמית (self regulating) של שוקי ההון.

הלכה למעשה תורגמו עקרונות אלו של לסה־פייר של שוקי ההון להקטנת הנוכחות הגלויה של הממשלה בבעלות על המערכת הפיננסית, בניהולה ובפיקוח עליה. מבט למדד שהציג לופז דה־סילנס הבוחן את אחוזי הבעלות הממשלתית של בנקים ברחבי העולם מציג ירידה של 28 אחוז בממוצע עולמי בשיעורי ההחזקות הממשלתיות על בנקים. כאשר מתמקדים רק באירופה ובצפון אמריקה שיעור הירידה הממוצע הוא כמעט שישים אחוז.

לוח 1: שיעור הבעלות הממשלתית על הנכסים של 10 הבנקים הגדולים

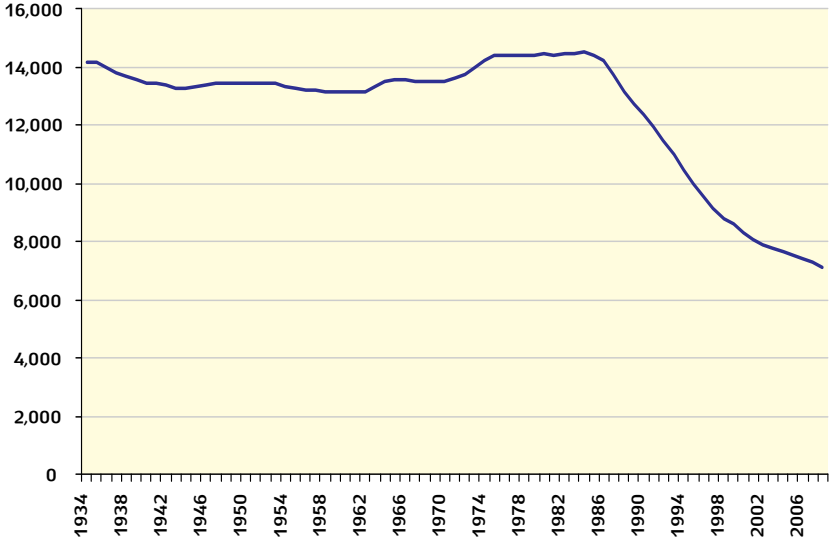
אזור	בעלות ממשלתית ב־1970	בעלות ממשלתית ב־2000
ממוצע אפריקה	59.92	47.7
ממוצע אמריקה הלטינית	62.72	39.81
ממוצע צפון אמריקה	31.2	11.87
ממוצע אירופה	63.66	37.25
ממוצע המזרח התיכון	47.09	44.2
ממוצע אסיה	65.08	52.08
ממוצע אוקיאניה	27.18	6.16
ממוצע מדגם	58.89	42.57

מקור: Lopez de-Silanes 2004, 6

במבט על מערכת הפיקוח והבקרה על הבנקים אפשר לראות בעשורים האחרונים תהליך של דה־רגולציה שהתמקד בטיפוח גיוון וגלובליזציה אך בפועל יצר ריכוזיות גדולה בדמותם של ענקים פיננסיים. עד שנות השבעים היו הבנקים המסחריים

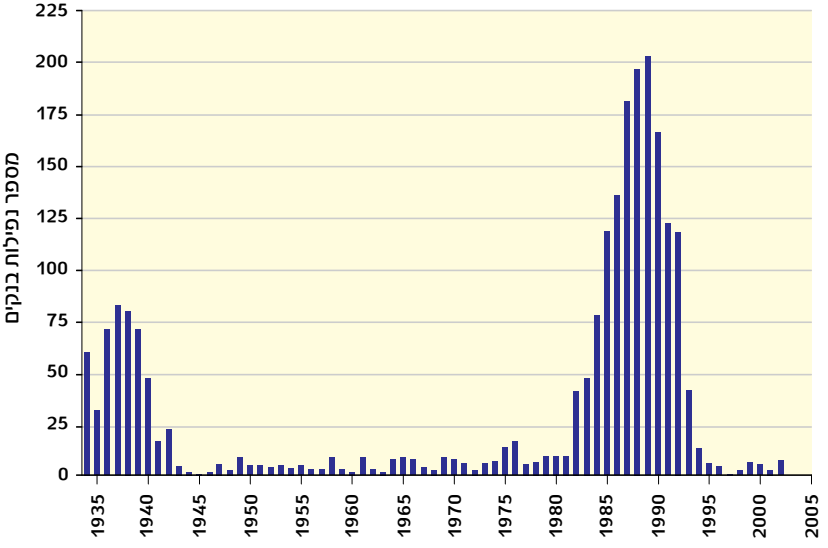
מוגבלים לעסקי הבנקאות המסורתיים בלבד: קבלת פיקדונות ונתינת הלוואות. מגבלה זו נקבעה ב"חוק גלָאס־סטיגל" (Glass-Steagall Act) משנת 1933 שנחקק כדי לפתור בעיות שעורר המשבר הגדול של שנת 1929. "חוק גלאס־סטיגל" יצר חומות סיניות בין פעילות הבנק כחברת השקעות וכברוקר ובין פעילות הבנק כבנק מסחרי מסורתי. בדרך זו הפריד החוק בין הסיכון הטמון בהשקעות ובין בעלי הפיקדונות. נוסף על כך, כדי שהמפקידים לא יפסידו את כל נכסיהם הפיננסיים (וממילא גם נכסים אחרים) אם יפשוט הבנק רגל, נוצר בחוק זה ביטוח פיקדונות שאותו מנהלת בארצות הברית רשות פדרלית (FDIC – federal deposit insurance corporation). ביטוח זה הגן במידה רבה על הבנקים מפני התמוטטות על סמך שמועות, מה שקרוי בהלת בנקים (bank panic) או הסתערות משיכות (bank run). כמו שאפשר לראות בתרשימים להלן, הסדרים אלו, שנקבעו בשנות השלושים של המאה הקודמת, שמרו על יציבות המערכת הבנקאית עד שלהי שנות השמונים שלה – הזמן שבו תהליכי הדה־רגולציה תפסו תאוצה.

תרשים 1: מספר הבנקים המסחריים בארצות הברית, 1934–2008



מקור: FDIC: http://www2.fdic.gov/hsob

תרשים 2: מספר פשיטות הרגל של בנקים מסחריים בארצות הברית 1935–2004



מקור: Mishkin 2009

תהליך הדה־רגולציה של המערכת הפיננסית החל, כאמור, בתחילת שנות השמונים, קודם כול בחוקי המדינות (states). בגל הראשון החלו להתבטל המגבלות על ההתפשטות וההתרחבות של הבנקים בתוך המדינות,[6] ובגל השני הותרה גם בעלות על בנקים בכמה מדינות ומיזוג פעילויות בכמה מדינות. התהליך הזה שחרר את הבנקים להתפתח ולגדול בהתאם למצבם הכלכלי־עסקי. בד בבד נחקקו חוקים פדרליים ששחקו בהדרגה את "חוק גלאס־סטיגל". בשנת 1980 התקבל "החוק להסרת פיקוח על מוסדות הפקדה" (DIDMCA – depository institutions deregulation and monetary control act), שהקל על בנקים להתמזג וביטל את רגולציה Q שהגבילה את שיעורי הריבית שבנקים יכלו לתת על פיקדונות. אחר כך, במסגרת "חוק גארן־סן ז'רמן" (Garn-St. Germain act), הוסר הפיקוח על בנקי ההלוואה והחיסכון והתאפשר להם לפעול גם בשוק המשכנתאות.[7]

6 סקירת תהליך הדה־רגולציה מבוססת על מישקין (Mishkin 2009), פרק 11.

7 כמה שנים אחר כך גרמו ההקלות ברגולציה על מוסדות אלו למשבר ההלוואות והחיסכון של שלהי שנות השמונים שבו קרסו כאלף בנקים להלוואות וחיסכון בהיקף נכסים של חצי טריליון דולר.

המגמה נמשכה, ובשנת 1994 אושר "חוק ריגלי־ניל" (Riegle-Neal efficiency act) שאִפשר לבנקים להתמזג ולהתרחב לפי שיקוליהם העסקיים. חמש שנים אחר כך, בסוף 1999, אושר "חוק גראם־ליך־בלילי" (Gramm-Leach-Bliley Act), שביטל את השריד האחרון מ"חוק גלאס־סטיגל" ואִפשר לבנקים להתמזג עם מוסדות פיננסיים אחרים כמו בנקים להשקעות וחברות ביטוח, וכך הפך את החברות הממוזגות לענקיות פיננסיות במבנה של חברת החזקות (בנקים מסחריים, חברות ביטוח, בנקים להשקעות). גודלן של חלק מחברות ההחזקה הללו הטריד את הממשל האמריקני, שכן הן נעשו "גדולות מכדי ליפול", כי נפילת גוף כזה עלולה למוטט את המערכת הפיננסית העולמית כולה. Too Big to Fail נעשה מטבע עובר לסוחר בדיון סביב המשבר, ואחת הסיבות העיקריות להתערבות הממשל להצלת ענקית הביטוח AIG ואחרים.

בד בבד עם ההקלות בתנאי הרגולציה במערכת הבנקאות הרגילה, החלה להתפתח מערכת בנקאות מקבילה. המוסדות וההסדרים הפיננסיים שפעלו במערכת זו פעלו כבנקים לכל דבר ועניין ואפשרו גישה זמינה לנזילות לכל מי שמסר להם פיקדונות, אבל בהבדל חשוב אחד: מערכת זו פעלה בדרך פחות גלויה לעינו של הרגולטור, לכן כונתה "מערכת בנקאות הצללים". מובן שבנקאות הצללים לא יכלה להתפתח ללא אישורו ועידודו של הבנק המרכזי שראה בה מימון חוץ־בנקאי, משלים למימון הבנקאי המסורתי שמבוסס על עקרונות של שוק הון תחרותי ומשוכלל. ביוני 2008 נשא טימותי גייתנר (Geithner), אז נשיא הבנק המרכזי של ניו יורק והיום שר האוצר בממשל אובמה, נאום שבו הדגיש את השינוי המבני במערכת הפיננסית בארצות הברית שהתבטא בגידולו המהיר (מדי) של המימון החוץ־בנקאי:

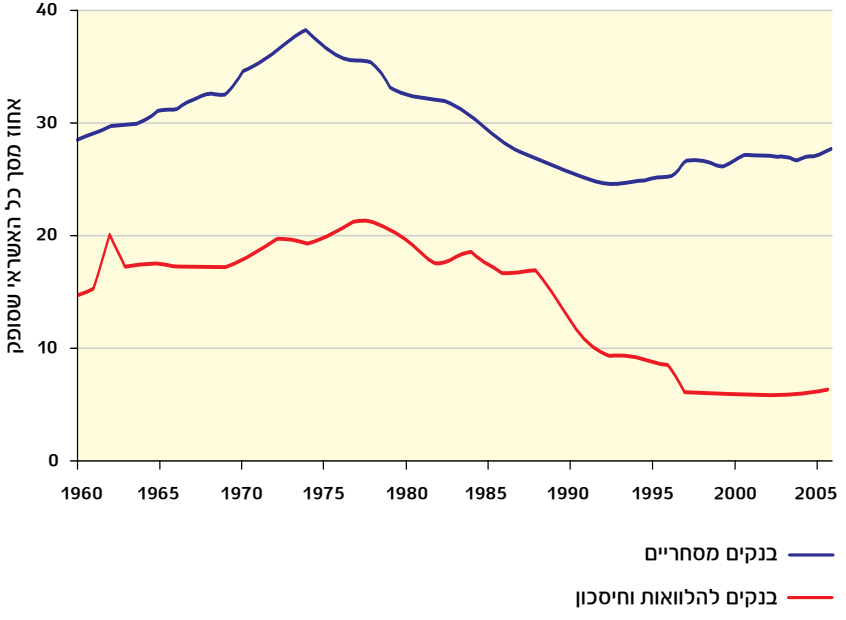
> במהלך הגאות[8] השתנתה המערכת הפיננסית מן היסוד, וחל גידול דרמטי בשיעור הנכסים שמחוץ למערכת הבנקאות המסורתית. המערכת הפיננסית הלא בנקאית נעשתה גדולה מאוד, בפרט בשוק הכסף והמימון. בראשית שנת 2007 עמד סך כל ניירות הערך מגובי הנכסים לסוגיהם על 2.2 טריליון דולר. הנכסים המוחזקים בידי קרנות גידור צמחו ל־1.8 טריליון דולר. סך מאזניהם של חמשת בנקי ההשקעות הגדולים עמד על ארבעה טריליון דולר.[9]

8 גייתנר מתכוון לגאות במחירי המניות במחצית השנייה של שנות התשעים.

9 לשם השוואה, סך כל נכסי המערכת הבנקאית המסחרית בארצות הברית עמד על עשרה טריליון דולר.

את הירידה בחשיבותה של הבנקאות המסורתית (בנקים מסחריים ובנקים להלוואת וחיסכון [thrifts]) אפשר לראות בתרשים 3 שמציג את היקף האשראי שניתן למגזר הלא פיננסי במערכת הבנקאות הרגילה. בשנת 1974 סיפקו הבנקים המסחריים כארבעים אחוז מסך כל האשראי למגזר הלא פיננסי (חברות, משקי בית); בשנת 2005 ירד סך אשראי זה לפחות משלושים אחוז. הירידה בבנקים להלוואת וחיסכון היתה אף חדה יותר: מנתח שוק של קצת יותר מעשרים אחוז בשנת 1976 ירד חלקם בסך האשראי של מוסדות אלו לפחות משישה אחוז היום.

תרשים 3: חלקם של הבנקים באשראי למגזר הלא פיננסי בארצות הברית



בהמשך נאומו נדרש גייתנר לערעור בכוח של היציבות הפיננסית בעקבות השינויים שעברה המערכת הפיננסית בארצות הברית בשלושת העשורים האחרונים:

> היקף הנכסים ארוכי הטווח המסוכנים והלא נזילים שמומנו באמצעות התחייבויות לטווח קצר מאוד עשה רבים מן המכשירים ומן המוסדות באותה מערכת פיננסית מקבילה פגיעים להסתערות משיכות קלאסית,

אך נעדרי הגנה כמו ביטוח פיקדונות והגנות אחרות שכוננה המערכת הבנקאית כדי להפחית סיכונים כאלו.

הרגולטור התעורר אפוא, אך ללא ספק מאוחר מדי. המחשבה, שלא לומר האמונה, ששחקני השוק שפעלו במסגרת המימון החוץ־בנקאי יֵדעו לפקח זה על זה התבררה כטעות בעלת השלכות הרסניות על המערכת הפיננסית והריאלית העולמית. את זאת אנו יודעים היום, אבל עד פרוץ המשבר בשנת 2007 היתה הדעה הרווחת שהחידושים הפיננסיים שאפשרו את המימון החוץ־בנקאי וצעדי הליברליזציה ששינו את המערכת הפיננסית "מן היסוד", כמו שגייתנר מציין, הועילו לכלכלה ושיפרו את תפקודו של שוק ההון. וכך הכריז אלן גרינספן בשנת 2004: "לא רק שהמוסדות הפיננסיים האינדיבידואליים נעשו פחות פגיעים לזעזועים מגורמי סיכון בסיסיים, אלא גם המערכת הפיננסית נעשתה עמידה יותר". עמדה זו קיבלה חיזוק במחקרים כלכליים אמפיריים שבחנו את השפעות הליברליזציה הפיננסית ברחבי העולם.[10]

ה. החדשנות הפיננסית

בועות פיננסיות רבות נולדות בעקבות פרץ של חדשנות טכנולוגית שמייצרת הזדמנויות עסקיות בד בבד עם ספקולציות פיננסיות. משבר הדוט.קום של תחילת העשור הוא דוגמה עדכנית לכך. במובנים מסוימים גם משבר הדיור העכשווי הוא תולדה של חדשנות. אך בניגוד לעבר אין מדובר בחדשנות טכנולוגית כי אם בחדשנות פיננסית. ה"טכנולוגיה" הפיננסית החדשה שינתה את הדגם הישן של הלוואות הבנקים שינוי חד. בעבר דבקו הבנקים בדגם פשוט של הנפקה והחזקה – הבנק לווה כסף ומלווה אותו לציבור בתוך שהוא מחזיק את תיק ההלוואות אצלו ודואג לגבות את הקרן ואת תשלומי הריבית. ההלוואה היתה עסקה דו־צדדית בין הבנק ללווה בלבד. החדשנות הפיננסית שינתה מצב זה מן היסוד. בזכות פעולה שנקראת איגוח (securitization) יכלו כעת בנקים לבחור בדגם פעילות אחר, דגם ההנפקה והפיזור – הבנק (לא בנק מסחרי דווקא, אלא גם בנקים להשקעות וחברות למשכנתאות) קיבץ הלוואות לא סחירות והפך אותן לאיגרות חוב סחירות בשוק ההון. איגרות חוב אלו הן "איגרות חוב מגובות נכסים" (או "איגרות חוב מגובות משכנתאות", אם ההלוואות הן משכנתאות).

יש היגיון כלכלי בפעילות האיגוח, שכן היא מעבירה את סיכוני האשראי מהבנקים ומפזרת אותם בין משקיעים רבים דרך שוק ההון. אין לתמוה אפוא

10 Wurgler 2000; Bekaert *et al.* 2005; Kaminsky and Schmukler 2008

שאיגוח משכנתאות נעשה פופולרי כל כך בשנות התשעים לאחר משבר "ההלוואה והחיסכון". במשבר זה התמוטטו כ־1,600 אגודות חיסכון והלוואות שפעלו בדגם הישן של הנפקה והחזקה מפני שהסתבכו בהלוואות כושלות. הלקח שלמדה המערכת הפיננסית הוא שאיגוח של ההלוואות היה מונע את הקריסה, שכן פיזור ההלוואות למשקיעים מוסדיים כמו קרנות פנסיה, חברות ביטוח ובנקים להשקעות מחלק את הסיכון בין גופים נוספים וכך יכול להפחית את הסיכון של משבר בנקאות כולל.

אלא שהדגם הזה יוצר סיכון מוסרי. הבנקים הפנימו שמוטב להנפיק משכנתא ולמכור אותה מהר (ברווחים נאים) מאשר להחזיק אותה בספרי הבנק. אבל במודל כזה התמריץ הבסיסי לבדוק את איכות הלווים הולך ופוחת. ממילא אם הבנק מצליח למכור את המשכנתא בעיית חדלות הפירעון, אם תיווצר, היא כבר לא בעיה שלו. ולכן כאשר הנפקה והחזקה הופכת להנפקה ופיזור, משכנתאות גרועות עוברות מיד ליד במהירות עד שהן מגיעות לידי אדם תמים שמסכים לקנות אותן כי מקצועני שוק ההון הבטיחו לו שמדובר בנכס בטוח.

עם הגידול העצום בשכיחות האיגוח בגלל הרווחים הרבים שהאיגוח יצר למאגחים, חדלו הבנקים (ואפילו מוסדות חצי ממשלתיים כמו פאני מיי ופרדי מק) לנטר בבדיקה קפדנית את הלווים בכוח. כשגברה ההשתלהבות כבר לא היו הלווים צריכים לדווח בכתב על הכנסות, ולעתים ניתנו גם הלוואות ללווים ללא הכנסה, ללא מקום עבודה וללא נכסים. הלוואות שנקראו הלוואות נינג'ה (ראשי תיבות של No Income, No Job or Assets). האיגוח הפך אפוא ממוצר שאמור להקטין את הסיכון המערכתי הפיננסי לכלי שמגדיל אותו עשרות מונים. "בזכות" האיגוח החזיקו משקיעים רבים, מקומיים וזרים, פצצות פיננסיות שתקתקו לאֵטן עד המפץ הגדול שהחל בשנת 2007.

ו. סדקים בהשערת שוק ההון היעיל

עוצמת המשבר הכלכלי והשפעתו על הכלכלה הריאלית דווקא בשעה ששוקי ההון נעו לכיוון שווקים תחרותיים ומשוכללים הפתיעו את רוב הכלכלנים. המשבר הראה באופן כואב שיש פער בין המידע שזרם דרך שוק ההון, הערכות המשקיעים על הצפוי והתוצאות בשווקים בפועל. פער זה מסביר את התעלמות המשקיעים (והממשלה) מבועות הנכסים בניירות הערך ובנדל"ן שהובילו את המחירים בשווקים מגאות לשפל כבד במהירות רבה. בין התוצאות של התפוצצות הבועות היה משבר בנזילות בשוקי הכספים והאשראי.

המשבר סיפק לכלכלנים הזדמנות לבחון מחדש את הנחותיהם בנוגע להתנהגות הכלכלית של בני אדם ולהשפעת התנהגות זו על הכלכלה, ובפרט

לבדוק אם גורמים פסיכולוגיים יכולים גם הם להסביר את קיומם של מחזורי עסקים. בשלהי שנות השמונים טען רוברט שילר שבניגוד להשערת השוק היעיל, את רוב התנודתיות במחירי המניות על פני הזמן אי־אפשר להסביר על ידי גורמי היסוד בשוק (market fundamentals).[11] כדי להוכיח טענה זו חישב שילר את הערך העכשווי של הדיבידנדים המתקבלים ממניות מדד S&P 500 בין השנים 1871–2000. את הנתון הזה, שלהלכה מייצג את הערך האמיתי של המניות, הִשווה למחירי המניות בפועל (real stock price S&P).[12] בתרשים 4 אפשר לראות בקלות שהתנודתיות במחירי המניות גדולה הרבה יותר מהתנודתיות בדיבידנדים. מכיוון שלא ייתכן ששונות האומדן (מחירי המניות) תהיה גדולה משונות המשתנה הנאמד (הערך הכלכלי של המניות), הרי לא ייתכן שמחירי המניות משקפים את כל המידע הנוגע לחישוב הערך האמיתי של המניות, ולכן טען שילר שהשערת השוק היעיל, הגורסת שמחיר המניה הוא התחזית האופטימלית לערך הכלכלי האמיתי שלה, אינה תקפה.[13]

לכן, טוען שילר, אם אנו רוצים להבין את התנהגות מחירי הנכסים בשווקים הפיננסיים יש להצטייד בתובנות נוספות מלבד התיאוריה הכלכלית המקובלת. הוא ושותפו ג׳ורג אקרלוף (Akerlof and Shiller 2009) מציעים לשים דגש על תיאוריות התנהגותיות כדי להבין את הלך הרוח בשווקים, מכיוון שהמשקיעים בשוק ההון מונעים מ״דחפים חייתים״ (animal spirits) ומ״ההתנהגות ההמון״ (mass psychology). שילר ואקרלוף משתמשים בכלים כלכליים מקובלים כדי להראות שמחירי המניות נעים בין **התלהבות חסרת היגיון לפחד חסר היגיון**, וערכן הכלכלי האמיתי נמצא לפעמים באמצע. עוד טענה שמועלית כנגד הרעיון שבשווקים יעילים המחירים תמיד משקפים את ערכם האמיתי של הנכסים קשורה לרעיון כלכלת המידע המוגבל (IKE – imperfect knowledge economy). התובנה העומדת בבסיס התחום הזה, שמיוצג בעיקר בכתביהם של צמד הכלכלנים רומן פרידמן ומייקל גולדברג (Frydman and Goldberg 2007), היא ששפע המידע הזורם מהשווקים (בפרט השווקים הפיננסיים) מורכב מדי לעיכול על ידי הפרטים

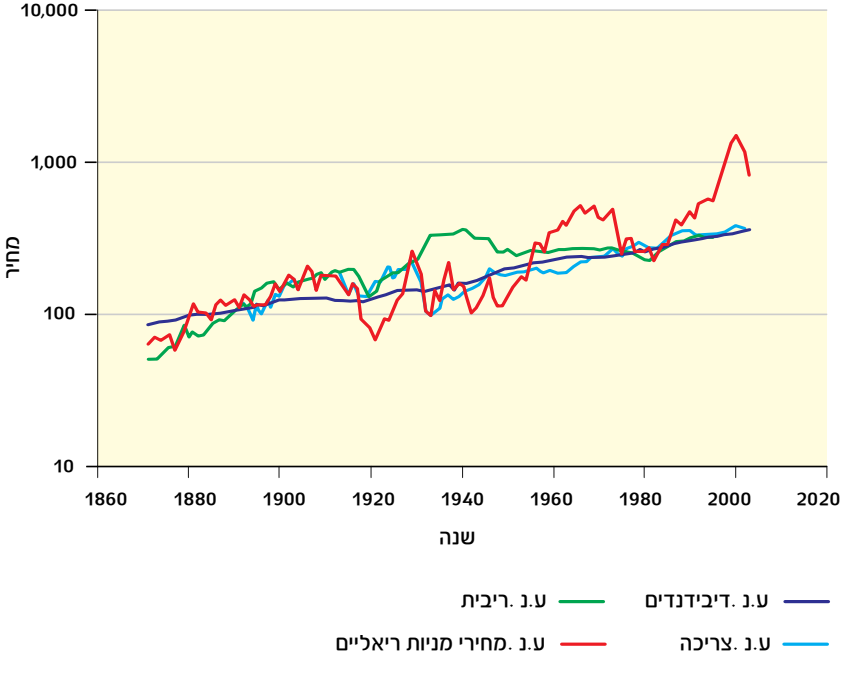
11 שילר הוא לא הראשון שעסק בכלכלה התנהגותית; קדמו לו דניאל כהנמן ועמוס טברסקי, שבשנות השבעים פיתחו את תורת הסיכויים (prospect theory) שעוסקת בהטיות שיטתיות בהתנהגות רציונלית של פרטים בכלכלה.

12 שילר התבסס כאן על המוסכמה שבשיווי משקל שווים מחירי המניות לערך העכשווי של סכום הדיבידנדים הצפוי מהם. מוסכמה זו ידועה בתור ״דגם היוון הדיבידנדים״ או ״דגם גורדון לתמחור מניות״.

13 המאמר של שילר זכה לתהודה רבה כל כך, עד שגרסה מעודכנת שלו פורסמה בשנת 1987 בירחון המדעי *Science*, שאינו מרבה לפרסם מחקרים בנושאים כלכליים.

והממשלה במשק, ולכן לשחקני השוק מידע מוגבל ולא שלם. בגלל זה אף אחד לא יכול באמת לתאר (גם לא תיאור מתמטי) את הכללים שהשוק פועל לפיהם.[14] פרידמן וגולדברג (שם) מדגימים שגם אם כל הפרטים רציונלים ולא מונעים מדחפים פסיכולוגיים, מחירי השוק יכולים לסטות סטייה מהותית מהמחירים האמיתיים. בגלל המידע המוגבל שמצוי ברשות הציבור בכל נקודת זמן, לפרטים **שונים** יש תפיסות **שונות** בנוגע למשקל של משתני היסוד ולהשפעתם על מחירי הנכסים. הדעות השונות שמחזיקים שחקני השוק יכולות להשתקף בתנודתיות יתר של מחירי הנכסים.

תרשים 4: תנודתיות במדדי המניות והדיבידנדים, 1871־2000



מקור: Shiller 2000

14 רעיון זה של מוגבלות הידע הכלכלי אינו חדש, הוא כבר הופיע בכתביהם של פרידריך הייק וג׳ון מיינרד קיינס.

דיון

צריך להיות תמים מאוד מבחינה כלכלית כדי לא לראות את הקשר בין המשבר הכלכלי ובין תהליך הדה־רגולציה במערכת הפיננסית, ולפניו במערכת הכלכלית בכלל, אך עם זאת אסור לשכוח שאף על פי ששווקים אינם מושלמים הם עדיין עדיפים בהקצאת מקורות מכל רגולטור או מתכנן מרכזי. כך אנו מגיעים לשאלה העיקרית שצריכה להעסיק את מדע הכלכלה בשנים הקרובות: מהו האיזון הנכון בין פיקוח ממשלתי על תאוות הבצע בשוק ובין החדשנות, הדינמיות והשיפור המתמיד ברמת החיים שכלכלת השוק מסוגלת להוליד? נקודת התחלה טובה, לדעתנו, היא פשפוש בהיסטוריה הכלכלית.

"נכשלנו בהפעלת מכונה עדינה שאת אופן פעולתה איננו מבינים", טען קיינס בזמן השפל הגדול של שנות השלושים. כאז כן היום המשבר הכלכלי הוא תוצאה של מערכת פיננסית מורכבת, לא יציבה ולא מפוקחת דייה, שאפשרה למוסדות פיננסיים לקחת סיכונים רבים מדי. הלקח לקובעי המדיניות בשנות השלושים היה לתכנן את המערכת הפיננסית כך שנבין אותה או לכל הפחות נבין מספיק כדי למנוע מבעיות פיננסיות להפוך למשברים ריאליים הרסניים. כמתווכים פיננסיים, בנקים הם החוליה העיקרית המקשרת בין צד הכלכלה הפיננסית לצד הכלכלה הריאלית, ולכן משבר כלכלי שפוגע בבנקים פוגע בסופו של דבר גם בפעילות הכלכלית היומיומית של עסקים גדולים וקטנים. ומכאן שהבנקים, שבשנות השלושים ראו בהם את החלק הבעייתי במערכת הכלכלית, הושמו בפיקוח הדוק ובד בבד נתמכו ברשת ביטחון ממשלתית הדוקה.

הלקחים היום אינם צריכים להיות שונים ברוחם מהלקחים מלפני שמונים שנה. כל מוסד פיננסי שקריסתו תאלץ את הממשלה להשתמש בכספי הציבור להצלתו צריך להיות נתון לרגולציה הדוקה. ייתכן שצריך להגביל מראש את קיומם של מוסדות פיננסיים גדולים כל כך כמו AIG, או לפחות להתנות את קיומם במניית זהב של הממשלה. זאת ועוד, ברוח "חוק גלאס־שטיגל" צריך להגביל את הבנקים המסחריים לעסוק רק בפעילות בנקאית מסורתית, כלומר לגייס פיקדונות מהציבור לטובת מתן אשראי לחברות במגזר הריאלי וליחידים. את החדשנות הפיננסית צריך להשאיר לכל מי שהוא לא בנק מסחרי, כמו קרנות גידור ובנקים להשקעות, אך עם זאת, כדי להקטין את סיכון ההדבקה הפיננסית, יש להטיל מגבלות על האשראי שבנקים מסחריים יכולים לתת לחברות במגזר הפיננסי.

ברמת המַקרו, כלכלת השווקים הפיננסיים הגלובליים מורכבת מכדי שנבין אותה לעומק. עם זאת, אנו כן מבינים שהיא סובלת לעתים ממאניה־דפרסיה, וכמו שאנו רואים, לתנודות החריפות במחירי הנכסים בשווקים הפיננסיים יש השפעה הרסנית על הכלכלה הריאלית. לכן כדאי לקובעי המדיניות לקבוע רצועת ניוד

סבירה שבה יוכלו להתנייד מחירי הנכסים (בדומה לרצועת ניוד של שערי חליפין). הרי אין זה סביר שמחירי ניירות ערך בבורסה עולים בעשרות אחוזים בעוד שקצב הצמיחה בכלכלה הוא אחוזים ספורים. במקרים אלו, בדיוק כמו שנעשה כאשר מדובר באינפלציה של מחירים, על הבנקים המרכזיים להתערב ולהפעיל מדיניות מוניטרית מצמצמת (אולי בשילוב של מס על רווחי הון) כדי למתן את התנודתיות במחירי הנכסים הפיננסיים. כשם שנגידי בנקים מרכזיים מודאגים, ובצדק, מעלייה גבוהה מדי במחירי הסוכר והמחשבים, כך הם צריכים לדאוג כאשר מניות של חברות סוכר ומחשבים נוסקות.

ביבליוגרפיה

Akerlof, G. A. and R. J. Shiller, 2009. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton NJ: Princeton University Press.

Bekaert, G., C. Harvey and C. Lundblad, 2005. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics* 77(1): 3–55.

Fama, E. F., 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* 25: 383–417.

Frydman, R. and M. Goldberg, 2007. *Imperfect Knowledge Economics*, Princeton NJ: Princeton University Press.

Greenspan, A., 2007. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, New York: Penguin.

Kaminsky, G. and S. Schmukler, 2008. "Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles," *Review of Finance* 12(2): 253–292.

Lopez de-Silanes, F., 2004. *Government Ownership of Banks: The Role of State-Owned Banks: Policy and Practice*, Yale: International Institute for Corporate Governance Yale University.

Lucas, R. E., 1978. "Asset Prices in an Exchange Economy," *Econometrica* 46: 1429–1445.

Lucas, R. E., 2003. "Macroeconomic Priorities," *American Economic Review* 93(1): 1–14.

Malkiel, B. G., 2003. ”Efficient Market Hypothesis and Its Critics,” *The Journal of Economic Perspective* 17: 59–82.

McKinnon, R. I., 1973. *Money and Finance in Economic Development*, Washington: Brookings Institution.

Merton, R., 1973. “An Intertemporal Capital Asset Pricing Model,” *Econometrica* 41: 867–887.

Mishkin, F. C., 2009. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Boston: Addison Wesley.

Muth, J. F., 1961. ”Rational Expectations and the Theory of Price Movements,“ *Econometrica* 29: 315–335.

Shiller, R. J., 1987. “The Volatility of Stock Market Prices,” *Science* 235(4784): 33–37.

Shiller, R. J., 1989. *Market Volatility*, Cambridge MA: MIT Press.

Shiller, R. J., 2000. *Irrational Exuberance*, Princeton NJ: Princeton University Press.

Wurgler, J., 2000. “Financial Markets and the Allocation of Capital,” *Journal of Financial Economics* 58: 187–214.

פרק 2
המשבר הכלכלי בארצות הברית: אנטומיה של משבר כלכלי

שרון חדד ואריה ארנון

משבר הסאב־פריים בארצות הברית התפרץ במחצית השנייה של שנת 2007. בתוך חודשים ספורים הבינו שמדובר במשבר נרחב שהחל אמנם בשוק האשראי לדיור אבל הועבר, דרך המערכת המורכבת שיצרו חברות פיננסיות למיניהן, לכל המערכת הפיננסית האמריקנית, וממנה אל שוק ההון העולמי. בסעיף זה ננסה להסביר את הסיבות למשבר.

לרוב המשברים הכלכליים מבנה והתפתחות דומים. ראשית, ערכם של הנכסים הריאליים והפיננסיים בכלכלה גדל, בדרך כלל בתגובה לתהליכי צמיחה כלכלית במשק ולציפיות הפרטים. עליית המחירים מורגשת יותר מכול בדרך כלל בשוק הנדל"ן, בשוקי סחורות מסוימים ובשוק המניות (ראו Kindelberger 1978). בשלב מסוים עליות המחירים דוחפות את הציבור להשתתף בחגיגה, ועוד ועוד משקיעים רוכשים נכסים בשווקים האלה, תחילה בהון עצמי ואחר כך גם באשראי, כך שבשיא התהליך עליית היקף האשראי במשק היא הדלק העיקרי שמאיץ את מחירי הנכסים במשק. בשלב זה התפרצות המשבר היא רק שאלה של זמן, מפני שערך השוק של הנכסים במשק אינו משקף ערך כלכלי ריאלי. המשבר הכלכלי מתחיל פעמים רבות כאשר משקיעים מגיעים להכרה הכואבת הזאת ומנסים לממש (למכור) את החזקותיהם. הבועה, כך מקובל אז לכנות את המצב, מתפוצצת כאשר המשקיעים עצמם משנים את דעתם וגורמים לצלילה חדה במחיר הנכסים הפיננסיים במשק, וזהו משבר כלכלי.

א. משבר הסאב־פריים – 2007 עד?

כמו שאנחנו מבינים (או חושבים שאנחנו מבינים) היום, תחילתו של המשבר העכשווי היא בשוק הדיור האמריקני. במשך כ־15 שנה ניתן אשראי רב למשקי בית רבים בעלי יכולת החזר נמוכה. כל עוד היו תנאי המקרו במשק האמריקני טובים, היה מספר חדלי הפירעון (default) קטן ולא היה בגדר בעיה בשוק האשראי לדיור. כאשר השתנו הציפיות בשל שינוי תנאי המַקרו לרעה (ירידה בקצב הצמיחה, עליית שיעורי האבטלה, הרעת תנאי הסחר), או מסיבות אחרות, החלו נותני האשראי למשכנתאות לרשום יותר ויותר חובות אבודים בגין אי־יכולת החזר של לוקחי המשכנתאות. אמנם ביחס להיקף האשראי הכללי בשוק ההון, שיעור המשכנתאות הבעייתיות הוא זעום, אבל מוצרים פיננסיים מורכבים אשר יצרו זיקה בין שוק האשראי למשכנתאות לנכסים פיננסיים אחרים העבירו את הבעיות בשוק הדיור במהירות עצומה למקטעי פעילות אחרים בשוקי ההון העולמיים.

ב. השחקנים הראשיים

שחקן מספר 1 – בנק השקעות: למרות שמו בנק השקעות אינו בנק רגיל שבו הציבור מפקיד כספים והבנק ערב להם. בנק השקעות הוא מתווך פיננסי העוזר לחברות לגייס הון בשוק ההון. הוא עושה זאת על ידי מתן שירותי ייעוץ וחיתום לחברות המנפיקות.[1] בשנים האחרונות הקימו בנקי ההשקעות מחלקות שאוישו ב"מדעני טילים" – דוקטורים לפיזיקה ולמתמטיקה שיצרו ותמחרו "מוצרים מובנים" (structured products). הללו הם סלים של ניירות ערך שבהם אופציות מסוגים שונים ואיגרות חוב, שנמכרו לציבור בתמהיל מסוים שהבטיח תשואה ידועה ברמות סיכון שונות. הרווחים העצומים שיצרו המוצרים האלה לבנקי ההשקעות פיתו אותם לייצר, לשווק ולמכור מוצרים מובנים בשוקי ההון בעולם. הבעיה העיקרית של המוצרים האלה היא המורכבות הפיננסית שלהם. כאמור, הם בנויים מנכסים פיננסיים רבים שבעצמם הם נגזרות של נכסים פיננסיים אחרים, והדבר מקשה מאוד להבין את מנגנון התמחור שלהם. זו הסיבה לשימוש המוגבר בשוק ההון בכלים אנליטיים מורכבים שמעטים מבינים אותם. התוצאה היתה שמי שרכש מוצר זה לא יכול היה להבין את בסיס התמחור של המוצר שרכש.

שחקן מספר 2 – משכנתאות הסאב־פריים: משכנתא מסוג סאב־פריים היא משכנתא שהלווה שלה אינו עומד בתנאים למשכנתא רגילה עקב דירוג אשראי נמוך (יש לו ביטחונות נמוכים או שאין לו ביטחונות בכלל, ו/או הוא לא בעל הכנסה קבועה), ולכן הוא נאלץ לפנות רק למלווים בשוק הסאב־פריים, אשר בו מתאפשר לו מימון. בשוק הזה התנאים פחות טובים מהתנאים בהלוואות פריים כדי לפצות על נטילת הסיכון, והוא פועל במקביל לשוק הלוואות הפריים, שהוא שוק מוסדר שרמת הסיכון של הלווים בו נמוכה הרבה יותר.

ג. היווצרות המשבר

החוליה המקשרת בין שני השחקנים שלנו היא איגוח משכנתאות (securitization). איגוח משכנתאות הוא תהליך הפיכת המשכנתאות לאיגרות חוב כדי ליצור מהן מוצר מובנה סחיר לחלוטין. כך נוצר מוצר חדש על בסיס משכנתאות מסוג סאב־פריים. מוצר זה הופך למקור חשוב למימון משכנתאות בכלל. כאשר

1 ייעוץ: הבנק מייעץ לחברה איזה סוג של ניירות ערך למכור לציבור, אג"ח או מניות. חיתום: הבנק בעצם מבצע בפועל את תהליך ההנפקה ודואג להפיץ את ניירות הערך לציבור. בדרך הוא קונה חלק גדול מניירות הערך במחיר שנקבע מראש בהנפקה, ואז הוא מוכר אותם לציבור הרחב.

השוק מתפקד הליך האיגוח של תזרימי המזומנים הנובעים מהמשכנתאות כמוהו כאלכימיה פיננסית שמפיקה זהב ליוצרים אותה. כיצד? נסביר באמצעות דוגמה פשוטה. במציאות התהליך מורכב הרבה יותר, והרבה יותר גורמים מעורבים בו, אך עקרון הפעולה זהה. חברה שמספקת משכנתאות[2] מבקשת מבנק השקעות לסייע במימון המשכנתאות. נניח שמדובר במשכנתא אחת של מאה אלף דולר שניתנה בריבית שנתית של 7.5 אחוזים. לצורך כך הוא מנפיק איגרות חוב בערך נקוב של מאה אלף דולר המשלמות ריבית שנתית של חמישה אחוזים למחזיקים בהן. תזרימי המזומנים השוטפים של איגרות החוב (הריבית שבנק ההשקעות צריך לשלם לציבור) מגובות בתזרימי המזומנים מהמשכנתא (תשלומי הריבית על המשכנתא). פער הריביות הוא מקור הרווח של בנק ההשקעות.

כעת פשוט להבין את יסוד המשבר: אם המשק צומח נוטלי המשכנתאות מועסקים בדרך כלל והם בעלי הכנסה קבועה המאפשרת להם לשלם את המשכנתאות, כך שהתשלומים שלהם מממנים את תשלומי הריבית של מחזיקי איגרות החוב ובד בבד את רווחי בנקי ההשקעות ואת משכורות העובדים בהם. הבעיה מתחילה כאשר משלמי המשכנתאות אינם מצליחים לשלם את המשכנתא. זה יכול לנבוע ממיתון שגורר פיטורים ברמות השכר הנמוכות (שמאפיינות את נוטלי משכנתאות הסאב־פריים); מעליית תשלומי הריבית (המשכנתאות ניתנו בריבית התחלתית נמוכה שעלתה עם הזמן; בישראל היא נקראת משכנתא בריבית משתנה); מירידת מחירי הנדל"ן ובעקבות זאת גידול ביחס בין המשכנתא לערך הנכס. במצב כזה מתבקש נוטל המשכנתא לספק ביטחונות נוספים שאין לו (ומעולם לא היו לו). התוצאה היא משבר כלכלי. נוטלי המשכנתאות לא יכולים לשלמן, מחזיקי איגרות החוב מבינים שהם מחזיקים איגרות חוב חסרות ערך, ובנק ההשקעות מתקרב לעתים לפשיטת רגל, שכן הוא אינו מסוגל לשלם את חובו למשקיעים.

המשבר שהתפתח הפעם הוא חובק עולם וחריג בעוצמתו, שכן בנקים מסחריים רבים בעולם השקיעו באיגרות החוב מגובות המשכנתאות הללו, שהיו מושכות בתשואתן הגבוהה, לעתים בסכומים גדולים מאוד. הירידה הניכרת בערכם של ניירות הערך האלה חייבה את הבנקים להכריז על הפסדים, ואלו שחקו את ההון העצמי שלהם עד שהיחס בין ההון העצמי להתחייבויות של הבנק (הלימות ההון[3]) נשחק גם הוא מאוד.

---

2 בארצות הברית יש חברות מתמחות לכך. הן נקראות saving & loan association (s&l)

3 מושג זה חופף למושג יחס הרזרבה. כאשר בנק חורג מיחס הרזרבה ולקוחותיו יודעים זאת הוא בסכנת פשיטת רגל.

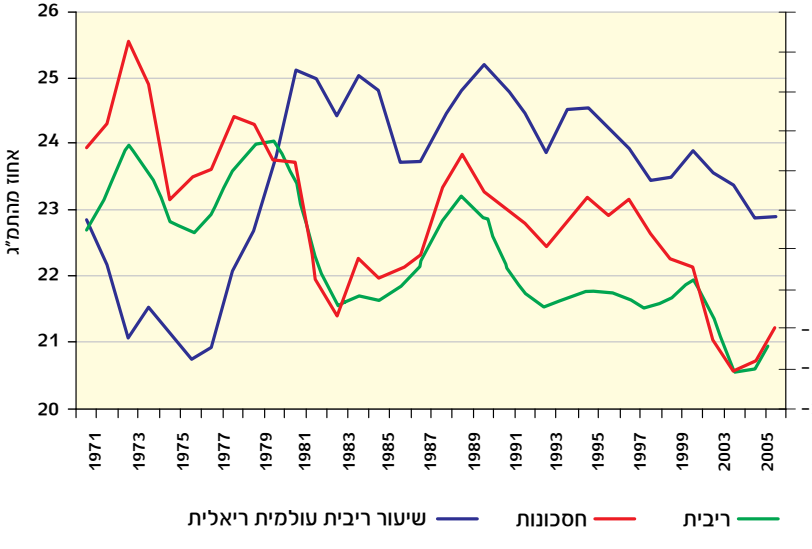
ד. הסיבות למשבר

לאחר סקירת קווי המתאר הכלליים של המשבר נרחיב מעט על הסיבות לו; אפשר לחלק אותן למקרו־כלכליות ומיקרו־כלכליות. נתחיל בתמונה הגדולה, סיבות המקרו.

סיבות המקרו הכלל־עולמיות

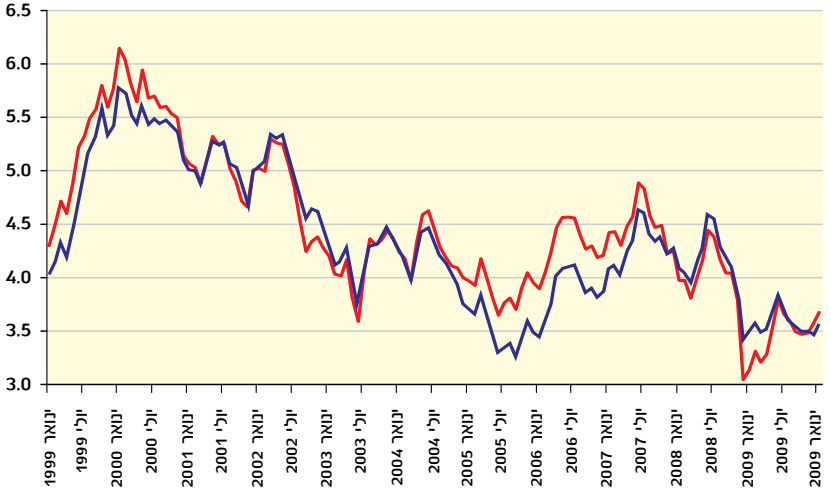
שנות השמונים של המאה ה־20 היו שנים מלאות תהפוכות בכלכלה העולמית. סין והודו אימצו את מודל הצמיחה מבוסס היצוא של "הנמרים האסייתיים", הגוש הסובייטי התמוטט, ושווקים תחרותיים החליפו את מערכות התכנון המרכזי בברית המועצות ובמדינות מזרח אירופה. תמורות אלו הכפילו את כוח העבודה העולמי והגדילו את התפוקה העולמית (Freeman 2010). בשל זהירות ותרבות של חיסכון, למרות הגידול בתפוקה במדינות המתפתחות עלתה הצריכה הפרטית בקצב נמוך מקצב הגידול בתפוקה, ולכן עלו שיעורי החיסכון במדינות אלו עד כדי שליש מהתוצר בשנת 2007. ואולם הגידול בשיעורי החיסכון לא נענה בגידול דומה בשיעור ההשקעה, והמערכת הפיננסית העולמית נאלצה לספוג את עודפי החיסכון. המשמעויות של עודף היצע כזה של חיסכון היא ירידה באיכות ההשקעות ובתגובה לכך ירידה בשער הריבית הריאלית העולמי (ראו להלן תרשים 1 ו־2).

תרשים 1: שיעורי החיסכון וההשקעה ושער הריבית העולמי: ממוצע מדינות G-7, 1971–2005



מקור: Desroches and Francis 2007

תרשים 2: מדדים לשער הריבית העולמי, 1999–2009



מקור: Greenspan 2010

אם נזכור ששיעורי האינפלציה השנתיים ברוב מדינות העולם התכנסו וירדו לרמות נמוכות של שניים-שלושה אחוזים, נקבל ירידה מקבילה גם בשערי הריבית הנומינליים. סביבה כזו של ריבית נמוכה, אשראי זול ואינפלציה לא גבוהה היא בסיס פורה לעלייה במחירי נכסים להשקעות, ונדל"ן בפרט.

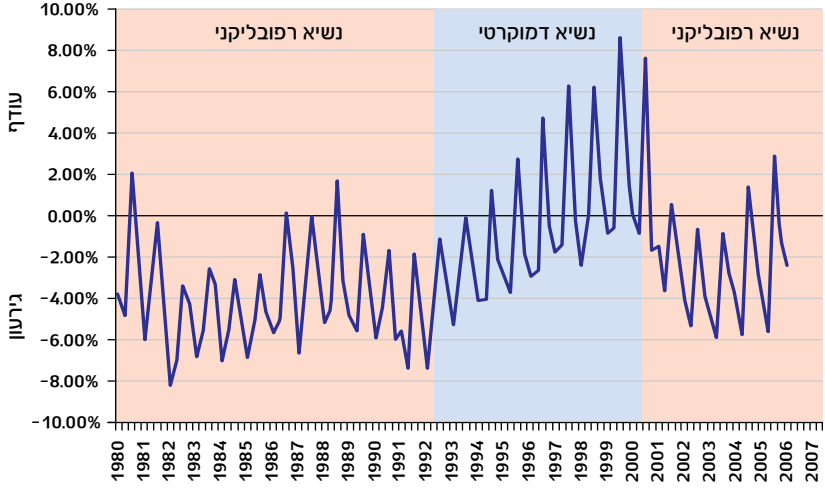
סיבות המיקרו המקומיות בכלכלת ארצות הברית

מכיוון שחלק גדול מהיצע החיסכון העולמי מימן צריכה ורכישה של נכסים בארצות הברית, תהליך שהפך את ארצות הברית ללווה הגדולה ביותר בעולם במספרים מוחלטים, ומכיוון שכלכלת ארצות הברית היא הכלכלה הגדולה בעולם, נאיר כמה תחומים שלדעתנו השפיעו על היקפו של המשבר הכלכלי:

- הגירעון הפיסקלי: כמעט במשך כל כהונתו של ג'ורג בוש (נכנס לתפקיד ב-2001) לארצות הברית יש גירעון מתמשך בתקציב הממשלתי (שימו לב למתאם בין זהות הממשל לגירעון), ובשנת התקציב הזאת (2007–2008)

הוא מגיע לשיא היסטורי של 455 מיליארד דולר, שהם כ־3.2 אחוזי תמ"ג (סכום זה גדול פי שלושה מכל התוצר השנתי של ישראל!). הגירעון המתמשך מעמיד את ארצות הברית עם חוב פיסקלי עצום של יותר מתשעה טריליון דולר. חוב בגודל כזה מעלה את הריבית לטווח ארוך, ולפיכך פוגע בהשקעות ובצמיחה במשק ושוחק את ערכם המהוון של הנכסים במשק.

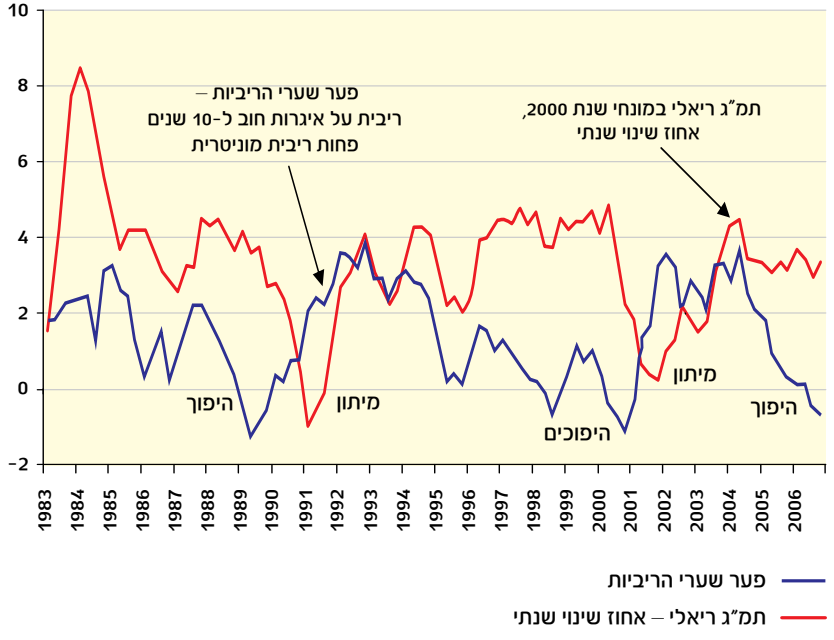
תרשים 3: החיסכון הממשלתי בארצות הברית, 1980–2007



- בד בבד התרחב הפער בין הריבית לטווח ארוך (הגבוהה יחסית) לריבית לטווח קצר שקובע הבנק המרכזי. כדי להתמודד עם משבר הדוט.קום הנהיג יו"ר הבנק המרכזי אלן גרינספן מדיניות ריבית נמוכה שהגבירה את הנזילות בשווקים הפיננסיים ובשוק הנדל"ן. בעקבות זאת עלו הביקושים בשווקים אלו ויצרו את בועת הנכסים במשק האמריקני שהתפוצצה בשנה האחרונה. בגלל הפער בין הריביות היו בעצם שני מסלולי צמיחה במשק האמריקני, מסלול הצמיחה לטווח קצר שניכר בקצב צמיחה גבוה וניזון מריבית נמוכה, ומסלול הצמיחה לטווח בינוני-ארוך שהושפע מהמצב הפיסקלי הירוד בארצות הברית וכמובן שיקף קצב צמיחה אטי יותר. משמעות האי־עקביות של מסלולי הצמיחה היא שהַצמיחה שחלה במשק האמריקני בטווח הקצר לא היתה בת קיימא, והתבקש תיקון כואב. זה אכן הגיע בדמותו של המשבר האחרון. תרשים 4 מתאר את הפער בין הריבית על איגרות חוב ממשלתיות לעשר שנים ובין

הריבית המוניטרית בבנק המרכזי. בארבעים השנים האחרונות הצליח הפער הזה לנבא כל האטה כלכלית בכלכלה הריאלית.

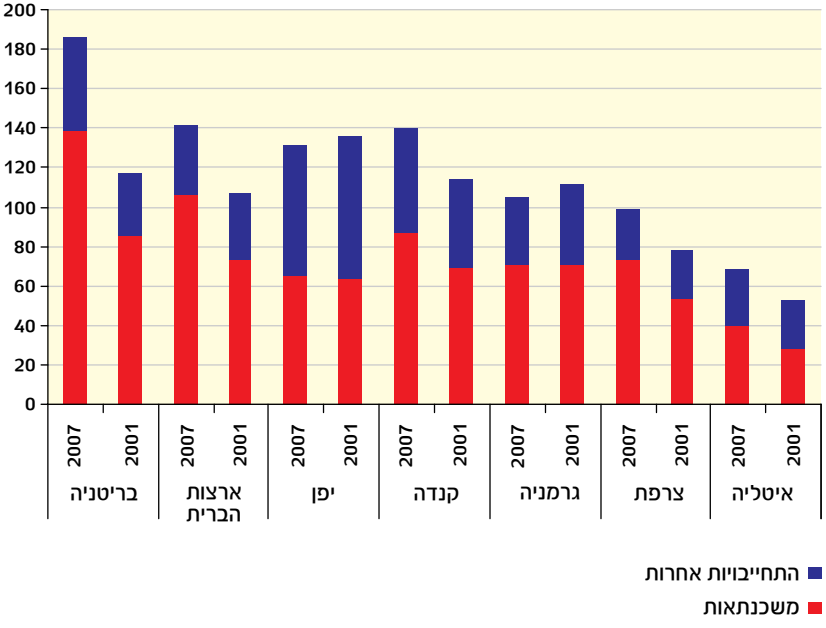
תרשים 4: שערי הריביות אל מול שיעור הצמיחה הכלכלית



- הגירעון במאזן תשלומים: בד בבד עם הגירעון הפיסקלי, מאז אמצע שנות השבעים לארצות הברית גירעון הולך וגדל בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. ממצב של עודף או איזון בין מלחמת העולם השנייה לאמצע שנות השבעים, בעשור האחרון גדול היבוא לארצות הברית מהיצוא שלה בפער ממוצע של חמישה אחוזי תוצר (Mankiw 2009). לפיכך נאלצת הכלכלה האמריקנית לממן פער זה בהלוואות (עודף בחשבון ההון) ממדינות אחרות, רובן מסין ומיצואניות הנפט הגדולות. העודף בחשבון ההון הפך את ארצות הברית בהדרגה לאומה החייבת ביותר בעולם. אזרחי ארצות הברית מחזיקים בנכסים מחוץ לארצות הברית בשווי של 19.9 טריליון דולר, ואילו שווי הנכסים האמריקניים שמוחזקים בידי תושבים זרים עומד 23.4 טריליון דולר (נכון לסוף 2008). הפער הזה משקף חוב נטו של 3.5 טריליון דולר (שם).

- שוק הדיור: שוק זה מקבל תשומת לב מיוחדת מפני שרכישת מוצר בו נחשבת לרכישה הגדולה ביותר שרוכש משק הבית הממוצע, וממילא יש לה השפעה גדולה על מצבת החובות של משקי הבית. אופטימיות מהצמיחה הכלכלית בשילוב שיעורי ריבית נוחים עוררו את הפעילות בשוק הנדל"ן בארצות הברית, כפי שמתואר להלן. לפעילות זו היו שתי השפעות: עלייה בהיקף החובות של משקי הבית בארצות הברית; ועליית מחירי הדיור. בתרשים 5 אפשר לראות שסך החובות של משקי הבית בארצות הברית ובבריטניה (עוד משק שנפגע קשות מהמשבר) ביחס להכנסה הפנויה (disposable income) עלה בשנים 2001–2007, והוא הגבוה ביותר במדינות ה־G7.

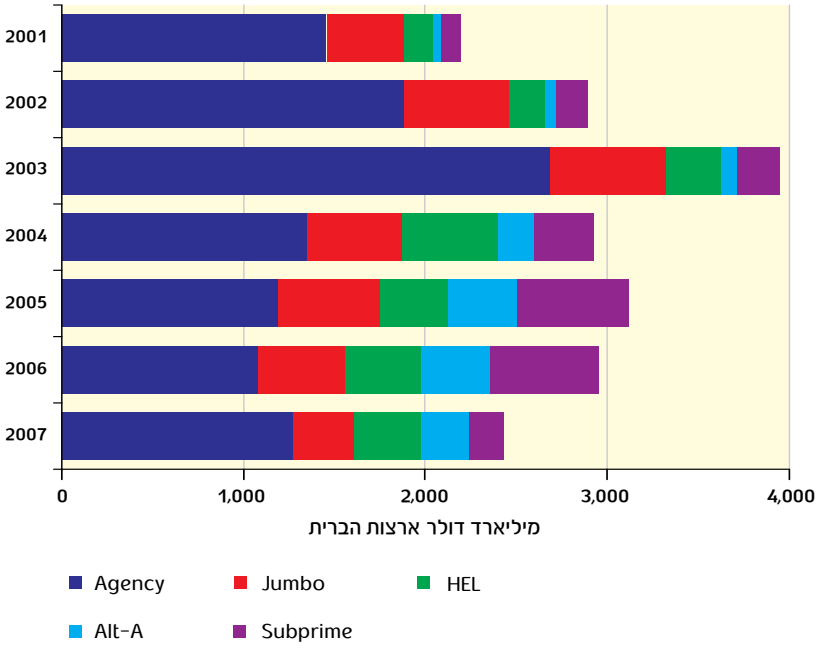
תרשים 5: שיעור החובות של משקי הבית ביחס להכנסה הפנויה במדינות ה־G7



עיון נוסף בנתונים מגלה שבארצות הברית הונפק בשנת 2001 אשראי למשכנתאות בסכום של 2.2 טריליון דולר ורובו (85 אחוז) נחשב אשראי ללווים בטוחים (הללו נקראות משכנתאות Agency ו־Jumbo, ראו להלן תרשים 6). שיעורי הריבית הנמוכים גרמו לגידול באשראי זה, והוא הגיע לסך של ארבעה טריליון דולר

בשנת 2003 (עלייה של שמונים אחוז). בד בבד עם הגידול בנפח האשראי, בשנים 2003–2006 השתנה גם הרכב האשראי, ושיעור המשכנתאות המסוכנות עלה מ־15 לחמישים אחוז.

תרשים 6: הרכב האשראי למשכנתאות, 2001–2007

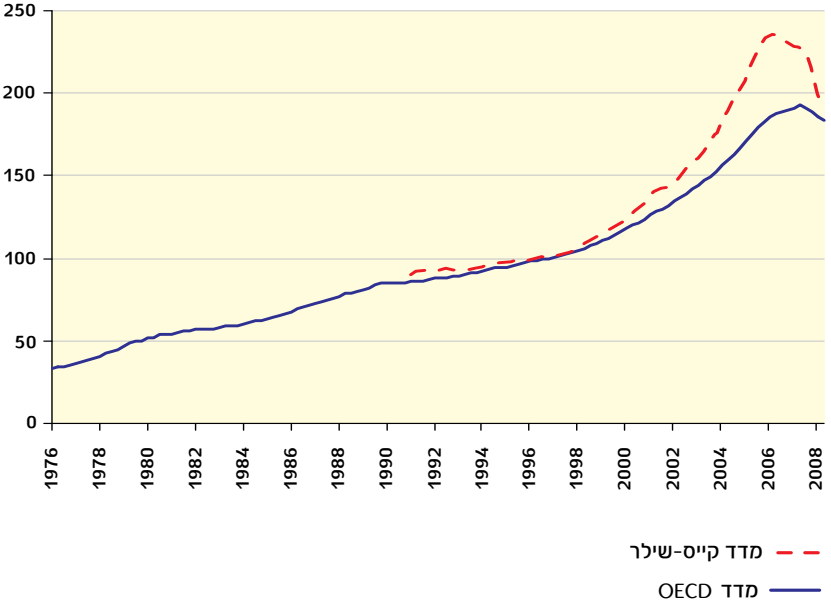


ה. מחירי הדיור

את עליית מחירי הדיור אפשר לראות בשני מדדים במקביל (להלן תרשים 7). הראשון הוא מדד ה־OFHEO (office of federal housing enterprise oversight), והשני הוא מדד קאס־שילר. שני המדדים מתואמים ומראים תמונה דומה (סדרת הנתונים של קאס־שילר מתחילה בשנת 1990): עלייה מהירה במחירי הדיור מאמצע שנות התשעים, שמועצמת אף יותר החל בשנת 2000. סדרות מחירים ארוכות יותר מלמדות שמחירי הדיור בארצות הברית לא ירדו בכל ארצות הברית מאז שנות השלושים (Dodd and Mills 2008). עליית מחירי הדיור וההסתברות הקטנה שהם יֵרדו עודדו את מתן האשראי, פעמים רבות גם ללא בדיקת נאותות

מתאימה ללווים, ורק כנגד משכון הנכסים. מעטים שמו לב שיותר מדי אשראי מסוכן יכול להעלות את פרמיית הסיכון, להקטין את האשראי ולהאט את שוק הנדל"ן בארצות הברית.[4]

תרשים 7: מדדי מחירי הדיור, 1976–2008



ו. החדשנות הפיננסית בשוק האשראי לדיור

עד תחילת שנות התשעים נתנו את המשכנתאות בנקים מסחריים מתמחים (בנקים למשכנתאות) שמקבלים את המימון מחסכונות המפקידים. זוהי פעילות תיווך בנקאי קלאסית. לבנק יש מאגר פיקדונות מהציבור, ואותו הוא נותן כאשראי לאחר שהוא בעצמו מעריך את הסיכון של רוכשי הדירות. תרשים 8 מציג פעילות תיווך פיננסית כזו.

4 אחד היחידים שהתריעו על בועת הנדל"ן הוא הכלכלן נוריאל רוביני (Roubini), www.rgemonitor.com

תרשים 8: דגם תיווך בנקאי קלאסי



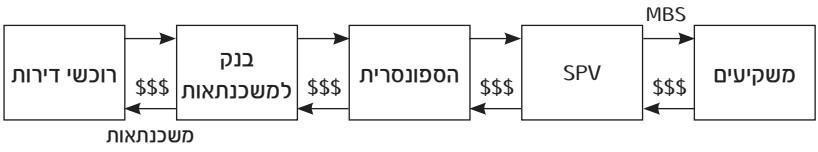
משבר מוסדות ההלוואות והחיסכון (savings and loan [s&l] crisis) בשלהי שנות השמונים שינה את החשיבה בתחום המימון.[5] הטענה של אנשי הפיננסים היתה שמימון כזה יוצר סיכוני ריבית מובנים לבנקים, שכן ההתחייבויות שלהם למפקידים הן התחייבויות לטווח קצר בריבית משתנה ואילו מקור ההכנסות שלהם הוא משכנתאות לטווח ארוך בריבית קבועה. לפיכך כדאי למסחר את המשכנתאות בשוק ההון מכיוון שהשוק מסוגל להעריך את סיכוני האשראי טוב יותר מהבנקים. תהליך כזה שבו הופך נכס כלשהו לנכס פיננסי סחיר הוא בדיוק האיגוח שהוזכר לעיל. איגוח המשכנתאות אִפשר למלווי משכנתאות למכור אותן בשוק ההון, ובתמורה לקבל הערכת סיכון וגם תזרים מזומנים נוסף שאִפשר להגדיל את נפח המשכנתאות שהם נותנים.

דגם פעילות זה מכונה בספרות המקצועית דגם הנפקה ופיזור (originate and distribute model). סוכנויות ממשלתיות ייעודיות כמו פאני מיי ופרדי מק הנפיקו חוב שבעזרתו רכשו משכנתאות, ארזו אותן בקבוצות והנפיקו כנגדן איגרות חוב סחירות (mortgage backed securities [MBS]) שנסחרו בשוקי ההון בעולם. כל עוד נעשה התהליך במסגרת אותן סוכנויות ממשלתיות הוא נחשב בטוח, שכן הללו דאגו לבטח את המשכנתאות ולהבטיח את תשלומי איגרות החוב גם בעת חדלות פירעון של לווי המשכנתאות. אלא שבד בבד עם הפעילות של פאני מיי ופרדי מק, הנתונה לרגולציה מסודרת, התפתח שוק ער של ניירות ערך פרטיים מגובי משכנתאות (private MBS). מדובר במשכנתאות מסוג Alt-A וסאב־פריים שהסוכנויות הממשלתיות לא הורשו לאגח ולסחור בהן בשל פרופיל הלווה המסוכן של בעליהן, והן הונפקו ונחתמו על ידי חברות מוּל סטריט כמו "סיטי גרופ" ו"מריל לינץ'". החברה שמארגנת את עסקת האיגוח (הספונסרית) רוכשת משכנתאות

5 בעקבות המשבר התמוטטו 747 מוסדות אשראי בארצות הברית. עלות המשבר מוערכת ב־160 מיליארד דולר.

מבנקים למשכנתאות, את ההון הדרוש לעסקה היא מגייסת באמצעות הנפקת איגרות חוב מגובות משכנתאות למשקיעים. וכדי להבטיח שהחזרי המשכנתאות אכן יגיעו לבעלי איגרות החוב מעבירה הספונסרית את תיקי המשכנתאות לחברה־בת ייעודית (special purpose vehicle [SPV]) שהוקמה במיוחד לצורך ניהול ותפעול שוטף של עסקת האיגוח.[6]

תרשים 9: דגם הנפקה ופיזור של חברה פרטית



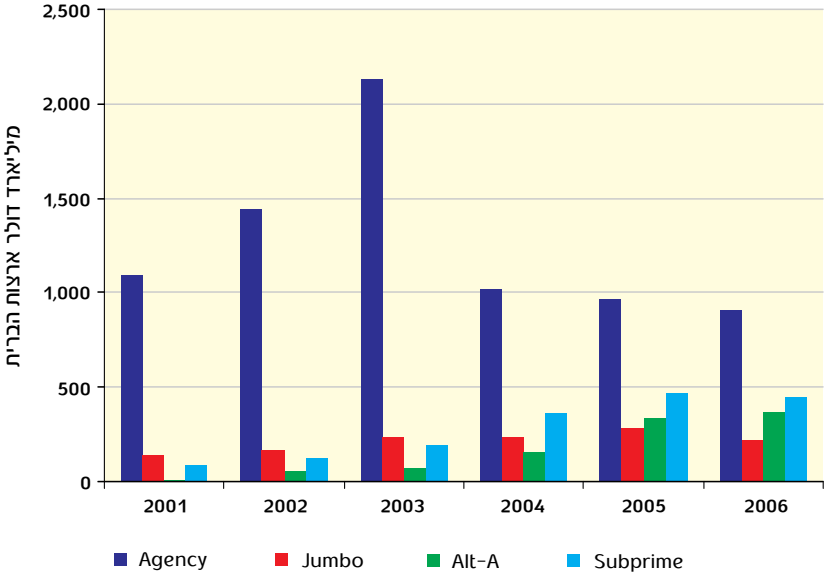
ככל שגדל היקף המימון של משכנתאות בדרך זו, כך פחתה הזיקה בין מלווי המשכנתאות ללווים המקוריים, וחשוב מכך – לבטוחות (collateral) הממושכנות שלהם. פחות משליש מהמשכנתאות שניתנו היו רשומות במאזני המלווים המקוריים, והשאר, כשבעים אחוז, היו מאוגחות ולכן נרשמו במאזני הגופים שהחזיקו בפועל באיגרות החוב.[7] כיוון שכך קטן במידה ניכרת התמריץ של הבנקים למשכנתאות לבדוק את יכולות ההחזר של רוכשי הדירות, שכן סיכון האי־פירעון הועבר למחזיקי איגרות החוב. התוצאה המידית של גידול נפח המסחר בשוק המשכנתאות המאוגחות הפרטיות היתה כמובן עלייה בהיקף המשכנתאות המסוכנות המאוגחות. בתרשים 10 אפשר לראות שהיקף המשכנתאות מסוג Alt-A וסאב־פריים גדל, למשל, מ־99 מיליארד דולר בשנת 2001 ל־815 מיליארד דולר בשנת 2006 (גידול של 820 אחוז), ויותר משמונים אחוז מהלוואות אלו עברו איגוח.[8]

6 הקמת ה־SPV נועדה ליצור הפרדה משפטית בין החברה הספונסרית שמארגנת את עסקת האיגוח ובין הבעלות על תזרימי המזומנים שנובעים מתיקי האיגוח. כך אפשר להבטיח שבעלי חוב של החברה הספונסרית לא יוכלו לחלט את תזרים המזומנים והוא יגיע למחזיקי איגרות החוב.

7 לשם השוואה, בשאר מדינות ה־OECD רק עשרים אחוז מהמשכנתאות בממוצע עברו איגוח. בסוף 2006 עמד ערכם של ה־MBS בארצות הברית על 6.5 טריליון דולר (כמחצית התמ"ג האמריקני!), ובאיחוד האירופי היה ערכם 400 מיליארד אירו בלבד.

8 איגוח נעשה מקור המימון של משכנתאות אלו.

תרשים 10: התפלגות משכנתאות מאוגחות לפי סיכון, 2001–2006



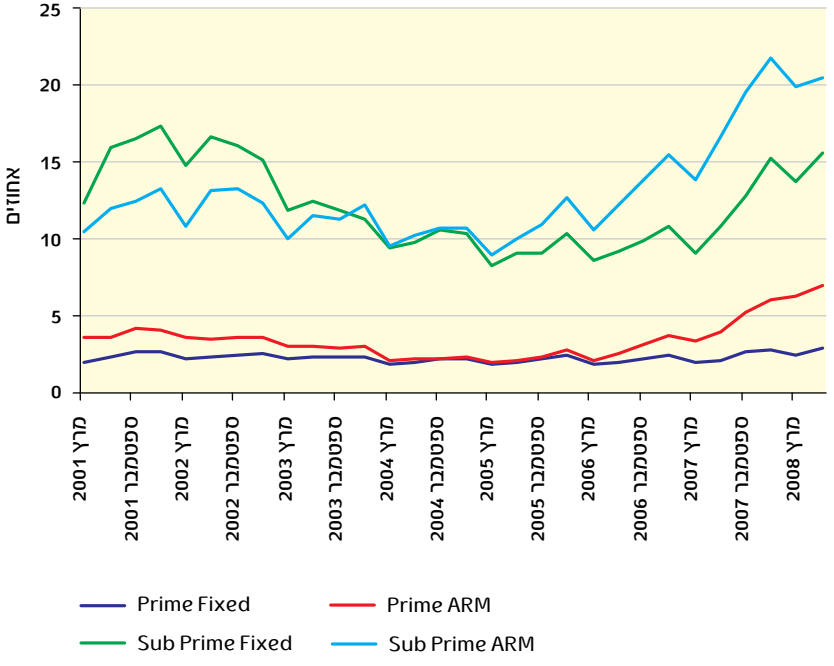
ז. ההתפכחות

החגיגה הפיננסית בעשור וחצי האחרונים, שהתבטאה בעליית מחירי הנדל"ן והמניות אשר תודלקה בריביות נמוכות, נעצרה כאשר פרמיות הסיכון בשוק האשראי עלו. הדבר השתקף בעליית הריביות ובד בבד בהאטה בענף הדיור שהתבטאה בעודפי היצע ובירידת מחירים. חשוב להדגיש שיש קשר הדוק בין עליית שערי הריבית, ירידת מחירי הדיור והגידול במצבת החובות האבודים בשוק המשכנתאות, שכן לעליית מחירי הדיור היתה השפעה גם על מצבת הנכסים ועל ההתחייבויות של הציבור, גם מפני שהיא עודדה אותו להגדיל את ההשקעה בנדל"ן (השקעה שרובה ממונף בדרך כלל), וגם מפני שלאחר ירידת המחירים נוצר פער בין ערך המשכנתא (ערך החוב) ובין ערך הנכס הממושכן (הדירה).[9] במצב שוק שכזה (מחירים יורדים וריביות עולות) כל הלווים והמלווים מרגישים את הלחץ,

9 מכיוון שרוב המשכנתאות הן מסוג נון־ריקורס (הלוואה שהבטוחה היחידה בגינה הוא הנכס שנרכש בכספי ההלוואה) פער כזה יוצר הפסד למחזיק החוב (הבנק המלווה) במקרה של חדלות פירעון של נוטלי המשכנתא.

אבל בענף הלוואות הסאב־פריים הלחץ חזק הרבה יותר, שכן בענף זה ההלוואות ניתנו מלכתחילה לגורמים בעייתיים והסיכון גבוה יותר מבהלוואות רגילות.

תרשים 11: חדלות פירעון משכנתאות מסוג פריים וסאב־פריים בריבית קבועה ומשתנה, 2001–2008



ח. ההדבקה הוויראלית והתפרצות המשבר הכלכלי העולמי

משבר המשכנתאות עורר מהומה גדולה כל כך מכיוון שירידת מחירי הנכסים בשוק הדיור הדביקה את השווקים הפיננסיים. תהליך ההדבקה הוא תוצאה של החדשנות הפיננסית של שוקי ההון והאשראי. חדשנות זו בעצם יצרה תלות רבה בין ניירות ערך שונים באמצעות תיקים שנבנו מערבוב אלפי איגרות חוב מגובות משכנתאות. תיקים שסוכנויות הדירוג דירגו ברמת סיכון נמוכה AAA הורכבו בפועל מניירות ערך רבים שכיחידים היו מדורגים כהשקעות מסוכנות. כמו שמלמד מחקר של קרן המטבע הבינלאומית, יותר מתשעים אחוז ממשכנתאות הסאב־פריים שאוגחו הפכו

להשקעות בדירוג של AAA (Dodd and Mills 2008). הדירוג הלקוי של הסיכון נבע מן ההנחה שרמת המתאם בין הנכסים בתיק נמוכה ולכן אי־פירעון של חלק מהם לא יפגע פגיעה מהותית בתזרים המזומנים הכולל של התיק. הנחה זו התבררה כשגויה כשבעקבות עליית הריבית וירידת ערך הנדל"ן התקשו לווי משכנתאות הסאב פריים לעמוד בהחזרי המשכנתא. במהרה התברר שאיגרות החוב שנמכרו למשקיעים בכל רחבי העולם כהשקעות בטוחות אינן בטוחות כלל ועיקר.

ואולם כאן נכנס לפעולה עוד חידוש פיננסי, שהעמיד בסכנת פשיטת רגל קונגלומרטים פיננסיים ענקיים כמו חברת הביטוח AIG, הלוא הוא החלף חדלות הפירעון (credit default swap — CDS). מדובר בחוזה החלפה שבו רוכש ה־CDS (רוכש הביטוח) משלם פרמיה למוכר ה־CDS (המבטח), כמו בכל חוזה ביטוח רגיל. משקיעים גדולים בתיקי איגרות החוב מגובות המשכנתאות ניסו לבטח את עצמם מחדלות פירעון של תיקי ההשקעה שלהם על ידי רכישת CDS ממוסדות פיננסיים גדולים דיים לעמוד למפרע בחוזי הביטוח. אם יתרחש האירוע הביטוחי, כלומר אם איגרות החוב שבוטחו לא יעמדו בהחזרים שנקבעו להן מראש, על המבטח לשלם למבוטח את הקרן, את הריבית ואת שאר התנאים שנכללו באיגרות החוב. כך בעצם נוצר קשר בין נוטלי משכנתאות שלא הצליחו לעמוד בהחזרי החוב שלהם, משקיעים שהשקיעו בתיקי משכנתאות ומוסדות פיננסיים שחלקם השקיעו בתיקי איגרות החוב מגובות המשכנתאות וחלקם ביטחו אותם. במצב כזה שבו עושי שוק גדולים מושקעים בדרך כלשהי בניירות ערך שחלקם שווים כקליפת השום, האמון, שהוא תנאי בסיסי לתפקוד יעיל של שוק ההון, נשבר והמשבר הכלכלי בלתי נמנע.

ביבליוגרפיה

Desroches, B. and M. Francis, 2007. *World Real Interest Rates: A Global Savings and Investment Perspective*, Working Paper 2007–16, Ottawa: Bank of Canada (March).

Dodd, R. and P. Mills, 2008. "Outbreak: U.S. Subprime Contagion," *Finance & Development* 45(2): 14–19.

Freeman, R., 2010. "What Really Ails Europe (and America): The Doubling of the Global Workforce," *The Globalist* (March 5th).

Greenspan ,A. (2010). "The Economic Crisis,"

Kindelberger, C., 1978. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic books.

Mankiw, G., 2009. *Macroeconomics*: Worth Publishers.

פרק 3
המשבר הכלכלי העולמי: הפרספקטיבה של אירופה והשווקים המתעוררים

פרנסואה בורגיניון (François Bourguignon)

פרופ׳ בורגיניון הציג במסגרת הדיונים במכון ון ליר בירושלים את הנתונים העיקריים של התפתחות המשבר הכלכלי העולמי, את ההידבקות במשבר בין מדינות, ואת השפעותיו של המשבר על הכלכלה הריאלית. לבסוף הוא דן בסוגיות שתעמודנה על הפרק בזמן היציאה מהמשבר הכלכלי.

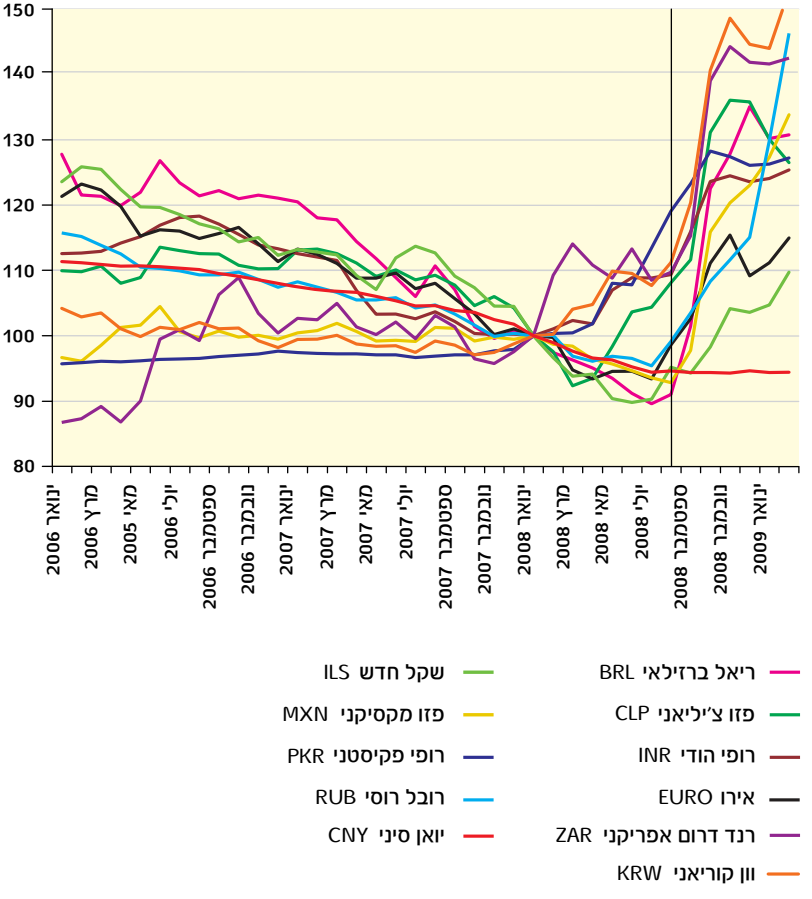
ראשית, הוצג הסבר על התפתחותו של המשבר בארצות הברית. יש לחפש את המקור למשבר בירידה הניכרת של הריבית בארצות הברית ב־2001, מיד לאחר אירועי 11 בספטמבר ועם התפוצצות בועת הדוט.קום. לכך יש לצרף את העלייה החדה בחיסכון, בעיקר במדינות אסיה. מדובר ביפן, שידועה כמדינה שהחיסכון בה גבוה, בסין, שצברה רזרבות מטבע עצומות, וגם במדינות אחרות באסיה, שלאחר המשבר של שנת 1997 החליטו לצבור רזרבות רבות כדי שלא תיקלענה לעוד משבר מטבע שבו תצטרכנה את עזרתם של המוסדות הבינלאומיים. החיסכון הגבוה הביא למינוף יתר וללקיחת סיכונים רבים, כמו שקרה פעמים אחרות בהיסטוריה.

בבחינת הריבית על איגרות חוב ממשלתיות בסיסיות בארצות הברית (T-Bills) אפשר לראות שבשנת 2001 חלה ירידה ניכרת בריבית. לאחר שנת 2004 החלה הריבית לעלות, ומשנת 2007 היא שוב יורדת. השוואת גובה הריבית לאינפלציה מלמדת שבזמני השפל של הריבית היא היתה נמוכה יותר מהאינפלציה, ובעצם היתה שחיקה ניכרת בריבית הריאלית על חלק מאיגרות החוב של הממשלה. בשנים הראשונות של המאה ה־21 עלו מחירי הדיור בארצות הברית בשיפוע חד ללא גבול, עד להתפרצות המשבר בשנת 2007. ומכאן שהורדת הריבית החדה השפיעה רבות על הכלכלה כולה, וודאי שהיא יכולה להסביר חלקית את בועת הנדל״ן שהתפתחה בארצות הברית ואת בועות הנדל״ן שהתפתחו במדינות אחרות כמו בריטניה, ספרד ואירלנד – המדינות שנפגעו את הפגיעה הקשה ביותר מהמשבר. יש לציין שבשנים אלו לא התפתחה בועה בבורסה בארצות הברית, בניגוד למה שאפשר לחשוב. במשך השנים האלה לא הצליחו המעורבים בדבר להבין שכאשר יהיה תיקון בבועת הנדל״ן הוא יהיה אלים כפי שהיה. לא היתה הפנמה שהסיכון המערכתי הוא כה גבוה, ועל כן יביא בעקבותיו משבר חד כל כך.

המשבר שהתפתח בארצות הברית הדביק מדינות אחרות ישירות ובעקיפין. הדבקה ישירה קרתה כשהגופים הפיננסיים המעורבים החזיקו נכסים ״רעילים״ רבים במדינות מפותחות אחרות. בראשית המשבר היתה הרגשה שההשפעה על

המדינות המתעוררות (emerging countries) תהיה נמוכה יחסית, חוץ ממדינות מזרח אירופה, שהגופים הבינלאומיים ידעו שיש בהן מינוף בהיקף רחב. הדבקה עקיפה קרתה כאשר החל "המרדף אחר איכות" (flight to quality): משקיעים בכל העולם החלו להפחית סיכון ולמשוך כספים ממקומות מסוכנים, וקודם כול מן המדינות המתעוררות. בריחת הכספים הובילה לפיחות בערכם של המטבעות במדינות אלו, כמו שאפשר לראות בתרשים 1 להלן.

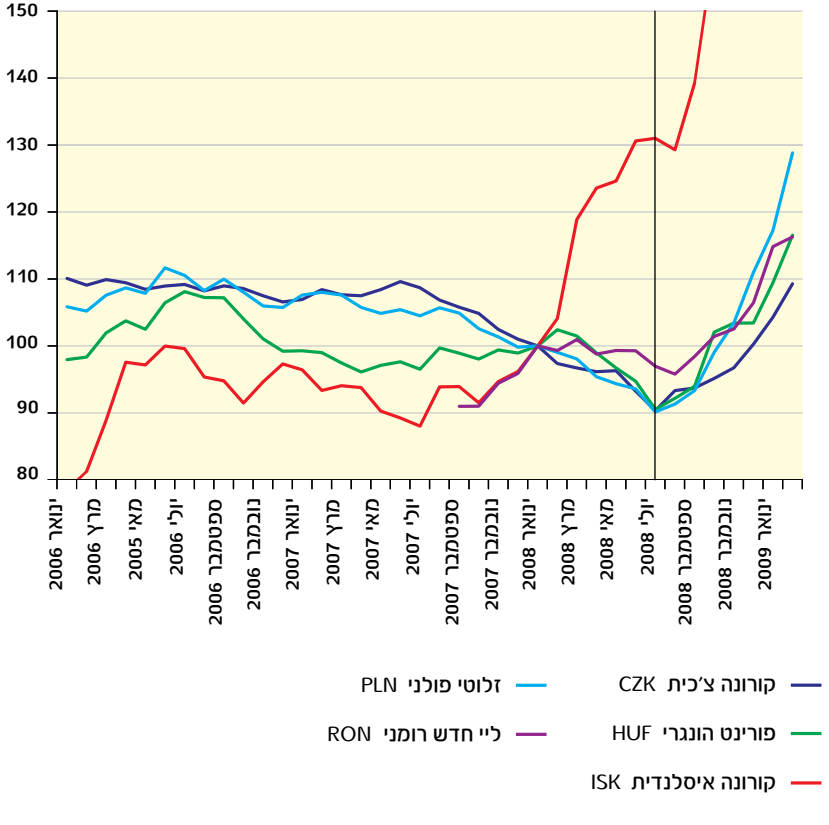
תרשים 1: השפעתו של המשבר הפיננסי על מדינות מתעוררות נבחרות: שערי החליפין של המטבעות מול הדולר (ינואר 2008 = 100)



מקור: חישובי פרופ' בורגיניון

בתרשים 2 אפשר לראות את שערי החליפין של מדינות נבחרות במזרח אירופה ושל איסלנד, ביחס לאירו. ברבות ממדינות מזרח אירופה היה שער חליפין קבוע מול האירו, ולכן לא חלו בהן שינויים בשער החליפין. אבל בחלק מהמדינות חלו שינויים דרמטיים, שנבעו כאמור מבריחת ההון והקשו עליהן עוד יותר לגייס אשראי בשוק הבינלאומי. חריגה בהקשר זה היא איסלנד, שם המטבע איבד את רוב ערכו. בד בבד ירד ערכן של איגרות החוב של המדינות המתעוררות. יש לציין שהמדינות העניות יותר נפגעו פחות מהמשבר בשלב זה, מכיוון שמלכתחילה לא היתה להן גישה לשוק האשראי הבינלאומי.

תרשים 2: הזעזוע של קיץ 2008 במדינות מזרח אירופה ואיסלנד: שער חליפין מול האירו (ינואר 2008 = 100)



מקור: חישובי פרופ' בורגיניון

לאחר מכן הציג פרופ׳ בורגיניון את השפעתו של המשבר הכלכלי על הכלכלה הריאלית. ההשפעה הראשונית היתה בשני ערוצים. הערוץ הראשון הוא מגזר הנדל״ן, שנכנס לקיפאון כמעט מוחלט עם ירידה חדה בהתחלות הבנייה. הערוץ השני הוא מחנק האשראי, שהיה תוצאה ישירה של העלייה בסיכון, קיומם של נכסים ״רעילים״ רבים, הצניחה במחירי הנכסים וחדלות פירעון של גופים רבים. כעת רוב המדינות המפותחות נמצאות במעגל קסמים; המיתון בכלכלות הריאליות מקשה על הבנקים לתת אשראי ללווים רבים, ובו בזמן הקשיים במערכת הפיננסית משפיעים על הכלכלות מכיוון שלא ניתן אשראי מספיק.

המדינות נקטו שני קווי מדיניות עיקריים. מדיניות אחת מופנית כלפי שוק ההון, והיא כוללת הזרמת הון מן הממשלה למגזר הפיננסי, מתן ערבות להלוואות חדשות, ודחיפת נזילות מְרבית למערכת. המדיניות השנייה היא פיסקלית, והיא מופנית כלפי כלל המשק. אלו הן חבילות התמריצים שהוכנו במדינות שונות; בארצות הברית ובסין היקפן רחב ביותר, ובמדינות אירופה פחות. גם חבילות התמריצים לא תמנענה ירידה חדה בהיקף הפעילות הכלכלית. היקף חבילות התמריצים שהמדינות הכריזו עליהן אינו כולל את המייצבים האוטומטיים, שיפעלו גם הם להאטת המיתון. בתחילת שנת 2009 העריכה קרן המטבע הבינלאומית שסך התוצר העולמי יתכווץ בשנת 2009 בשיעור של חצי אחוז עד אחוז אחד, התוצר של המדינות המפותחות יתכווץ בשיעור של כשלושה אחוזים, והתוצר של המדינות המתפתחות והמתעוררות יצמח בשיעור של כשני אחוזים. באותו זמן צפתה קרן המטבע הבינלאומית שהסחר העולמי יֵרד בשנת 2009 בשיעור של כ־2.8 אחוזים, ובשנת 2010 הוא יעלה בהיקף של כ־3.2 אחוזים.

המדינות שצפויות להיפגע במידה החמורה ביותר מן המשבר הן המדינות הפתוחות ביותר ליצוא ובמצב הפיננסי העדין ביותר. סינגפור והונג קונג מובילות את רשימת היצואניות המובילות בעולם, אבל רוב מדינות מזרח אירופה נמצאות גם הן במקום גבוה ברשימה, עם יצוא בשיעור של יותר מארבעים אחוז מהתמ״ג (תוצר מקומי גולמי). בישראל עומד שיעור הייצוא על כארבעים וחמישה אחוז מהתוצר. בארצות הברית, לעומת זאת, הייצוא הוא בשיעור של כ־15 אחוז בלבד.

לבסוף, הוצגו כמה סוגיות שצפויות להעסיק את המערכת הבינלאומית בעת היציאה מהמשבר. ראשית, מכיוון שצעדי המדיניות הפיסקליים יגדילו את החוב הציבורי של המדינות, אפשר לומר שמינוף היתר במגזר הפרטי והחובות הפרטיים הופכים לחובות ציבוריים. יש לתהות אם צעד זה הוא בר קיימא, ואם נכון למדינות להגדיל את חובן בהיקף כה נרחב. אם מהלך זה אינו בר קיימא, יש לבדוק איך אפשר להקטין את החובות האלה ולעלות על מסלול של צמיחה. שנית, חוסר האיזון הכלל־עולמי לא נעלם. גם לאחר המשבר תהיינה המדינות המפותחות

בחוב, שיכסו אותו מדינות אסיה. יש לשאול אם מצב כזה יכול להימשך, ולא ברור איך הוא ייפתר. זוהי סוגיה שיהיו חייבים לטפל בה. שלישית, בשנה הקרובה יודגש המתח בין מזרח אירופה למערבה, בין 15 המדינות המקוריות באיחוד (EU15) למדינות מזרח אירופה (EU27). מדינות אירופה נמצאות במצב גרוע, ולכן גם בנקים במערב אירופה נפגעו. הבנקים באוסטריה, לדוגמה, חשופים למזרח אירופה בשיעור של כשמונים אחוזים מהתמ"ג של אוסטריה. תעלה השאלה אם האיחוד האירופי יכול להיחלץ לעזרתה של אירלנד, למשל, בלי לעזור למדינות כמו בולגריה או הונגריה שנמצאות במצב גרוע. הסיוע למדינות מזרח אירופה יהיה מעמסה נוספת על כלכלות מערב אירופה כשהן תצאנה מהמשבר. לבסוף, צפויים להופיע מתחים חברתיים במדינות שנפגעו מהמשבר בגלל העלייה באבטלה וכיוצא בזה. תהליך היציאה מהמשבר יכול להיות מלווה בפרוטקציוניזם כלכלי במדינות רבות. לדוגמה, כעת נשמעות קריאות להחזיר למערב אירופה את תעשיות ייצור הרכב, שרובן עברו למדינות מזרח אירופה.

עניינים עיקריים שעלו בדיון:

א. פרופ׳ בורגיניון דן בבעייתיות שבמדיניות הכלכלית באיחוד האירופי. לאיחוד האירופי יש היום מדיניות מוניטרית אחידה, אך אין מדיניות פיסקלית אחידה. כשהחל המשבר הכלכלי המליץ האיחוד האירופי למדינות להשקיע אחוז וחצי עד שני אחוזים מהתוצר בתמריצים פיסקליים, אבל רוב המדינות לא נהגו כך. מתעוררת בעיה של מוצר ציבורי. מדינה לא תשקיע כסף רב בתמריצים ליציאה מהמשבר אם היא מצפה ממדינות אחרות לעשות כן וממילא לסייע לכולם לצאת מהמשבר. בכל מדינה בוחרים לנהוג אחרת וישנם לחצים שונים, וההבדלים בין המדינות מקשים להתמודד עם המשבר ביעילות. ייתכן שלא די בתמריצים הפיסקליים. בטווח הארוך אם המשבר יעמיק ויתמשך יהיו ויכוחים רבים יותר ומתחים בין המדינות בנוגע ליציאה ממנו. היום חסרה מדיניות פיסקלית אחידה, שכן קשה לנהל מדיניות פיסקלית בנפרד לחלוטין מהמדיניות המוניטרית. הבנק האירופי המרכזי לא מתערב במדיניות הפיסקלית מכיוון שאין זה המנדט שלו. הבנק גם מושפע רבות מגרמניה שחוששת מאינפלציה. ייתכן שלאחר המשבר ידונו באיחוד האירופי במדיניות פיסקלית אחידה. ייתכן שיצטרכו לפעול בכיוון זה, אך יהיה קשה להגיע לתהליך כזה ללא תמריץ כה משפיע כמו המשבר העכשווי.

ב. באשר לפגיעה במדינות אירופה ציין בורגיניון שגרמניה נפגעה קשה מאוד, והיום מעריכים את הירידה בתוצר בשיעור של כ־3.5 אחוזים בשנת 2009. בצרפת צפויה הפגיעה בתוצר להיות נמוכה יותר (בסביבות שני אחוזים), אבל

האבטלה עולה במהרה. בצרפת כבר ישנו חוב ציבורי גבוה וגירעון גבוה, ועל כן הממשלה אינה יכולה להשתמש בתמריצים נוספים. התמריצים הפיסקליים לא צפויים להשפיע רבות, כי הם בהיקף נמוך מאוד. בריטניה נמצאת גם היא במצב גרוע. ייתכן שהפיחות בערכה של הלירה שטרלינג ישפיע על כלכלת בריטניה, שאיננה חברה בגוש האירו. גם הולנד צפויה להיפגע בשיעור ניכר ביותר.

ג. ישנה הרגשה שישראל, מדינות האיחוד האירופי ומדינות אחרות מחכות שארצות הברית תצא מהמשבר ותמשוך את כולם אחריה. אבל עדיין אין שיח בינלאומי על צעדים אגרסיביים שיש לנקוט מחוץ לארצות הברית.

ד. באשר להשלכות הכלל־עולמיות והחברתיות של המשבר ציין בורגיניון שיש מי שקורא כעת לפרוטקציוניזם רחב יותר, בלי להבין שהדבר אינו אפשרי היום. עם זאת, אם יימשך הלחץ הציבורי לממשלות יהיה קשה לעמוד בו. הוא הוסיף שאין ספק שהמשבר משנה את החשיבה החברתית בסוגיות של אי־שוויון, שכר הבכירים וכיוצא באלו. אבל תמריצים למעמד הבינוני בלבד יכולים להציב קשיים לצמיחה עתידית. זוהי בעיה של ממש.

ה. באשר לתמריצים שמציעות הממשלות העריך פרופ׳ בורגיניון שלא בטוח שהמגזר הפיננסי זקוק לעוד כסף. כרגע יש לוודא שהמערכת הפיננסית תַלווה כסף ותאפשר לכלכלה לעבוד. כדאי לממשלות להשקיע בכלכלה הריאלית: השקעה בחינוך, בבריאות, הגדלת תשלומי העברה זמניים, ועוד. הפתרון הנכון לבנקים עשוי להיות הלאמתם וניהולם על ידי הממשלה, כמו ששר האוצר של ארצות הברית גייטנר מנסה לעשות, אך ישנה התנגדות פוליטית רבה למהלכים כאלו. באירופה מהלכים כגון הלאמת בנקים יכולים להתקבל בקלות רבה יותר (אם כי שם, ובייחוד בגרמניה, ישנה רגישות רבה למהלכים שעלולים ליצור אינפלציה, מסיבות היסטוריות), אך המדינות ממתינות לראות אם בארצות הברית המהלכים מצליחים.

פרק זה תורגם ונערך על ידי גיא רונן.

פרק 4
ההשפעות הריאליות של זעזועים במערכת הבנקאית: ממצאים ממדינות ה־OECD

אורן לוינטל

א. הקדמה

המשבר הפיננסי האחרון חשף את המערכת הבנקאית העולמית לשורה של זעזועים שליליים. המשבר החל בנפילה חדה בערכן של איגרות החוב הקשורות לשוק הנדל"ן האמריקני, שגרמו להפסדים גדולים בענף הבנקאות. במדינות מסוימות התפתח משבר נזילות שנגרם בעקבות משיכה מִידית של פיקדונות לא מבוטחים מהבנקים, ובמקרים מסוימים הדבר הביא לנפילה של הבנקים. הממשלות השקיעו מאמצים גדולים כדי לסייע למערכת הבנקאית, משום שהחולשה המתמשכת בענף נתפסה כבעלת השלכות שליליות על המשק. עד כמה חזקה השפעה זו וכיצד היא מתגלגלת לכלכלה הריאלית? מאמר זה בוחן את השאלות הללו ומביא ממצאים חדשים על ההשפעות הריאליות של זעזועים במערכת הבנקאית.

המחקר אומד את ההשפעה של שינויים ברווחי הבנקים, בהון העצמי שלהם וברזרבות שלהם על צמיחת התוצר ועל משתנים ריאליים אחרים. המדגם כולל נתוני פאנל של שלושים מדינות ה־OECD הנפרשים על פני תשע עד 24 שנים (תלוי בזמינות הנתונים), החל בשנת 1979. הממצא העיקרי הוא ששינויים ברווחי הבנקים משפיעים השפעה מובהקת הנמשכת כשנתיים על צמיחת התוצר. כששאר הדברים קבועים, ירידה של נקודת אחוז בתשואה על ההון (ROA) של הבנקים צפויה להפחית את שיעור הצמיחה של התוצר בשנה שלאחר מכן בכ־0.3 נקודות אחוז. ההשפעה חזקה בעיקר בפעילויות כלכליות ובענפים עתירי מימון, וכן במדינות שהמערכת הבנקאית בהן גדולה. הרזרבות (מזומנים) של הבנקים משפיעות גם הן על הפעילות הכלכלית, אם כי בעוצמה פחותה מאשר הרווחיות. באופן מפתיע, לשינויים בהון העצמי של הבנקים אין השפעה על הכלכלה הריאלית. ממצא זה מעלה את השאלה אם הזרמת הון (ציבורי או פרטי) למערכת הבנקאית אכן יכולה לעודד את הפעילות הכלכלית.[1]

---

* המאמר נכתב ביולי 2009, ונתוניו עדכניים לאותו זמן. מאז כתיבת המאמר הצטרפו ל־OECD עוד ארצות, וישראל בכללן.

1 להצלת המערכת הבנקאית באמצעות הזרמת הון יש עוד מטרה, והיא למנוע את ההשלכות ההרסניות של קריסה בנקאית. נושא זה אינו נדון במאמר. עדויות אפשר

הספרות על ההשפעות הריאליות של זעזועים בנקאיים מצומצמת למדי, שכן רוב המחקרים אומדים את ההשפעה על היצע האשראי ולא על הפעילות הריאלית של המשק.[2] פיק ורוזנגרן (Peek and Rosengren 2000) מנצלים ניסוי טבעי ייחודי שגרם זעזוע אקסוגני באשראי הבנקאי בארצות הברית, ואומדים את השפעותיו על הפעילות הכלכלית בשוק הנדל"ן. הזעזוע האקסוגני נגרם על ידי התפוצצות בועת הנכסים ביפן בתחילת שנות התשעים של המאה ה־20, אשר השפיעה על היצע האשראי בארצות הברית באמצעות בנקים יפניים שהיו פעילים בשוק הנדל"ן האמריקני. על פי אומדני החוקרים, קליפורניה, ניו יורק ואילינוי הפסידו כ־53 אחוז מהתפוקה השנתית בענף הבנייה בגלל ירידה של 58 אחוז באשראי של בנקים יפניים לשוק הנדל"ן האמריקני. צ'רלס קלומיריס וג'וזף מייסון (Calomiris and Mason 2003) מוצאים גם הם שענף הבנייה בארצות הברית הושפע מצמצום האשראי הבנקאי בימי השפל הגדול. החוקרים משתמשים במשתני עזר משנת 1929 כדי לאמוד את השפעת השינוי באשראי ובפיקדונות בשנים 1930–1932 על הצמיחה הכלכלית במדינות ובמחוזות שונים בארצות הברית. הם מוצאים השפעה מובהקת על הצמיחה, ובייחוד על שוק הנדל"ן. תוצאה דומה נמצאה גם במחקר הנוכחי, שממנו עולה שהצמיחה בהשקעות הריאליות רגישה יותר לשינויים ברווחי הבנקים מהצמיחה ללא השקעות. התרומה העיקרית של המחקר היא השימוש במדגם גדול של מדינות, מלבד ארצות הברית. הנתונים כוללים סדרות עתיות של אינדיקטורים פיננסיים על המערכות הבנקאיות בשלושים מדינות ה־OECD, אשר טרם נחקרו בספרות. התרומה של המחקר מתבטאת גם בחקר מאגר נתונים שלא נדרשו אליו עד כה.

המחקר מתקשר למחקריהם של דל'אריצ'ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008), ושל קרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007), המשתמשים בפאנל של מדינות כדי לאמוד את ההשפעות הריאליות של משברים בנקאיים.[3] דל'אריצ'ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008) מוצאים שענפי תעשייה התלויים במימון חיצוני צומחים בזמני משבר בנקאי לאט יותר מענפי תעשייה אחרים, ואילו קרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007) מראים שהאפקט הדיפרנציאלי גדול יותר במדינות שיש בהן מערכת בנקאית דומיננטית. המחקר הנוכחי מרחיב את התוצאות הללו לתקופות שאינן מוגדרות משבר בנקאי, ומראה שענפי תעשייה התלויים במימון חיצוני רגישים

למצוא אצל אשקרפט (Ashcraft 2005) האומד את ההשפעות הריאליות של פשיטות רגל של בנקים בארצות הברית.

2 ראו לדוגמה Sharpe 1995; Kashyap and Stein 2000, ומאמרם של Loutskina and Strahan 2009 שפורסם לאחרונה.

3 עוד מחקרים על משברים בנקאיים: Bordo *et al.* 2001; Davis and Stone 2004; Barrell *et al.* 2006; Demirgüç-Kunt *et al.* 2006

יותר באופן כללי לזעזועים במערכת הבנקאית, גם בתקופות שאינן תקופות משבר (שהן כ־95 אחוז מהמדגם).

שיטת המחקר שננקטה במחקר זה שונה מהשיטות הנקוטות בספרות על משברים בנקאיים. במקום להשתמש במשתנה דמי למשבר בנקאי, כמו שעשו דל׳אריצ׳ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008) וקרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007), המחקר משתמש בנתונים פיננסיים כדי למדוד את מצב המערכת הבנקאית. גישה זו מאפשרת להבחין בין זעזועים מסוגים שונים, כגון שינויים ברווחיות, בהון העצמי וברזרבות, ולאמוד את ההשפעה של כל אחד מהם בנפרד. בדרך זו תהיה ההשפעה של משבר בנקאי שנגרם מבעיית נזילות (כגון הסתערות משיכות) שונה מהשפעה של משבר שנגרם מבעיות רווחיות (כגון חובות בעייתיים). יתר על כן, מאחר שהנתונים הבנקאיים הם סדרות עתיות, השונות של סדרות אלו על פני זמן יכולה לשמש לצורך זיהוי. מחקר זה עושה אפוא שימוש רב במודלים דינמיים של נתוני פאנל כדי לאמוד את התגובה של המשק לזעזועים במערכת הבנקאית. שיטות מחקר אלו, המבוססות על סדרות עתיות, נפוצות מאוד בספרות העוסקת בהשפעות של זעזועים מוניטריים. עם זאת, מחקר זה הוא הראשון, למיטב ידיעתי, המשתמש בהן כדי לאמוד את ההשפעות הריאליות של זעזועים בנקאיים.

המשתנים הבנקאיים במחקר זה נבחרו על סמך הספרות העוסקת בערוץ האשראי הבנקאי. ספרות זו מדגישה את החשיבות של הון עצמי בתהליך התיווך הפיננסי. הולמסטרום וטירול וכן ברננקי וגרטלר טוענים שהון עצמי מקטין בעיות כגון סיכון מוסרי (moral hazard) ובירה שלילית (adverse selection) הנובעות ממידע לא סימטרי בין הבנק ובין המפקידים (Bernanke and Gertler 1987; Holmstrom and Tirole 1997). לכן בנקים בעלי הון עצמי נמוך מתקשים יותר לגייס מימון לפעילותם, והדבר משפיע על היצע האשראי שלהם. היום מנהיגות רוב המדינות מגבלות חוקיות המחייבות את הבנקים להחזיק יחס מינימלי של הון עצמי לנכסים (מגבלות הלימות הון). מגבלות אלו מחזקות את הקשר בין ההון העצמי של הבנק להיצע האשראי, כמו שמראים צ׳מי וקוזימנו ו־ון דן הויבל? (Chami and Cosimano 2001; Van den Heuvel 2007).

היקף ההון נמדד במחקר על ידי שני מדדים: היחס בין הון עצמי לנכסים, והיחס בין הרווח לנכסים, כלומר התשואה להון (ROA). היחס בין הון עצמי לנכסים הוא מדד ישיר להון העצמי של הבנק (ביחס לגודלו) התואם את המושג התיאורטי המופיע בספרות.[4] התשואה להון, שבדרך כלל משקפת רווחיות, קשורה גם להיקף ההון. הרווחים (המונה בתשואה להון) מספקים מקור חשוב להון חדש (באמצעות

4 מוטב היה לחשב את היחס בין ההון העצמי לנכסים המשוקללים לפי סיכון, כפי שקובעים כללי בזל. בשל מחסור בנתונים הדבר אינו אפשרי.

רווחים בלתי מחולקים), בייחוד בזמנים של מצוקה פיננסית, שבהם קשה יותר להשיג מקורות הון חיצוניים. לכן הרווחים משקפים את השינוי בהון העצמי. כמו שנראה, התוצאות המובהקות ביותר מתקבלות בנוגע לתשואה להון, ואילו ההשפעה של היחס בין הון עצמי לנכסים אינה מובהקת.

היצע האשראי תלוי גם ברזרבות של הבנק. ברננקי ובלינדר (Bernanke and Blinder 1988) טוענים שהחזקת מזומנים בידי הבנק מקטינה את ההוצאות הפיננסיות שלו, מכיוון שהיא מאפשרת לבנק להגדיל את הפיקדונות החייבים ברזרבה (פיקדונות לזמן קצר), שהם בדרך כלל מקור מימון זול יותר ממקורות אחרים. על כן היצע האשראי תלוי במידה מסוימת ברזרבות המזומנים שבידי הבנקים. הרזרבות משפיעות על היצע האשראי גם דרך תפקידן להבטיח עמידה במשיכה פתאומית של פיקדונות. כאשר הרזרבות של הבנקים פוחתות, הבנקים נוטים לצמצם את האשראי ולהגדיל את המזומנים, וכך להחזיר את הרזרבות לרמתן המקורית. תהליך זה מקטין את היצע האשראי ומשפיע בסופו של דבר על הכלכלה הריאלית. התוצאות מראות שלשינויים ברזרבות של המערכת הבנקאית יש השפעה על הפעילות הריאלית במשק, אם כי פחות מלרווחיות.

ב. הנתונים ושיטות המחקר

תיאור הנתונים

הנתונים הכספיים של המערכת הבנקאית במדינות OECD נלקחו מתוך Bank Profitability: Financial Statements of Banks.[5] למרות הכיסוי הרחב והמפורט של מאגר נתונים זה, מעט מאוד עבודות מחקר נעשו עליו. ון־דר ונט השתמש במאגר כדי לבחון את התפתחות מגזר הבנקאות במדינות ה־OECD (Vennet 1999), ואלברטצי וגמבקורטה חקרו את הגורמים המשפיעים על רווחיות הבנקים בעשר מדינות OECD (Albertazzi and Gambacorta 2006a; 2006b).

במאגר הנתונים של ה־OECD כמה מצרפים בנקאיים: כלל הבנקים, בנקים מסחריים, בנקים מסחריים גדולים, בנקים לחיסכון, וקבוצות אחרות. במחקר זה אני משתמש במצרף הרחב ביותר שיש, שהוא בדרך כלל "כלל הבנקים" (ראו פרטים בלוח 1 להלן). עוד נתונים נלקחו מתוך המאגר Source OECD Statistics[6] של ארגון ה־OECD ומתוך ה־International Financial Statistics[7] בהוצאת קרן המטבע הבינלאומית. תיאור מפורט של המשתנים ומקורות הנתונים מופיע להלן בלוח 2. כל המשתנים הם שנתיים לשלושים המדינות החברות ב־OECD.

5 http://tinyurl.com/oecd-bank-fin-2007

6 http://stats.oecd.org

7 http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393

לוח 1: מצרפי הבנקים וזמינות נתונים

מדינה	קבוצת בנקאות	זמינות
אוסטרליה	כל הבנקים	1986–2003
אוסטריה	כל הבנקים	1987–2003
בלגיה	כל הבנקים	1981–2003
קנדה	בנקים מסחריים	1982–2003
צ׳כיה	כל הבנקים	1994–2003
דנמרק	בנקים מסחריים ובנקים לחסכונות	1980–2003
פינלנד	כל הבנקים	1979–2003
צרפת	כל הבנקים	1988–2003
גרמניה	כל הבנקים	1979–2003
יוון	בנקים מסחריים מאז 1989, ובנקים מסחריים גדולים עד 1988 (chained backwards)	1979–2003
הונגריה	בנקים מסחריים	1994–2003
איסלנד	בנקים מסחריים ובנקים לחסכונות	1979–2003
אירלנד	כל הבנקים	1995–2003
איטליה	כל הבנקים	1984–2003
יפן	כל הבנקים מאז 1989 ובנקים מסחריים עד 1988 (chained backwards)	1979–2003
קוריאה הדרומית	בנקים מסחריים	1990–2001
לוקסמבורג	בנקים מסחריים	1979–2003
מקסיקו	בנקים מסחריים	1989–2003
הולנד	כל הבנקים	1987–2003
ניו זילנד	כל הבנקים	1990–2003
נורבגיה	כל הבנקים	1980–2003
פולין	כל הבנקים	1994–2003
פורטוגל	בנקים מסחריים	1980–2003
סלובקיה	כל הבנקים	1997–2003
ספרד	כל הבנקים	1979–2003
שבדיה	בנקים מסחריים	1979–2003
שוויץ	כל הבנקים	1980–2003
טורקיה	בנקים מסחריים	1983–2003
בריטניה	בנקים מסחריים	1984–2003
ארצות הברית	בנקים מסחריים	1979–2003

לוח 2: המשתנים ומקורות הנתונים

משתנה	מקור
סטטיסטיקה בנקאית	OECD – Bank Profitability
חשבונות לאומיים, מדד המחירים לצרכן, שער חליפין ריאלי	OECD, IFS
שערי ריבית	
תשואות אג"ח, 10 שנים לפירעון; או	OECD
ריבית משכנתאות; או	IFS
ריבית בין־בנקאית (טורקיה בלבד)	IFS
מחירי מניות	
כל הסקטורים	OECD, IFS
תעשייה (נורבגיה בלבד)	OECD
סטטיסטיקה ענפית	INDSTAT3

לוח 3: שמות המשתנים והגדרותיהם

Abbreviation	Interpretation	Notes
GDP GROWTH	Δlog (GDP at constant prices)	
BANK ROA	Δ (bank profits / bank assets)	Annual average
BANK CAPITAL	Δ (bank equity capital / bank assets)	Year end
BANK RESERVES	Δ (bank cash / bank assets)	Year end
REAL INTEREST	Δ (interest rate - ΔCPI/lagged CPI)	Annual average
INFLATION	Δ2log (CPI)	Annual average
RER	Δlog (real exchange rate)	Annual average
STOCKS	Δlog (stock prices / CPI)	Annual average
INVESTMENT	Δlog (fixed capital formation at constant prices)	
CONSUMPTION	Δlog (household consumption at constant prices)	
GOVERNMENT	Δlog (government consumption at constant prices)	
IMPORT	Δlog (import of goods and services at constant prices)	
EXPORT	Δlog (export of goods and services at constant prices)	
PRODUCTION	Δlog (industrial production at constant prices)	
EXDEP	Rajan-Zingales index of external finance dependency	
SIZE	Industry value added to total GDP	
GDPREST	(GDP GROWTH-SIZE*PRODUCTION)/(1-SIZE)	

לוח 4 להלן מציג סיכום סטטיסטי של שלושת המשתנים הבנקאיים: תשואה להון, הון עצמי ביחס לסך הנכסים ומזומן ביחס לסך הנכסים. כדי להבטיח סטציונריות הנתונים מוצגים כהפרש. על כן, התשואה להון מציינת את הגידול בתשואה להון; הון הוא הגידול ביחס בין הון עצמי לנכסים; ורזרבות הן הגידול ביחס בין מזומן לנכסים. זאת ועוד, כדי להשוות בין המדינות הופחת מכל נתון הממוצע של המדינה. הלוח מציג סטטיסטיקה למדגם הכולל וכן לתת־מדגם ללא טורקיה ומקסיקו, שכן שתי המדינות האלה הושמטו מרוב הרגרסיות בשל סיבות שיפורטו להלן.

לוח 4: סטטיסטיקה תיאורית של המשתנים הבנקאיים*

	כל המדגם		
	תשואה על נכסים	הון	רזרבות
ממוצע	0.00	0.00	0.00
מקסימום	9.04	5.73	10.61
מינימום	−3.87	−4.46	−5.20
סטיית תקן	0.76	0.79	1.31
קורטוזיס	44.86	16.42	15.25
תצפיות	552	552	552

	ללא טורקיה ומקסיקו		
	תשואה על נכסים	הון	רזרבות
ממוצע	0.00	0.00	0.00
מקסימום	4.31	5.73	10.61
מינימום	−3.76	−4.46	−5.20
סטיית תקן	0.60	0.73	1.30
קורטוזיס	17.80	19.22	16.10
תצפיות	518	518	518

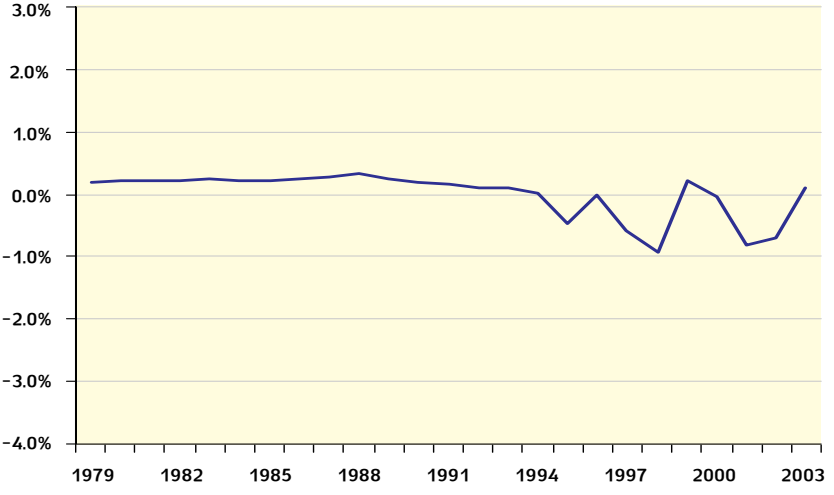
* הנתונים הומרו להפרשים, ולאחר מכן הופחת הממוצע של המדינה הרלוונטית.

הערכים הגבוהים של הקורטוזיס מלמדים על התפלגות בעלת זנבות עבים במיוחד. הסיבה לכך היא אפיזודות של משברים בנקאיים שבהם השונות במשתנים הבנקאיים גבוהה במידה חריגה. חריגות זו מודגמת בתרשים 1 להלן, המציג את התשואה להון בארבע מדינות שעברו משבר בנקאי: יפן, פינלנד, נורווגיה ודרום קוריאה. השונות של הסדרה גבוהה בעיקר במהלך המשבר, בהשוואה לשאר המדגם. יהיה מעניין לבחון אם ההשפעות הריאליות של המערכת הבנקאית נובעות מתקופות המשבר.

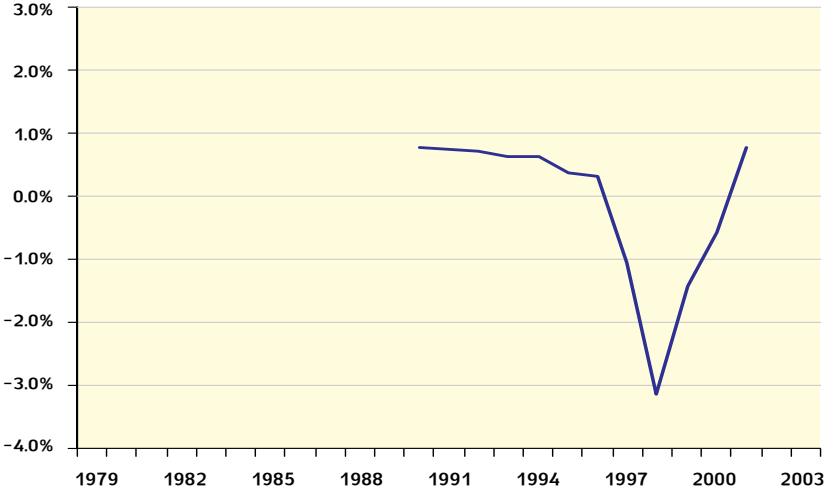
הניתוח בפרק הבא מראה שהתשובה היא שלילית. כאשר משמיטים מהמדגם שנים של משבר בנקאי, הרגרסיה כמעט לא משתנה (ראו לוח 8, להלן עמ' 00).

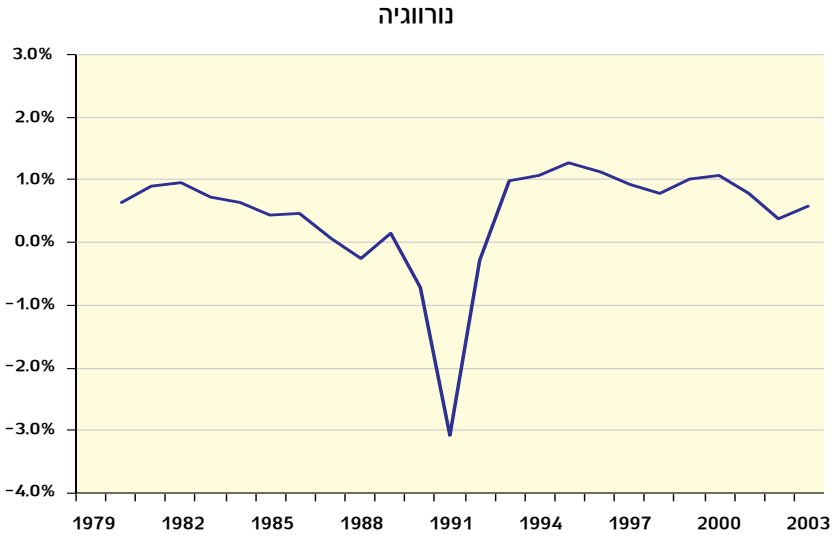
תרשים 1: התשואה להון במדינות שעברו משבר בנקאי*

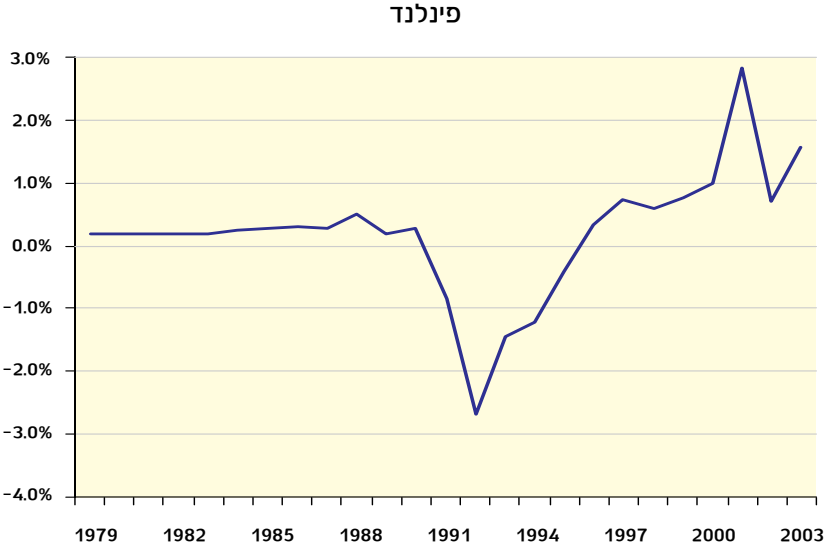
יפן



קוריאה







* התרשים מציג את רמת התשואה להון.

את התשואה להון אפשר לפרק לחמישה רכיבים: הכנסות מריבית נטו (הכנסות מריבית פחות הוצאות מריבית); ועוד הכנסות לא מריבית; פחות הוצאות תפעוליות; פחות הפרשות לחובות מסופקים; פחות מסים. מטריצת השונות המשותפת של חמשת הרכיבים הללו מוצגת בלוח 5. שני סעיפים מתואמים במתאם חזק: הכנסות לא מריבית והוצאות תפעוליות.[8] כשהם משולבים יחד לסעיף אחד (הכנסות לא מריבית פחות הוצאות תפעוליות), מטריצת השונות המשותפת הגיונית יותר (ראו החלק התחתון בלוח 5).

הרכיב התנודתי ביותר הוא ההכנסות שלא מריבית, ואין זה מפתיע משום שרכיב זה כולל רווחי הון (או הפסדי הון) על ניירות ערך סחירים ונכסים הנקובים במט"ח. מאחר שמחירי השוק של ניירות ערך ושערי חליפין הם תנודתיים מאוד, התנודתיות הזאת נכנסת לרווחי הבנק דרך ההכנסות שלא מריבית. דוגמה לכך היא משבר הסאב־פריים שגרם לירידה חדה בערכם של ניירות ערך מגובים משכנתאות ולהפסדים גדולים למערכת הבנקאית (המדגם הנוכחי אינו כולל תקופה זו). מחירי הנכסים מתואמים עם משתנים פיננסיים כגון שערי ריבית, אינפלציה ושערי חליפין, שמשפיעים ישירות על הפעילות הכלכלית. לפיכך משתנים אלו צריכים להיכלל ברגרסיה כדי לפקח על המתאם שלהם עם המשתנים הבנקאיים.

8 פירוק נוסף של הנתונים (אפשרי לשלושים אחוז מהמדגם) מראה שהמקור למתאם הזה הוא שני סעיפים שיוריים (הכנסות אחרות לא מריבית, והוצאות תפעוליות אחרות) שמקדם המתאם ביניהם הוא 0.97. מתאם חריג זה משקף, ככל הנראה, סיבות חשבונאיות טכניות המחייבות את הבנק לרשום פעולות מסוימות הן כהכנסה והן כהוצאה.

לוח 5: מטריצת השונות המשותפת של רכיבי התשואה להון*

	הכנסות מריבית נטו	הכנסות שלא מריבית נטו	הוצאות תפעוליות	הפרשות לחובות מסופקים	מס
הכנסות מריבית נטו	0.55				
הכנסות שלא מריבית נטו	-0.39	1.73			
הוצאות תפעוליות	0.08	1.07	1.28		
הפרשות לחובות מסופקים	0.17	-0.24	-0.09	0.29	
מס	0.02	0.06	-0.01	0.00	0.04

	הכנסות מריבית נטו	הכנסה נטו אחרת**	הפרשות לחובות	מס
הכנסות מריבית נטו	0.55			
הכנסה נטו אחרת**	-0.47	0.87		
הפרשות לחובות	0.17	-0.15	0.29	
מס	0.02	0.07	0.00	0.04

* הנתונים הם במונחי אחוז מסך הנכסים. הם הומרו להפרשים ולאחר מכן הופחת הממוצע הספציפי למדינה.

** "הכנסה נטו אחרת" כולל הכנסות (נטו) שלא מריבית פחות הוצאות תפעוליות.

תצפיות חריגות

כמה מבחנים מלמדים שטורקיה ומקסיקו הן תצפיות חריגות (outliers) במדגם הנוכחי של מדינות OECD. הכללתן במדגם משפיעה מאוד על תוצאות הרגרסיות (ראו לוח 8, להלן עמ׳ 56). מלוח 6 אפשר לראות שטורקיה ומקסיקו הן המדינות העניות ביותר במדגם, שיעור האינפלציה ותנודתיות האינפלציה בהן הם הגבוהים ביותר. זה מעיד על חוסר יציבות פיננסית בתקופת המדגם שפוגמת בקשרים המבניים המתקיימים בין משתנים כלכליים בתקופות רגילות. לבסוף, גודל המערכת הבנקאית, הנמדד על ידי סך האשראי לתוצר, גם הוא הקטן ביותר בטורקיה ובמקסיקו. על כן טורקיה ומקסיקו מושמטות מהמדגם, והניתוח מתמקד ב־28 מדינות ה־OECD האחרות. יש לציין שהשמטת טורקיה ומקסיקו אינה משפיעה על המסקנות העיקריות של המחקר. אדרבא, כאשר טורקיה ומקסיקו נכללות במדגם, ההשפעות הריאליות של זעזועים בנקאיים חזקות יותר, כמו שאפשר לראות בלוח 8 (להלן עמ׳ 56).

לוח 6: מדינות ה־OECD, מדדים כלכליים (ממוין על פי התוצר לנפש)

	תמ״ג לנפש*	אינפלציה (%)		יחס חוב־תוצר (%)	שנות המדגם**
	ממוצע	ממוצע	סטיית תקן	ממוצע	
טורקיה	6.0	67.5	19.5	20.2	1988–2003
מקסיקו	8.4	15.0	10.5	21.9	1992–2003
פולין	9.9	11.0	8.8	23.2	1995–2003
סלובקיה	11.4	8.0	3.1	35.0	1998–2003
הונגריה	11.8	13.7	8.2	31.2	1995–2003
קוריאה הדרומית	13.9	5.0	2.3	37.9	1991–2001
צ׳כיה	14.9	5.5	3.8	48.0	1995–2003
פורטוגל	15.1	5.8	3.8	78.5	1989–2003
יוון	16.6	10.6	6.7	25.9	1986–2003
ספרד	16.9	6.6	4.2	70.5	1980–2003
ניו זילנד	19.7	1.9	1.0	95.8	1991–2003
פינלנד	21.2	4.2	3.4	65.7	1980–2003
גרמניה	22.0	2.5	1.8	91.0	1980–2003
בריטניה	22.2	3.2	2.1	69.3	1985–2003
יפן	22.3	1.5	2.0	96.6	1980–2003
איטליה	22.9	4.4	2.0	61.4	1985–2003

לוח 6: מדינות ה־OECD, מדדים כלכליים (ממוין על פי התוצר לנפש) (המשך)

	תמ"ג לנפש*	אינפלציה (%)		יחס חוב–תוצר (%)	שנות המדגם**
	ממוצע	ממוצע	סטיית תקן	ממוצע	
צרפת	23.3	2.0	0.9	88.8	1989–2003
שבדיה	23.5	5.0	4.0	37.7	1980–2003
בלגיה	23.5	2.9	2.1	98.3	1982–2003
דנמרק	24.3	3.8	2.7	50.4	1981–2003
אוסטרליה	24.4	3.7	2.6	61.7	1987–2003
קנדה	24.6	3.0	1.6	65.5	1983–2003
הולנד	25.7	2.4	0.8	163.7	1988–2003
אוסטריה	26.9	2.2	1.1	120.1	1991–2003
אירלנד	27.0	3.2	1.6	160.8	1996–2003
איסלנד	27.1	3.1	1.8	68.1	1994–2003
ארצות הברית	28.7	4.0	2.8	38.9	1980–2003
שווייץ	28.9	2.4	2.0	194.2	1981–2003
נורווגיה	29.3	4.6	3.3	60.5	1981–2003
לוקסמבורג	39.3	3.2	2.6	717.6	1981–2003

* הממוצע במדגם של התוצר לנפש באלפי דולרים, במחירי 2000, מתואם לכוח קנייה PPP.

** שנות המדגם מתאימות לרגרסיה II בלוח 8, להלן עמ׳ 56.

שיטת האמידה

המכשול העיקרי לאמידת ההשפעות הריאליות של זעזועים בנקאיים הוא האנדוגניות בין המשתנים הריאליים למשתנים הבנקאיים. מציאת משתנה עזר היא משימה קשה במיוחד, מכיוון שרוב הגורמים המשפיעים על מאזן הבנק (כגון שערי ריבית, אינפלציה, שערי חליפין) הם גם אנדוגניים (מושפעים מהפעילות הכלכלית). היתרון של מאגר הנתונים במחקר הנוכחי הוא היכולת לנצל את ממד הזמן לצורכי זיהוי. מאחר שהמשתנים הבנקאיים הם סדרות עתיות רגילות, המשתנים בפיגור מקיימים את תנאי האקסוגניות החלשה (weak exogeneity). כלומר מצב הבנק בשנה מסוימת משפיע על הפעילות הכלכלית בשנה הבאה אחריה אך אינו מושפע ממנה. על כן אפשר לאמוד את ההשפעה בפיגור של המערכת הבנקאית על הפעילות הכלכלית.

את ההשפעה הבו־זמנית אי־אפשר לאמוד באמצעות נתוני המדינות בשל בעיית האנדוגניות. על כן אני משתמש בנתונים ברמה ענפית כדי להשתמש בשיטות הזיהוי של דל'אריצ'ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008) וקרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007). מחקרים אלו מצאו שענפים התלויים במימון חיצוני צומחים בקצב אטי יותר בתקופת משבר בנקאי. במחקר הנוכחי אני בוחן אם ענפים התלויים במימון חיצוני רגישים יותר למצב המערכת הבנקאית. במקרה זה בעיית האנדגוניות מצטמצמת מכיוון שהדגש עובר משינויים ברמה המצרפית על פני זמן לשינויים בין ענפים.

ג. תוצאות ממדגם המדינות

פרק זה מתאר את התוצאות שהתקבלו מנתוני הפאנל המדינתי שבו היחידה הנדגמת היא המדינה (יחידת הזמן היא שנה). הממצאים מנתוני הפאנל הענפי הדוגם ענפי תעשייה מובאים בפרק הבא. המודל שנאמד באמצעות נתוני הפאנל המדינתי הוא מהצורה הבאה:

$$Y_{jt} = \alpha Y_{jt-1} + \beta_1 ROA_{jt-1} + \beta_2 CAPITAL_{jt-1} + \beta_3 RESERVES_{jt-1} + \Gamma X_{jt-1} + c_j +$$

$$+ c_j + c_t + \varepsilon_{jt}$$

Y_{jt} מציין את שיעור צמיחת התוצר (או משתנה ריאלי אחר) במדינה j בשנה t, ROA_{jt} את השינוי בתשואה על הנכסים של המערכת הבנקאית, $CAPITAL_{jt}$ הוא השינוי ביחס בין הון עצמי לנכסים, והמשתנה $RESERVES_{jt}$ הוא השינוי ביחס בין מזומנים לסך הנכסים. X_{jt} הוא וקטור הכולל משתני בקרה נוספים, c_j ו־c_t הם ההשפעות הקבועות (fixed effects) של המדינה והשנה, בהתאמה, ו־ε_{jt} היא השארית. ההשפעות הקבועות מנכות את ההבדלים המבניים בין המדינות ואת ההשפעות הגלובליות על פני זמן. על כן השונות שנותרת היא השונות הנובעת מזעזועים שהם ייחודיים למדינה ולשנה. מוקד המחקר הוא בהשפעה של המשתנים *ROA*, *CAPITAL*, ו־*RESERVES* על התוצר, כלומר המקדמים β_2, β_1, ו־β_3. תנאי הכרחי לזיהוי הוא שהשאריות אינן מתואמות סדרתית. אני מדווח את המבחן למתאם סדרתי שפיתחו ארלנו ובונד (Arellano and Bond 1991). כמו שמוצג בלוח 1 (לעיל עמ' 00), זמינות הנתונים היא בין שבע ל־25 שנים, לכן כל הפאנלים הם בלתי מאוזנים (unbalanced).

מאחר שהמשתנים המסבירים הם בעלי אקסוגניות חלשה (weakly exogenous, כלומר הם מתואמים עם שאריות מהעבר), אומד ה־OLS הרגיל עלול להיות מוטה

בשל ההטיה הנגרמת בפאנל דינמי (Nickell 1981). ארלנו ובונד (Arellano and Bond 1991) פיתחו אומד GMM המטפל בבעיה. האומד מתקבל על ידי שימוש בהפרש של המשוואה המקורית כדי לבטל את ההשפעות הקבועות של המדינה. לאחר מכן משמשים פיגורים של המשתנים המסבירים משתני עזר להפרשי המשתנים.

תוצאות עיקריות

לוח 7 מציג את התוצאות העיקריות, כאשר המשתנה התלוי הוא שיעור צמיחת התוצר. המודל נאמד באמצעות אומד ארלנו־בונד, אך התוצאות אינן שונות שינוי מובהק מאומד OLS, המדווח גם הוא. בעמודה I המשתנים הבנקאיים הם המשתנים המסבירים היחידים. עמודה II מוסיפה משתני בקרה פיננסיים (ריבית, אינפלציה, שער חליפין ושוק המניות), ועמודה III כוללת גם משתני בקרה ריאליים (השקעות, צריכה פרטית וצריכה ציבורית). כל המשתנים הועברו לצורתם הסטציונרית, כמפורט בלוח 3.

מתוך המשתנים הבנקאיים, התשואה להון היא בעל ההשפעה המובהקת ביותר על התוצר. בהינתן שהריבית, האינפלציה, שער החליפין ושוק המניות קבועים, ההשפעה של התשואה להון על שיעור צמיחת התוצר בשנה הבאה היא כ־0.26. כלומר כאשר התשואה להון יורדת בנקודת אחוז אחת (השקולה ל־1.7 סטיות תקן), צפויה צמיחת המשק לרדת בשנה הבאה בכ־0.26 נקודות אחוז. המודל כולל את צמיחת המשק בפיגור כמשתנה מסביר נוסף, ולכן ההשפעה של התשואה להון נמשכת גם אחרי השנה הבאה (ההשפעה הכוללת היא 0.38). עם זאת, קצב הדעיכה גבוה למדי, כך שכעבור שנתיים ההשפעה של התשואה להון על התוצר זניחה. תוצאה זו מופיעה גם בפרק הבא המנתח נתונים ברמה ענפית, ולכן נראה שההשפעה הריאלית של שינוי בתשואה להון נמשכת כשנתיים.

ההשפעה של הרזרבות קטנה יותר וברמת מובהקות גבולית. ירידה של כסטיית תקן אחת ברזרבות (היחס בין מזומנים לסך הנכסים) תביא לירידה של כ־0.15 נקודות אחוז בצמיחת התוצר בשנה הבאה. ממצא זה מלמד שבמדינות ה־OECD מגבלת הרזרבות על היצע האשראי אינה משמעותית. המערכות הפיננסיות במדינות האלה מספקות גישה קלה לרזרבות באמצעות הבנק המרכזי הפועל כמלווה של מוצא אחרון (lender of last resort). לכן בנקים יכולים להשיג רזרבות בקלות יחסית בתקופות משבר. התוצאות עשויות להיות שונות במדגם של מדינות בעלות מערכות פיננסיות פחות מפותחות.

לוח 7: השפעת התשואה להון, ההון העצמי והרזרבות של הבנקים על צמיחת התוצר

משתנה תלוי: צמיחת תמ"ג	Arellano-Bond			OLS		
	I	II	III	I	II	III
GDP GROWTH$_{t-1}$	0.264***	0.310***	0.217**	0.340***	0.320***	0.219**
	(0.062)	(0.071)	(0.102)	(0.078)	(0.082)	(0.090)
BANK ROA$_{t-1}$	0.366***	0.261***	0.258***	0.376**	0.261**	0.260**
	(0.101)	(0.092)	(0.095)	(0.152)	(0.131)	(0.131)
BANK CAPITAL$_{t-1}$	-0.019	-0.048	-0.032	0.024	-0.053	-0.042
	(0.137)	(0.100)	(0.102)	(0.119)	(0.116)	(0.116)
BANK LIQIDITY$_{t-1}$	0.186**	0.119	0.136	0.142**	0.119*	0.134*
	(0.086)	(0.078)	(0.083)	(0.066)	(0.066)	(0.072)
REAL INTEREST$_{t-1}$		-0.180***	-0.207***		-0.160*	-0.154*
		(0.066)	(0.069)		(0.083)	(0.085)
INFLATION$_{t-1}$		-0.225***	-0.196***		-0.184**	-0.157*
		(0.050)	(0.065)		(0.085)	(0.088)
RER$_{t-1}$		-0.049**	-0.057**		-0.051***	-0.059***
		(0.023)	(0.024)		(0.019)	(0.019)
STOCKS$_{t-1}$		0.024***	0.023***		0.025***	0.025***
		(0.004)	(0.004)		(0.005)	(0.005)
INVESTMENT$_{t-1}$			0.024			0.022
			(0.028)			(0.024)
CONSUMPTION$_{t-1}$			0.039			0.046
			(0.048)			(0.043)
GOVERNMENT$_{t-1}$			0.046			0.032
			(0.074)			(0.087)
H_0: Residuals are serially uncorrelated (P value)	0.43	0.56	0.56			
No. of observations	518	485	484	518	485	484
No. of countries	28	28	28	28	28	28

המודלים כוללים השפעות קבועות של המדינה והשנה.

סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.

*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.

משתני העזר של ארלנו־בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.

הגדרות המשתנים בלוח 3 להלן.

ההשפעה הנאמדת של ההון העצמי של הבנקים אינה מובהקת. ההון העצמי אינו מובהק סטטיסטית בכל הרגרסיות במחקר זה. תוצאה זו מטילה ספק מסוים ביכולת של מדיניות להצלת הבנקים (bailout programs) לעודד את הפעילות הכלכלית. הזרקת הון למערכת הבנקאית יכולה להקטין עלויות פשיטת רגל ולצמצם את ההשפעות השליליות של נפילת בנקים. אך אינני מוצא כל עדות סטטיסטית ליכולתה לעודד צמיחה. ייתכן שתוצאה זו נובעת מסיבות טכניות, שכן להון העצמי בעיות מדידה לא פשוטות. ההון העצמי אינו נמדד ישירות, אלא נגזר כהפרש בין הנכסים להתחייבויות. הוא נאמד בדרך כלל ביום האחרון של השנה, ולכן תלוי בתנודות היומיות של השוק. יתר על כן, מיזוגים ורכישות או כללים חשבונאיים חדשים יוצרים שינויים מלאכותיים בגודלו. עם זאת, חוסר המובהקות הסטטיסטית של ההון העצמי נשמרת גם בתת־מדגמים הכוללים חלק מהמדינות, וגם לאחר השמטת תצפיות חריגות (ראו להלן לוח 8). תוצאה זו אינה מעידה שערוץ ההון העצמי אינו פעיל. ההון העצמי פועל גם דרך התשואה להון. הפסדים של הבנק, לדוגמה, יגרמו לירידה בהון העצמי שלו, וזו תשפיע על התוצר דרך המקדם של התשואה להון. מנגד, שינוי בהון העצמי שאינו מושפע מרווחי הבנק, כגון הנפקת מניות, לא ישפיע על התוצר.

לוח 7 מספק עוד תוצאות על ההשפעות הריאליות של משתנים פיננסיים לא בנקאיים. הריבית הריאלית והאינפלציה משפיעות באופן שלילי על קצב הצמיחה. ההשפעות של שער החליפין הריאלי (מוגדר כערך המטבע המקומי במונחי מטבעות זרים, מנוכה הפרשי אינפלציה) גם הן שליליות, ואילו לשוק המניות יש השפעה חיובית על הצמיחה. משתנים אלו משפיעים גם על התשואה להון, ולכן הכללתם ברגרסיה מקטינה את המקדם של התשואה להון.

רגישות התוצאות להשמטת מדינות, לתוצר לנפש, לאירועי משבר ולתצפיות חריגות

לוח 8 להלן בוחן את העמידות של המשתנים הבנקאיים בכמה תרחישים. עמודה I אומדת מחדש את המודל על כל המדגם של שלושים מדינות ה־OECD, כולל טורקיה ומקסיקו שהושמטו קודם לכן. עמודה II משמיטה את טורקיה ומקסיקו, ומשחזרת את עמודה II בלוח 7 (רגרסיה זו תכונה להלן "הרגרסיה המקורית"). כמו שצוין לעיל, המקדם של התשואה להון גדול יותר כאשר טורקיה ומקסיקו נכללות במדגם. ואולם המקדם של הריבית נעשה חיובי, תוצאה שאינה הגיונית. גם המבנה הדינמי של המשוואה משתנה, כמו שעולה מהמקדם של צמיחת התוצר בפיגור שהופך בלתי מובהק ומהמתאם הסדרתי בשאריות (ראו הירידה ב־P value של השערת האפס שאין מתאם סדרתי). השפעות אלו נובעות מחוסר היציבות הפיננסית בטורקיה ובמקסיקו במהלך תקופת המדגם. לפיכך מדינות אלו אינן נכללות ברגרסיות הבאות.

לוח 8: עמידות התוצאות

Dependent Variable: GDP GROWTHt	Arellano-Bond					
	I	II	III	IV	V	VI
GDP GROWTHt-1	0.126 (0.113)	0.310*** (0.071)	0.232*** (0.072)	0.383*** (0.099)	0.347*** (0.060)	0.264*** (0.054)
BANK ROAt-1	0.471*** (0.130)	0.261*** (0.092)	0.195* (0.102)	0.235 (0.169)	0.232*** (0.089)	0.464** (0.199)
BANK CAPITALt-1	0.051 (0.117)	-0.048 (0.100)	-0.020 (0.102)	-0.048 (0.157)	-0.120 (0.089)	0.064 (0.152)
BANK LIQIDITYt-1	0.093 (0.070)	0.119 (0.078)	0.135 (0.134)	0.128** (0.063)	0.059 (0.068)	0.089 (0.092)
REAL INTERESTt-1	0.036*** (0.012)	-0.180*** (0.066)	0.007 (0.132)	-0.248*** (0.088)	-0.195*** (0.069)	-0.101 (0.089)
INFLATIONt-1	-0.043 (0.058)	-0.225*** (0.050)	-0.153 (0.125)	-0.216*** (0.060)	-0.243*** (0.058)	-0.226*** (0.070)
RERt-1	-0.071** (0.030)	-0.049** (0.023)	-0.059*** (0.027)	-0.060* (0.031)	-0.033* (0.018)	-0.040* (0.022)
STOCKSt-1	0.016* (0.009)	0.024*** (0.004)	0.019*** (0.009)	0.023*** (0.003)	0.022*** (0.004)	0.026*** (0.007)
H_0: Residuals are serially uncorrelated (P value)	0.20	0.56	0.32	0.24	0.69	0.78
Notes:	All OECD countries	Turkey and Mexico excluded	High income countries	Low income countries	Crisis episodes excluded	Outliers excluded
No. of observations	513	485	261	224	459	431
No. of countries	30	28	14	14	28	28

המודלים כוללים השפעות קבועות של המדינה והשנה.

סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.

*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.

משתני העזר של ארלנו־בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.

תקופות של משבר בנקאי כוללות את איטליה (1990–1992), נורווגיה (1987–1989), שוודיה (1990–1992), יפן (1992–2000), פינלנד (1991–1993) וקוריאה (1997–1999).

תצפיות חריגות (outlier) מוגדרות על ידי האחוזון הראשון והאחרון של כל משתנה ברגרסיה.

הגדרות המשתנים בלוח 3 (לעיל עמ' 56).

בעמודות III ו-IV נחלק המדגם למדינות בעלות הכנסה גבוהה ונמוכה. בקבוצה הראשונה נכללות מדינות שהתוצר לנפש בהן גבוה מהחציון של המדגם. אפשר לראות שהמקדמים של המשתנים הבנקאיים אינם שונים במידה מובהקת בכל אחת מהקבוצות. מאחר שהמדגם כולל 28 מדינות הומוגניות יחסית מבחינת התוצר לנפש, אי-אפשר לבחון אם השפעת הבנקים תלויה בתוצר לנפש. החלוקה למדינות בעלות הכנסה גבוהה ונמוכה משמשת רק כמבחן לעמידות התוצאות.

עמודה V משמיטה מהמדגם תקופות המוגדרות כמשבר בנקאי, כדי לבחון אם ההשפעה הנאמדת נובעת מתקופות משבר. נתונים על שנים שבהן החל משבר בנקאי לקוחים מתוך דל׳אריצ׳ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008). מתוך 28 מדינות OECD המופיעות במדגם המקורי (רגרסיה II בלוח 8), שש מדינות עברו משבר בנקאי. כמו אצל דל׳אריצ׳ה ואחרים (שם), משך המשבר מוגדר שלוש שנים. החריג היחיד הוא יפן, שבה נמשך המשבר 11 שנה (1992–2002), כמו שעולה מההפסדים הגדולים שנרשמו עד שנת 2002 (ראו תרשים 1). בסך הכול, המדגם כולל 26 תצפיות של שנות משבר (5.4 אחוזים מהמדגם), ובכללן איטליה (1990–1992), נורווגיה (1987–1989), שוודיה (1990–1992), יפן (1992–2002), פינלנד (1991–1993) ודרום קוריאה (1997–1999). כשתצפיות אלו מושמטות מהמדגם, המקדם של התשואה להון נשאר מובהק. תוצאה זו מעידה שההשפעה הנאמדת אינה נובעת מתקופות של משבר בנקאי, אלא היא קיימת גם בשנים רגילות. מעניין לציין שהמקדמים של המשתנים הבנקאיים כמעט אינם משתנים כאשר תצפיות המשבר מושמטות. תוצאה זו מופיעה גם בפרק הבא המנתח נתונים ענפיים.

לבסוף, עמודה VI משמיטה מהמדגם את שני האחוזונים הקיצוניים מכל משתנה כדי לבדוק את ההשפעה של תצפיות חריגות. בעקבות זאת גדל במידה מסוימת המקדם של התשואה להון, ושאר המקדמים לא משתנים. ומכאן שהתוצאות אינן נובעות מתצפיות חריגות.

אמידת ההשפעה הבנקאית על משתני פעילות אחרים

לוח 9 להלן מחליף את המשתנה התלוי ברגרסיות הקודמות, שהיה שיעור צמיחת התוצר (GDP), בשיעור הצמיחה של המשתנים הבאים: צריכה פרטית של משקי בית, צריכה ממשלתית, השקעות בנכסים קבועים, יבוא ויצוא. המטרה היא לבדוק אם ההשפעה הבנקאית שונה בין סוגים שונים של פעילות כלכלית. אפשר לצפות שההשפעה על פעילויות עתירות מימון תהיה חזקה יותר. התוצאות מאשרות זאת. השפעת התשואה להון על השקעות נאמדת בכ־1.4, פי חמישה יותר מאשר ההשפעה על צריכה פרטית. מאחר שהשקעות דורשות יותר מימון מצריכה פרטית, ההשפעה הגדולה של הבנקים על ההשקעות עולה בקנה אחד עם ההשערה שכיוון הסיבתיות הוא מהמגזר הבנקאי לכלכלה הריאלית.

לוח 9: השפעת המשתנים הבנקאיים על מדדי פעילות נוספים (אמידה בשיטת ארלנו־בונד)

משתנה תלוי:			
$IMPORT_t$	$EXPORT_t$	$CONSUMPTION_t$	$GOVERNMENT_t$
-0.061	0.031	0.176*	0.038
(0.076)	(0.052)	(0.105)	(0.078)
0.306	0.036	0.205**	0.234***
(0.266)	(0.109)	(0.094)	(0.058)
0.906*	0.526*	0.322*	-0.049
(0.506)	(0.298)	(0.185)	(0.173)
0.088	-0.162	0.078	0.231
(0.275)	(0.248)	(0.162)	(0.273)
0.158	0.074	0.174	0.025
(0.207)	(0.148)	(0.151)	(0.107)
-0.549	0.035	-0.215**	-0.325**
(0.380)	(0.256)	(0.109)	(0.139)
-0.922***	-0.214	-0.231***	-0.179
(0.233)	(0.202)	(0.079)	(0.174)
-0.046	-0.279***	0.009	0.049***
(0.077)	(0.039)	(0.023)	(0.019)
0.059***	0.016	0.015***	0.001
(0.016)	(0.011)	(0.005)	(0.006)
0.45	0.14	0.31	0.21
462	462	462	462
28	28	28	28

המודלים כוללים השפעות קבועות של המדינה והשנה.
סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.
*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.
משתני העזר של ארלנו־בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.
הגדרות המשתנים בלוח 3 (לעיל עמ' 00).

משתנים מסבירים	$INVESTMENT_t$
משתנה תלוי בפיגור	-0.028 (0.101)
$GDP\ GROWTH_{t-1}$	0.890** (0.359)
$BANK\ ROA_{t-1}$	1.368*** (0.347)
$BANK\ CAPITAL_{t-1}$	-0.271 (0.433)
$BANK\ LIQIDITY_{t-1}$	0.172 (0.258)
$REAL\ INTEREST_{t-1}$	-0.758** (0.337)
$INFLATION_{t-1}$	-0.633** (0.262)
RER_{t-1}	-0.005 (0.086)
$STOCKS_{t-1}$	0.075*** (0.020)
H_0: השאריות אינן מתואמות סדרתית (P value)	0.50
מספר תצפיות	462
מספר מדינות	28

המודלים בלוח 9 כוללים את המשתנה התלוי בפיגור ואת צמיחת התוצר בפיגור כמשתנים מסבירים. משתנים אלו מאפשרים מבנה דינמי שונה לכל מודל, וכן דרגה שונה של פרו־מחזוריות. צמיחת ההשקעות, לדוגמה, היא פרו־מחזורית יותר מצריכה פרטית, כמו שעולה מהמקדם הגבוה של צמיחת התוצר בפיגור. הצריכה הפרטית, לעומת זאת, מושפעת מאינרציה חזקה יותר המתבטאת במקדם של המשתנה התלוי בפיגור. על כן ההשפעה הגדולה של התשואה להון על ההשקעות, בהשוואה להשפעתה על הצריכה פרטית, אינה תוצאה של מידת הפרו־מחזוריות של משתנה זה, שכן תכונה זו מובאת בחשבון בשאר המשתנים המסבירים.

לוח 9 מספק עוד עדות להשפעה של המשתנים הבנקאיים. שימו לב שפעילויות כלכליות שרגישות יותר למשתנה התשואה להון מושפעות יותר גם משינויים בריבית ובשערי המניות. לדוגמה, המקדם של התשואה להון, הריבית ושוק המניות על ההשקעות הוא 1.40, 0.76- ו־0.08, בהתאמה. אותם מקדמים מקבלים ערכים נמוכים יותר במודל היבוא, 0.91, 0.55- ו־0.06, בהתאמה. שלושת המשתנים הללו (רווחיות הבנקים, הריבית ושוק המניות) משקפים היבטים שונים של תנאי מימון. רווחיות הבנקים (ROA) משפיעה על היצע האשראי הבנקאי, הריבית קובעת את עלויות המימון בשוק האשראי, ושוק המניות משקף תנאי מימון בשוק המניות דרך ה־Q של טובין. על כן המקדמים של שלושת המשתנים הללו אמורים לנוע באותו כיוון (במונחים מוחלטים) כאשר המשתנה התלוי מתחלף. כלומר אם ההשקעות דורשות יותר מימון מאשר היבוא, הן צריכות להיות רגישות לרווחיות הבנקים, לריבית ולשוק המניות יותר מהיבוא. זוהי בדיוק התוצאה המתקבלת בלוח 10. היא תומכת במסקנה שמשתנה התשואה להון משקף את השפעת היצע האשראי הבנקאי על הפעילות הכלכלית.

האם ההשפעה הבנקאית משקפת את ערוץ המאזן הכללי (channel balance sheet)?

ההשפעה של התשואה להון על צמיחת התוצר תומכת בקיומו של ערוץ מאזן בנקאי. על פי תיאוריה זו, היצע האשראי מושפע ממאזן הבנק. כאשר לבנקים רווחיות גבוהה ועודף הון, הנכונות שלהם להגדיל את האשראי עולה. עם זאת, ייתכן שהתוצאות נובעות מערוץ מאזן כללי יותר, כמו שמתארים ברננקי וגרטלר (Bernanke and Gertler 1989), הפועל דרך המאזן של המגזר הלא בנקאי. בזמן מיתון, לדוגמה, הבנקים זהירים יותר במתן אשראי לחברות ולמשקי בית, לא בשל בעיות פיננסיות של הבנקים, אלא מפני שמצב הלווים מידרדר. מאחר שמאזן הבנק מתואם עם המאזן של המגזר הלא בנקאי, ייתכן שההשפעות שנאמדו עד

כה משקפות ערוץ מאזן לא בנקאי, ולא את השפעת היצע האשראי על התוצר דווקא.

ההיפותזה של ערוץ המאזן הלא בנקאי כבר הובאה בחשבון ברגרסיות, על ידי הוספת משתנים כלכליים ופיננסיים כמשתנים מסבירים. קשה לחשוב על זעזועים כלכליים שאינם מתואמים עם המשתנים המסבירים המופיעים ברגרסיות, בייחוד שוק המניות והמצרפים של החשבונאות הלאומית. עם זאת, הנתונים שבידי מאפשרים לבחון את הסוגיה הזאת בדרך ישירה יותר. במאגר הנתונים יש מידע על הפרשות הבנק, אשר מתואמות במתאם גבוה עם המצב הפיננסי של המגזר הלא בנקאי. הפרשות הבנקים משקפות הפסד קיים או עתידי בגין הלוואות שנתן הבנק. כאשר לווים אינם מחזירים את חובותיהם (או שהם צפויים לעשות זאת), הבנק רושם את ההפסד הצפוי בסעיף ההפרשות. לכן אפשר לכלול את הפרשות הבנק כמשתנה מסביר כדי לפקח ישירות על מצבו הפיננסי של המגזר הלא בנקאי.

בלוח 10 להלן מפורק משתנה התשואה להון לחמישה רכיבים: הכנסות מריבית (נטו), הכנסות שלא מריבית (נטו), הוצאות תפעוליות, הפרשות ומסים. משתנים אלו מבוטאים כאחוז מסך הנכסים, כך שהסכום שלהם נותן בדיוק את משתנה התשואה להון המקורי. הפירוק של התשואה להון מאפשר לזהות את המקור של ההשפעה הבנקאית. אם ההשפעה נובעת מהמאזן של המגזר הלא בנקאי, לדוגמה, נצפה שמשתנה ההפרשות יהיה מובהק וששאר הרכיבים יהיו לא מובהקים.

לוח 10 מראה שכל הרכיבים של רווחיות הבנק משפיעים על צמיחת התוצר בכיוון הצפוי, ורובם מובהקים מבחינה סטטיסטית. לרכיבי ההכנסה (הכנסה מריבית ושלא מריבית) השפעה חיובית על התוצר, ולרכיבי ההוצאה (הוצאות תפעוליות, הפרשות ומסים) השפעה שלילית. התוצאות דוחות את ההיפותזה שהשפעת התשואה להון על התוצר נובעת מערוץ מאזן לא בנקאי, מאחר שמקדם ההפרשות אינו מובהק יותר משאר רכיבי התשואה להון. אפשר לראות שדווקא להכנסות מריבית יש ההשפעה הגדולה ביותר על התוצר, הן סטטיסטית והן כלכלית. הסיבה לכך היא שההכנסה מריבית היא ליבת העסקים של הבנק. את השינוי במרכיב זה תופס הבנק כמהותי יותר, ולכן הוא ישנה את מדיניות האשראי שלו שינוי מובהק יותר.

לוח 10: פירוק משתנה התשואה להון לרכיביו

$צמיחת התמ"ג_t$:משתנה תלוי		
	Arellano-Bond	
	I	II
$צמיחת התמ"ג_{t-1}$	0.313^{***}	0.208^{**}
	(0.071)	(0.095)
$הכנסה מריבית_{t-1}$	0.698^{**}	0.649^{**}
	(0.274)	(0.302)
$הכנסה שלא מריבית_{t-1}$	0.204	0.236
	(0.143)	(0.128)
$הוצאות תפעוליות_{t-1}$	-0.255^{*}	-0.293^{*}
	(0.143)	(0.140)
$הפרשות לחובות מסופקים_{t-1}$	-0.220^{*}	-0.213
	(0.124)	(0.132)
$מס_{t-1}$	-0.322	-0.355
	(0.348)	(0.366)
$הון_{t-1}$	-0.026	-0.028
	(0.107)	(0.049)
$רזרבות_{t-1}$	0.113	0.079
	(0.077)	0.208
Financial Controls	Yes	Yes
Real Controls	No	Yes
H_0: השאריות אינן מתואמות סדרתית uncorrelated (P value)	0.51	0.53
מספר התצפיות	485	484
מספר המדינות	28	28

המודלים כוללים השפעות קבועות של המדינה והשנה.

משתני בקרה פיננסיים כוללים $REAL\ INTEREST_{t-1}$, $INFLATION_{t-1}$, $STOCKS_{t-1}$ ו־RER_{t-1}.

משתני בקרה ריאליים כוללים $INVESTMENT_{t-1}$, $CONSUMPTION_{t-1}$ ו־ $GOVERNMENT_{t-1}$.

סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.

*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.

משתני העזר של ארלנו־בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.

הגדרות המשתנים בלוח 3 (לעיל עמ' 56).

שינויים בהשפעה הבנקאית בין מדינות

מדינות ה־OECD הן הומוגניות יחסית, לכן בסיס הנתונים הנוכחי אינו אידיאלי לזיהוי הבדלים בהשפעות הבנקים בין מדינות. עם זאת, ישנם הבדלים ניכרים מבחינת מבנה שוק ההון במדינות אלו. כפי שעולה מלוח 6 (לעיל עמ' 00), גודל המערכת הבנקאית, הנמדד על ידי שיעור ההלוואות ביחס לתוצר, הוא בעל שונות רבה, ונע בין עשרים ל־160 אחוז (שווייץ ולוקסמבורג הן בעלות מערכת בנקאית גדולה אף יותר, בשל פעילות נמרצת של בנקאות בינלאומית). על כן אפשר לבחון אם תגובת המשק לזעזועים במערכת הבנקאית מושפעת מגודל המערכת הבנקאית.

בלוח 11 להלן נאמד המודל הבסיסי מחדש, בתוספת אינטראקציות של המשתנים הבנקאיים עם גודל המערכת הבנקאית (אחוז האשראי הבנקאי ביחס לתוצר). התוצאות די חלשות, בעיקר בשל היחס אשראי-תוצר הגבוה במידה חריגה בשווייץ ובלוקסמבורג (ראו לוח 6). בעמודה II האינטראקציה היא עם משתנה דמי (HIGH) השווה ל־1 כאשר גודל המערכת הבנקאית הוא מעל החציון במדגם (מעל 67 אחוז תוצר). התוצאות מראות שההשפעה של התשואה להון גדולה הרבה יותר במדינות שיחס אשראי-תוצר בהן גבוה. קרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007) מצאו תוצאה דומה בהקשר של משברים בנקאיים. הם הראו שהשפעת המשבר חזקה יותר במדינות שיחס אשראי-תוצר בהן גבוה.

לוח 11: השפעת הבנק וגודל המערכת הבנקאית

משתנה תלוי: צמיחת התמ"ג		
	Arellano-Bond	
משתנים מסבירים	I	II
GDP GROWTH $_{t-1}$	0.332*** (0.070)	0.330*** (0.069)
ROA $_{t-1}$	0.126 (0.227)	0.205** (0.097)
ROA $_{t-1}$*LOAN $_{t-1}$/GDP $_{t-1}$	0.280 (0.390)	
ROA $_{t-1}$*HIGH $_{t-1}$		0.569*** (0.178)
CAPITAL $_{t-1}$	0.031 (0.118)	-0.002 (0.130)
CAPITAL $_{t-1}$*LOAN $_{t-1}$/GDP $_{t-1}$	-0.110 (0.088)	
CAPITAL $_{t-1}$*HIGH $_{t-1}$		-0.125 (0.248)
RESERVES $_{t-1}$	0.130 (0.090)	0.116 (0.085)
RESERVES $_{t-1}$*LOAN $_{t-1}$/GDP $_{t-1}$	-0.029 (0.121)	
RESERVES t-1*HIGH t-1		0.032 (0.135)
LOAN $_{t-1}$/GDP $_{t-1}$	-0.001 (0.001)	
HIGH $_{t-1}$		0.000 (0.003)
Financial Controls	Yes	Yes
H_0: Residuals are serially uncorrelated (P value)	0.67	0.69
No. of observations	485	485
No. of countries	28	28

המודלים כוללים השפעות קבועות של המדינה והשנה.

סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.

*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.

משתני העזר של ארלנו-בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.

הגדרות המשתנים בלוח 3 (לעיל עמ' 00).

ד. ניתוח נתונים ענפיים

בפרק הקודם אמדתי את ההשפעה של זעזועים בנקאיים על צמיחת המשק שנה לאחר מכן. הנתונים לא התאימו לאמידת ההשפעה הבו־זמנית, כלומר השפעת הזעזוע הבנקאי על צמיחת המשק באותה שנה. כעת אעסוק בהשפעה הבו־זמנית על ידי שימוש בנתונים ענפיים. אני משתמש בשיטת האמידה של דל׳אריצ׳ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008) וקרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007) שמצאו שענפי תעשייה התלויים במימון חיצוני צומחים בזמן משבר בנקאי לאט יותר מענפים אחרים. ממצא זה תומך בהשערה שלבנקים יש השפעה על הפעילות הריאלית במשק. בפרק זה אני בוחן אם ענפים התלויים במימון חיצוני רגישים יותר לשינויים ברווחיות הבנקים, ברזרבות ובהון העצמי שלהם.

השפעה דיפרנציאלית עשויה לנבוע גם מסיבתיות הפוכה. כלומר חלקם של הענפים עתירי המימון בתיק האשראי של הבנקים הוא גדול יותר. לכן כשענף כזה בבעיה, הדבר משפיע גם על המערכת הבנקאית. לפיכך נצפה למצוא מתאם גבוה יותר בין הפעילות של הענפים עתירי המימון ובין מצב המערכת בנקאית, לעומת ענפים שאינם עתירי מימון. ואולם סוג כזה של מתאם יכול להתקיים רק כאשר הענפים עתירי המימון גדולים דיים להשפיע על המערכת הבנקאית כולה. לכן אפשר יהיה לבחון את הסיבתיות ההפוכה על ידי חלוקת המדגם לענפים גדולים וקטנים. אם יש סיבתיות הפוכה, היא תהיה חזקה יותר במדגם של ענפים גדולים. התוצאות של תרגיל זה מעידות שהסיבתיות ההפוכה במדגם הנוכחי זניחה (ראו לוח 13, להלן עמ׳ 00).

התלות במימון חיצוני נמדדת על ידי מדד שהציעו לראשונה רג׳ן וזינגלס (Rajan and Zingales 1998). הם השתמשו בנתונים פיננסיים של חברות אמריקניות בשנות השמונים, וחישבו מדד למימון חיצוני השווה ל־1 פחות היחס בין תזרים המזומנים להוצאות ההון של החברה. ההנחה העיקרית היא שתלות במימון חיצוני היא חלק מפונקציית הייצור של הענף. לכן חברות הפועלות באותו ענף במדינות שונות (או בתקופות שונות) תהיינה בעלות אותה תלות במימון חיצוני. הנחה זו מאפשרת להשתמש בנתוני ארצות הברית כמדד כללי למימון חיצוני גם במדינות אחרות. קרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007) הראו שהנחה זו אכן מתקיימת. הם חישבו את מדד רג׳ן־זינגלס למדינות אחרות ובתקופות אחרות, והראו שהמתאם שלו עם המדד המקורי הוא כ־0.8. על כן מדד רג׳ן־זינגלס, אף שחושב על סמך נתונים מארצות הברית, משקף תלות כללית במימון חיצוני שאינה תלויה במדינה או בתקופה.

הנתונים על צמיחת ענפי התעשייה הם מתוך מהדורת 2006 של Indstat3 שמפרסם ארגון UNIDO של האו״ם. הנתונים מסווגים לפי התיקון השני של ה־

ISIC, התואם את הסיווג הענפי שבו השתמשו רג'ן וזינגלס (Rajan and Zingales 1998). כל נתוני התעשייה הם ברמה של שלוש ספרות, ונתוני התלות במימון חיצוני הם מתוך לוח A1 של דל'אריצ'ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008). המודל שנאמד הוא המודל הבא:

$$Y_{ijt} = \alpha Y_{ijt-1} + \beta_1 EXDEP_i * ROA_{jt} + \beta_2 EXDEP_i * CAPITAL_{jt} +$$

$$+ \beta_3 EXDEP_i * RESERVES_{jt} + \Gamma X_{ijt} + c_{ij} + c_{it} + c_{jt} + \varepsilon_{ijt}$$

Y_{ijt} הוא אינדיקטור לפעילות הכלכלית של ענף i במדינה j בשנה t. $EXDEP_i$ הוא מדד רג'ן־זינגלס לתלות במימון חיצוני (external dependence) של ענף i, והוא נכנס לרגרסיה כאינטראקציה עם המשתנים הבנקאיים (ROA, CAPITAL ו־RESERVES). המוקד של הרגרסיה הוא במקדמים של האינטראקציה. אם המקדמים חיוביים, אזי זעזועים בנקאיים משפיעים יותר על ענפים התלויים במימון חיצוני, תוצאה שמעידה על השפעת הבנקים על הכלכלה הריאלית. X_{ijt} כולל משתנים מסבירים שהם ספציפיים למדינה, לענף ולשנה. כמו אצל דל'אריצ'ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008), המודל כולל שלושה סוגים של השפעות קבועות הנאמדות באמצעות משתני דמי: מדינה-ענף, מדינה-שנה וענף-שנה. על כן הרגרסיה מפקחת על כל סוגי המשתנים הבלתי נצפים, חוץ ממשתנים שהם ספציפיים למדינה, לענף ולשנה. זעזוע לענף המתכת בגרמניה בשנת 1990, לדוגמה, לא נתפס על ידי המשתנים המסבירים (ולכן נכלל בשארית), אבל זעזוע לענף המתכת העולמי בשנת 1990 או זעזוע מַקרו־כלכלי לכלכלת גרמניה באותה שנה כלולים במשתני הדמי ולכן אינם חלק מהשארית של המודל.

מאגר המידע Indstat3 מספק שלושה מדדים חלופיים לפעילות התעשייתית: הכנסות, ערך מוסף ומדד ייצור. מדדי ההכנסות והערך המוסף מדווחים במחירים שוטפים. הם מתקבלים באמצעות סקרים שנתיים שמטרתם למדוד את רמת הפעילות התעשייתית ואת הרכבה. ההכנסות כוללות את הערך של כל המוצרים שיוצרו בענף, והערך המוסף הוא ההפרש בין ערך ההכנסות לערך התשומות של מוצרים ושירותים. מדד הייצור הוא אינדיקטור נפרד שנועד למדוד את השינוי בפעילות הכלכלית. הוא מחושב ברמה חודשית או רבעונית ומנכה השפעות כגון שינוי במחירים, בסיווג, בכיסוי המדגם ורעשים אחרים. על כן בממד הזמן מדד הייצור הוא אינדיקטור טוב לשינויים בפעילות הכלכלית יותר ממדד ההכנסות או הערך המוסף. לוח 12 להלן מציג סטטיסטיקה תיאורית של שלושת המשתנים, לאחר השמטת אחוז אחד מכל צד של ההסתברות (בשל תצפיות חריגות מאוד).

מדד הייצור פחות תנודתי מאשר ההכנסות והערך המוסף, והוא גם מתואם יותר עם צמיחת התמ"ג. על כן אני משתמש בו כמדד העיקרי לפעילות הכלכלית, אך מדווח גם על התוצאות בשני המדדים האחרים. עוד יתרון למדד הייצור על פני המדדים האחרים הוא זמינות הנתונים הגדולה בכשלושים אחוז.

לוח 12: סטטיסטיקה תיאורית של משתני פעילות לענפי התעשייה

	מדד התפוקה	תוצר ריאלי	ערך מוסף ריאלי
ממוצע	1.5	1.2	0.8
סטיית תקן	7.1	10.7	12.6
מינימום	-21.6	-35.8	-48.2
מקסימום	25.7	51.6	56.4

מטריצת המתאם של צמיחת ענפי התעשייה* וסך התמ"ג

	מדד התפוקה	תוצר ריאלי	ערך מוסף ריאלי	תמ"ג
מדד התפוקה	1.00			
תוצר ריאלי	0.39	1.00		
ערך מוסף ריאלי	0.33	0.72	1.00	
תמ"ג	0.35	0.25	0.22	1.00

* שיעורי גידול (באחוזים)

אני מניח שהמשתנים הבנקאיים ושאר המשתנים המַקרו־כלכליים הם בעלי אקסוגניות חזקה (strictly exogenous). זכרו שהרגרסיה כוללת השפעות קבועות ברמת המדינה-ענף, מדינה-שנה וענף-שנה, כך שהשאריות מכילות זעזועים ברמת מדינה-ענף-שנה. זעזועים אלו יכולים להשפיע על המשתנים המַקרו־כלכליים רק אם הענף המדובר גדול דיו. במדגם הנוכחי יותר מ־97 אחוז מהתצפיות שייכות לענפי תעשייה קטנים שגודלם פחות משלושה אחוזי תוצר. על כן סביר להניח שהשאריות, המייצגות יחידות כלכליות קטנות יחסית, לא תהיינה מתואמות עם המשתנים המַקרו־כלכליים (לאחר הפיקוח של משתני הדמי).

תוצאות עיקריות

לוח 13 להלן מציג את התוצאות העיקריות, לאחר השמטת האחוזון הראשון והאחרון של המשתנה התלוי (הגידול בייצור) בשל תצפיות חריגות (חלקן מרוחקות יותר מעשר סטיות תקן מהממוצע). כל המשתנים המסבירים הם בעלי אקסוגניות חזקה מלבד המשתנה התלוי בפיגור וגודל הענף בפיגור. שני משתנים אלו הם בעלי אקסוגניות חלשה מכיוון שהם מתואמים עם שאריות מהעבר, ולכן הם נאמדים באמצעות משתני עזר על ידי אומד ארלנו־בונד. עמודה I בלוח 13 מציגה את תוצאות המשוואה העיקרית. האינטראקציה של התלות במימון חיצוני עם תשואה להון חיובית ומובהקת. תוצאה זו מלמדת שענפים תלויי מימון חיצוני רגישים יותר לשינויים ברווחיות הבנקים. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם דל׳אריצ׳ה ואחרים (Dell'Ariccia *et al.* 2008) וקרוזנר ואחרים (Kroszner *et al.* 2007) שמוצאים כי ענפים תלויי מימון חיצוני צומחים לאט יותר בתקופות משבר. בדומה לתוצאות מהפרק הקודם, השפעת הרזרבות חלשה יותר מהשפעת הרווחיות, והשפעת ההון העצמי בדרך כלל לא מובהקת.

ההשפעה הדיפרנציאלית נמשכה כשנתיים. הוא מורכב מהשפעה בו־זמנית ומהשפעה בפיגור. פיגורים אחרים של אינטראקציות נמצאו לא מובהקים, כך שהשפעת הזעזוע הבנקאי נמשכת כשנתיים. תוצאה זו התקבלה גם בניתוח נתוני המדינות, שם נמצא שהשפעת הזעזוע הבנקאי זניחה כעבור שנתיים, מכיוון שקצב הדעיכה שלה היה מהיר. אותה דינמיקה נמצאה במאמר של דמירגוק־קונט ואחרים (Demirgüç-Kunt *et al.* 2006). הם ניתחו נתונים של 36 משברים בנקאיים, ומצאו שהתכווצות התוצר נמשכת בדרך כלל שנה לאחר פרוץ המשבר.

עמודה II מוסיפה אינטראקציות של התלות במימון חיצוני עם משתנים מַקרו־כלכליים כדי לפקח על אפקט דיפרנציאלי (אם יש כזה) של משתנים מַקרו־כלכליים. ענפים עתירי מימון, לדוגמה, עשויים להיות רגישים יותר לריבית או למשתנים פיננסיים אחרים המתואמים עם המשתנים הבנקאיים. ייתכן גם שענפים עתירי מימון הם מחזוריים יותר ממשתנים אחרים. אפקט זה נאמד על ידי האינטראקציה של התלות במימון חיצוני EXDEPi עם המשתנה GDPRESTijt, המציין את צמיחת התוצר של מדינה j ללא ענף i (המשמש כמשתנה התלוי). הוספת משתנים אלו אינה משנה את התוצאות העיקריות.

בדומה לנתונים ברמת המדינה, אני בודק בעמודה III אם האפקט הדיפרנציאלי של התשואה להון נשאר מובהק כאשר אפיזודות של משבר בנקאי מושמטות. מאחר שהנתונים כעת הם ברמת התעשייה, התצפיות המתייחסות לזמני משבר רבים יותר, ומגיעות לכ־786 תצפיות (7.4 אחוזים מהמדגם). השמטת תצפיות

אלו אינה משנה את התוצאות במידה ניכרת. המקדמים של EXDEP*ROA משתנים בחצי סטיית תקן לכל היותר, והסכום של שתי האינטראקציות (בזמן t ובזמן t-1) נשאר כמעט ללא שינוי. לפיכך האפקט הדיפרנציאלי הנאמד אינו נובע מזמנים של משבר בנקאי. הוא משקף קשר סיבתי בין זעזועים בנקאיים ובין הפעילות הריאלית במשק המתקיים באופן כללי, הן בזמני משבר והן בזמנים רגילים.

הזיהוי של האפקט הדיפרנציאלי תלוי בהנחה שאין סיבתיות הפוכה. כמו שכבר צוין לעיל, סיבתיות הפוכה תהיה חמורה במיוחד במדגם של ענפי תעשייה גדולים, מפני שהיא מותנית בהנחה שזעזועים ברמת הענף (שאינם מתואמים עם זעזועים ברמת המדינה הנתפסים על ידי משתני הדמי) משפיעים על כלל המערכת הבנקאית. ענפים קטנים, אפילו אם הם תלויים מאוד במימון, אינם יכולים להשפיע על כלל המערכת הבנקאית השפעה ניכרת. על כן סיבתיות הפוכה היא פחות סבירה במדגם של ענפים קטנים. אם כן, אפשר לבחון את קיומה של סיבתיות הפוכה על ידי חלוקת המדגם לענפים גדולים וקטנים, ואמידת המודל בכל אחד מהמדגם בנפרד. מאחר שההטיה הנובעת מסיבתיות הפוכה צפויה להיות קטנה יותר במדגם של ענפים קטנים, האפקט הדיפרנציאלי הנאמד צריך להיות נמוך יותר אם הוא נובע מסיבתיות הפוכה. מבחן זה מתבצע בעמודות IV ו־V, שבהן המדגם מחולק לענפים הקטנים מהחציון (פחות מ־0.45 אחוז מהתוצר) ולענפים הגדולים מהחציון. האפקט הדיפרנציאלי בענפים הקטנים גדול יותר ומובהק יותר. תוצאה זו מפריכה את ההשערה שהתוצאות נובעות מסיבתיות הפוכה.

לוח 13: אמידת האפקט הדיפרנציאלי של הזעזועים הבנקאיים על הייצור התעשייתי

משתנה תלוי: ייצור בתקופה t					
משתנים מסבירים	Arellano-Bond				
	I	II	III	IV	V
PRODUCTION $_{t-1}$	0.052*** (0.019)	0.063*** (0.019)	0.051** (0.021)	0.060** (0.026)	0.033 (0.029)
EXDEP*ROA $_t$	1.054*** (0.348)	0.954*** (0.352)	0.837** (0.395)	1.122** (0.488)	0.465 (0.525)
EXDEP*ROA $_{t-1}$	0.998** (0.399)	0.982** (0.417)	1.287*** (0.455)	0.992* (0.553)	1.158** (0.592)
EXDEP*CAPITAL $_t$	0.453 (0.281)	0.451 (0.294)	0.399 (0.300)	0.733* (0.441)	0.117 (0.337)
EXDEP*CAPITAL $_{t-1}$	0.316 (0.332)	0.332 (0.358)	0.378 (0.368)	0.510 (0.497)	-0.281 (0.376)
EXDEP*RESERVES $_t$	0.080 (0.161)	0.101 (0.201)	0.038 (0.203)	-0.122 (0.289)	0.153 (0.265)
EXDEP*RESERVES $_{t-1}$	0.350* (0.189)	0.272 (0.197)	0.107 (0.188)	0.074 (0.321)	0.101 (0.226)
INDUSTRY SIZE $_{t-1}$	-0.696 (0.695)	-0.230 (0.738)	-0.518 (0.946)	-5.013 (4.295)	-0.526 (0.759)
Interactions of EXDEP with current and lagged values of: GDPREST, REAL INTEREST, RER, INF, STOCKS.	No	Yes	Yes	Yes	Yes
H_0: Residuals are serially uncorrelated (P value)	0.60	0.58	0.96	0.72	0.11
Industry size	All	All	All, crisis years excluded	Smaller than 0.45% of GDP	Larger than 0.45% of GDP
No. of observations	11,114	10,635	9846	5,317	5,318

המודלים כוללים השפעות קבועות ברמת מדינה-ענף, מדינה-שנה וענף-שנה.
האחוזון הראשון והאחרון של המשתנים התלויים הושמטו.
סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.
*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.
משתני העזר של ארלנו־בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.
הגדרות המשתנים בלוח 3 (לעיל עמ' 56).

לסיום, לוח 14 להלן מדווח על התוצאות של הרגרסיות העיקריות כאשר המשתנה התלוי הוא הגידול בהכנסות ובערך המוסף (במקום במדד הייצור). מדד מחירי התוצר משמש לקבלת שיעורי גידול ריאליים. משתנים אלו תנודתיים יותר ממדד הייצור, מפני שהם אינם מנכים השפעות מחיר, סיווג, גודל מדגם ורעשים אחרים. אפשר לראות זאת בייחוד ברגרסיות עם ערך המוסף כמשתנה תלוי (עמודות VI–IV), כאשר שני הפיגורים של המשתנה התלוי הם שליליים. ברגרסיה עם ההכנסות כמשתנה תלוי (עמודות III–I) הפיגור הראשון של המשתנה התלוי יוצא חיובי אך השני שלילי. תוצאות אלו מעידות על דינמיקה של תיקון טעויות מסוג מסוים, הנובעת מטעויות במדידת המשתנים התלויים. עם זאת, האפקט הדיפרנציאלי הבו־זמני עדיין מובהק, אף כי הפיגור שלו אינו מובהק.

לוח 14: אמידת ההשפעה הדיפרנציאלית על הגידול בהכנסות ובערך המוסף של ענפי התעשייה

Arellano-Bond Estimator				
צמיחה ריאלית של התוצר		צמיחה ריאלית של ערך מוסף		
II	III	IV	V	VI
0.036	0.044*	-0.047**	-0.024	-0.033
(0.024)	(0.024)	(0.020)	(0.023)	(0.024)
-0.035*	-0.030		-0.034*	-0.029
(0.019)	(0.019)		(0.020)	(0.022)
1.022*	0.954	1.623***	1.616***	0.921
(0.527)	(0.715)	(0.549)	(0.566)	(0.718)
	0.375			-1.290*
	(0.701)			(0.756)
0.146	0.112	-0.602	-0.544	-0.235
(0.607)	(0.641)	(0.729)	(0.748)	(0.807)
	-0.203			0.534
	(0.800)			(0.963)
0.488*	0.076	0.265	0.220	-0.180
(0.271)	(0.313)	(0.317)	(0.352)	(0.376)
	-0.584			-0.416
	(0.358)			(0.377)
-2.222	-2.590	-4.965	-4.572*	-4.639*
(2.085)	(2.110)	(3.059)	(2.729)	(2.804)
Current	Current and lags	Current	Current	Current and lags
0.42	0.52	0.12	0.32	0.98
8,376	7,838	8,538	8,246	7,712

המודלים כוללים השפעות קבועות ברמת מדינה-ענף, מדינה-שנה וענף-שנה.
האחוזון הראשון והאחרון של המשתנים התלויים הושמטו.
סטיות התקן בסוגריים עמידות להטרוסקדסטיות.
*** ** * מציינים מובהקות ברמה של 1%, 5% ו־10%, בהתאמה.
משתני העזר של ארלנו־בונד כוללים את הפיגור השני עד הרביעי.
הגדרות המשתנים בלוח 3 (לעיל עמ' 00).

משתנה תלוי:	
	I
משתנה תלוי $_{t-1}$	0.046** (0.020)
משתנה תלוי $_{t-2}$	
EXDEP*ROA $_{t}$	1.064** (0.529)
EXDEP*ROA $_{t-1}$	
EXDEP*CAPITAL $_{t}$	0.023 (0.601)
EXDEP*CAPITAL $_{t-1}$	
EXDEP*RESERVES $_{t}$	0.519** (0.251)
EXDEP*RESERVES $_{t-1}$	
SHARE $_{t-1}$	-2.277 (1.767)
Interactions of EXDEP with current and lagged values of: GDPREST, INTEREST, RER, INF, STOCKS	Current
H_0: Residuals are serially uncorrelated (P value)	0.01
No. of observations	8,647

ה. סיכום

מחקר זה אומד את ההשפעה של רווחיות הבנקים, ההון העצמי והרזרבות שלהם על הצמיחה הכלכלית. המוקד של הדיון הוא בהשפעות קצרות טווח של זעזועים בנקאיים על מחזור העסקים. הניתוח נחלק לשתיים. בחלק הראשון נאמדת ההשפעה בפיגור של זעזועים בנקאיים על צמיחת התמ"ג. זעזועים ברווחיות הבנקים נמצאו מובהקים ובעלי השפעה חיובית על שיעור הצמיחה. ההשפעה חזקה יותר בפעילויות כלכליות עתירות מימון (כגון השקעות) מבפעילויות לא עתירות מימון (למשל צריכה). יתר על כן, פעילויות המושפעות יותר מזעזועים בנקאיים גם רגישות יותר לשינויים בשער הריבית ובשוק המניות. תוצאות אלו מלמדות שההשפעה הנאמדת אמנם קשורה לתנאים בשוק ההון.

החלק השני משתמש בנתונים ברמה ענפית ומראה שענפים שתלויים במימון חיצוני מושפעים יותר מזעזועים בנקאיים. האפקט הדיפרנציאלי כולל השפעה בו־זמנית והשפעה בפיגור, פחות או יותר באותו גודל. על כן ההשפעה הריאלית של זעזועים בנקאיים נמשכת כשנתיים. ממצא זה עקבי עם הניתוח בחלק הראשון של המאמר ועם העובדות הידועות על משברים בנקאיים, כמו שמצאו דמירגוק־קונט ואחרים (Demirgüç-Kunt *et al.* 2006).

מתוך המשתנים הבנקאיים שנבחנו במאמר זה, רווחי הבנקים הם בעלי ההשפעה המובהקת ביותר על הכלכלה הריאלית, ואילו הרזרבות בעלות השפעה חלשה יותר. ההון העצמי של הבנק נמצא לא מובהק ברוב הרגרסיות של המאמר, על פני ספסיפיקציות שונות, מדדים שונים לפעילות ריאלית ומדגמים. תוצאה זו מרמזת שהגדלת ההון העצמי, למשל על ידי תוכנית הצלה ממשלתית, אינה מעודדת צמיחה. היא עשויה להיות חיונית כדי למנוע נפילה של בנקים ואת ההשלכות הקשות של תופעה זו, אך איני מוצא עדות אמפירית ליכולתה להגביר את הצמיחה הכלכלית.

ביבליוגרפיה

Albertazzi, U. and L. Gambacorta, 2006a. "Bank Profitability and Taxation," unpublished manuscript.

Albertazzi, U. and L. Gambacorta, 2006b. *Bank Profitability and the Business Cycle*, Rome: Bank of Italy Economic Research Department, research paper No. 601.

Arellano, M. and S. Bond, 1991. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies* 58(2): 277–297.

Ashcraft, A. B., 2005. "Are Banks Really Special? New Evidence from the FDIC-Induced Failure of Healthy Banks," *The American Economic Review* 95(5): 1712–1730.

Barrell, R., E P. Davis and O. Pomerantz, 2006. "Costs of Financial Instability, Household-Sector Balance Sheets and Consumption," *Journal of Financial Stability* 2: 194–216.

Bernanke, B. S. and A. Blinder, 1988. "Credit, Money and Aggregate Demand," *The American Economic Review* 78(2): 435–439.

Bernanke, B. S. and M. Gertler, 1987. "Banking and Macroeconomic Equilibrium," W. A. Barnett and K. J. Singleton (eds.), *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.

Bernanke, B. S. and M. Gertler, 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *The American Economic Review* 79(1): 14–31.

Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel and M. S. Martinez-Peria, 2001. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy* 32: *51–82*.

Calomiris, C. W. and J. R. Mason, 2003. "Consequences of Bank Distress during the Great Depression," *The American Economic Review* 93(3): 937–947.

Chami, R. and T. F. Cosimano, 2001. *Monetary Policy with a Touch of Basel*, IMF working paper No. 01/151 (October).

Davis, E. P. and M. R. Stone, 2004. "Corporate Financial Structure and Financial Stability," *Journal of Financial Stability* 1: 65–91.

Dell'Ariccia, G., E. Detragiache and R. Rajan, 2008. "The Real Effect of Banking Crises," *Journal of Financial Intermediation* 17: 89–112.

Demirgüç-Kunt, A., E. Detragiache and P. Gupta, 2006. "Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress," *Journal of International Money and Finance* 25: 702–718.

Holmstrom, B. and J. Tirole, 1997. "Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector," *Quarterly Journal of Economics* 112(3): 663–691.

Kashyap, A. K. and J. C. Stein, 2000. "What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?" *The American Economic Review* 90(3): 407–428.

Kroszner, R. S., L. Laeven and D. Klingebiel, 2007. "Banking Crises, Financial Dependence, and Growth," *Journal of Financial Economics* 84: 187–228.

Loutskina, E. and P. E. Strahan, 2009. "Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations," *The Journal of Finance* 64(2): 861–889.

Nickell, S. 1981. "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects," *Econometrica* 49(6): 1417–1426.

Peek, J. and E. S. Rosengren, 2000. "Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States," *The American Economic Review*, 90(1): 30–45.

Rajan, R. G. and L. Zingales, 1998. "Financial Dependence and Growth," *The American Economic Review* 88(3): 559–586.

Sharpe, S. A., 1995. "Bank Capitalization, Regulation, and the Credit Crunch: A Critical Review of the Research Findings," *Finance and Economic Discussion Series* 95–20, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Van den Heuvel, S. J., 2007. "The Bank Capital Channel of Monetary Policy," Unpublished Manuscript, University of Pennsylvania.

Vennet, R. V., 1999. "The Law of Proportionate Effect and OECD Bank Sectors," Unpublished Manuscript, University of Ghent.

לקריאה נוספת:

Caprio, G. and D. Klingebiel, 2003. "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises," World Bank.

Maddala, G. S. and S. Wu, 1999. "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61: 631–652

OECD 2004. *Bank Profitability Methodoligical Country Notes*, OECD Publishing.

Ranciére, R., A. Tornell and F. Westermann, 2008. "Systemic Crises and Growth," *Quarterly Journal of Economics* 123(1): 359–406

דיון: ההשפעות הריאליות של זעזועים במערכת הבנקאית: ממצאים ממדינות ה־OECD

מתדיינים: יוסי זעירא, אורן לוינטל, ישי יפה

במסגרת הדיונים במכון ון ליר בירושלים, נדון המשבר במערכת הבנקאית. פרופ׳ יוסי זעירא הציג אפשרויות תיאורטיות להתמודדות עם משברים בנקאיים, ואורן לוינטל הציג את עבודתו האמפירית. פרופ׳ ישי יפה בחן את התפתחותו של משבר הבנקאות ביפן ואת מאפייניו. המפגש התקיים בצל המשבר הניהולי בבנק הפועלים, שבו התערב המפקח על הבנקים בבנק ישראל.

פרופ׳ יוסי זעירא הציג מודל בסיסי של ניהול סיכונים של בנק, כאשר הבנק נדרש להלימות הון מסוימת להחזרת השקעות במקרה של אי־הצלחה. הוא טען שבמיתון רגיל לא תופיע בהכרח מלכודת נזילות, אבל היא כן תופיע במיתון שיש בו יסוד של משבר כלכלי. במצב כזה הורדת הריבית מטעם הבנק המרכזי יכולה שלא להשפיע על היצע האשראי שהבנקים מעניקים, ואף להשפיע באופן שלילי, כלומר להקטין את האשראי. הדבר תלוי בהשפעות שיש לריבית על ההון העצמי מכאן, ובהחזר שנדרשים לו הבנקים מכאן.

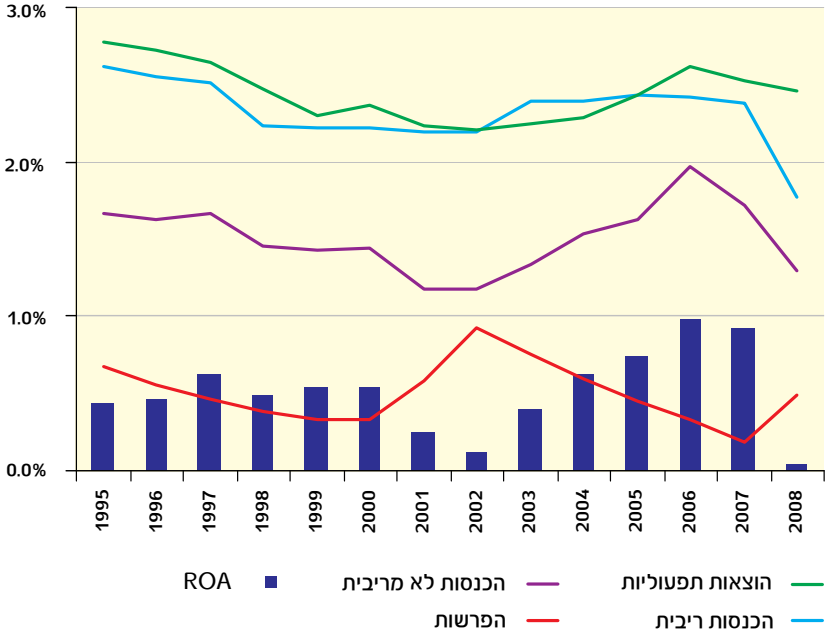
מכאן עולות שתי אפשרויות עיקריות להתמודדות עם משבר פיננסי של הבנקים: אחת, להגדיל את ההון העצמי. שנייה, לעזור לבנקים להיפטר מחלק מהנכסים הרעילים. פרופ׳ זעירא סבר שהאפשרות השנייה עדיפה, ואפשר לבצע אותה על ידי חיוב הבנקים בבדיקה, או על ידי בדיקה של הממשלה את הבנקים. יש לכך חשיבות, גם מכיוון שהון עצמי תלוי במידע שיש לציבור על ההתרחשויות. יכולה להיות ירידה בהון העצמי בשל פניקה של הציבור, והמידע על הנכסים הרעילים עדיין אינו זמין, ודאי לא בארצות הברית.

אחת הדרכים האפשריות לחילוץ נכסים רעילים היא הצעה של הממשלה לבנק להחליף חלק מהנכסים בנכסים טובים (כגון איגרות חוב ממשלתיות). המימון לכך ייעשה על ידי הנפקת מניות נוספות של הבנק ומכירתן בשוק. כך יוענשו בעלי המניות הנוכחיים כי הונם ידולל, וכך נמנע מלוא המימון ממשלם המסים, ואין צורך לעסוק בבעיית התמחור של הנכסים הרעילים. הממשלה תהיה מוכנה לשלם יותר על הנכסים הבעייתיים, אך חלק מן המחיר מושת על בעלי המניות. מובן שישנה סוגיה של צדק: האם צודק להעניש, למשל, 75 אחוז מבעלי המניות של בנק הפועלים שאינם שרי אריסון, אלא בעלי קרנות פנסיה וכדומה?

לאחר מכן הציג **אורן לוינטל** פרק מעבודת הדוקטורט שלו על משברים בנקאיים. זהו מחקר אמפירי שמנסה לאמוד את ההשפעות של זעזועים במערכת

הבנקאית על הכלכלה הריאלית (ראו המאמר בפרק זה לעיל). הוצגו נתונים על כמה משברים בנקאיים נקודתיים. כל המשברים התחילו בשוק – בועת נדל"ן, שער חליפין, צניחת מחירי נפט. בכל הדוגמאות ישנה עלייה בחובות המסופקים, כלומר הבעיה היא בהלוואות המסורתיות. הוצג המצב בישראל מאז שנת 1995 (להלן תרשים 1), ובו אפשר לראות את העלייה בהפרשות בשנות המשבר 2001–2002. על פי הנתונים בתרשים, ישראל עוד לא נמצאת במשבר כמו אלו שנסקרו מכיוון שהבנקים עדיין ברווח. נשמעו הערכות של המשתתפים שהירידה בהכנסות יכולה לנבוע מהירידה בתיווך בניירות ערך עקב הירידות בבורסה, מהפסדים בנוסטרו, ממכירת קופות הגמל ומרפורמת בכר.

תרשים 1: פעילות הבנקים בישראל, 1995–2008



מקור: אורן לוינטל

הוצגה אחת מתוצאות המחקר: לתשואה להון של שנה מסוימת ישנה השפעה על צמיחת המשק בשנה שאחריה. זוהי השפעה מובהקת, וכל ירידה של נקודת אחוז בתשואה על הנכסים בשנה מסוימת מקטינה את הצמיחה במשק ב־0.3 נקודות אחוז בשנה שאחריה. נשמעה הערכה שכאשר ישנו מחזור עסקים, בפרט כאשר הוא מלווה

במשבר כלכלי, הבנקים מגבירים את מחזור העסקים והוא יהיה חריף וממושך יותר.

עוד תוצאות שהוצגו הן שהשפעתו של הרווח המימוני גדולה יותר מהשפעתם של שאר המרכיבים ברווחיות הבנק. זאת ועוד, במדינות שמערכת הבנקאות בהן גדולה (היקף האשראי הבנקאי ביחס לתוצר) ההשפעה חזקה פי שלושה מבמדינות אחרות. ההשפעות הריאליות של רווחיות הבנקים נמשכות כשנתיים. לבסוף, הוצגה התוצאה ששינויים בהון העצמי של הבנקים אינם משפיעים על הצמיחה. אורן לוינטל ציין שלפי עבודתו אין הוכחה אמפירית שעל ידי תוספת הון לבנקים אפשר לעודד את המשק.

פרופ׳ ישי יפה הציג את התפתחותו של משבר הבנקים ביפן. הדעה הרווחת היא שהמשבר החל בגלל רגולציה לא מאוזנת. עד ראשית שנות השמונים היו מגבלות רגולטוריות על החברות לגייס אשראי לא בנקאי. עם התרת המגבלות על גיוס אג״ח ועל הנפקת מניות חל שינוי מהיר במספר החברות המנפיקות. הנתון החשוב הוא שעיקר החברות שעזבו את הבנקים הן חברות התעשייה הטובות ביותר, ולא חברות מתחומי השירותים והנדל״ן. הדה־רגולציה, לעומת זאת, לא עסקה בשני אפיקים אחרים: רוב החסכונות של הציבור הופקדו בבנקים (כאשר שיעור החיסכון הוא גבוה), וישנם חסכונות רבים בבנקים; ולא נעשתה חקיקה דומה שתאפשר לבנקים לבצע פעולות שאינן בנקאות קלאסית. כך איבדו הבנקים את לקוחותיהם הגדולים, ונשארו עם חסכונות רבים. לכן הם החליטו לתת אשראי גדול הרבה יותר לחברות קטנות וכן הלוואות מגובות נדל״ן.

הרושם הוא שעיקר העלות של המשבר הוא משכו הרב, והיה אובדן צמיחה ניכר, שכן היתה יכולה להיות צמיחה אם המשבר היה נפתר קודם. אחת הסיבות שהמשבר נמשך זמן רב היא שבעת המשבר היה לבנקים אינטרס להחזיק את הלווים הגרועים ״בחיים״ ולא לחשוף את החובות האבודים, כדי שלא יסגרו את הבנקים. הדבר גם הקשה על חברות טובות לקבל הלוואות, כי הגרועות קיבלו הלוואות מתמשכות. נמנו כמה סיבות להתמשכות המשבר: חשש היסטורי לסגור בנקים, הסתרה של הבנקים את חומרתה המלאה של הבעיה, ציפייה ששוק הנדל״ן יתחיל לעלות שוב, וחוסר יכולת של הממשלה לקבל החלטות לטווח ארוך.

היו ניסיונות מעטים להזרים כסף לבנקאות ולקנות את החובות האבודים. היו ניסיונות גם לאכוף משמעת ותחרות בבנקאות, ולתת לחלשים ליפול. רק בסוף שנות התשעים נעשו הניסיונות האלה רציניים, וביתר שאת משנת 2003. בראשית שנות האלפיים הוקם גוף שתפקידו היה לקנות את החובות האבודים ולמכור אבודים. בד בבד הזריקו הון למערכת הבנקאות. היו מיזוגים בין בנקים והושלמו הרפורמות בחסכונות הציבור ובפעילות המותרת לבנקים. ייתכן שעדיין לא הסתיימה ההצטמצמות של המערכת הבנקאית ביפן לגודל נורמלי מבחינת יחס הפיקדונות והחוב הבנקאי לתוצר.

להלן עניינים עיקריים שעלו בדיון:

א. נשמעה הערה שההון לא משחק את התפקיד העיקרי במשברים. גם במשברים קשים מאוד היה ההפסד על הנכסים שלושה אחוזים בשנה, ורשמית הבנקים נדרשים לתשעה אחוזים, כלומר הון שמספיק לשלוש שנים של משבר, ובדרך כלל המשבר לא נמשך זמן כה רב. לכן לא כדאי להכביד על הבנקים מראש בדרישות ההון, כי הכבדה זו עלולה לייקר את האשראי ולצמצם את היקפו. בניגוד למודל שהציג פרופ׳ זעירא, נטען שבמשבר האחרון חלק גדול מהנכסים הרעילים היו תוצרת של הבנקים, ולא נכסים אקסוגניים. על כן על הרגולציה לטפל דווקא בתחום זה, ובמהירות האפשרית. יש להתמקד במוטיבציה של מנהלי הבנקים ובניגודי עניינים – בעיית הנציג.

ב. הוצגה הטענה שבכלכלה המודרנית, שהמערכת הפיננסית כה חשובה בה, שאיפתם של בנקים לרווחים מרביים תוביל תמיד לנקודה כלשהי שבה יהיה משבר גדול. ייתכן שהמצב ישתפר אם יהיו פיקוח הדוק יותר וגילוי רב יותר של פעולותיהם, גם על ידי בעלות ציבורית. לא בטוח שהלימות ההון היא הגורם לכך שאנשים מפקידים את כספם בבנק בביטחון, אלא דווקא הגיבוי הציבורי. על כן מוטב אולי להשתמש גם בבעלות ציבורית על בנקים. ייתכנו בנקים פרטיים וציבוריים זה בצד זה.

ג. חלק ניכר של הריבית באשראי הבנקאי הוא פרמיית סיכון. בעת משבר רכיב זה עולה ללא קשר לריבית בנק ישראל. על כן הורדת הריבית לא תפתור את הבעיה במשברים.

ד. הכשל העיקרי של שוק ההון המודרני הוא שאנו סוחרים לא רק בהון של אחרים, אלא גם במידע. המשקיעים לא תמיד יודעים מספיק מה עושים בכספם. לכן ברמה מסוימת שוק ההון צריך רגולציה ופיקוח של הממשלה. למערכות מפוקחות יש תכונה שהן מנסות לברוח מהפיקוח ולעוקפו, כך עד למשבר, ואולי לכן יהיו גלים היסטוריים של משברים בלתי נמנעים.

ה. התפיסה של הפיקוח צריכה להתמקד בבניית התמריצים ובהפנמת הסיכונים. ראשית, הלימות הון אקס־אנטה מגדילה את העלות של החשיפה לסיכון. בעת משבר אפשר לדרוש מהבנקים, במקום לצמצם את האשראי (הקטנת המונה של ההלימות), לגייס הון נוסף (הגדלת המכנה של ההלימות). כך תיפתר גם הבעיה של סיכון מוסרי, כי הקבוצה השולטת תדע בסיבוב הבא שאם לא תנהל נכון את ההון תצטרך שוב להגדיל את ההון בבנק. שנית, על המפקח לסנן מידע קיים ולהעביר אותו לציבור.

ו. באשר למטרתו של המפקח על הבנקים, נטען שראשית עליו לוודא שהבנקים לא יהיו הגורם למשבר הריאלי, ושנית לוודא שלבנקים יהיה החוסן לעמוד

בשפל של מחזור העסקים, שהמערכת לא תקרוס. בזה יש לטפל קודם כול באמצעות התמריצים. יש לבדוק האם המערכת מצרפת אנשים רבים כאשר ישנה בועה שמתנפחת. מבחינת הון עצמי, כל עוד מאמינים שהבנק לא ייפול אין בו צורך. אבל היום המפקידים המוסדיים רואים בו מדד ליציבות הבנק. ההון העצמי חשוב בעתות משבר, והאנטי־מחזוריות של ההון העצמי היא כיוון נכון, שלא היה רווח מדי עד המשבר האחרון.

יש להבחין בין שני סוגים של נכסים רעילים ובעייתיים. ישנם נכסים שכדי שיחזרו להיות בעלי ערך צריכה לחזור בועה מסוימת; נכסים כאלו שווים אפס, ויש למחוק אותם. לעומתם, ישנם לעתים נכסים שיש להם יכולת שרידות, ובהנחות סבירות ערכם יכול לעלות. דוגמה מעניינת היא ענף התיירות בישראל באינתיפאדה של 2000–2001. אם על הבנקים היה לחשב את ערך הנכסים שהם הלוו להם לפי שוויים באותו הזמן, המלונות היו שווים את ערך המגרש בלבד. אבל הפיקוח על הבנקים התיר להם לבדוק את שווי ההלוואה לפי תרחישים שבתוך שנתיים או שלוש שנים תגדל התפוסה במלונות. כאשר מדברים על קניית נכסים רעילים בעת משבר, אין הבדל גדול לעומת תמחור במועד אחר. ייתכן שמכירת נכסים רעילים אינה פועלת לטובת בעלי המניות בבנק, ואם היה להם אורך רוח היו רואים שחלק מהנכסים אינם גרועים כפי שחושבים.

ז. נשמעה טענה שבעשרות השנים האחרונות נשארו הבנקים הגופים היחידים שמובטח לקבל בהם את כספך חזרה, שלא כקרנות פנסיה למשל. נראה שיש להם תפקיד חשוב במערכת הפיננסית, ועל כן יש לשאול אם לא כדאי לחזור למצב של רגולציה חריפה יותר. נראה שהדה־רגולציה לא הביאה להקצאה אופטימלית של הכסף, אז מדוע לא לחזור לרגולציה חזקה כמו זו שהופעלה לאחר מלחמת העולם השנייה? ייתכן שאין צורך בהלאמה, אך לא ברור שדרושה תחרות במגזר הפיננסי.

ח. צוין שהרווחיות לטווח קצר כבסיס לתמריצים למנהלים ולאחרים היתה אחת הסיבות ללקיחת הסיכונים. עוד הוצע לבחון נכסים פיננסיים ובועות במדיניות המוניטרית, ולא רק את מדד המחירים לצרכן.

פרק 5
המשבר הכלכלי העולמי ומקורותיו: הפרספקטיבה הישראלית

קרנית פלוג, מנואל טרכטנברג, ירום אריאב

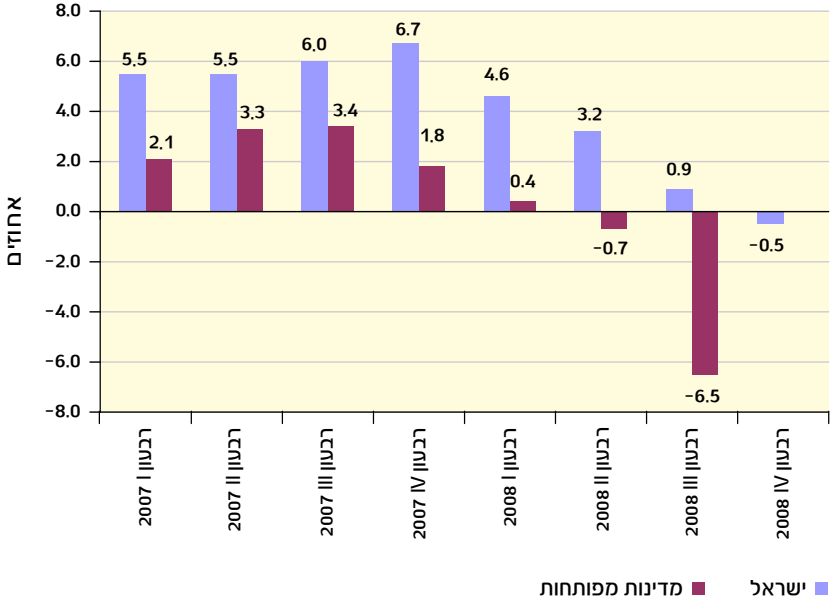
במסגרת הדיונים במכון ון ליר בירושלים, הוצגו הנתונים העדכניים ביותר על היקפו של המשבר הכלכלי בעולם ועל השפעתו על ישראל. את הנתונים הציגו ראש חטיבת המחקר בבנק ישראל, ראש המועצה הלאומית לכלכלה ומנכ"ל משרד האוצר, ואת ההתייחסות למשבר הציג פרופ' אריה ארנון. המפגש הוקדש ללימוד מאפייני המשבר ולא לדיון במדיניות הרצויה בעקבותיו. יש לציין שכל הנתונים והתרשימים שהוצגו אז, ומוצגים כאן במסמך זה, משקפים את ההערכות נכון לחודש מרץ 2009. המפגש התקיים ב־8 במרץ 2009 במכון ון ליר בירושלים.

ד"ר קרנית פלוג, ראש חטיבת המחקר בבנק ישראל, הציגה נתונים ראשונים על היקף המשבר בעולם ועל ההשפעות על ישראל. ככל שנמשך המשבר, מאמצע שנת 2008 ואילך, עודכנו התחזיות לצמיחה של קרן המטבע הבינלאומית במדינות המערב ובמדינות המתפתחות כלפי מטה. קרן המטבע הבינלאומית צפתה שבשנת 2009 תתקרב הצמיחה העולמית לאפס, ושגם בשנת 2010 יהיה מיתון כלל־עולמי. פלוג ציינה שקרן אור אחת במשבר היא הירידה התלולה במחירי הסחורות ובמחירי הנפט, שמשפרת במידת מה את תנאי הסחר של ישראל.

ישראל חשופה למשבר העולמי מכמה סיבות. ראשית, מכיוון שהיא משולבת היטב בכלכלה העולמית. שנית, מכיוון שמדובר במשק קטן ישנה תלות רבה בייצוא, בפרט בתחום ההיי־טק. בכלל הייצוא ישנו משקל גבוה לייצוא לארצות הברית, המצויה במשבר. שלישית, שינויים מבניים במערכת הפיננסית הביאו להתפתחות מואצת של האשראי החוץ־בנקאי כמקור אשראי, וזה הצטמצם במידה ניכרת בעקבות המשבר. לבסוף, יחס החוב-תוצר הגבוה של ישראל מגדיל את הפגיעות שלה ומצמצם את חופש הפעולה שלה לבצע מדיניות פיסקלית אנטי־מחזורית. מנגד, ישנן כמה נקודות חוזק שמגבירות את עמידות המשק הישראלי בפני המשבר. ראשית, יש לציין את שיעור החיסכון הגבוה יחסית של משקי הבית בישראל, שמצמצם את רגישות הצריכה הפרטית לזמינות האשראי. שנית, יש עודף בחשבון השוטף ועודף התחייבויות על נכסים בחשבון החיצוני שמצמצמים את הפגיעות לירידה חדה בייצוא. שלישית, ישנה רמת רזרבות גבוהה ועולה. לאלו יש להוסיף מערכת בנקאות שמרנית, בעלת שיעור נמוך יחסית של חובות בעייתיים – כאלה שלא ידוע אם יוחזרו – בעת הכניסה למשבר, ואת היעדרה של בועת נדל"ן.

הוצגו נתונים על הקשר ההדוק בין ישראל ובין ארצות הברית והמערב בתחום היקף הסחר, מדד מנהלי הרכש בתעשייה, מדד אמון הצרכנים והתנהגות הבורסות. גם שיעורי הצמיחה בישראל דומים לאלו של מדינות OECD, ובסוף שנת 2008 החלה התכווצות במשק (ראו להלן תרשים 1).

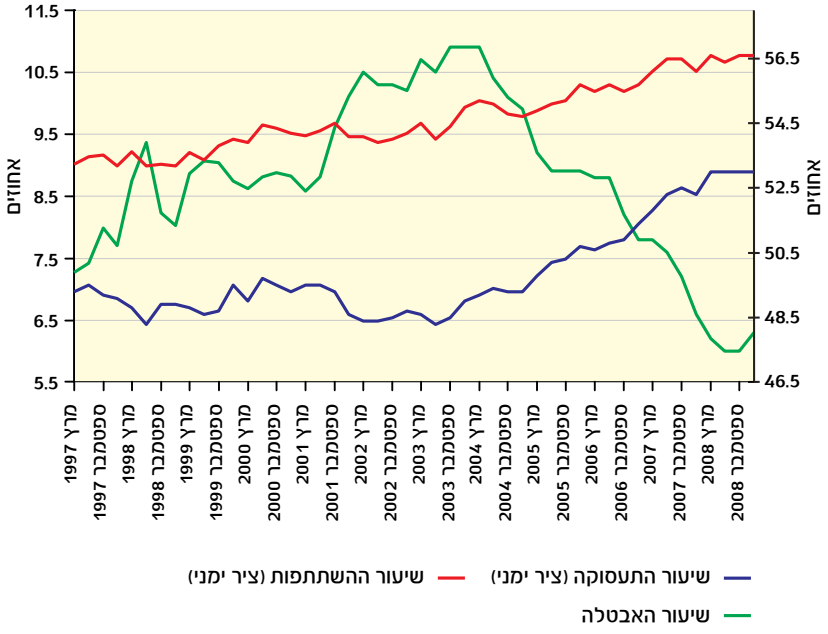
תרשים 1: שיעורי צמיחת התוצר ביחס לרביע הקודם: נתונים מנוכי עונתיות, במונחים שנתיים



מקור: OECD Database ועיבודי בנק ישראל

לאחר מכן הוצגו כמה נתונים על מצבו של המשק הישראלי נכון לתאריך הדיון, ובכללם העלייה החדה בשיעור החברות המדווחות על ירידה בעסקיהן בשנת 2008, התחלת העלייה בשיעור האבטלה (להלן תרשים 2), והירידה בסך השכר המשולם במשק.

תרשים 2: שיעור התעסוקה, שיעור האבטלה ושיעור ההשתתפות בכוח העבודה בישראל, 1997–2008



מקור: למ"ס, סקר כוח אדם

בלוח 1 להלן התחזית המקרו־כלכלית לישראל שהציגה נציגת בנק ישראל בדיון.

לוח 1: תחזית מקרו־כלכלית ריאלית

	2008	2009 (תחזית)	2010 (תחזית)
תוצר מקומי גולמי (באחוזים)	**3.9**	**−0.2**	**2.7**
תוצר עסקי (באחוזים)	4.3	−0.9	3.3
צריכה פרטית (באחוזים)	3.6	1.1	3.7
יצוא (ללא יהלומים, באחוזים)	7.2	−2.4	4.6
השקעה גולמית מקומית (באחוזים)	3.7	−5.9	−4.2
יבוא אזרחי (ללא אוניות ומטוסים ויהלומים, באחוזים)	6.0	−2.7	1.6
שיעור האבטלה	**6.1**	**7.6**	**7.6**
החשבון השוטף (במיליארדי דולרים)	**1.2**	**2.0**	**4.0**

מקור: תחזיות בנק ישראל

לנוכח הצפי לגירעון בהיקף של כחמישה אחוזים מהתוצר וחוב בהיקף של כ־82 אחוז מהתוצר, הוצגה הבעייתיות שבניהול מדיניות פיסקלית אנטי־מחזורית. עם זאת, מכיוון שבשנים האחרונות נוהלה מדיניות תקציבית שמרנית וירד החוב, ישראל קנתה לה אמון בינלאומי רב, שמאפשר למייצבים האוטומטיים לעבוד, ואין צורך להשתמש בהפחתת הוצאות כדי לקזז את הגידול בגירעון, שנובע מירידת הכנסות בשל מיתון. לא היה אפשר לעשות זאת בשנת 2002. ואף על פי כן המרחב למדיניות אקטיבית מוגבל מאוד.

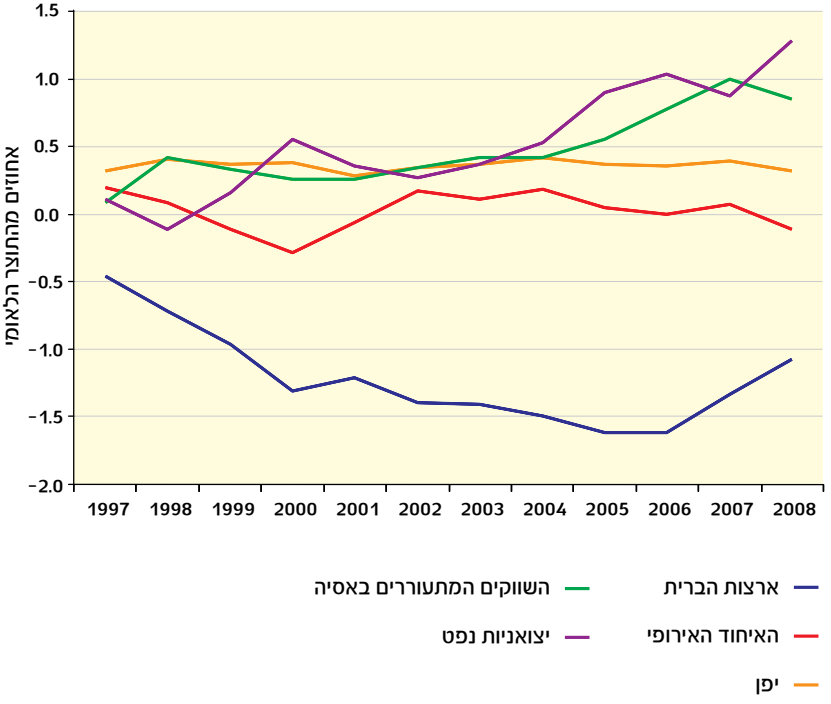
יכולת המימון יכולה להגדיל את האפשרות לנהל מדיניות תקציבית מרחיבה. במשבר של שנת 2002, כאשר גדל הגירעון מעל חמישה אחוזים, התשואות נסקו ולא היה אפשר להתנהל כך עוד. בשיא המיתון נעשו קיצוצים חדים כי לא היתה ברירה אחרת. יש להשגיח היטב כדי לא להגיע לאותו מצב כעת. אם נתחיל לראות סימנים של ערעור היציבות ועלייה בתשואות, יש לאמץ צעדים שיפחיתו את הגידול בגירעון. אפשר, למשל, לעצור את הפחתת המסים בשנת 2010 אם הגירעון יהיה גדול מדי. מצד שני, יש לזכור שאנו בסביבה עולמית שונה, קני המידה השתנו מעט ויכול להיות שזה יקל את המדיניות שלנו.

באשר למדיניות המוניטרית, בנק ישראל ניהל בחודשים האחרונים מדיניות מרחיבה מאוד. הריבית הופחתה עד 0.75 אחוז, ומרחב התמרון שם כמעט נסגר. זאת ועוד, הבנק רוכש אג"ח (איגרות חוב) כדי להוריד את הריבית ארוכת הטווח שמשמשת כמדריך (benchmark) לחלק מהריביות בשוק, וכך להקל את עלות האשראי. הבנק רוכש גם מט"ח ממרץ 2008, וביוני הוגברה הרכישה על רקע הייסוף החד שהיה באותה העת. בצעד הזה, מעבר להגברת העמידות של המשק הישראלי, פועל הבנק גם למיתון הייסוף, וממילא מקל על מגזר השכירים.

פרופ' מנואל טרכטנברג פתח בהצגה בסיסית של המשבר העולמי. הוא הדגיש שיש לתת את הדעת על שני משברים: האחד הוא המשבר העכשווי שנובע מהתפוצצות בועת הנדל"ן בארצות הברית ומקריסת מוסדות פיננסיים, והשני נובע מחוסר איזונים כלל־עולמיים שיימשכו גם אחר כך. המשבר העכשווי מאופיין בהתכווצות ניכרת בעושר הפיננסי, בהאטה עולמית ובצמצום בסחר הבינלאומי, שהיקפו עדיין לא ידוע. בפיגור מסוים הגיע המשבר גם למשק הישראלי, בדמות ירידות תלולות בשוק ההון, מצוקת אשראי, צמיחה אפסית ולחץ על שוק העבודה. אמנם תנאי הפתיחה של המשק היו טובים בשל היעדרה של בועת נדל"ן, איתנות בנקאית וביצועים מקרו־כלכליים מצוינים בשנים האחרונות, אבל למשבר בישראל יש להוסיף, במקרה ולא כנגזרת של המשבר העולמי, את מיצוי מקורות הצמיחה שהניעו את המשק מאז שנות התשעים.

המשבר הזה ייחודי גם בשל האי־ודאות שבו, שהיא בסדר גודל היסטורי, מכיוון שלאחר נתוני הפתיחה הגרועים מאוד, הממשלות התערבו בכלכלותיהן בעוצמה שלא נודעה כמוה מעולם. על כן אין באפשרותנו להעריך את העתיד להתרחש. באשר לחוסר האיזונים הכלל־עולמיים, מה שקרוי לעתים "המשבר האחר", הדבר מתבטא בנתוני הרקע לגל הצמיחה הכלל־עולמי האחרון, ובכללם חיסכון פרטי אפסי וגירעון עצום בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בארצות הברית. בו־זמנית במשקים המתעוררים, ובעיקר בסין, ישנם עודפי יצוא עצומים ובצדם רזרבות גבוהות מאוד, ושיעורי חיסכון גבוהים מאוד. לא היה עוד מקרה בהיסטוריה שבו מעצמת־העל הכלכלית חוותה חוסר איזון שכזה מול העולם, ויש לכך השלכות על הכלכלה העולמית. בשנת 2006 הגיע הגירעון השוטף של ארצות הברית לכאחוז וחצי מהתוצר העולמי, לעומת עודף בהיקף של כאחוז מהתוצר העולמי בסין (להלן תרשים 3).

תרשים 3: גירעון/עודף בחשבון השוטף של גושים, באחוזים מהתוצר העולמי



מקור: נתוני המועצה הלאומית לכלכלה

באשר ליום שאחרי המשבר ישנם כמה מאפיינים צפויים של הכלכלה העולמית. ראשית, תהיה חתירה מובנית לאיזונים חדשים, ובכלל זאת הצריכה הפרטית בארצות הברית לא תחזור לרמות שהיתה בהן לפני המשבר – זו אינה אפשרות כלל. שיעור החיסכון בארצות הברית יעלה בהתאם, והצרכן המערבי יהיה סגפן יותר. גם הצמיחה העולמית תהיה מתונה יותר, ולא תיתכן חזרה מִידית לקצב צמיחה של ארבעה אחוזים בשנה. החתירה לאיזונים חדשים תהיה תהליך כואב שיימשך זמן רב. זאת ועוד, תהיה פחות נכונות לממן סיכונים ולקחת סיכונים, גם לאחר שמצוקת האשראי העכשווית תיפתר לטווח הקרוב. עוד תהליכים צפויים הם הקמת מוסדות חדשים לרגולציה, בייחוד רגולציה פיננסית ובפרט בהיקף בינלאומי; וחלוקה מחודשת של הכנסות וכישורים בין מגזרים, בייחוד לרעת המגזר הפיננסי. גם אם תהליך זה הוא רצוי בטווח הארוך, הוא יהיה כואב בזמן הקרוב. יש כמה שאלות פתוחות בנוגע לעולם, ובכללן: האם צפוי גל של פרוטקציוניזם במדינות רבות? האם תוכל סין לעמוד בקצבי צמיחה נמוכים יותר מאשר היום, גם מההיבט של אי־שקט חברתי? האם תוסיף ארצות הברית להוביל את הכלכלה העולמית, ומה יהיה עתידו של הדולר? ולבסוף, מה יהיה עתידו של גוש האירו לנוכח החריגות הקשות מהכללים במדינות דרום אירופה (ספרד, יוון, איטליה)?

לבסוף הציג פרופ׳ טרכטנברג תרחיש אפשרי ליום שאחרי המשבר בישראל. גורמי הצמיחה העיקריים בישראל מאז שנות התשעים היו פריצת ההיי־טק שהתבססה על הון אנושי משובח, הון סיכון ותמיכה מושכלת במו״פ (מחקר ופיתוח); העלייה הגדולה מברית המועצות לשעבר שתרמה רבות לצמיחה; קידום הגלובליזציה על ידי המשק הישראלי, כמרחב עצום להתרחבות; ומדיניות פיסקלית אחראית תוך כדי רפורמות מבניות חשובות. ארבעת הגורמים האלה מוצו יחסית: היתרון היחסי של ההיי־טק הישראלי דעך בשל שחיקת ההון האנושי, מודל המימון הבעייתי היום והקיפאון במדיניות הממשלתית שהפסיקה להשקיע בהיי־טק; העלייה מברית המועצות לשעבר פסקה; הצמיחה והסחר העולמיים הואטו במידה ניכרת; ומוצתה המדיניות הפיסקלית שלאחר שנת 1985 (אמנם עוד יש רפורמות חשובות לביצוע, אך הן לא ישפיעו הרבה על התוצר הלאומי).

אם כך, יש לפעול ליישום השלב הבא בתחומים אלו. באשר להיי־טק יש לפעול לשדרוג מערכת החינוך וליישום מודלים חדשניים של מימון ומדיניות; במקום העלייה מבחוץ יש לעודד ״עלייה פנימית״: לאפשר לאוכלוסיית החרדים והמיעוטים ״לעלות לארץ״ ולהשתלב בכלכלה; אין תחליף לגלובליזציה, אך אפשר לפתוח שווקים חדשים, גם שווקים מקומיים; בתחום המדיניות הבעיות הגדולות הן היעדר משילות, חוסר התחרותיות של המשק, והגישה הלעומתית השולטת בעיצוב המדיניות הכלכלית בישראל. נדרש מודוס אופרנדי ממשלתי חדש.

ירום אריאב פתח בציון הבעייתיות שבשימוש מלכתחילה בכלי הניתוח הכלכליים הנוכחיים, כאשר ידוע שהם כשלו במידה רבה. הוא העריך שאמנם תהיה תנועת מטוטלת מסוימת של הגלובליזציה והכלכלה, אך יש גורמים בסיסיים שעדיין משחקים תפקיד בכלכלה העולמית: שיפורים טכנולוגיים ותקשורתיים, העלייה הגדולה בביקושים של מיליארדי אנשים באסיה, גידול האוכלוסייה, ועוד. לא ברור כיצד תתארגן המערכת לאחר המשבר, אך הרבה ממנועי הכלכלה יישארו. הוא הזכיר עוד שתי חולשות שיש לישראל והשפיעו עליה בעת הכניסה למשבר, שלא הזכירה קרנית פלוג: מצב גיאופוליטי בעייתי; וחולשה פוליטית, הנובעת מחוסר תקציב ומאי־יכולתה של הממשלה להשרות ביטחון.

יש לבנות את תקציב 2009 מתוך הסתכלות על תקציב 2010. כרגע נראה ששנת 2010 תהיה לא פחות בעייתית משנת 2009, ועל כן חייבים ליצור מסגרת מחייבת שבה לא יהיה אפשר לדחות את הקשיים במימון השנה לשנה הבאה. אם ההוצאה תגדל ב־1.7 אחוזים, צפוי גירעון של כשישה אחוזים, לפחות ארבעים מיליארד שקל. הגירעון נובע מירידה חדה בהכנסות המדינה, בין השאר בשל צניחה ברווחי החברות במגזר הפיננסי, ומירידה בהכנסות ממסים על שוק ההון. יש להכיר בכך שגם בשנת 2010 יהיה גירעון גדול, אבל צריך לשכנע את הציבור שאפשר לממן את הגירעון ולפעול במתווה אמין. כל עוד לא מחליטים באומץ על העלאת מסים יש לשמור על גידול של 1.7 אחוזים במסגרת ההוצאה, שצריך להיות תקף לשנים 2009 ו־2010.

האפשרות של ישראל לשנות משהו בכלכלת העולם היא קטנה ביותר. לעומת זאת, יש אפשרות סבירה בהחלט לעשות שגיאות גדולות. החשש הגדול הוא שמדינות קטנות יעשו שגיאות גדולות, כדוגמת מה שאירע באירלנד. למדיניות המַקרו־כלכלית צריכות להיות שלוש מטרות: צמצום הנזק של המשבר העולמי, בניית אדני זינוק לצמיחה עתידית, ודאגה לאוכלוסיות הנפגעות ביותר, בעיקר המובטלים. יש לפעול בשני תחומים עיקריים: שוק האשראי והשפעה על הביקוש המצרפי. בתחום האשראי המערכת הבנקאית חוששת לתת אשראי חדש, ויש לוודא שלא יינתן אף פחות אשראי בגלל דרישות הלימות ההון של בנק ישראל. ייתכן שעל הממשלה לחלוק בסיכון של הבנקים ולהציע אשראי משותף לעסקים קטנים ובינוניים. לא בטוח שהקרנות המשותפות שמוקמות תספקנה. בשוק העבודה על הממשלה להפעיל מקבץ כלים: להקטין את מספר העובדים הזרים, להפעיל את תוכנית "אורות לתעסוקה" בפריסה ארצית, ולהחיל מס הכנסה שלילי בפריסה ארצית. באשר למפעלים במצוקה, על הממשלה לגשר בנושא האשראי כאשר מדובר במפעל שיש לו אורך חיים וכשכל הגורמים משתתפים בסיוע: בעלים, עובדים ונושים. לממשלה יש עוד מה לעשות גם בשימור מנועי הצמיחה המוכרים

של המשק, ובכללם מחקר ופיתוח, ניתוח הקשיים בתהליך הייצור כגון מתן ערבויות, ונוסף על כך האצת מיזמים לאומיים כמו העברת מחנות צה"ל לנגב.

פרופ׳ אריה ארנון הדגיש שהמשבר הוא ללא ספק מתוצרת ארצות הברית, ובעיקר מערכת המימון האמריקנית ושוק הדיור האמריקני. הוא הציג כמה נתונים בנוגע לעלייה הניכרת בחוב של המגזרים בארצות הברית ובחוב הפרטי. ייתכן שהבנת הסיבות לעלייה בחוב תסייע להתמודד עם המשבר ולמנוע את הישנותו. בשנים האחרונות החל בארצות הברית תהליך של ירידת מחירי המשכנתאות ומחירי הדיור בו־זמנית. במאתיים השנים האחרונות חלו משברים כלכליים רבים, ובכללם כמובן המשבר הגדול של שנות השלושים של המאה הקודמת. הציבור ומקבלי ההחלטות שוכחים את המשברים הקודמים, לטוב ולרע. המשבר העכשווי מוכיח שזה יכול לקרות שוב. מכיוון ששוכחים משברים, יש לבחון כיצד אפשר להכניס למערכת בלמים ואיזונים, מתוך ידיעה שחלק מהבלמים לא תמיד יפעלו ויתפרקו בעתיד. או אז צריך כושר הניהול של הממשלה להיות גדול דיו להצליח להתמודד עם המשבר.

עניינים עיקריים שעלו בדיון

א. ישנו חשש שהזרמת ההון מן הממשלות לשוק היום היא בגדר נסיון לתת תרופה למחלה שבשנים האחרונות ניסה שוק ההון לרפא בדרכים מלאכותיות; מחלה זו החלה בעצם כבר במשבר בתחילת העשור הראשון של המאה ה־21.

ב. היתה תקופה שבה ניסו להזרים אשראי בכל השוק כדי לקיים רמת צמיחה שהיא לא בת קיימא. המערכת לא התנהלה בהגיון, והיתה האצה מלאכותית של הצמיחה. גם בשנות השמונים היתה עלייה חדה בהיקף החוב בארצות הברית, וייתכן שיש כאן גורמים פוליטיים משותפים. כעת דרושים שינויים מבניים, שייקחו זמן רב.

ג. יש לזכור שבניגוד למה שנהוג לחשוב, המשק הישראלי אינו סיפור הצלחה של צמיחה מהירה, אלא הצמיחה לנפש היא לפי הממוצע של מדינות OECD ואף מעט פחות. יש לראות במשק הישראלי משק בעייתי שלא הצליח לסגור את הפער מול המדינות המפותחות. כמו כן, בשנים האחרונות לא התקיימה קונסולידציה פיסקלית של ממש, מכיוון שההפחתה בתקציב התקזזה בדיוק עם הפחתת המסים בשנים אלו.

ד. הוצגה טענה שיש משבר בפרדיגמה המַקרו־כלכלית. גם לאחר המשבר יהיה שינוי בתפיסה הכלכלית, רק שעדיין לא ברור מה תהיה התפיסה החדשה. המודלים הקיימים לא הצליחו לנבא את המשבר, והניסיון לחזות את העתיד

ולתכנן להמשך בעזרתם הוא לא אחראי. בכלכלה הישראלית יש להקפיד שלא לעשות נזקים ארוכי טווח. לאחר "העשור האבוד" שהגיע בעקבות משבר האנרגיה נדרשו עשרים שנים כדי לעלות שוב על מסלול של צמיחה. הדבר החשוב ביותר הוא לא לאבד את האמינות הפיסקלית.

ה. במגזר התעשייתי היו אינדיקציות לציפיות של החברות לירידה בייצור כבר מתחילת 2008, ולפי הנתונים נראה שהירידה בשנת 2009 תהיה חמורה יותר מן הירידה שהיתה במשבר של תחילת העשור.

ו. נטען שעל הכנסת היה לאשר את תקציב 2009 המקורי של ממשלת אולמרט כמות שהוא, כדי לאפשר לממשלה להוציא יותר כסף מאשר החלק השנים־עשר כל חודש, כולל הוצאה על תוכניות ממשלתיות חדשות, שאינה אפשרית ללא תקציב. אי־אישור התקציב פוגע פגיעה חמורה בהתמודדות עם המשבר, וכמוהו גם הדיבורים על תקציב לשנתיים, שהוא שבירה של כללי המשחק.

ז. אחת ההנחות הבסיסיות של הפרדיגמה העכשווית שלא התקיימה בשנים האחרונות היא שיש מעבר חופשי של מידע בין כל הצדדים. לא בשנאת הסיכון היה שינוי, אלא בתפיסת הסיכון. עם בעיה זו אפשר להתמודד על ידי הזרמה של יותר מידע והקפדה על שקיפות, אבל לא נעשה דבר בכיוון זה. גם בהעברת המידע הפיסקלי יש לטפל. יש לוודא שהשוק יפנים את העלייה ביחס החוב־תוצר הנובעת משינויים מחזוריים, ולא משינויים מבניים. כך אפשר יהיה להפחית את ההשפעה של העלייה בחוב.

ח. יש להפנים שהמשבר יימשך שנים רבות, כמו שקרה גם במשברים קטנים יותר בהיסטוריה.

ט. במדינת ישראל יש לנצל את "היתרון לקוטן". אם הממשלה לא היתה מודאגת מהביקורת המשפטית ומביקורות אחרות, היא היתה יכולה לסייע הרבה יותר למפעלים ספציפיים. הממשלה יכולה לעבוד גם ברמת המיקרו, כי אנחנו משק קטן, שלא כמו ארצות הברית.

פרק 6
המשבר באשראי החוץ־בנקאי בישראל בתחילת 2009

אביה ספיבק

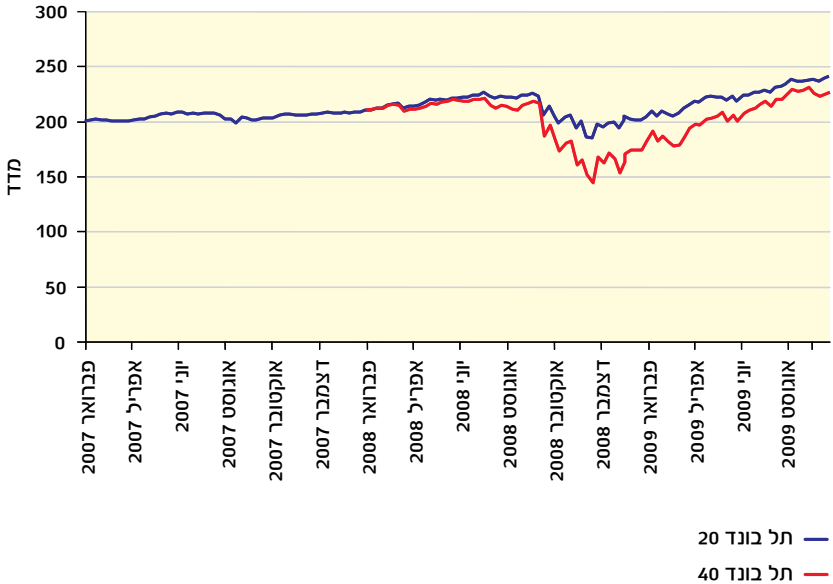
א. הקדמה

ב־30 באוגוסט 2009 הודיע הטייקון לב לבייב שהחברה שבשליטתו, "אפריקה ישראל", אינה יכולה לעמוד בפירעון חובותיה למלווים המוסדיים – איגרות חוב בסך כולל של כתשעה מיליארד שקל. גם חברת "צים" בשליטת "החברה לישראל" הודיעה הודעה דומה ב־10 בספטמבר 2009 בנוגע לחוב של 1.3 מיליארד שקל. למרבה המזל, ההודעות לא הגיעו שישה עד שמונה חודשים לפני כן, שכן מפולת בחברות הגדולות האלה היתה יכולה לגרור את כל שוק ההון למטה ולייצר משבר כלכלי ישראלי באשראי החוץ־הבנקאי שנותנים הגופים המוסדיים ואולי גם באשראי הבנקאי, נוסף על הלחצים על הגופים המוסדיים (קופות גמל וקרנות נאמנות) לממש נכסים עקב פדיונות הציבור.

בינואר 2009 עמד שוק האשראי החוץ־מוסדי על כרעי תרנגולת: מדד התל בונד ירד ב־21.4 אחוז יחסית לשיאו בסוף יוני 2008 (שיא השפל היה ב־18 בנובמבר 2008 – לאחר נפילת "ליהמן ברדרס" – ירידה של 34.3 אחוז), ובעיקר ירדו איגרות החוב של חברות הנדל"ן. באופן שקול, איגרות החוב של חברות הנדל"ן נסחרו בתשואות שהעידו על חשש מפשיטת רגל. הנפקות חדשות של איגרות חוב קונצרניות נעצרו לחלוטין. במרץ 2009 כבר התחילה התאוששות כללית בשוק איגרות החוב, בגלל הורדות הריבית של בנק ישראל וקניית איגרות חוב ממשלתיות, והתאוששות זו העלתה את איגרות החוב של חברות הנדל"ן (להלן תרשים 1).

* עבודה זו נכתבה במסגרת הסדנה של מכון ון ליר על המשבר הכלכלי העולמי בשנת 2009. ברצוני להודות ליועצי העבודה, פרופ' ישי יפה והמשנה למנכ"ל "מגדל" ענת לוין, על תרומתם לעבודה זו, ולמשתתפי הסדנה על הערותיהם. הפרק השני, על הרפורמה בפנסיה, הוא חלק ממחקר מדיניות מס' 8 "מערכת הפנסיה בישראל לאחר 15 שנות רפורמה" עם לאה אחדות, שהתפרסם במסגרת התוכנית לכלכלה וחברה במכון ון ליר בירושלים.

תרשים 1: מדדי תל בונד 20 ו־40, פברואר 2007־ספטמבר 2009



בספטמבר 2009, לעומת זאת, כבר היה מוסכם על הכול שהשלב החמור של המשבר הכלכלי העולמי – ואתו החששות ליציבות המערכת הכלכלית בישראל – מאחורינו (אף שהמשבר הריאלי בעולם עוד לא הסתיים לגמרי), ולכן ההודעות של שני הטייקונים לא יצרו אפקט דומינו. הן לא נתפסו כאמירה הנוגעת למצב הכללי של השוק, אלא כבעיה מסוימת בין הטייקונים ובין בעלי החוב שלהם. יתרה מזו, מכיוון שכבר התחילה התאוששות כללית בעולם קל יותר להגיע להסדרים של פריסת חוב שמתבססים על ציפיות להתאוששות ריאלית של החברות ולעליית ערך נכסיהן. במצב הרגיש של תחילת 2009, כאשר היה חשש ליציבותו של כל גוף במערכת הכלכלית, סביר מאוד שהכרזה על אי־תשלום חובות היתה מעוררת פניקה והיה צורך בהתערבות ממשלתית כדי לייצב את השוק.

העיתוי הממוזל של ההודעות האלה מאפיין את הסיפור הישראלי של שוק ההון, הבנקים והגופים המוסדיים: לא בזכות מדיניות נבונה של פיקוח על הגופים המוסדיים לא נכנס השוק למשבר, אלא בזכות מזל. באופן פרדוקסלי, חוסר הגמישות של הרגולטורים בהכנסת מוצרים חדשים כגון איגוח משכנתאות (הדורש תיקוני חקיקה ניכרים והסכמה בין רגולטורים) פעל לטובת השמרנות הפיננסית והיציבות של השווקים. אבל המדיניות הכללית של המפקחים והממשלה תרמה

למיני־משבר פיננסי בשוק איגרות החוב הקונצרניות, והמזל מנע מהמיני־משבר להפוך למשבר מלא שהיה מצריך התערבות ממשלתית גדולה.

ב. הרפורמות בפנסיה והעברת כספי החוסכים מהמדינה אל השוק החופשי

הרקע המוסדי לשוק ההון החדש היה תהליך שנמשך עשור ומחצה שבו הועברו ההשקעות לטווח ארוך מהשקעה באיגרות חוב ממשלתיות מיוחדות לתוכניות הפנסיה – איגרות חוב מיועדות – להשקעה בשוק ההון החופשי. לפני תוכנית הייצוב של 1985 השקיעו כל שלושת הערוצים לחיסכון לטווח ארוך – קרנות פנסיה, ביטוח מנהלים וקופות גמל – את חלק הארי של חסכונות הציבור באיגרות חוב מיועדות. בדרך זו הלאימה הממשלה את החיסכון במשק לצרכיה, למימון החוב הענקי בשנים שלפני 1985. הצמצום הניכר בגירעון בתקציב הממשלה הסיר את המניע העיקרי להלאמה זו, ונפתחה הדרך ליציאת הממשלה משוק ההון (בן בסט 2001).

במסגרת הרפורמה בשוק ההון הפסיקה הממשלה את הנפקת איגרות החוב המיועדות בכמה שלבים, ובד בבד ניתן היתר כללי לחברות במגזר הפרטי לגייס הון בצורה של איגרות חוב קונצרניות כבר בשנת 1987. בשלב הראשון, בשנת 1987, הפסיקה הממשלה להנפיק אג"ח לקופות הגמל. בהקשר זה ראוי לציין את משבר קופות הגמל בשנת 1996, שהתבטא בירידה ניכרת של ערך נכסי קופות הגמל בעקבות ירידת ערך השוק של איגרות החוב של המדינה. במקרה זה פרשה המדינה – משרד האוצר ובנק ישראל – רשת ביטחון לאיגרות החוב החופשיות (הלא קונצרניות) של המדינה. בשלב השני, בשנת 1991, הופסקה הנפקת איגרות חוב מיועדות לפוליסות ביטוח חדשות. עם זאת, האוצר ממשיך להנפיק איגרות חוב מיועדות לצבירות החדשות בפוליסות ותיקות עד היום. בשלבים הבאים צומצמה הנפקת איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה: ב־1995, עם סגירת קרנות הפנסיה הוותיקות ופתיחת קרנות הפנסיה החדשות, ירדה ההנפקה מ־93 אחוז מהנכסים בקרנות הפנסיה הוותיקות לשבעים אחוז בחדשות. במסגרת הרפורמה בשנים 2004–2003 ירדה ההנפקה לשלושים אחוז לקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות מ־2004 ואילך.

תהליך הרפורמה לווה בשינוי הבעלות על ערוצי החיסכון לטווח ארוך. בשנת 1985 היו קרנות הפנסיה הגדולות – מבטחים, מקפת, קג"מ ואחרות – בבעלות ההסתדרות והעובדים המבוטחים. ביטוח המנהלים היה מרוכז בידי חברות הביטוח הגדולות – "מגדל", "כלל", "הפניקס" ו"הראל" – וקופות הגמל הגדולות – עוצמה, גדיש ותמר – היו שייכות לבנקים הגדולים – לאומי, פועלים ודיסקונט, בהתאמה. בשנת 2003 מונה לקרנות הפנסיה הוותיקות, שהיו סגורות למצטרפים חדשים מאז 1995, מנהל מיוחד, מטעם המפקח על הביטוח, וההסתדרות איבדה את בעלותה על הקרנות הגירעוניות הללו. החקיקה קבעה מבנה של מנהלה לקרנות הפנסיה

הוותיקות, שהמנהל העומד בראשה ממונה מטעם המפקח על הביטוח ומדווח לו. לאחר התפיסה של הקרנות נמכרו קרנות הפנסיה החדשות שהיו בבעלות הקרנות הוותיקות במכרז, והסכום שהתקבל – מעל מיליארד שקל – שימש להפחתת הגירעון של הקרנות הוותיקות. במכרז בשנת 2004 רכשה "מגדל" את קרן מקפת החדשה, "כלל" רכשה את מיטבית מקג"מ, ו"מנורה" רכשה את מבטחים החדשה. מאז 2004 התרחשו מיזוגים בין קרנות פנסיה חדשות, בין השאר בין אלו שהיו שייכות קודם לכן לחברות הביטוח שקנו את הקרנות החדשות. ב־2005 מכרו הבנקים את קופות הגמל לבתי השקעות ולחברות ביטוח, על פי החקיקה של ועדת בכר. תמהיל הבעלות על החיסכון לטווח ארוך השתנה אפוא שינוי מהותי. החלק הציבורי שלו כמעט נעלם, והחלק הפרטי, שהיה מבוזר בין כל חלקי המגזר הפיננסי – בנקאות, ביטוח ובתי השקעות – נעשה ריכוזי יותר, ורובו בידי חברות הביטוח.

ג. המדיניות הממשלתית לעידוד שוק איגרות החוב הקונצרני

מדיניות הממשלה המסורתית מאז תוכנית הייצוב של 1985 גרסה שצריך להחליש את השליטה של הבנקים בשוק ההון ובמשק. בסדרה של רפורמות נאלצו הבנקים להיפרד מרוב החזקותיהם הריאליות (ועדת ברודט בשנת 1995) ומהחזקותיהם בחברות לניהול כספים – קופות גמל וקרנות נאמנות (ועדת בכר בשנת 2005). חזונה של ועדת בכר היה תיווך פיננסי חוץ־בנקאי שמנהל את כספי לקוחותיו ומשכלל את שוק ההון, ומביא חידושים פיננסיים בנוסח שיצרו החברות "ליהמן ברדרס", "גולדמן סאקס", ו"מריל לינץ'", בהנחה שהתחרות הפיננסית תייעל את הקצאת כספי החוסכים בין הפעילויות במשק. אבל בנקי ההשקעות האמריקניים הגדולים בדרך כלל סירבו להשתתף בשוק ההון הישראלי החדש,[1] ואת קופות הגמל קנו חברות חדשות או קיימות לניהול כספים (כמו קרן מרקסטון בעלת פריזמה או אקסלנס) וחברות הביטוח.

בשנים 2003–2007 פעלו גורמים רבים שהשפיעו על ההתפתחות המואצת של השוק החוץ־בנקאי:

- המשבר שעברה המערכת הבנקאית בשנים 2001–2003 חייב אותה למדיניות שמרנית ולהעלאת הלימות ההון, עם דרישות הפיקוח על הבנקים ומגבלותיו ללווה יחיד או לקבוצת לווים.
- הרפורמות שהפנו את הגופים המוסדיים לשוק ההון: הרפורמה של 2003 בקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות שהורידו את משקל איגרות החוב

1 "בר סטרנס" (שפשט את הרגל ב־2008) נכנס לשותפות של 50% במגדל שוקי הון בשנת 2005, ויצא ממנה לאחר מכן בשנת 2008.

המיועדות משבעים לשלושים אחוז מתיק ההשקעות, ורפורמת בכר שחייבה הפרדה בין הבנקים לקופות הגמל בשנת 2005.

- ירידת הגירעון בתקציב המדינה, וממילא ירידה בצורכי הגיוס של המדינה.
- הליך אישורי ההנפקה של רשות ניירות ערך לא היה יסודי דיו: הרשות עודדה הנפקות, אגב פגיעה מסוימת ברמת הבדיקה, למשל במהירות אישור ההנפקות.
- גיוס המדינה, שהיה מוטה לכיוון השקלי ולגיוסים דולריים בחו"ל בערבויות האמריקניות מ־2003, הותיר מחסור באיגרות חוב צמודות מדד כי המשקיעים עדיין לא היו מוכנים למהפכה השקלית. איגרות החוב הקונצרניות צמודות המדד מילאו מחסור זה.
- שינוי כללי החשבונאות בקופות הגמל ב־2005 והמעבר לשֵׁערוך לפי ערך השוק (mark to market), שביטל את היתרון של פיקדון נושא תשואה קבועה בבנקים כעוגן תשואה. פיקדון כזה אינו נזיל, ולכן העדיפו קופות הגמל להשקיע באיגרות חוב סחירות שהן נזילות.
- בשל שינוי כללי המיסוי על רווחי הון בהמלצות ועדת רבינוביץ' (2002) בוטלו הפיקדונות הצמודים של משקי הבית בבנקים, והוחלפו בקרנות נאמנות שמשקיעות בשוק ההון.
- אמנם המלצות ועדת רבינוביץ' השוו את המיסוי על השקעות בחו"ל ובישראל כדי לפתוח את הדרך להשקעה בחו"ל, אבל ההשקעות של הישראלים בחו"ל היו קטנות יחסית, וכך נוצר ביקוש גדול להנפקות מקומיות.
- עליות השערים בבורסות בארץ ובעולם הקלו על גיוס אשראי מהיר וזול.

ד. התפתחות סך האשראי במשק

בלוח 1 להלן רואים את ההשלכות של המדיניות הממשלתית על מצרפי האשראי. בין 2003 ל־2007 עלה סך האשראי שמקורו במגזר הפיננסי ב־131 מיליארד שקל, והוא ניתן לכל המשק – למגזר העסקי, למשקי הבית ולממשלה. מתוך התוספת הזאת 101 מיליארד שקל הגיעו מהגופים המוסדיים ורק שלושים מיליארד שקל מהבנקים. סך האשראי גדל בקצב שנתי ממוצע של שלושה אחוזים – האשראי הבנקאי גדל בקצב של 1.1 אחוזים, והמוסדי – בקצב של 6.3 אחוזים בממוצע לשנה. קצב הגידול הכולל של האשראי היה קטן מקצב הצמיחה של המשק, שהיה בסביבות חמישה אחוזים בשנה – זו התפתחות מתונה בהחלט. **ומכאן שהמינוף הכולל במשק הישראלי ירד, בניגוד למה שקרה במדינות רבות בעולם. גורם יסוד חשוב זה היה אחת הסיבות ליציבות הפיננסית של**

המשק הישראלי.[2] גידול מתון זה הסתייע בירידה של סך ביקושי האשראי מצד הממשלה מ־354 מיליארד ל־326 מיליארד שקל בשנים אלו בזכות הגירעונות התקציביים הקטנים של הממשלה. העלייה באשראי למשקי הבית היתה מתונה, ולכן נותר אשראי רב למגזר העסקי. ואמנם, האשראי של הגופים המוסדיים למגזר העסקי בשנים אלו עלה פי יותר משלושה, מ־58 ל־197 מיליארד שקל.

מדיניות הממשלה עשתה אפוא "שאיבה פנימה" [crowding in] של האשראי למגזר העסקי (בניגוד ל"דחיקה החוצה" [crowding out], שמתרחשת כאשר הממשלה לווה כסף בשוק ההון ומקטינה את חלקו של המגזר העסקי). ואמנם, האשראי למגזר העסקי גדל בשנים האלה בקצב שנתי של 6.4 אחוזים, ואת כל העלייה, שאפילו קיזזה את הירידה הקלה של האשראי מהבנקים בגובה תשעה מיליארד שקל, יש לתלות בגופים המוסדיים. כמו שהוסבר לעיל, הבנקים למדו את הלקחים מהמשבר של 2002–2003, והפיקוח על הבנקים מצדו הידק את הפיקוח והעלה את דרישות הלימות ההון מהבנקים, ויישם מגבלה על אשראי ללקוח גדול יחיד – קבוצת לווים.

שאלה מעניינת היא אם הבנקים מיינו את הסיכונים והפנו לשוק ההון את הלווים הפחות מושכים מבחינתם, מה שמכונה בשפת הביטוח "איסוף שמנת" (creaming). לפי דוחות הפיקוח על הבנקים, הלווים הטובים הם שבחרו להנפיק בשוק הקונצרני. המנפיקים הראשונים היו בעיקר חברות גדולות ומבוססות, ובשלב השני הנפיקו גם חברות קטנות ומסוכנות יותר.[3] הדוחות מסבירים שהלווים הגדולים העדיפו את השוק הקונצרני מהסיבות הבאות: א. לא להגיע למגבלת קבוצת לווים – וכך להשאיר אפשרות ללוות מהבנקים במקרה הצורך; ב. התנאים בשוק הקונצרני היו נוחים יותר עקב ירידת התשואות של העקומים הממשלתיים; ג. קל לגייס הון בשוק הקונצרני ואין צורך בערבויות ובקובננטים; ד. עליית שוק המניות הקלה את גיוסי האשראי.[4] הם מוסיפים ואומרים שעם הזמן עודדו הבנקים לווים־בכוח שלהם להנפיק בשוק הקונצרני, חלקם לווים פחות טובים, חברות קטנות יותר וידועות פחות.

בשלב השלישי הבנקים עצמם השקיעו את הנוסטרו שלהם באיגרות חוב קונצרניות, השקעה שאין לה קשר מוסדי עם מחלקת האשראי (בשל "החומות הסיניות" בין החלקים האחראים לנושאים אלו בבנקים). כדאי לציין שהלווים הגדולים – הטייקונים – לוו כספים גם מהבנקים, ולעתים הבטוחות שלהם היו המניות של הטייקונים. צריך לזכור שאם יש הליך של פשיטת רגל וכינוס נכסים, למניות השליטה יש ערך מזערי כי במצב של פירוק אין מאחוריהן נכס ממשי.

---

2 גורם אחר הוא שיעור החיסכון הגבוה יחסית של משקי הבית בישראל, בהשוואה לשיעור החיסכון האפסי בארצות הברית ובבריטניה.

3 אלו גם הממצאים של דוד רוטנברג ומיכל זילברברג במחקרם שנעשה במסגרת הפיקוח על הבנקים: רוטנברג וזילברברג 2008.

4 דיון רחב בנושא זה נמצא בדוח הביניים של ועדת חודק: חודק ואחרים 2009. ראו גם להלן.

לוח 1: יתרות האשראי במשק, 2003–2008: אומדן התפלגות האשראי במשק לפי מגזרים מלווים ולווים, ולפי סוגי מכשירים (במיליארדי שקלים, מחירי דצמבר 2008)

	למגזר העסקי					למשקי בית				
	2003	2005	2006	2007	2008	2003	2005	2006	2007	2008
1. אשראי מהמגזר הפיננסי	**460**	**501**	**536**	**590**	**556**	**244**	**254**	**261**	**272**	**284**
א. מהבנקים	**402**	384	383	393	408	**238**	**249**	**255**	**266**	**278**
הלוואות	395	380	378	386	401	238	249	255	266	278
מתוכן: אשראי לדיור						161	165	164	169	177
מתוכן: אשראי מכוון	11	11	11	8	5	53	51	49	47	43
איגרות חוב (סחירות)	7	5	6	8	7					
ב. מקופות גמל	**38**	**66**	**85**	**109**	**72**	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**
הלוואות	2	2	2	2	2	0	1	1	1	1
אג"ח	36	64	83	108	71					
ג. מקרנות פנסיה	**5**	**19**	**28**	**38**	**32**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
הלוואות	1	1	1	2	2	0	0	0	0	0
אג"ח	5	18	26	36	30					
ד. מחברות ביטוח	**15**	**32**	**40**	**49**	**43**	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**
הלוואות	1	3	6	6	6	5	5	5	5	5
אג"ח	15	28	34	43	38					
2. אשראי מתושבי חוץ	**96**	**115**	**129**	**126**	**133**	**1**	**0**	**0**	**0**	**0**
הלוואות	78	92	97	100	103	1	0	0	0	0
אג"ח	18	23	32	26	30					
מזה: לא סחירות	0	0	0	0	0					
סך האשראי מהמגזר הפיננסי ומתושבי חוץ	**556**	**616**	**665**	**717**	**689**	**244**	**254**	**261**	**272**	**284**
3. איגרות חוב סחירות בידי המגזר הפרטי הלא פיננסי	4	18	26	51	49					
סך האשראי מכל המגזרים	**559**	**634**	**691**	**768**	**738**	**244**	**254**	**261**	**272**	**284**
הלוואות	476	477	483	496	514	244	254	261	272	284
איגרות חוב סחירות	47	88	125	186	166					
איגרות חוב לא סחירות	37	69	82	87	58					

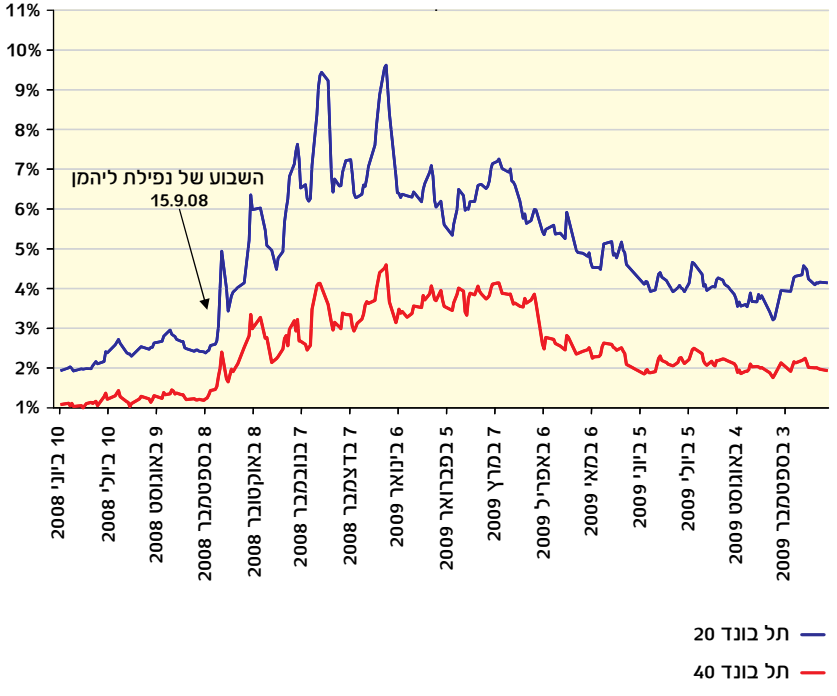
מקור: נתוני בנק ישראל ואגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל

סך האשראי במשק (נטו)					לממשלה				
2008	2007	2006	2005	2003	2008	2007	2006	2005	2003
1,260	**1,188**	**1,148**	**1,115**	**1,058**	**421**	**326**	**351**	**360**	**354**
743	**720**	**698**	**687**	**690**	**56**	**61**	**60**	**54**	**50**
681	653	634	630	637	2	2	2	2	4
177	169	164	165	161					
48	55	60	62	64					
62	67	64	56	53	54	59	58	52	46
143	**167**	**160**	**151**	**132**	**70**	**57**	**75**	**84**	**94**
8	8	8	7	8	6	6	6	6	5
135	159	153	143	125	64	52	69	79	89
259	**186**	**182**	**178**	**146**	**227**	**148**	**154**	**159**	**141**
2	3	2	2	2	0	0	0	0	1
256	184	180	177	144	227	148	154	158	140
116	**115**	**108**	**100**	**89**	**68**	**60**	**63**	**63**	**68**
11	11	11	8	6	0	0	0	0	0
106	103	97	92	83	68	60	63	63	68
239	**252**	**279**	**267**	**240**	**106**	**126**	**149**	**152**	**144**
110	108	106	104	93	7	8	9	12	15
129	145	172	163	147	99	118	140	140	129
32	39	45	49	49	32	39	45	49	49
1,499	**1,440**	**1,427**	**1,382**	**1,298**	**526**	**452**	**501**	**512**	**498**
					121	105	91	92	80
					648	**557**	**591**	**605**	**578**
					14	15	17	20	26
					381	353	372	372	334
					253	189	202	213	218

ה. התפתחות האשראי והערכת החסר של הסיכון של האשראי הקונצרני, והשפעת האידיאולוגיה התחרותית על ההימנעות מרגולציה

בתרשים 2 להלן רואים את התפתחות פרמיית הסיכון של שני מדדי התל בונד העיקריים, תל בונד 20 ותל בונד 40, מעבר לאיגרות החוב הממשלתיות הצמודות המקבילות לה. מרווחים של אחוז אחד לתל בונד 20 שרואים בשנת 2008 הם נמוכים מדי, גם אם החברות הן הגדולות במשק, והם מבטאים אומדן סיכון נמוך מדי. אומדן הסיכונים הנמוך לא פסח גם על המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ובין אג"ח של ממשלת ארצות הברית, שלפרק זמן קצר (במאי 2007) היה מעט מתחת לאפס (להלן תרשים 3). לאחר מכן, בזמן התפרצות המשבר, עלתה פרמיית הסיכון בעקביות עד לשיא מקומי של 2.63 אחוזים בינואר ולמקסימום של 3.38 אחוזים בנובמבר 2008, ומאז חזרה לסביבות 1.5–2 אחוזים, כפי שהיתה לפני המשבר.

תרשים 2: מרווח התשואות בין מדדי תל בונד לאיגרות חוב ממשלתיות צמודות, יוני 2008– ספטמבר 2009

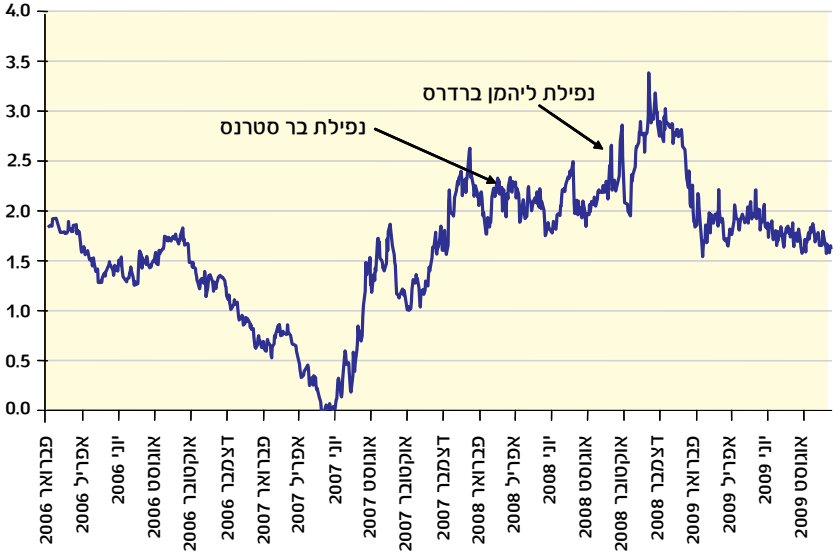


הערכת החסר של הסיכון בישראל היתה חלק ממגמה כלל־עולמית. מחלקות בבנקים מרכזיים שבאחריותן היתה יציבות פיננסית התריעו על תופעה זו של עליית התיאבון לסיכון ועל ההתעלמות מהסיכון.[5] תופעה זו, שהיתה ברקע של המשבר הכלכלי העולמי, נבעה בין השאר מריביות עולמיות נמוכות שהנהיגו הבנקים המרכזיים בהובלת ארצות הברית כדי לאושש את המשקים לאחר המשבר של 2001–2002.

להתעלמות מהסיכון בישראל תרמה גם התפתחות התחרות על תשואות בין קופות הגמל, מנהלי כספים וקרנות הפנסיה, תחרות שהסיכון בה כמעט לא הובא בחשבון. תחרות זו התפתחה בגלל הניידות בין הקופות והקרנות שהנהיג האוצר ובשל המהירות שבה יכלו להשוות ביצועים של הקרנות והקופות בעקבות הדיווח החודשי באתר של אגף שוק ההון במשרד האוצר (גֶּמֶל נֶט ואחרים). התחרות על כספו של החוסך התבטאה בפרסומים אגרסיביים בתקשורת – בעיקר בעיתונות – שבהם פרסמו קרנות את התקופה הטובה ביותר שלהן. גופים שונים ארגנו "תחרות" בין כמה קרנות: הם חילקו את תיק ההשקעות בין כמה קרנות, והקרן שהשיגה את התשואה הנמוכה ביותר בפרק זמן נתון הוצאה מניהול הכספים וקרן אחרת נבחרה במקומה לפרק הזמן הבא. האוצר עודד את התחרות מתוך התפיסה, שהתבררה כמוטעית, שתחרות על תשואות קצרות טווח בשוק ההון מביאה לתוצאות היעילות ביותר. וכך נגררו קרנות פנסיה וקופות גמל שהיו צריכות להשקיע בנכסים בעלי סיכון סביר ולדאוג לתשואה בזמן הארוך לתחרות על תשואות בזמן הקצר. החברות עודדו את מנהלי הכספים שלהן להשיג תשואות גבוהות יותר על ידי מתן בונוסים לאלו שאמנם השיגו תשואות אלו. וכך גם המנהלים העדיפו להתעלם מהסיכונים בחתירה אל הבונוסים הגבוהים.

5 ראו בנק ישראל 2004; 2005, ובעיקר 2005, עמ' 15 ואילך. אפילו אלן גרינספן הודה בעדותו שתובא להלן שאף על פי שכבר בשנת 2005 היה מודע לתמחור נמוך מדי של הסיכון הוא נמנע מלנקוט צעדי מדיניות פעילה כדי לתקן את המצב.

תרשים 3: פער התשואות בין ישראל לארצות הברית, איגרות חוב ממשלתיות לעשר שנים



תופעות אלו בישראל משקפות את המגמות הכלליות בעולם, שהיו הרקע למשבר הכלכלי: ההתעלמות מהסיכון, הדירוג הלא נכון של המוצרים הפיננסיים, וההנחה שאם ניתן לשוק ולחוסכים את כל המידע, תוביל התחרות ליעילות ולאופטימום. האמונה בשוק שמפקח על עצמו ומווסת את עצמו הגיעה מפי האיש הנערץ ביותר בעולם הפיננסי, יו"ר הבנק המרכזי של ארצות הברית, לא פחות. בספרו האוטוביוגרפי מ־2007 הוא כותב:

> The resulting advance of global financial markets has markedly improved the efficiency with which the world's savings are invested… As I saw it, from 1995 forward, the largely unregulated global markets, with some notable exceptions, appeared to be moving smoothly from one state of equilibrium to another. Adam Smith's invisible hand was at work on a global scale. But what does that invisible hand do? … Given the trillions of dollars of daily cross-border transactions, few of

> which are publicly recorded, indeed how can anybody be sure that an unregulated global system will work? Yet it does, day in and day out. Systemic breakdown occur, of course, but they are surprisingly rare. Confidence that the global economy works the way it is supposed to work requires insight into the role of balancing forces. (Those forces regrettably seem more evident to economists than to the lawyers and politicians who do the regulating.)…
>
> The inevitable mistakes and euphorias of participants in the global marketplace and the inefficiencies spawned by those missteps produce economic imbalances, large and small. Yet even in crisis, economies seem inevitably to right themselves… [crisis] creates opportunities to reap abnormally high profits in the buying or selling of some goods, services and assets. The scramble by market participants to seize those opportunities...eliminate both the abnormal profit margins and the inefficiencies that create them (Greenspan 2007, 367-368).

גרינספן אומר לעיל שהשווקים הפיננסיים כמוהם ככל שוק: הם יעילים ואין צורך להפריע לתחרות בהם – "היד הנעלמה" של אדם סמית פועלת גם בשווקים הפיננסיים. נכון שלפעמים יש משברים, אבל הם נפתרים מעצמם, כי הרי במצב זה אפשר להבחין שנכסים מסוימים נמכרים בשוק הפיננסי מתחת לערכם ולכן יהיה מי שיקנה אותם. השוק יתקן את עצמו, ולכן הרגולציה מיותרת. בהמשך הפרק הוא מתאר כיצד הצליח כיו"ר הבנק המרכזי של ארצות להפחית את הרגולציה בהתאם לאמונתו זו, ואין לו אלא שבחים למכשירים הפיננסיים החדשים – CDS (credit default swap) ואיגרות חוב מגובות במשכנתאות – אשר לדעתו משכללים את השוק ואינם זקוקים לשום רגולציה. ספרו של גרינספן יצא לאור בשנת 2007, כאמור, ובעיתוי לא נעים למאסטרו (כשם ספרו מלא ההערצה של בוב וודורד, מחשובי העיתונאים בוושינגטון) התברר ששני המכשירים האלה היו ביסוד המשבר הכלכלי האחרון. ואמנם, בעדותו בפני הקונגרס ב־23 באוקטובר 2008 הודה גרינספן בטעותו:

> "You had the authority to prevent irresponsible lending practices that led to the subprime mortgage crisis. You were advised to do so by many others," said Representative Henry A. Waxman of California, chairman of the committee. "Do you feel that your ideology pushed you to make decisions that you wish you had not made?"

Mr. Greenspan conceded: "Yes, I've found a flaw. I don't know how significant or permanent it is. But I've been very distressed by that fact."

לשאלת חבר הקונגרס: "האם אתה מרגיש שהאידיאולוגיה שלך דחפה אותך לקבל החלטות שהיית מעדיף שלא היו מתקבלות?" משיב גרינספן: "כן, מצאתי פגם. איני יודע כמה הוא חשוב או קבוע, אבל אני מוטרד מאוד מעובדה זו" (Andrews 2008). אין שום ספק שהאידיאולוגיה הזאת השפיעה גם על מקבלי החלטות בשאר העולם, וישראל בכלל זה.[6] כדאי לציין שהמחקר הכלכלי בשנים האחרונות מדגיש את חשיבות המידע שיש לצרכנים והיצרנים בשוק, ואת התמריצים שעומדים בפניהם. שוק ההון הוא אחת הדוגמאות הקלאסיות למידע לא סימטרי שפוגם ביעילות התחרות בו.[7]

ו. המשבר באיגרות החוב הקונצרניות בישראל

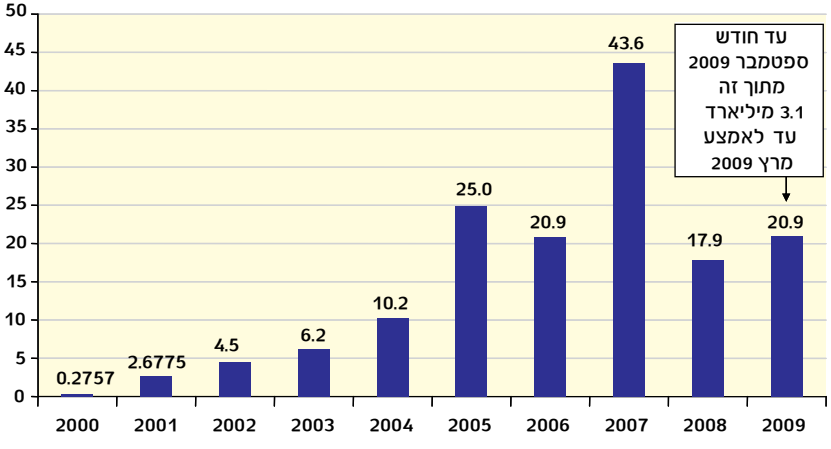
התוצאה של הזעזוע בעולם הפיננסי, החיבור של שוק ההון הישראלי לשוקי ההון העולמיים ותנאי הרקע הגרועים של הנפקת איגרות החוב שפירטנו לעיל הביאו למשבר בשוק איגרות החוב הקונצרני. המשבר התבטא בעלייה תלולה של המרווחים ובירידת מדדי תל בונד 20 ו־40, ופרץ בעקבות נפילת חברת "ליהמן ברדרס" ב־15 בספטמבר 2008, אז טיפס המרווח של תל בונד 40 מ־2.7 ל־4.9 אחוזים בשלושה ימים. לאחר חודשיים (ב־19 בנובמבר 2008) הגיע המרווח ל־9.4 אחוזים, ולאחר מכן הוסיף להיות גבוה – סביב שבעה אחוזים – עם עוד שיא של 9.6 אחוזים בסוף השנה. בזמן כתיבת דברים אלו, ספטמבר 2009, התייצב המרווח סביב ארבעה אחוזים. המרווח של תל בונד 20 היה נמוך הרבה יותר, אבל היה לו דפוס דומה, עם שיא בגובה 4.8 אחוזים בסוף שנת 2008 (ראו תרשים 2, לעיל עמ' 00). בד בבד עם השינויים במרווח ירד מדד תל בונד 40 מ־220 לפני המשבר ל־150 בשיא המשבר, ב־15 בספטמבר 2008 (ראו תרשים 1, לעיל עמ' 00). עם זאת, השפל במדד לא קרה בדיוק בזמן השיא במרווח, שהיה בסוף שנת 2008.

6 בשיחה שהתקיימה באותו זמן בין כותב מאמר זה ובין בכיר באגף שוק ההון באוצר הוא הביע במפורש את הדעה שאם למשתתפים בשוק יהיה כל המידע ותהיה ניידות חופשית, התחרות תדאג שהשוק יתפקד כהלכה. העקרונות שנוסחו בהרצאות הממונה על שוק ההון ידין ענתבי הם חזרה ברוכה מעקרונות אלו.

7 ב־2001 זכה ג'וזף סטיגליץ בפרס נובל על תרומתו לשטחי מחקר אלו.

חוסר האמון הכללי בשוק התבטא בעצירת כל ההנפקות החדשות כמעט (תרשים 4 להלן): בין ינואר לאמצע מרץ הנפיקו 3.1 מיליארד שקל. סך ההנפקות בשנת 2008 היה 17.9 מיליארד שקל, מעט יותר מרבע מההנפקות בשנת 2007 (סך ההנפקות המדווחות של 2009 עד היום כבר עובר את 2008, והוא בגובה 20.9 מיליארד שקל). השפעות אלו את סך האשראי מן הגופים המוסדיים למגזר העסקי מ־197 מיליארד שקל בסוף 2007 ל־147 מיליארד שקל בסוף 2008. הבנקים הגדילו את האשראי למגזר העסקי רק ב־15 מיליארד שקל בשנת 2008, וכך כיווץ המשבר באיגרות החוב הקונצרניות את סך האשראי למגזר העסקי והחריף את המשבר הכלכלי הריאלי (ראו לוח 1, לעיל עמ' 00).

תרשים 4: הנפקות איגרות חוב קונצרניות במיליארדי שקלים



אף על פי שהמשבר היה מרוכז במגזר הנדל"ן הוא השפיע על כל ענפי איגרות החוב הקונצרניות. בסוף 2008 נסחרו שני שלישים מהן בתשואה (צמודת מדד!) מעל עשרה אחוזים, ובאמצע אפריל 2009 ירד המספר למחצית, ורבע עדיין נסחרות בתשואה מעל שלושים אחוז. מתוך איגרות חוב מסוכנות מאוד אלו היו הנדל"ן 85 אחוז (להלן לוח 2). ענף הנדל"ן היה בעייתי גם בדרך שבה הנפיק את איגרות החוב שלו: רק 47 אחוז מהן היו מדורגות. הנדל"ן היה 34 אחוז מכל ההנפקות, והפירעונות שלו ב־2009 היו 37 אחוז מהסך הכולל (להלן לוח 3).

לוח 2: התפלגות התשואות של איגרות החוב הקונצרניות

29 בדצמבר 2008

רמת התשואה	ערך נקוב במיליוני שקלים, במונחי שווי שוק	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	ערך נקוב במונחי הון רשום	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	מספר סדרות	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)
עד 6 אחוזים	75,149	54	66,618	43	88	20
6–10 אחוזים	28,136	20	31,115	20	67	15
10–15 אחוזים	15,244	11	19,025	12	50	11
15–20 אחוז	5,996	4	8,178	5	37	8
20–30 אחוז	7,847	3	7,524	5	53	12
30–50 אחוז	6,956	5	14,903	10	67	15
מעל 50 אחוז	2,923	2	8,602	6	74	17

12 באפריל 2009*

רמת התשואה	ערך נקוב במיליוני שקלים, במונחי שווי שוק	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	ערך נקוב במונחי הון רשום	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)	מספר סדרות	מתוך סך איגרות החוב (באחוזים)
עד 6 אחוזים	94,323	63	82,549	53	132	30
6–10 אחוזים	29,374	19	30,897	20	71	16
10–15 אחוזים	11,768	8	14,114	9	47	11
15–20 אחוז	3,673	2	4,633	3	35	8
20–30 אחוז	4,204	3	7,332	5	40	9
30–50 אחוז	5,150	3	10,320	7	49	11
מעל 50 אחוז	2,235	1	7,490	5	65	15

* באפריל 2009 85 אחוז מהסדרות בעלות תשואה הגבוהה משלושים אחוז הן סדרות של חברות נדל"ן.

לוח 3: מאפייני הנפקת אג"ח

ענף	התפלגות איגרות חוב סחירות לפי ענפים (באחוזים)	התפלגות הפירעון ב־2009 (באחוזים)
החזקות והשקעות	17	12
בנקאות	22	14
נדל"ן	34	37
תקשורת	7	11
מסחר ותעשייה	4	7
אחר	16	19

ענף	מספר סדרות	שיעור סדרות מדורגות (באחוזים)	שיעור חוב מדורג (באחוזים)
סך הכול איגרות חוב סחירות	708	60	87
בינוי ונדל"ן	291	47	80
החזקות והשקעות	103	67	88
בנקים	77	100	100
שירותים	80	69	87

הקשיים בענף הנדל"ן נבעו מכך שחברות ישראליות בעלות נכסים מקומיים טובים השתמשו בשמָן המקומי הטוב כדי ללוות מהגופים המוסדיים[8] ולהשקיע בנדל"ן בחו"ל: במזרח אירופה, במוסקבה, בניו יורק ובלאס וגאס. חשיפת הגופים המוסדיים לשווקים ספקולטיביים בחו"ל ייבאה לישראל את המשבר העולמי, דרך בועת הנדל"ן במקומות האלה, שהתפוצצה עם המשבר (והיתה הזרז למשבר שהחל בארצות הברית).

8 גם הבנקים לא נמנעו מלהלוות לחברות הנדל"ן הגדולות להשקעותיהן בחו"ל. התמונה תתבהר עוד יותר עם הליכי הסדר החוב של "אפריקה ישראל" וחברות אחרות.

המשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות הוא אפוא תוצאה אבסורדית של מבנה שוק ההון הישראלי: ישראל צלחה את המשבר בהצלחה רבה מהסיבות שהזכרנו לעיל: המשבר של 2002–2003 עורר שידוד מערכות בבנקים ומיתן את האפשרות ליצירת בועת נדל"ן מקומית. אלא שטייקונים ואחרים לוו בישראל כדי להצטרף להשקעה בבועות הנדל"ן בעולם, וכך ייבאו את הסיכון העולמי אל המשקיעים המוסדיים בישראל. הגופים המוסדיים, שעל פי רוב לא היו מעוניינים בחשיפה ישירה גבוהה לחו"ל או, לחלופין, היו מסוגלים לנהל את החשיפה שלהם לחו"ל לפי התפתחות המשבר, הסתכנו בלי שתכננו זאת ובלי שיכלו לשלוט על הסיכון.[9]

החשיפה של הגופים המוסדיים לסיכון הועצמה בגלל כוח השוק הנמוך שלהם ומעמד החוב שלהם מול מעמד החוב של הבנקים, וכן בגלל טעות במבנה של איגרות החוב הקונצרניות, ואי־יצירה של תניות פיננסיות (covenants), אשר משנות את תנאי האיגרת כאשר משתנים תנאי החוב של החברה. תניה אפשרית היא העלאה אוטומטית של הריבית כאשר יורד הדירוג של החברה. הממונה על שוק ההון מינה את ועדת חודק לנתח את הכשלים בהנפקות ולהציע תיקונים לעתיד. בזה עוסק הפרק הבא בעבודה.

ז. דוח הביניים של ועדת חודק

ועדת חודק הוקמה כדי להגן על כספי החוסכים הפנסיוניים על ידי שיפור תהליך ההשקעה של גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות והתמודדות עם גל ההנפקות המתחדש.[10] קנה מידה טוב להשוואת מתן אשראי מוסדי הוא מתן אשראי בנקאי. הוועדה מצאה שבמועד מתן האשראי היו לבנקים אינטרס חזק יותר וגם כוח רב יותר לנהל משא ומתן על תנאי האשראי מאשר לגופים המוסדיים. הגופים המוסדיים מפזרים את הסיכון של האשראי, אין חשש ליציבותם, והם אינם ביחסים עסקיים ארוכי טווח עם הלווים, ולכן פעמים רבות הם חשופים להנפקה בשיטת פקס, שבה הם צריכים להחליט מיד על קניית ההנפקה – take it or leave it. לבנקים יש גם מידע פנימי רב על הלווה, מה שאסור לחלוטין לגופים המוסדיים. כל זה מביא להנפקה של איגרות חוב נחותות ופוגע בחוסכים הפיננסיים. כותבת הוועדה בדוח שלה:

9 תזכורת לתיאבון המופרז לסיכון ניתנה במשבר האחרון של נסיכות המפרץ דובאי. לפי העיתונות, טייקונים ישראלים גדולים כמו סמי עופר, יצחק תשובה, לב לבייב ובני שטיינמץ היו בקשרי עסקים כלשהם עם הנסיכות.

10 חברי הוועדה היו: עו"ד דוד חודק – יו"ר, ענת לוין (שהיתה גם יועצת למיזם של ון ליר), אהרון קצרגינסקי, עו"ד דן אבנון, גילי כהן, רו"ח אריק פרץ. יועצי הוועדה היו עו"ד דוידה לחמן־מסר ופרופ' אסף חמדני. ראו חודק ואחרים 2009.

בשונה מישראל, כפי שתואר לעיל בשווקים המפותחים בעולם קיימים כלים שונים להבטחת פירעונן של איגרות חוב, ובכלל כך תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות, אשר הנן כלי נפוץ בידי הגופים המוסדיים המשמש למעקב אחר יכולת ההחזר של החברה ולגיבוש פעולה מבעוד מועד בעת חשש לגביית החוב. כך למשל, אמת מידה פיננסית מסוג מגבלת מינוף (limit of indebtedness) מגבילה את רמת המינוף של החברה. במקרה שהחברה חורגת מהיחס שנקבע בתנאי איגרת החוב לבעלי איגרת החוב יש זכות להעמידה לפירעון מידי. אמות מידה אחרות מגבילות את יכולת החברה למכור או לשעבד נכסים מהותיים (negative pledge, certain sale of assets) או להתמזג עם חברה אחרת (merger restriction). מטרתן של מגבלות אלה היא להגן על המלווים, ובמידת הצורך לאפשר קיום משא ומתן עם החברה המנפיקה בשלב מוקדם יחסית, שבו לחברה עדיין יש יכולת לפרוע את חובה.

ביחס לחלק מן אמות המידה הפיננסיות, כגון מגבלת מינוף שתוארה לעיל, לחברה שליטה גדולה יחסית על עמידתה בהן. לפיכך, לעתים עצם קביעת אמות מידה פיננסיות לא רק שתקנה למחזיקי איגרות החוב כלים לפעולה, אלא אף תמנע מלכתחילה את כניסתה של החברה למצבים שבהם מחזיקי איגרות החוב נדרשים לנקוט פעולות כנגדה.

יצוין כי שכיחותן של תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות בשווקים המפותחים בעולם מוסברת, בין היתר, בקיומו של ניסיון רב שהצטבר לאורך תקופה של עשרות שנים במסגרת מערכות היחסים בין החברות המנפיקות לגופים המוסדיים הרוכשים את איגרות החוב עבור ציבור החוסכים. כך למשל, אחד הסעיפים הנפוצים ביותר בשטרי נאמנות של איגרות חוב המונפקות בשווקים המפותחים הנו שעבוד שלילי (negative pledge). למרות שלא ניתנה בטוחה להבטחת פירעון איגרת החוב, הרי מתן השעבוד השלילי מבטיח כי החברה לא תשעבד אף אחד מנכסיה, אלא כמוסכם בתנאי איגרת החוב ובהיעדר הסכמה, אם תהיה לכך השפעה מזיקה על בעלי איגרות החוב הנוכחיים. במדגם איגרות חוב בארצות הברית נמצא כי 63 אחוז מן הסדרות כללו שעבוד שלילי, כאשר 83 אחוז מהסדרות בדירוג BBB כללו שעבוד שלילי ו־87 אחוז מהסדרות, שמדורגות מתחת לדירוג השקעה או שאינן מדורגות, כללו שעבוד זה. כלומר ככל שדירוג הסדרה נמוך יותר, כך סעיף שעבוד שלילי נפוץ יותר בשטר הנאמנות. בנוסף, באנגליה 80 אחוז מאיגרות החוב הנבדקות כללו שעבוד שלילי, ואילו בגרמניה 83 אחוז מאיגרות החוב הנבדקות כללו שעבוד שלילי. יודגש כי סדרות בודדות כללו בטוחה ספציפית לצורך הבטחת החזר החוב.

נתונים אלה בולטים לעומת השוק הישראלי, שבו איגרות חוב לא רק שאינן כוללות התניה מסוג שעבוד שלילי, אלא אף מתירות לחברה את הזכות לשעבד את

נכסיה לטובת נושים חדשים ללא כל מגבלה, ובכך למעשה הן גורמות לבעלי החוב הקיימים להיות נחותים ביחס לנושים חדשים. כלי נוסף שאינו קיים בישראל, אשר נזכר לעיל, הוא האפשרות לחלק את סוגי הנושים הרגילים בין נושים רגילים בכירים לנושים רגילים נדחים, כאשר כל קטגוריה יכולה להיות מחולקת לקטגוריות משנה. בישראל לא פותחה חלוקה זו, כך שרוב איגרות החוב הנן מסוג נושים רגילים (חודק ואחרים 2009, 21).

חשוב להדגיש שדווקא בשיטה שבה מבטיחים הבנקים את זכויותיהם כמלווים שעבוד של נכסים אינו השיטה המועדפת על רוב בעלי איגרות החוב הקונצרניות. מן הראוי להזכיר שאיגרות החוב בבסיסו של המשבר היו דווקא איגרות חוב מגובות בנכסים (CDO — collateralized debt obligation) – במקרה זה במשכנתאות. מתברר שגיבוי בנכסים אינו ערובה לקבל את הכסף בחזרה, וגם לא להתנהגות אחראית של הלווה.

המלצות הוועדה מכוונות להגדיל את כוחם של הגופים המוסדיים בתהליך ההנפקה, להגביר את השקיפות, ליצור בקרה נכונה של ההנהלה והדירקטוריון על תהליכי ההנפקה, כולל אנליזה של החברות, ולהגדיל את כוחם של הגופים המוסדיים מול הנושים האחרים במצב של חדלות פירעון של החברות. בשלב טרום ההשקעה נדרשת קבלת החומר שבעה ימים מראש כדי למנוע את התופעה של הנפקות פקס, בהן הגוף המוסדי נמצא בלחץ לקבל או לדחות את ההנפקה מיד. נדרש גם ניתוח מקיף של החברה המנפיקה ושל איגרות החוב המונפקות, וכן אישור ועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי מעבר לסף מסוים. במהלך חיי החוב מומלצות דרישות גילוי מחברות פרטיות, וכן שילוב תניות ואמות מידה פיננסיות **מזעריות** אשר מקלות את המעקב אחרי החברה הלווה ומאפשרות פיצוי למלווה אם מצבה של החברה מידרדר. תניות כאלה הן, למשל, שעבוד שלילי – איסור לשעבד נכס אחר של החברה ללא הסכמת המלווים – או הזכות להעמדת החוב לפירעון מיידי במקרה של הפסקת דירוג, העמדה של סדרה אחרת לפירעון מיידי, שינוי שליטה, מיזוג, ועוד. תניות פיננסיות מומלצות הן העלאת הריבית מיד עם ירידה בדירוג החוב והעמדת החוב לפירעון מיידי אם החברה חרגה משורה של תניות פיננסיות ואחרות, למשל הגדלת המינוף שלה.

אם הלווה פושט את הרגל ומגיעים להסדר חוב לכל הנושים יש בחו"ל סיווג של איגרות החוב לפי הבכירות בחוב. הוועדה ממליצה למסד הסדרים כאלה בישראל, ושוועדת ההשקעות תקבע את שיעור ההשקעה באג"ח ואת היקפה לפי הסיווג הבא: איגרות חוב מובטחות – איגרות חוב שעומדים מאחוריהן ביטחונות – שעבודים על נכסי החברה; איגרות חוב לא מובטחות בכירות – איגרות חוב שאין להן ביטחונות אבל במקרה של הסדר חוב הן זכאיות לעדיפות בהסדר (בקבוצת כל איגרות החוב);

איגרות חוב לא מובטחות נדחות – איגרות חוב שלא מוגנות בזמן הסדר חוב, לא על ידי שעבוד ולא על ידי בכירות בהסדר, הן האחרונות בסדר העדיפויות.

ניתוח דוח ועדת חודק

להלן כמה עניינים שעולים מדוח הביניים של ועדת חודק:

- המלצות הוועדה מדגימות שוב את הטענה הרגילה כנגד הרגולציה: שהיא מגיבה מאוחר מדי לשינויים שקורים במשק. בעיקר כאשר מתברר שבניגוד לתורה המקובלת – לא הנהיגו בישראל את מה שמקובל בעולם המפותח: כאשר החלו להנפיק איגרות חוב קונצרניות בהיקפים גדולים לא אימצו הרשויות המפקחות – רשות ניירות ערך ואגף שוק ההון – את אמות המידה הבינלאומיות להנפקות אלו, בעיקר לגורמים מוסדיים.
- דוח הוועדה חושף מצב עגום: המנפיקים שלטו בשוק כמעט בועתי, ויכלו ללחוץ על הקונים להסכים לתנאי ההנפקה שלהם בלי לתת להם זמן לדיון או לניתוח. מצב זה נוצר, כמו שתיארנו לעיל, בגלל מדיניות הממשלה האגרסיבית לעודד את יצירת שוק ההלוואות החלופי.
- אם יאומצו המסקנות שבדוח (שהוא עדיין במעמד של דוח ביניים) יגדל כוחם של הגופים המוסדיים לדאוג לכספי הפנסיה שהם מנהלים. קבלת החומר שבעה ימי עסקים מראש והחיוב בניתוח מקיף, כמו הדרישה לאישור ועדת השקעות מעבר לסף מסוים, ייצרו תרבות ניהול כספים רצינית יותר. התניות ואמות המידה הפיננסיות יוסיפו כוח לגופים המוסדיים בזמן קיום החוב, וזה יגביל התנהגות לא שקולה של הלווים. האיום בפירעון מיידי יכול למנוע מינוף יתר שיגדיל את הסיכון לכספי הפנסיה מעבר לסיכון שהיה בזמן יצירת החוב, וכך גם בנוגע לתניות אחרות. יכולת האיום של הגופים המוסדיים מאזנת מעט את חוסר הסימטריה ביניהם ובין הבנקים, שכוחם רב לעומת מי שמקבלים מהם אשראי. הכוח של הבנקים נובע מהשעבודים על הנכסים, מהתחדשות ההלוואות בכל תקופה, כך שהם יכולים "לסגור ללווה את הברז", ומעצם היותם מלווים מעטים ולכן גדולים.
- נושא מעניין הוא השפעת הרגולציה הזאת על המבנה הענפי ועל התחרות בין המשקיעים המוסדיים בענף הפנסיוני. מאחר שנדרש ניתוח מקיף של איגרות החוב הקונצרניות אי־אפשר עוד להסתפק בדירוג של חברות הדירוג כדי להחליט על השקעה בנייר הערך הזה. התוצאה היא שרק משקיע שיש לו אנליסטים משלו יוכל להתקיים בשוק, וממילא נקבעת רמה מזערית לגודל החברה – כזו שיכולה לממן ניתוח עצמאי.

- בהנחה שהמבנה של שוק הפנסיה היום יישאר כמו שהוא, הגיוני שעמיתי הפנסיה ישקיעו בצמיחת המשק הישראלי. השקעה באיגרות חוב קונצרניות עם דירוג גבוה היא אחד מאפיקי ההשקעה שאמורים להיות סולידיים, והיא משלימה את ההשקעה במניות בחברות ישראליות מכאן ואת ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות מכאן (יש גם היגיון רב בהשקעה בחו"ל, אבל זה נושא אחר). המטרה של הרגולציה ושל התרבות העסקית שצריכה להיווצר בישראל היא שהשוק הזה באמת יהיה סולידי. קשה להתווכח אפוא עם מסקנת ועדת חודק שהנורמות העסקיות בישראל צריכות להתיישר לפי הנורמות המקובלות בעולם המפותח.
- יש שתי הסתייגויות יסודיות מקבלת המלצות הוועדה כפשוטן: ראשית, צריך לפתור את בעיית היסוד של עודף ההיצע של חיסכון פנסיוני המושקע בשוק המקומי בגלל הטיית הביתיות (home bias), על ידי הגדלת ההשקעה של הגופים המוסדיים בשוקי חו"ל. שנית, צריך להיזהר מעודף רגולציה, ויש להשאיר בה גמישות מספקת כדי לתת לשווקים לפעול ביעילות הרצויה.

ח. סיכום ומסקנות

עבודה זו מתעדת את יצירת שוק האשראי החוץ־בנקאי בישראל ואת הכשלים שהתגלו באופן חד וברור בזמן המשבר הכלכלי העולמי. העבודה מראה ששוק זה סבל מאותם חוליים של השוק הפיננסי העולמי: תמריצים לא נכונים למנהלי הכספים, תחרות על תשואות אגב התעלמות מהסיכון, תמחור חסר של הסיכון וחוסר פיקוח מתאים. חוסר הפיקוח המתאים התבטא באי־תיאום בין הרשויות המפקחות ובחוסר בראייה כוללת של המפקחים את הכוחות הפועלים בשוק ההון ואת התוצאה שלהם. הכוחות האלה התבטאו במלוא עוצמתם בעולם, וחשוב שישראל תלמד מהטעויות שנעשו שם. התוצאה היתה שרק בזכות המזל (ואולי בזכות רשת הביטחון הקמצנית[11]) לא נוצר משבר שבו נוטשים המפקידים את הגופים המוסדיים אגב יצירת פניקה ומכירת חיסול של נכסים, מה שהיה מוביל להרס של שוק ההון החדש. עם זאת, חייבים להדגיש שבזכות פיתוחו של שוק האשראי החוץ־בנקאי נוצר גיוון במקורות האשראי למגזר העסקי, גיוון שתרם

11 מתוך משרד האוצר 2009, פרק 6, עמ' 198: "ביום 14 בדצמבר 2008 החליטה ממשלת ישראל על סיוע ממשלתי לחוסכים בחיסכון הפנסיוני. [...] הוחלט להעניק הגנה על כספי החיסכון הפנסיוני לחוסכים שגילם במועד קבלת ההחלטה היה 57 ומעלה, בכפוף לתקרות שנקבעו בהחלטה, ובלבד שהתקיימו תנאים מסוימים, כגון שהעמית הגיע לגיל פרישה, הסכום שעליו חלה ההגנה ישולם כקצבה, והעמית ביקש לקבל את ההגנה".

ליציבותם של הבנקים, ואִפשר להם להגדיל את הלימות ההון. במובן זה תרמו ההתפתחויות האלה לעמידותו של המשק הישראלי בזמן המשבר הכלכלי העולמי.

המשבר המתועד בעבודה זו נוצר לא רק בגלל החוליים המשותפים לשוק הפיננסי העולמי, אלא גם בגלל בעיה מקומית של חוסר שיווי משקל בשוק ההנפקות. בגלל הטיית הביתיות העדיפו הגופים המוסדיים להיחשף חשיפה מזערית לחו״ל, והתוצאה היתה עודף ביקוש לניירות ערך מקומיים, בעיקר כאלו שנתפסו בעלי סיכון נמוך כמו איגרות חוב קונצרניות.[12] כל עוד לא נפתרה הבעיה הזאת, יש חשש לעוד בועה בשוק איגרות החוב הקונצרניות, שבה שוב יתומחר הסיכון לא נכון. יש לפתור בעיה זו על ידי מתן אפשרויות נוחות למשקיעים מוסדיים להשקיע בחו״ל. הממשלה יכולה, למשל, לגדר את הסיכון של השקעות המוסדיים בחו״ל על ידי עסקה של החלף תמורת התשלומים שהיא חייבת במט״ח שמקורם בחוב המדינה לחו״ל. עוד יכולה הממשלה ליצור גוף עסקי שמשקיע בחו״ל בשביל הגופים המוסדיים וכך מקל על חלק מהם את ההשקעה בכל מיני דרכים.

שיקולים אלו שופכים אור על ההמלצות של דוח ועדת חודק. מכיוון שבעיית היסוד היתה יצירת עודפי ביקוש להנפקות, הפתרון הנוהלי והמשפטי המוצע בדוח – להקשות על המנפיקים לנצל את מעמדם העדיף בשוק – אולי לא יצלח. ברור שההצעות של הדוח יפעלו ביעילות רבה הרבה יותר אם יינתן פתרון גם לבעיית היסוד של עודפי ההנפקות.

הדיון בעבודה זו התמקד בתפקודו של שוק ההון החוץ־בנקאי. מי שיעסוק בלקחים מהאירועים שנותחו בעבודה זו יהיה חייב להידרש גם למקורות החיסכון בשוק זה – חיסכון שהוא בעיקרו לפרישה – ובשאלה אם הגופים המוסדיים והשוק מטפלים כראוי בסיכונים הרובצים לפתחם של החוסכים במסגרת המוסדית הנתונה בישראל, לטווח ארוך ובעיקר לפרישה. בין השאלות הגדולות על סדר היום היא מהי המידה הרצויה לביטוח הדור המבוגר כנגד חלק מהסיכונים הללו שמעניק לו הדור הצעיר באמצעות כלי מדיניות שמפעילה הממשלה. כלים אלו הם היום הרובד הראשון של הביטוח הלאומי הנותן קצבאות זקנה ושארים, ואיגרות החוב המיועדות המונפקות לקרנות הפנסיה. בחינת התאימות של כלים אלו לסוג הסיכונים שעומדים בפני הגמלאים צריכה לעמוד במרכז הדיון הציבורי בלקחי המשבר הפיננסי.

12 הטיית הביתיות קיימת גם מחוץ לישראל. המחקרים מוכיחים שעל ידי פיזור ההשקעה בין ארץ הבית לחו״ל משיגים סיכון נמוך יותר לאותה רמת תשואה. מובן שבמקרים נקודתיים פיזור כזה מביא לתשואה נמוכה יותר, כמו בשנים האחרונות שבהן שוק המניות הישראלי מניב תשואה גבוהה יותר לעומת השקעה בחו״ל, ולכן קרנות פנסיה שהשקיעו בחו״ל הגיעו לתשואה נמוכה יותר. בטווח הארוך פיזור ההשקעה אמור להביא לתוצאות טובות יותר.

ביבליוגרפיה

אחדות, ל׳ וא׳ ספיבק, 2010. **מערכת הפנסיה בישראל לאחר 15 שנות רפורמה**, ירושלים: התוכנית לכלכלה וחברה, מכון ון ליר בירושלים.

בן בסט, א׳ (עורך), 2001. **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק**, תל אביב: עם עובד.

בנק ישראל, 2004. **דוח יציבות פיננסית לשנת 2003**, ירושלים: בנק ישראל.

בנק ישראל, 2005. **דוח יציבות פיננסית לשנת 2004**, ירושלים: בנק ישראל.

חודק, ד׳, ע׳ לוין, א׳ קצרגינסקי, ד׳ אבנון, ג׳ כהן וא׳ פרץ, 2009. **הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות: דוח ביניים להערות הציבור**, ירושלים: משרד האוצר, אגף שוק ההון, http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/chodek.pdf

משרד האוצר, 2009. **דוח שנתי 2008**, ירושלים: משרד האוצר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

רוטנברג, ד׳ ומ׳ זילברברג, 2008. **מאפייני הפירמות העסקיות בעלות חבות לבנקים שהנפיקו אגרות חוב בשנים האחרונות בבורסה לנירות ערך בתל אביב**, ירושלים: בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, יחידת המחקר.

Andrews, E. L., 2008. "Greenspan Concedes Error on Regulation", *The New York Times*, 24.10, www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html

Woodward, R., 2000. *Maestro: Greenspan's Fed and The American Boom*, New York: Simon & Schuster.

Greenspan, A., 2007. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*

קריאה נוספת

דו״ח של בנק ישראל על המשבר שיצא בשנת 2011, אחרי כתיבת דו״ח זה שנעשתה בזמן אמת. בעיקר כדאי לראות את העמודים 52, 55, 60, 65.

ברוידא ק׳, מ׳ שמש וצ׳ ארדמן 2011. **ישראל והמשבר העולמי 2007–2009**, ירושלים: בנק ישראל.

דיון: המשבר בשוק איגרות החוב

מתדיינים: מיקי קהן, ישי יפה, גתית גרשגורן

המסגרת הדיונים במכון ון ליר בירושלים, נידון המשבר בשוק איגרות החוב הקונצרניות, בפרט לנוכח הדיון הציבורי הער אז באפשרות הסיוע לחברות גדולות הנמצאות במשבר חובות. פרופ׳ אביה ספיבק הציג את הנתונים העיקריים על המשבר בשוק זה, ואת התובנות העולות מהם. לאחר מכן הציג מיקי קהן, מנהל יחידת שוק ההון בבנק ישראל, את מצב האשראי במשק מנקודת ראותו של הבנק. פרופ׳ ישי יפה דן בבעייתיות בקיומן של קבוצות עסקים גדולות בישראל ובמדינות אחרות; וד״ר גתית גרשגורן, מנהלת המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך, הסבירה את עיקרי ״תוכנית החילוץ״ שהציעה הרשות בעת המשבר. הדיון שהתנהל לאחר הדברים האלה עסק בעיקר באפשרות לסייע לחברות שאינן יכולות לעמוד בתשלומי חובותיהן. המפגש התקיים ב־19 באפריל 2009 במכון ון ליר בירושלים.

פרופ׳ אביה ספיבק הציג נתונים ראשונים על שוק איגרות החוב ועל הסיכונים למשבר כלכלי שמקורו בשוק זה (ראו המאמר לעיל בפרק זה). בראשית דבריו הוא הציג את העובדות המוסכמות בעת המפגש על המשבר הריאלי בעולם, שמקורו במשבר כלכלי. בישראל עיקר המשבר הוא ריאלי, ומקורו בחו״ל. למשבר הריאלי בישראל מתלווה משבר כלכלי מסוים שמתמקד בשוק איגרות החוב. מוסכם ששוק איגרות החוב הקונצרני חשוב למניעת מחנק אשראי, והבנקים אינם מסוגלים להחליף שוק זה. יש להמשיך ולמצוא דרך לקיים שוק זה, אך מכך לא נובע שחייבים לפעול להצלת קבוצות העסקים הגדולות (״הטייקונים״). עוד יש לזכור שהטיפול בשוק איגרות החוב חייב לבוא מתוך הבנה של מקורות המשבר, ושהטיפול יניח את היסודות לשוק נכון יותר בעתיד, שהוא חיוני למשק מודרני.

הוצגו נתונים עדכניים לאפריל 2009 על חלקן של איגרות חוב קונצרניות הנסחרות בריבית של עשרה אחוזים ומעלה, במונחי שווי שוק: 18 אחוז מסך שווי השוק, לעומת 26 אחוז מהשוק בסוף שנת 2008. בסדרות איגרות החוב המסוכנות בלט ענף הנדל״ן; 85 אחוז מהסדרות בעלות התשואה הגבוהה ביותר (מעל שלושים אחוז ריבית) הן איגרות חוב מענף זה. ענף הנדל״ן התבלט בסדרות אג״ח רבות, בשיעור נמוך של סדרות מדורגות ובפירעונות רבים לשנת 2009. במקרים רבים מדובר בנדל״ן בחו״ל, שמומן בכספי משקיעים ישראלים. מתוך כ־35 מיליארד שקל שאמורים להיפרע מהרבעון השלישי של 2008 ועד סוף שנת 2010, כעשרה מיליארד שקל הם של חברות נדל״ן. על הסכום הזה בעצם נסב הדיון – האם יש לסייע בהחזרת החובות בעת המשבר אם לאו?

הודגש שבעת המשבר בשוק איגרות החוב לא היה משבר בקופות הגמל הבשלות, וגם לא התרחש משבר מַקרו קלאסי של בריחת השקעות מישראל, פיחות ואינפלציה. מצב זה לווה בחיסכון לאומי גבוה, שעמד ברקע של עודף בחשבון השוטף. בשנים 2003–2008, שבהן היתה צמיחה ניכרת במשק, גדל סך האשראי במשק בשיעורים דומים. אבל בשנים האלה לא הגדילה הממשלה את האשראי שלוותה מהמגזר הפיננסי והבנקים לא הגדילו את סך האשראי שהלוו למגזר העסקי (ראו לוח 1 לעיל עמ׳ 00). מכאן שחלה תופעה של שאיבה פנימה, כאשר הלחץ על האשראי החוץ־בנקאי להתפתח ולגדול הביא להתפתחות לא מאוזנת של האשראי. להתפתחות זו תרמו גם היעדרה של האופציה צמודת המדד באיגרות חוב ממשלתיות, שינוי כללי המיסוי על רווחי הון והשקעות לפי המלצות ועדת רבינוביץ׳, עליות השערים בעולם, ועוד. כל אלו הביאו לצמיחה מהירה של המגזר הפיננסי, שבתחרות על דמי ניהול של מיליארדי שקלים יצר התנהגות מוטת טווח קצר להשקעות פנסיוניות שאמורות להיות לטווח ארוך. בשנות ההתפתחות המהירה של שוק האשראי האמינו הרגולטורים בפרסום התשואות ובמתן המידע לציבור, כך שהשוק יעשה בעצמו את הרגולציה הטובה ביותר. אבל בשל מורכבות המכשירים הפיננסיים לא הבין הציבור את המידע כראוי והתקבלו תוצאות הפוכות. בזמן האחרון החל אגף שוק ההון באוצר לשנות מדיניות זו.

פרופ׳ ספיבק הציג את הפיגור הטבעי של הרגולציה אחרי המציאות ואת חוסר התיאום שבין הרגולטורים (המפקח על הבנקים בבנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר ורשות ניירות ערך). הוצג גם הקושי של הגופים המוסדיים הקטנים לעשות ניתוח עצמאי של חובות קונצרניים, ללא הסתמכות על חברות הדירוג. הסתמכות של גופים רבים על אותה חברת דירוג יוצרת חוסר איזון בשוק.

הוצגו ההבדלים העיקריים שבין אשראי בנקאי רגיל לאשראי באמצעות איגרות חוב קונצרניות. בבסיס אלו עומד האיסור על מידע פנימי על הלווים, שהוא גורם מרכזי באשראי בנקאי. זאת ועוד, שוק איגרות החוב הקונצרניות אינו מתבסס על בַּטוחות. במקום זאת הוא נוטה להתבסס על פיזור הסיכונים. אבל בישראל ישנה בעיה עיקרית של מיעוט משקיעים מוסדיים ומיעוט לווים גדולים, ועל כן פיזור הסיכונים מוגבל. ישנה גם בעיה של מחסור בנזילות. פגם ניכר בהתנהלות שוק איגרות החוב בשנים האחרונות היה היעדר השימוש בתניות להקטנת הסיכון. עם זאת, בשוקי איגרות החוב במדינות אירופה התגלו אותן הבעיות, שייתכן שהן בגדר חבלי לידה של שוק זה.

מסקנות ראשונות מהמשבר בשוק איגרות החוב הקונצרני עשויות להיות שרפורמת בכר היתה חיובית מכמה בחינות. ראשית, המפקח על הבנקים יכול היה להסדיר את ענייני הבנקים ולוודא שאין להם חובות גדולים מדי, מכיוון שגופים אחרים יכלו לספק את הגידול בביקוש לאשראי במשק. שנית, השוק הקונצרני

יכול לספוג הפסדים ללא זעזוע של המערכת הפיננסית, כמו שהיה קורה אם היו הבנקים סופגים הפסדים דומים, אבל זה נעשה על חשבון החוסכים לפנסיה. ישנו ויכוח אם הבנקים היו מעניקים אשראי עם סיכון רב כפי שהעניקו הגופים המוסדיים. ייתכן שאפשר לומר שהשינוי המוסדי היה חיובי בעיקרו, אך נדרש שינוי גדול ברגולציה עליו. נוסף על כך יש צורך לשפר את התפקוד של חברות הדירוג. ולבסוף, ייתכן שהאטיות של המערכת הממשלתית בישראל בבחינת מכשירים פיננסיים חדשים ובאישורם פעלה לטובת הציבור, מכיוון שכך נמנע השימוש במכשירים מסוכנים אלו.

הוזכרו הכלים הראשוניים שהפעילה הממשלה לסייע לשוק ההון בעת המשבר: בנק ישראל קנה איגרות חוב ממשלתיות כדי להוריד את התשואות וליצור ביקוש לאיגרות חוב קונצרניות; משרד האוצר הקים את קרנות המנוף; אגף שוק ההון במשרד האוצר הביע נכונות להוריד את תדירות הדיווח על התשואות. זאת ועוד, רשות ניירות ערך הציעה לתת ערבות ממשלתית להנפקות איגרות חוב קונצרניות שממנות מיזמים של תשתית. תוכנית זו עמדה במרכז הדיון הציבורי בעת המפגש.

לבסוף הוצגו כמה לקחים בסיסיים מהעולם לבניית המגזר הפיננסי בישראל. ראשית, דרושים ראייה כוללת ופיקוח כולל על כל חלקי המגזר. שנית, שלא כדרך החשיבה לפני כמה שנים, המגזר הפיננסי אינו מנוע צמיחה ראוי למשק. שלישית, יש הטוענים שצריך למצוא דרך להגביל את הרווחים של המגזר כדי לא ליצור תמריצים לא נכונים. עם זאת, יש לאפשר למגזר הפיננסי מומחיות כדי להקצות נכון את ההון במשק. ורביעית, יש לשקול אם את כספי החיסכון לפנסיה יכולים לנהל ארגונים ללא מטרות רווח.

מיקי קהן הדגיש ששוק האשראי התייצב, והתשואות מתחילת שנת 2009 החלו לרדת ברוב הענפים, אם כי עדיין ישנה בעיה בענף הנדל"ן. עדיין חסר אשראי במשק, וייתכן שהבנקים צריכים להגדיל את היקף האשראי. שלא כבמשבר של שנת 2002, הבנקים לא הגדילו את האשראי ביחס לתוצר בתקופת המשבר. מבחינת יציבות הבנקים זה נתון חיובי, אך כעת יש מחסור באשראי. באשר לאי־השימוש בתניות ובביטחונות, צוין שאמנם גם במדינות אחרות היה הדבר מקובל, אך ההיקף של איגרות החוב האלה מתוך סך שוק איגרות החוב היה מצומצם, כעשרה אחוזים בלבד בארצות הברית.

פרופ' ישי יפה הציג את הבעייתיות שבקבוצות העסקים הגדולות. קבוצות אלו קיימות בכל העולם (דרום קוריאה, הודו, איטליה ועוד), חוץ מבארצות הברית ובאנגליה. ישנה טענה שבשלבים מוקדמים של ההתפתחות הכלכלית במדינה מסייעות החברות הענקיות האלה להתפתחות הכלכלה במדינה, ובעצם הן מחליפות את המוסדות החסרים. כשקשה להבטיח את קיומם של חוזים, קל יותר

לקיים עסקים בתוך הקבוצה; כששוק ההון לא מפותח, קל יותר לנהל מעין שוק הון פנימי בקבוצה; כשהאוניברסיטאות חלשות, החברות מכשירות בעצמן את העובדים המקצועיים. ייתכן שטענות אלו נכונות, אך כוחן יפה בעיקר למדינות בשלבי התפתחות מוקדמים מאוד. לקבוצות העסקים הגדולות ישנם חסרונות רבים. בכללם אפשר למנות הגבלת תחרות ודחיקת מתחרים, קשרים בין שווקים (multi market contact), קשרי הון-שלטון וניסיונות להשפיע על הרגולציה (rent seeking). זאת ועוד, בקבוצות האלה בדרך כלל ישנה נטייה להוריש את השליטה בקבוצה לבני משפחה. כאשר השליטה מועברת במשפחה ולא לפי הכישורים, ניהול בעייתי של בן משפחה לא מוכשר יכול להוביל לבעיה מַקרו־כלכלית.

יש ויכוח מקצועי אם קבוצות העסקים הגדולות מועילות בשלביה הראשונים של המדינה, אבל בספרות הכלכלית יש תמימות דעים שהן פוגעות בכלכלה ובדמוקרטיה של מדינות מפותחות. חוץ משתי מדינות, לא הצליחו מדינות להיפטר מהקבוצות האלה. קבוצות העסקים כה מושרשות, מקושרות לרגולטורים ודוחקות את המתחרים, עד שאי־אפשר לעשות זאת. כשישנה הזדמנות כזאת בעת משבר, צריך לנצל אותה כי הקבוצות מזיקות לתחרות ולכלכלה.

ד"ר גִתית גרשגורן הסבירה שהרעיון שבבסיס התוכנית של רשות ניירות ערך לביטוח הנפקות היה החשש שוועדות ההשקעות של הגופים המוסדיים תמשכנה לזהות הזדמנויות טובות אך לא תעזנה להשקיע בשל החשש מנפילה. מדובר בביטוח מפני אסון אפשרי, כדי לאפשר לאשראי להמשיך ולזרום במשק, וגם מכיוון שאין רצון שהבנקים יעניקו את כל האשראי החדש במשק וייתכן גם שהבנקים אינם מסוגלים לכך. נוסף על כך, פועלת הרשות לכך שהדרישות הרגולטוריות מחברות שמנפיקות אג"ח תהיינה ברורות יותר ודומות יותר לדרישות מחברות שמנפיקות מניות.

עניינים עיקריים שעלו בדיון:

א. התהליך שאירע בשנים האחרונות הוא אי־הבאת הסיכון בחשבון. המנפיקים ניצלו את המצב הזה, נהנו מכסף זול והשתמשו בו לקניית קרקעות מפוקפקות במחירים מופקעים, מתוך הנחה לא מבוססת שאפשר יהיה להרוויח מהן. היה צריך לצפות שהפירמידה הזאת לא תחזיק מעמד לאורך זמן, ועל כן ההצעה להציל את החברות הללו היא מופקרת. בדרך כלל גם לא מדובר בטייקונים, ולא תהיה לפעולה הזאת השפעה מהותית על התוצר ועל התעסוקה.

ב. בשל העיכוב בהכרעה בעניינן של החברות המנפיקות הן ממשות נכסים, וזהו דבר מבורך. אין סיבה שהציבור הישראלי יממן מכיסו את הצלתן של החברות האלה. לא יקרה דבר מהותי אם הבעלות על כמה חברות תעבור לגורמים אחרים.

ג. ייתכן שזמן המשבר אינו הזמן המתאים לפרסום הנחיות חדשות ומחמירות של המפקח על הבנקים מדי שבוע בשבוע. הפיקוח ההדוק אמנם אִפשר את היציבות בבנקים, אך כעת יש לאפשר לבנקים להעניק אשראי רחב.

ד. יש לעשות שינויים ברגולציה כך שהמשקיעים המוסדיים יוכלו למנות דירקטורים חיצוניים בחברות שהם משקיעים בהן, ובעתיד לדאוג שבעלי השליטה לא יחזיקו ביותר מעשרה או עשרים אחוזים מהחברה. ישנן הנהלות טובות דיין ברוב החברות, וישנו ממשל תאגידי טוב דיו לניהול החברות גם ללא בעלי השליטה, המאיימים בתוצאות השליליות של נפילתם האפשרית.

ה. יש לאפשר למשקיעים המוסדיים להחזיק חלקים גדולים יותר בסדרות אג"ח, על חשבון משקיעים שרגישים למשיכות ולפיקדונות, כמו קרנות נאמנות. רק משקיעים אלו, שרואים לטווח ארוך, יכולים להגיע להסדרים הוגנים עם חברות שנמצאות בקשיים, לטובת המשקיעים. הם יכולים להמתין למימוש נכסים, ועוד. המשקיעים התלויים בהפקדות ובמשיכות, לעומתם, כבר מביאים בחשבון את ירידת הערך ומחפשים את הפתרון המהיר, עם הפסד מסוים למשקיעים בהם.

ו. חברות הדירוג בישראל מפגרות אחר הנעשה בעולם בתחום הדירוג. כל שפת הדירוג והכלים שהחברות מציעות למנהלי הכספים אינם מספקים. בישראל ישנם מנהלי כספים רבים שנסמכים על חברות הדירוג, ועל כן יש לפעול לשינוי בתחום הזה במהרה.

ז. האוכלוסייה, ובעיקר העיתונות, התרגלו לפרסום התשואות החודשי של מכשירי ההשקעה, ויהיה קשה מאוד להפסיק אותו. הדבר מצטרף לבעיית השימוש הנזיל בקופות הגמל, שבעצם משמשות היום קרנות נאמנות עם הטבות מס. אפשר, וצריך, להעביר את הקרנות האלה למסלולים פחות רגישים, של קרנות פנסיה.

ח. מבחינה היסטורית, לאחר כל משבר ישנה הגברה של הרגולציה שפוגעת ברווחים קלים. במשך השנים נוצרים פיתוחים טכנולוגיים שמאפשרים השקעות חדשות וישנה דרישה ציבורית להפחתת הרגולציה. לאחר מכן שוב מתחולל משבר, וחוזר חלילה. גם בישראל וגם במדינות העולם היתה דרישה להפחית את הרגולציה, וכך אכן נעשה. כעת באופן טבעי נראה הגברה של הרגולציה.

ט. אל מול תוכנית הסיוע של רשות ניירות ערך, ישנן קרנות סיוע של הממשלה לעסקים קטנים ובינוניים, שמעסיקים את עיקר המועסקים במדינה והם הנפגעים העיקריים מהמשבר הריאלי. בקרנות האלה בודקים היטב מה יהיה

השימוש בכסף הציבורי. אם רוצים לסייע לחברות ציבוריות, יש לדרוש מהן את אותם התנאים, לברר מדוע אין להן חלופות לגיוס חוב ציבורי, ואם הן יכולות לממש נכסים ולוודא מה יהיה השימוש בכסף. היום החברות הציבוריות לא נותנות דין וחשבון לציבור, אלא רק לבעל השליטה כאשר הן מעניקות לו דיבידנד.

י. החברות לא מודיעות מה הן מתחייבות לעשות בהלוואה הנוכחית, ובדרך כלל מדווחות שהשימוש יהיה לפי שיקול דעת הדירקטוריון. עד כה רשות ניירות ערך הניחה שכאשר יתבקשו המשקיעים המוסדיים לרכוש אג"ח הם יבררו היטב את ייעוד ההלוואה, אולם הדבר לא נעשה כאשר היה מדובר בכספים הישירים של ציבור המשקיעים. על כן אין לסמוך על כך שהדבר ייעשה כאשר מדובר בכסף ממשלתי שמגיע מהציבור. כדי לבדוק היטב את ההלוואות תידרש רשות ניירות ערך להקים מנגנון זהה לזה של קרנות המנוף, שמקשות מתן הלוואות.

יא. יש לזכור שאיגרות חוב הן קודם כול חוב ולאחר מכן נייר ערך. בחוב שאינו מוחזר יש לטפל ככזה, ואחת היא אם מדובר בחברה ציבורית אם לאו. אם ישנם אמצעים אחרים לטיפול במשבר על ידי העצמה של המשקיעים המוסדיים, יש לעשות זאת מכיוון שזהו פתרון נכון יותר וזול יותר.

יב. למשקיעים בגופים המוסדיים יש לאפשר ייצוג רב יותר בגופים האלה, אפשרות להתערב במינוי ההנהלות, ועוד. היום המשקיעים המוסדיים לכאורה מייצגים את הציבור, אך לאמיתו של דבר הם פועלים באופן פרטי לחלוטין עם בעלי שליטה פרטיים.

יג. אנו מחילים על המערכת הפיננסית את אותם עקרונות שאנו מבקשים להחיל על מערכות יצרניות אחרות – דה־צנטרליזציה, בעלות פרטית ורווח מרבי – ויש בזה בעייתיות. ייתכן שהמערכת הזאת צריכה לפעול שלא למטרות רווח, כמו בריאות וחינוך. יש לשאול אם לציבור מגיעה איזושהי שליטה בכספי ההשקעה שלו.

יד. יש לוודא שלדירקטוריונים ולהנהלות של החברות המנהלות את הכספים תהיה השפעה אפסית על ועדות ההשקעה. בתחום זה ישנה בעיה מובנית מכיוון שההנהלות הן שממנות את ועדות ההשקעה. ישנה בעייתיות רבה כאשר ועדות השקעות של "כלל" נדרשות להחליט אם להשקיע בחברות שבבעלותו של בעל השליטה ב"כלל".

טו. למוצרי החיסכון בעצם אין צרכן. פרסום התשואות נעשה בין היצרן למשווק. יש להשקיע בחינוך הציבור, ועד אז להגן על הצרכנים ככל האפשר.

טז. הירידה החדה בשוק איגרות החוב הישראלי, שנמשכה כמה חודשים, לא נבעה משינויים במאפיינים הבסיסיים של המשק, אלא מפָּניקה, שמקורה באי־ודאות. יש להבדיל בין סיכון – מצב שאנו יודעים במידת מה להעריך את ההסתברויות בו – ובין אי־ודאות – מצב שקשה לנו להעריך את ההסתברויות בו. בישראל ירד מחירן של איגרות החוב, התשואה עליהן עלתה מאוד, וכך נוצר פער גדול בין יכולת לקיחת ההלוואות של החברות ובין התשואה שהן נדרשות לשלם עליהן. במצב כזה נוצר שיתוק בשוק, וזהו כשל שוק ברור. אם כשל כזה מתמשך, אפשר להשתמש בערבות כתרופה. רצוי בהחלט לבקש תמורה מסוימת כנגד הערבות.

פרק 7
המשבר הכלכלי ושוק העבודה

לאה אחדות ונעם זוסמן

א. תמונת מצב

1. רקע

כלכלת העולם נתונה בעיצומו של משבר עמוק. המשבר הכלכלי העולמי החריף בשנת 2008 וגלש לשפל בכלכלה הריאלית במחצית השנייה של שנה זו. המשבר הריאלי התבטא בירידה חדה בביקושים המקומיים – פועל יוצא של הפגיעה הניכרת בשווי הרכוש שבידי הציבור, של התגברות האי־ודאות ושל מגבלות אשראי שפגעו בצריכה ובהשקעות – בד בבד עם התכווצות של ממש בהיקף הסחר העולמי. המיתון נתן את אותותיו גם בשוק העבודה ברחבי העולם: הביקוש לעובדים פחת בכל ענפי המשק, בייחוד בענפים המייצאים, בקרב כל שדרות העובדים ובפיזור גיאוגרפי נרחב. שיעורי האבטלה האמירו, משך האבטלה התארך, והשכר ירד. לא רק בפיטורים המוניים התבטאה הירידה בביקוש לעובדים, אלא גם במעבר למשרות חלקיות ובהתרחבות התופעה של חופשות כפויות.

בשלב הראשון של תגובה למשבר נקטו הממשלות צעדים לייצוב המערכת הפיננסית, ועם התפשטות המשבר לכלכלה הריאלית גובשו חבילות סיוע פיסקליות בהיקף חסר תקדים. חבילות הסיוע כללו הרחבת הוצאות והפחתת מסים, ומטבע הדברים נועדו להתמודד עם המשבר בצד פעולתם של המייצבים האוטומטיים במשק, כגון הימנעות מקיצוץ בהוצאות המגזר הציבורי עם הירידה החדה בהכנסות ממסים והעלייה בתשלום דמי אבטלה. מלבד ההשפעה החיובית המִידית של חבילות הסיוע על הביקושים, היו להן עוד מטרות, כמו תמיכה בצמיחה ארוכת טווח וסיוע לאוכלוסיות חלשות.

קרן המטבע הבינלאומית המליצה שחבילות הסיוע לשנת 2009 יהיו בסדר גודל של שני אחוזי תוצר. היא הציעה גם עקרונות לגיבוש חבילות הסיוע, ואלה הופיעו בדוח של ה־OECD לפסגת לונדון (Spilimbergo *et al.* 2008).[1] העקרונות העיקריים הם:

חבילת הסיוע תהיה בהיקף נרחב ותופעל מיד.

---

* כל המידע המופיע במאמר נכון ל־6 באפריל 2009. תודה ליותם מוזס על הסיוע הרב בהשגת הנתונים.

1 חלק מהמלצות המדיניות מופיעות גם במסמך OECD 2009b.

- הסיוע יהיה תחום בזמן, מתוך מחויבות לנקוט צעדים נוספים אם יימשך המשבר ויעמיק. צמצום הסיוע עד הפסקתו יהיה הדרגתי, בד בבד עם תהליך ההיחלצות מהמיתון.
- תוכניות ההתערבות יהיו מגוונות ובעלות השפעות חיוביות לא רק בטווח הזמן הקצר.
- עיקר חבילת הסיוע יופנה להגדלת ההוצאה הציבורית על מוצרים ושירותים, וכן להגדלת תשלומי העברה או להפחתת מיסוי, שימוקדו באוכלוסיות הנתונות למגבלות אשראי חמורות ובאוכלוסיות חלשות המאופיינות בנטייה לצרוך חלק גדול מהכנסתן הפנויה.
- מכאן שלא רצוי להגדיל את ההכנסה הפנויה של כלל האוכלוסייה, למשל על ידי הפחתת מס הכנסה לבעלי הכנסה בינונית וגבוהה, וכן מוטב שלא להפחית את שיעורי המע"מ אלא אם כן ההפחתה קצובה בזמן ותפוגתה אמינה בעיני הציבור.
- הסיוע לעסקים צריך להתמקד בהגדלת סיכוייהם לשרוד ובמניעת צמצום במצבת עובדיהם ככל האפשר. לפיכך יש להעמיד לרשותם אשראי נוח וערבויות או להקטין את עלות העבודה. הפחתת מסים על רווחי הון ועל חברות ופחת מואץ אינם יעילים.
- יש להימנע מהגנה על תוצרת מקומית (למשל על תעשיות הרכב) במסווה של סיוע לענפים שנפגעו קשה מההאטה.
- היקף הסיוע וקו הפעולה שלו יביאו בחשבון את המגבלות הפיסקליות בטווח הבינוני והארוך, מתוך מחויבות ממשלתית אמינה לעמוד בהן.

להלן המלצות המדיניות הנוגעות במישרין ל**שוק העבודה**:

- הנהגת התערבות פעילה בשוק העבודה כדי שהאבטלה המחזורית הגבוהה לא תהפוך לאבטלה מבנית. מדיניות זו תגדיל בעתיד את בסיס המס ותצמצם את תשלומי ההעברה, וכך תסייע להקטין גם את הגירעון בתקציב המדינה. ה־OECD מציין שחבילות הפיסקליות אינן מדגישות די הצורך מדיניות פעילה בשוק העבודה.
- הרחבת התמיכה במובטלים כדי להבטיח להם קיום ראוי.
- הרחבת מערך ההכשרה המקצועית בשל ירידת העלות החלופית, בין היתר על ידי סבסוד ממשלתי של ההכשרה. הכשרה מקצועית העולה בקנה אחד עם הצרכים העתידיים של שוק העבודה תניב פֵּרות בטווח הארוך.

- הנהגת תוכניות לפיצוי במקרים של חלוקת עבודה (work sharing), שהיא אמצעי מועדף לשמירת זיקה לשוק העבודה, ובלבד שנקבעים כללים למניעת ניצול לרעה של התוכניות.
- הפחתת מסים על הכנסה נמוכה כדי לעודד את הגדלת היצע העבודה (והצריכה).
- עידוד צעירים לרכוש השכלה.
- הימנעות מעידוד פרישה מוקדמת משוק העבודה.

המדינות נבדלות זו מזו בהיקף תוכניות ההתערבות ובחלוקה שיש בהן בין הוצאות להפחתות מס. היקף התוכניות מתרחב ביחס ישר לגורמים הבאים: עומק המשבר, מרחב פעולה פיסקלי נרחב (יחס חוב-תוצר וגירעון נמוכים), מכפיל הוצאה ציבורית קטן, מייצבים אוטומטיים קטנים,[2] ושיעור ריבית נמוך שמשתקף גם בתנאי אשראי נוחים, כך שההתערבות בכלים מוניטריים מוגבלת. יצוין שבמדינות ה־OECD ממוצע ההיקף של המייצבים האוטומטיים גדול פי שלושה מגודל חבילות הסיוע.

במדינות G-20 שיעור ההוצאה על חבילת הסיוע לשנת 2009 עומד על 1.8 אחוזי תוצר בממוצע (להלן לוח 1), קצת פחות מהמלצת קרן המטבע הבינלאומית.[3] בארצות הברית ובמדינות המתעוררות (השותפות ב־G-20) עומד השיעור על שני אחוזים, ואילו במדינות האיחוד האירופי הוא עומד על אחוז אחד, אבל יש ביניהן שונות ניכרת (להלן לוח 2 ו־3): השיעור גבוה בגרמניה ונמוך בצרפת ובאיטליה. חבילת הסיוע לשנים 2008–2010 תסתכם ב־3.6 אחוזי תוצר בממוצע במדינות G-20, וביותר מכך בארצות הברית ובסין.

2 השפעת המייצבים האוטומטיים חזקה באירופה יותר מבארצות הברית בשל מגזר ציבורי רחב יותר, מדיניות רווחה נדיבה ופרוגרסיביות מס גדולה יותר.

3 בלוח 3 מופיעים נתוני ה־OECD על גודל חבילות הסיוע, והם שונים במקצת מאלה המופיעים בפסקה זו, שכן מקורם אחר, כמו שמפורט בהערה ללוח 3.

לוח 1: שיעור חבילת הסיוע והגירעון בתוצר מהתוצר של 2007 במדינות G-20, באחוזים*

	שיעור חבילת הסיוע מהתוצר			שיעור הגירעון בתוצר			
	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
G-20	0.5	1.8	1.3	1.1-	2.6-	5.9-	6.3-
מדינות מפותחות	0.6	1.6	1.2	2.0-	4.1-	6.7-	7.6-
ארצות הברית	1.1	2.0	1.8	2.9-	5.9-	7.7-	8.9-
האיחוד האירופי	0.1	1.0	0.8	1.6-	2.7-	6.0-	6.9-
יפן	0.4	1.4	0.4	3.4-	5.0-	8.1-	8.3-
מדינות מתעוררות	0.4	2.0	1.4	0.2	0.4-	4.6-	4.2-
סין	0.4	3.2	2.7	0.9	0.3-	3.6-	3.6-

מקור: IMF 2009

* חבילות סיוע שהן מעל להוצאות שתוכננו לפני המשבר; לא כולל סיוע למגזר הפיננסי.

לוח 2: גודל חבילת הסיוע בשנים 2008–2011 והאיתנות הפיסקלית במדינות נבחרות, באחוזים*

המדינה	שיעור חבילת הסיוע ל־2009 מתוצר 2008	שיעור חבילת הסיוע הכוללת מתוצר 2008	שיעור ההוצאה בחבילת הסיוע	יחס חוב־תוצר 2008	גירעון 2008
ארצות הברית	1.9	5.9	65.2	60.8	3.2-
קנדה	1.5	2.8	44.6	62.3	0.1
גרמניה	1.5	3.4	32.0	62.6	0.9
בריטניה	1.4	1.5	27.0	47.2	4.8-
צרפת	0.7	0.7	93.5	64.4	2.9-
איטליה	0.2	0.3	100.0	103.7	2.7-
ספרד	1.1	4.5	63.3	38.5	2.4-
רוסיה	1.7	1.7	0.0	6.8	6.2
יפן	1.4	2.2	70.0	170.4	3.1-
סין	2.1	4.8	100.0	15.7	0.4
הודו	0.5	0.5	100.0	59.0	4.2-

מקור: Prasad and Sorkin 2009

* לא כולל סיוע למגזר הפיננסי.

לוח 3: גודל חבילת הסיוע לשנים 2008–2010 לפי OECD, באחוזים*

המדינה	סך הכול	הגדלת הוצאה	הפחתת מסים	משקל ההוצאה
OECD	2.0	0.7	1.2	35
OECD משוקלל	3.4	1.5	1.9	44
G-7	3.6	1.6	2.0	44
ארצות הברית	5.6	2.4	3.2	43
קנדה	4.1	1.7	2.4	41
גרמניה	3.0	1.4	1.5	47
בריטניה	1.4	0	1.5	0
צרפת**	0.6	0.4	0.2	67
איטליה	0.0	0.3	-0.3	
ספרד**	3.5	1.9	1.6	54
יפן	2.0	1.5	0.5	75

מקור: OECD 2009b

* לא כולל סיוע למגזר הפיננסי. הנתונים אינם זהים לאלה המופיעים בלוחות 1 ו־2 לעיל משום שמקורם שונה. זאת ועוד, הם מתייחסים לשנים 2008–2010, ואילו לוח 2 מתייחס לשנים 2008–2011.

** בצרפת ובספרד הוקדמו גם תשלומי הממשלה בהיקף של חצי אחוז מהתוצר ואחוז אחד מהתוצר, בהתאמה.

יותר משליש מההוצאה הממשלתית בחבילות הסיוע במדינות ה־OECD בשנים 2008–2010 מופנה למוצרים ולשירותים, וכשני שלישים מופנים להקלות המס; ואולם רוב הפחתות המסים חלו בשנת 2008, ולפיכך יעמוד משקל ההוצאה בשנים 2008–2011 על יותר משלוש חמישיות. להוצאה ציבורית יש השפעה מידית על הביקושים המקומיים, בין השאר דרך השפעת המכפיל, שלפי ממצאים מחקריים עומד על טווח רחב ביותר, ועשוי להגיע אף ל־2.[4] הפחתת מסים והגדלת תשלומי העברה, לעומת זאת, עשויות להשפיע השפעה חלקית בלבד על הצריכה (המכפיל גם כן בטווח רחב ויכול להגיע ל־1),[4] בפרט כעת, כששיעורי החיסכון צפויים לעלות (חוץ מאצל החלשים ביותר). היישום של הפחתת מסים הוא מידי, ואילו הוצאה תקציבית, בייחוד בתחום התשתית, אורכת זמן. עם זאת, לנוכח ההערכה שהמיתון הנוכחי יהיה ממושך, פוחתת חשיבותו של שיקול זה.

4 לסקירת ספרות ראו מזר 2010.

בצד ההוצאה הממשלתית כללו חבילות הסיוע הרחבה או הקדמה של הוצאות על תשתית ותחזוקה, הגדלת תשלומי העברה ממוקדים (בעיקר דמי אבטלה ותשלומים אחרים במסגרת רשת הביטחון החברתית), הכשרה מקצועית, סיוע לבעלי משכנתאות הנמצאים בסיכון גבוה לאבד את ביתם, ועוד. ההוצאה על תשתיות במדינות G-20 היא כחמישים אחוז מהגידול בהוצאות בשנת 2009 וכשלושים אחוז ממנו בשנת 2010. בהיבט המיסוי הופחתו המסים על יחידים, ובמקצת המקרים הופחתו גם מסים על חברות ומסים עקיפים (כמע"מ בבריטניה). הרחבת ההוצאה הציבורית היא זמנית בעיקרה, ואילו רוב הפחתות המסים הישירים הן קבועות. לפי אומדני ה־OECD, חבילות הסיוע הפיסקלי יגדילו את התוצר בכל אחת מהשנים 2009 ו־2010 בכחצי אחוז בממוצע, ובמדינות שבהן החבילות נרחבות (כמו ארצות הברית) בכאחוז אחד.

האמצעים שננקטו במסגרת חבילות הסיוע משפיעים במישרין ובעקיפין על התעסוקה, על רווחת המובטלים ועל ההון האנושי. עבודה זו מתמקדת במדיניות שמטרתה לצמצם את ההשפעות השליליות של המשבר על שוק העבודה. מסקירת תוכניות ההתערבות הישירה בשוק העבודה במדינות אחדות (ראו להלן סעיף 3) עולה שהאמצעים השכיחים הם הרחבה של ביטוח האבטלה והבטחת ההכנסה; גידול ניכר בתקציבים המופנים להכשרה מקצועית, אגב גיבוש מנגנונים המאפשרים המשך תעסוקה חלקית; תמיכה במעסיקים באמצעות סבסוד שכר עובדים או מתן מענקים לגיוס עובדים חדשים; הרחבת המשאבים העומדים לרשות שירות התעסוקה ומרכזי התעסוקה; והגברת שיתוף הפעולה בין הממשלה למעסיקים, בעיקר באמצעות ייעול התיווך לעבודה. יצוין שעד כה לא התפרסמו נתונים מפורטים על חלקן של תוכניות ההתערבות הישירות בשוק העבודה בסך כל חבילות הסיוע.[5]

2. התפתחויות בשוק העבודה במדינות המערב ובישראל

מדינות המערב

כלכלת העולם נתונה, כאמור, בעיצומו של משבר עמוק שכמוהו לא היה זה דור. מקורו במשבר הכלכלי שפרץ בארצות הברית, והמשכו בהאטה ניכרת בפעילות הריאלית, תחילה בארצות הברית, ולאחר מכן באירופה וביתר כלכלות העולם (ראו לוח 4 ו־5 ותרשים 1, להלן עמ' 00). שחיקת העושר של הציבור, התגברות האי־ודאות, והאי־ודאות התעסוקתית בכלל זה, ומגבלות אשראי פגעו בצריכה הפרטית ובהשקעות. הסחר העולמי התכווץ מאז שלהי 2008 בממדים חסרי תקדים,

5 מידע חלקי אפשר למצוא בפרסום OECD 2009a.

ובשנת 2009 הוא צפוי – לראשונה זה זמן רב – לקטון בכ־13 אחוז. התכווצות זו פגעה כמובן קשה בכלכלות הנסמכות על יצוא תעשייתי. על פי התחזית, הפעילות הכלכלית תתכווץ בשנת 2009 ב־2.7 אחוזים בעולם וב־4.3 אחוזים במדינות ה־OECD, ותקפא על שמריה בשנת 2010.

השפל הכלכלי יביא להרחבה ניכרת של הגירעון והחוב, בעיקר בשל הרכיב המחזורי והמייצבים האוטומטיים. הגירעון הממוצע במדינות ה־OECD יעלה מ־1.4 אחוזים ב־2007 ל־8.7 אחוזים בשנת 2010, והיחס חוב־תוצר יעלה מ־75 אחוז למאה אחוז באותן שנים.

ההאטה בשוק העבודה הגיעה בדרך הטבע תחילה לארצות הברית ואחר כך לאירופה, לא רק משום שהמיתון הכה באירופה אחרי שהכה בארצות הברית, אלא גם משום ששוק העבודה האירופי גמיש פחות מזה האמריקני. הביקוש לעובדים נמצא בשפל עמוק, והתעסוקה צפויה שלא להתרחב. במדינות מסוימות, למשל בארצות הברית ובבריטניה, היא צפויה אף להצטמצם (ראו תרשים 2, להלן עמ׳ 00). אובדן מקומות העבודה הוא נרחב ומקיף משרות זמניות וקבועות כאחת. בשנת 2010 צפויה האבטלה להגיע לרמת שיא של כעשרה אחוזים במדינות ה־OECD, ואף יותר מכך בארצות הברית ובגוש האירו (ראו לוח 6 ותרשים 3, להלן עמ׳ 00). האמרת שיעורי האבטלה לוותה עד כה בהעמקת האבטלה (התארכות פרק הזמן של חיפוש העבודה למובטל) (ראו תרשים 4, להלן עמ׳ 00). הירידה בביקוש לעובדים מקיפה את כל ענפי המשק ואת כל משלחי היד, והיא פוגעת בעובדים משכילים ולא משכילים (ראו תרשים 5, להלן עמ׳ 00). גם שעות העבודה למועסק צומצמו, וחופשות כפויות נעשו חזון נפרץ לא רק בחברות הנתונות בדרך כלל לתנודות מחזוריות (כמו התעשייה), אלא גם באחרות. בכמה מדינות, ויפן בכללן, הביא הרפיון בשוק העבודה לירידה בשיעור ההשתתפות בו.

תגובת שוק העבודה למיתון, ובכלל זה לאובדן מקומות העבודה בקצב מוגבר ולעלייה בשיעורי האבטלה, היתה מהירה יותר מאשר במיתונים קודמים, והושפעה בין השאר מעוצמת המיתון ומגמישותו הגדולה יותר של שוק העבודה היום. מדינות שיש בהן הסדרים לצמצום פיטורים בעת שפל כלכלי – כמו התוכנית ״עבודה חלקית״ בגרמניה, שבה משולמים דמי אבטלה לעובדים במשרות חלקיות – הצליחו לעת עתה להאט את קצב עליית שיעור האבטלה (ראו תרשים 6, להלן עמ׳ 00). משבר האשראי ובעיות הנזילות שחברות נתקלות בהן, וכן עליית שיעורי החיסכון בעתיד, יאטו יחסית את קצב היצירה של משרות חדשות, גם כשהפעילות הכלכלית תחדל להתכווץ ותתחיל להתאושש. זאת ועוד, צפויים שינויים לא מבוטלים במבנה הענפי ובביקוש לעובדים בגלל שינויים בדפוסי ההתנהגות הכלכלית, אם כי בשלב זה קשה להעריכם.

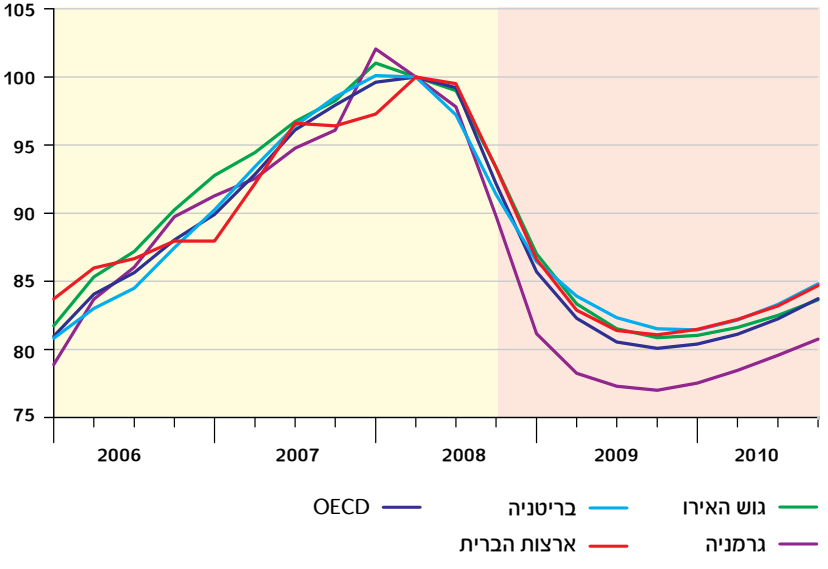
לוח 4: שיעורי שינוי שנתיים בתוצר, באחוזים

	2006	2007	2008	2009 תחזית	2010 תחזית
העולם	4.3	4.1	2.2	-2.7	1.2
OECD	3.1	2.7	0.9	-4.3	-0.1
ארצות הברית	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
קנדה	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3
גוש האירו	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3
גרמניה	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2
בריטניה	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2
ישראל*	5.2	5.1	3.9	-1.5	2.3

מקור: OECD 2009b

* תחזית בנק ישראל, תרחיש בסיסי. מקור: בנק ישראל 2009ג

תרשים 1: התפתחות התוצר, מנוכה עונתיות (מדד 100 = פברואר 2008), לפי רבעונים



מקור: OECD 2009b

לוח 5: שיעורי שינוי שנתיים במדדים מַקרו־כלכליים עיקריים במדינות OECD, בארצות הברית, בגוש האירו ובישראל, באחוזים

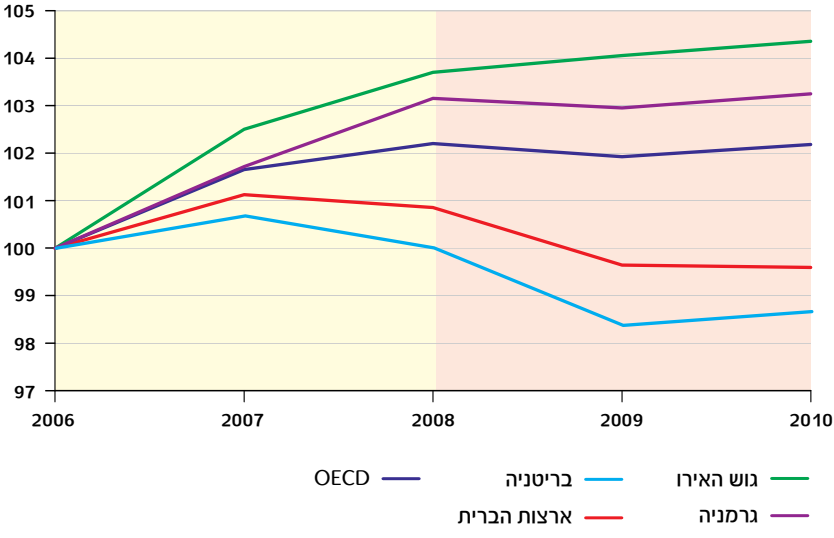
		2006	2007	2008	2009 תחזית	2010 תחזית
תוצר	OECD	3.1	2.7	0.9	−4.3	−0.1
	ארצות הברית	3.0	2.6	0.7	−4.1	−0.3
	גוש האירו	3.0	2.6	0.7	−4.1	−0.3
	ישראל	5.2	5.4	4.0	−0.2	2.7
צריכה פרטית	OECD	2.8	2.5	0.7	−2.0	0.1
	ארצות הברית	3.0	2.8	0.2	−2.4	0.1
	גוש האירו	2.1	1.6	0.4	−1.3	−0.1
	ישראל	4.0	6.7	3.9	−1.4	3.7
השקעות	OECD	4.2	2.2	−1.6	−11.0	−2.6
	ארצות הברית	2.0	−2.0	−3.4	−14.3	−3.3
	גוש האירו	5.8	4.3	0.0	−9.0	−2.1
	ישראל	6.5	12.0	3.8	−5.9	−4.2
יצוא	OECD	9.0	6.7	3.2	−14.0	0.1
	ארצות הברית	9.1	8.4	6.2	−11.3	0.2
	גוש האירו	8.5	5.8	1.0	−14.8	−0.7
	ישראל	6.1	8.5	3.0	−6.9	5.0
יבוא	OECD	7.4	4.1	0.0	−10.5	0.2
	ארצות הברית	6.0	2.2	−3.4	−10.1	0.3
	גוש האירו	8.3	5.2	1.1	−12.3	−0.8
	ישראל	3.6	11.7	2.2	−7.1	2.2
סחר עולמי		9.5	6.9	2.5	−13.2	1.5
גירעון כשיעור מהתוצר*	OECD	1.3	1.4	3.0	7.2	8.7
	ארצות הברית	2.2	2.9	5.8	10.2	11.9
	גוש האירו	1.3	0.7	1.8	5.4	7.0
	ישראל**	4.2	1.4	4.1		
יחס חוב־תוצר*	OECD	96.0	74.5	78.8	90.6	99.9
	ארצות הברית	61.7	62.9	71.9	88.1	100.0
	גוש האירו	74.6	71.2	71.0	77.7	84.4
	ישראל	85.5	79.4	78.0	82.3	82.2

מקור: OECD 2009b; הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה 2009; בנק ישראל 2009א; בנק ישראל 2009ד

* אחוזים (רמות ולא שיעורי שינוי).

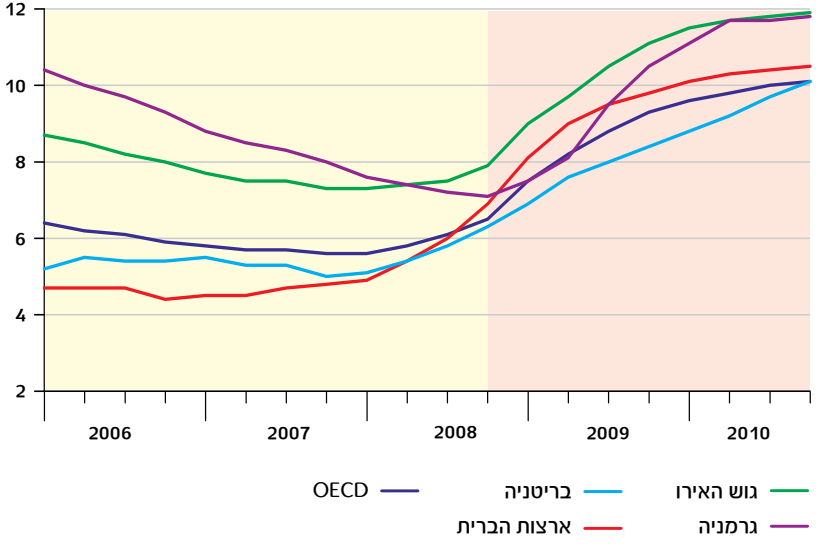
** גירעון הממשלה הרחבה בהגדרות בינלאומיות מקובלות.

תרשים 2: מספר המועסקים (מדד 100 = 2006)



מקור: Eurostat

תרשים 3: שיעור האבטלה, מנוכה עונתיות, לפי רבעונים, באחוזים



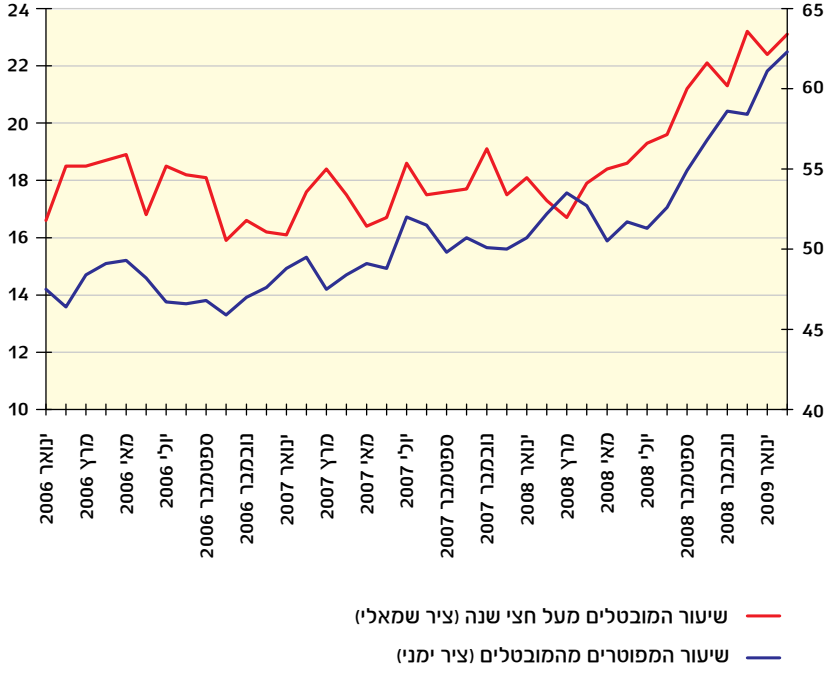
מקור: OECD 2009b

לוח 6: שיעור האבטלה, באחוזים

	2006	2007	2008	2009 תחזית	2010 תחזית
OECD	6.0	5.6	6.0	8.4	9.9
ארצות הברית	4.6	4.6	5.8	9.1	10.3
קנדה	6.3	6.0	6.1	8.8	10.5
גוש האירו	8.2	7.4	7.5	10.1	11.7
גרמניה	9.7	8.3	7.3	8.9	11.6
בריטניה	5.4	5.4	5.7	7.7	9.5

מקור: OECD 2009b

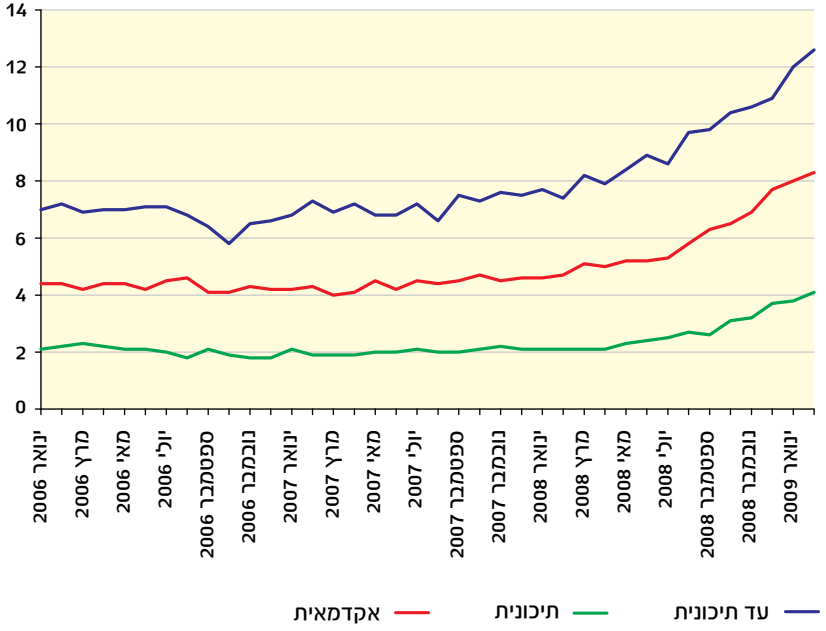
תרשים 4: מובטלים בארצות הברית: עומק האבטלה ושיעור מפוטרים,* מנוכה עונתיות, באחוזים



מקור: Bureau of Labor Statistics

* כולל מובטלים שסיימו עבודות זמניות.

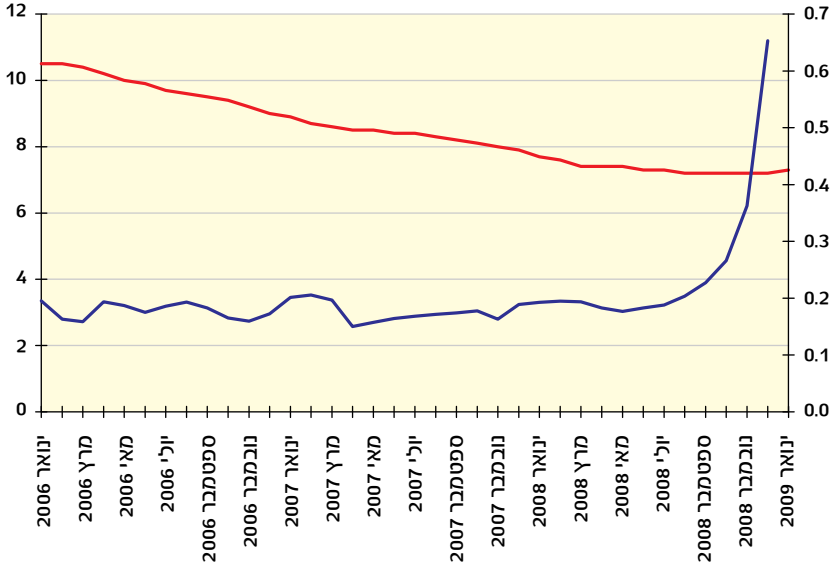
תרשים 5: שיעורי אבטלה בארצות הברית לפי השכלה,* מנוכה עונתיות, באחוזים



מקור: Bureau of Labor Statistics

* בני 25 ומעלה.

תרשים 6: שיעורי האבטלה ומועסקים בתוכנית "עבודה חלקית" מכלל המועסקים בגרמניה, מנוכה עונתיות, באחוזים



מקור: Federal Statistical Office

ישראל

במחצית השנייה של 2008 ובתחילת 2009 נרשמה האטה ניכרת בפעילות המשק בישראל, וזו באה לידי ביטוי בביקושים המקומיים וביצוא (ראו לוח 5, לעיל עמ' 00). הסיבות שהובילו להאטה דומות לסיבות שצוינו בנוגע לשאר העולם: התכווצות העושר של הציבור, התגברות האי־ודאות והפגיעה באמון הצרכנים, קשיים גוברים בהשגת אשראי וירידה בביקושים העולמיים ליצוא ישראלי.

בשנה החולפת צמח התוצר ב־3.9 אחוזים, אך ברבעון האחרון הוא ירד בחצי אחוז במונחים שנתיים, והתוצר העסקי ירד ב־1.2 אחוזים. הירידה בפעילות המשק מקיפה תחומים רבים ומשתקפת, למשל, בצמצום הייצור התעשייתי והפדיון של ענפי המסחר והשירותים, וגם בירידה תלולה בגביית מסים ישירים ועקיפים. ייצוא הסחורות והשירותים מתכווץ בחדות מאמצע 2008, בייחוד בתעשייה המעורבת־

מסורתית והמעורבת־עילית, בד בבד עם צניחה בהיקף הסחר העולמי. על פי התחזית המעודכנת של בנק ישראל, צפוי התמ"ג לרדת בשנת 2009 ב־1.5 אחוזים, והתוצר העסקי צפוי לרדת ב־2.5 אחוזים. על כך מרמזת גם הירידה החדה ביבוא חומרי גלם ומוצרי השקעה, גם בחודשים הראשונים של 2009. ציפיות להאטה ניכרת בפעילות הכלכלית מובאות גם בסקר החברות של בנק ישראל לרבעון האחרון של 2008 ובסקר הציפיות בתעשייה של התאחדות התעשיינים לחודשים ינואר־מרץ 2009.

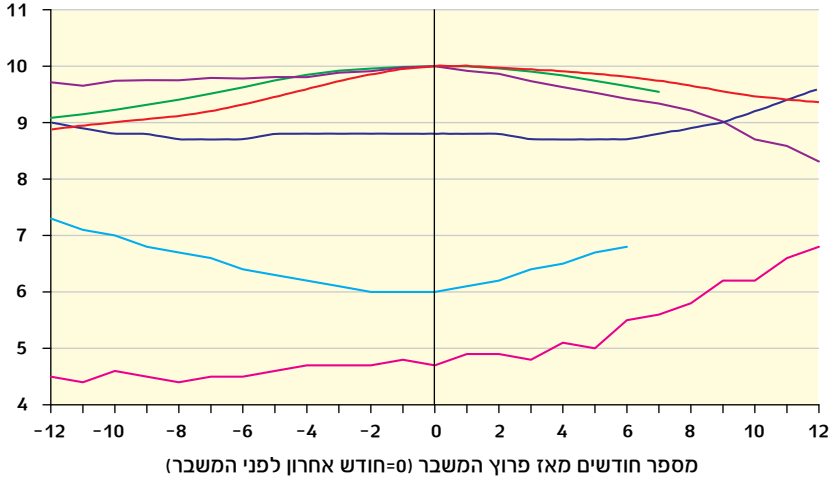
שוק העבודה מגיב בפיגור להתפתחויות המַקרו־כלכליות, וגם הנתונים עליו מתפרסמים בישראל בפיגור מה. לפיכך בשלב זה המדדים על שוק העבודה מועטים (להלן לוח 7) ואינם משקפים את מלוא עוצמת המשבר. המדדים מעידים על ירידה בביקוש לעובדים ובשכרם ועל עלייה בשיעורי האבטלה (ראו גם בנק ישראל 2009ב, 23–26). כבר כעת אפשר להעריך שעוצמת המשבר בשוק העבודה גדולה יותר מאשר במיתון שהתרחש לאחר פרוץ האינתיפאדה השנייה, אף שהיא קטנה מזו שבארצות הברית (להלן תרשים 7).

לוח 7: ישראלים בשוק העבודה: שיעורי שינוי של מדדים עיקריים לעומת הרבעון הקודם, 2008, מנוכה עונתיות

		רבעון 1	רבעון 2	רבעון 3	רבעון 4
שיעור ההשתתפות (רמות)	סך הכול	56.6	56.4	56.5	56.6
	גברים	62.2	61.9	61.7	61.8
	נשים	51.2	51.2	51.4	51.6
מועסקים	סך הכול	1.7	0.4	0.4	0.4
	משרות מלאות	3.3	1.6	−0.6	−4.1
	משרות חלקיות	−3.6	0.9	5.5	7.8
מועסקים	מגזר עסקי	2.6	0.2	−0.2	0.5
	מגזר ציבורי	0.0	0.7	1.3	2.4
שעות עבודה שבועיות למועסק במגזר העסקי		−0.5	1.7	−1.0	−5.0
תשומת עבודה במגזר העסקי		2.1	1.9	−1.3	−4.6
שיעור האבטלה (רמות)	סך הכול	6.2	6.0	6.0	6.3
	גברים	5.8	5.7	5.5	6.1
	נשים	6.7	6.4	6.6	6.6
שכר ריאלי למשרת שכיר	סך הכול	1.4	−1.1	−1.8	−1.2
	מגזר עסקי	1.0	0.0	−2.1	−1.0
	שירותים ציבוריים	0.7	−1.0	−1.6	−0.8

מקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

תרשים 7: המדד המשולב למצב המשק* ושיעורי האבטלה החודשיים בישראל ובארצות הברית ביחס למועד פרוץ משברים כלכליים, מנוכה עונתיות (מדד משולב חודש לפני פרוץ המשבר = 10)



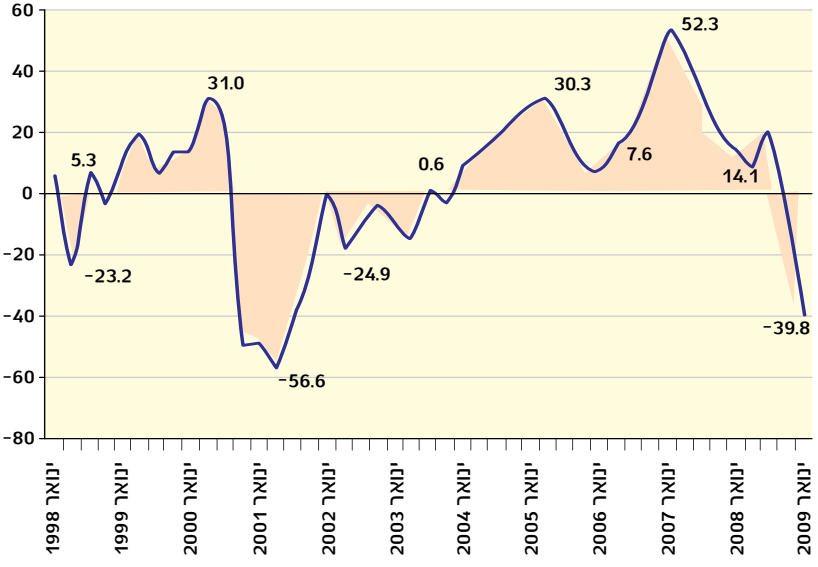
מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בנק ישראל, Bureau of Labor Statistics

* ישראל – המדד המשולב של בנק ישראל; ארצות הברית – Chicago Fed Activity Index (CFNAI).

הביקוש לעובדים במגזר העסקי נמצא במגמת ירידה מאז אמצע 2007, וזו התעצמה במחצית השנייה של 2008. נתוני סקר המעסיקים של משרד התעשייה, המסחר והתעסוקה (התמ"ת) מלמדים שמספר המשרות הפנויות ברבעון הראשון של 2009 היה נמוך ב־63 אחוז לעומת התקופה המקבילה אשתקד, והרפיון בתעסוקה הקיף את כל ענפי המשק ועסקים גדולים וקטנים כאחד. הירידה בביקוש לעובדים משתקפת גם במדד מודעות הדרושים של חברת "מנפאואר" ובנתוני שירות התעסוקה. על פי סקר המעסיקים, מספר העובדים שנפלטו מעבודתם התרחב בעיקר עקב פיטורים: שיעורם של העובדים שנפלטו ביוזמת המעסיק עלה מארבעים אחוז מסך הפליטות ברבעון הרביעי של 2008 ל־63 אחוז ברבעון הראשון של 2009. גם סקר החברות של בנק ישראל מלמד על גידול ניכר במספר החברות המדווחות על פיטורי

עובדים. בד בבד קטן מספר המשרות שאוישו, כך שבסיכומו של דבר נעשה מאזן התעסוקה שלילי ברבעון האחרון של 2008, והמגמה התחזקה עוד ברבעון הראשון של 2009 (להלן תרשים 8). כתוצאה מכך פחת לאחרונה מספר משרות השכיר במגזר העסקי, לאחר שהתרחב במהירות בשנים האחרונות. התעסוקה הצטמצמה בעיקר בענפי המסחר והשירותים העסקיים (כולל חברות כוח אדם) ובקרב עובדים לא מקצועיים. יצוין שמספר העובדים הלא ישראלים הוסיף לגדול גם בשנת 2008, כמו בשנת 2007. ציפיות המעסיקים לחודשים הקרובים בדבר הפעילות הכלכלית וגיוס כוח אדם נעשו שליליות.

תרשים 8: מאזן התעסוקה,* מנוכה עונתיות, באלפים



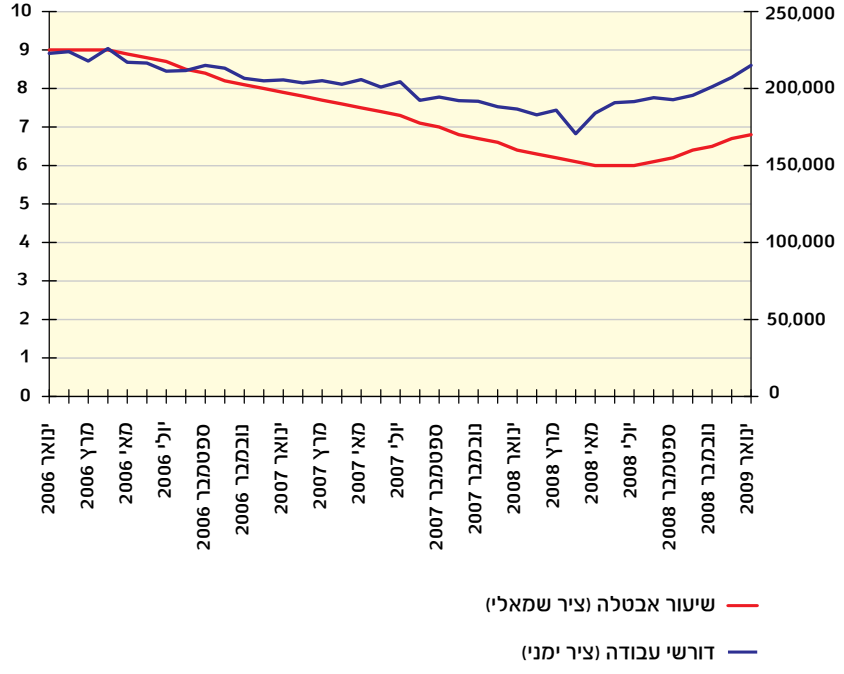
מקור: משרד התמ"ת

* איוש משרות פחות פליטות של עובדים, לא כולל בנייה וחקלאות.

השפל בביקוש לעובדים בא לידי ביטוי גם בירידה של 6.4 אחוזים (בשיעור שנתי) בתשומת העבודה במגזר העסקי ברבעון האחרון של 2008, בהמשך לירידה ניכרת ברבעון השלישי. זאת ועוד, גדל חלקם של המועסקים במשרות חלקיות, בעיקר שלא מרצון. ממוצע שעות העבודה השבועיות למועסק ירד מ־36.7 שעות ברבעון השלישי ל־35.5 שעות ברבעון הרביעי, בהמשך לירידה ברבעון הקודם, ותופעה

זו עולה בקנה אחד עם התפתחות המעבר לשבוע עבודה מקוצר. מספר הנעדרים מעבודתם צפוי היה לרדת בשל החשש לאבד את מקום העבודה, אך הוא עלה דווקא. אפשר שיש לתלות את ההסבר לכך בחופשות כפויות,[6] שבשלב זה אין נתונים מהימנים באשר להיקפן.

תרשים 9: שיעור הבלתי מועסקים* ומספר דורשי העבודה**



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ושירות התעסוקה

* שיעור הבלתי מועסקים על פי נתוני המגמה בסקר כוח אדם. נתונים אלו אינם זהים לשיעורים בסקרי כוח אדם רבעוניים.

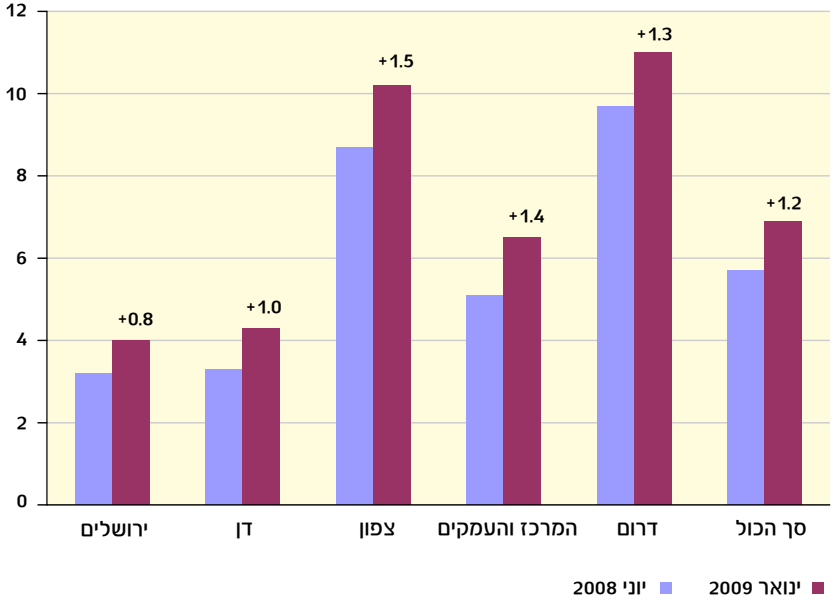
** דורשי עבודה בלשכות לאקדמאים ולמבוגרים, מנוכה עונתיות.

שיעור האבטלה עלה ברבעון האחרון של 2008 ב־0.3 אחוז והגיע ל־6.3 אחוזים, ושיעור הלא מועסקים בינואר 2009 עמד על 6.8 אחוזים, בהמשך לעלייתו מאז אמצע 2008 (לעיל תרשים 9). שיעור האבטלה של נשים נותר יציב (6.6 אחוזים

6 התופעה יכולה להיות קשורה גם לגיוס מילואים לקראת מבצע "עופרת יצוקה".

ברבעון האחרון של 2008), אף שהסתמנה עלייה קלה בשיעור השתתפותן בכוח העבודה, ושיעור האבטלה של גברים עלה ב־0.6 נקודת אחוז והגיע ל־6.1 אחוזים. מספרם של דורשי העבודה זינק, ורובם מצטרפים חדשים מקרב המפוטרים. הגידול במספר דורשי העבודה ניכר הן בקרב אקדמאים והן בקרב לא אקדמאים. העלייה במספר דורשי העבודה מכוח העבודה האזרחי נצפתה בכל הארץ (להלן תרשים 10). במונחים מוחלטים העלייה היתה מעט גבוהה יותר בפריפריה,[7] אך קצב העלייה היה מהיר יותר במרכז הארץ, שבו היו שיעורי אבטלה נמוכים בעבר. לאחרונה מסתמן גידול מסוים גם במספר תובעי הבטחת הכנסה בעילה של חוסר תעסוקה.

תרשים 10: שיעור האבטלה* לפי אזור, באחוזים



מקור: שירות התעסוקה

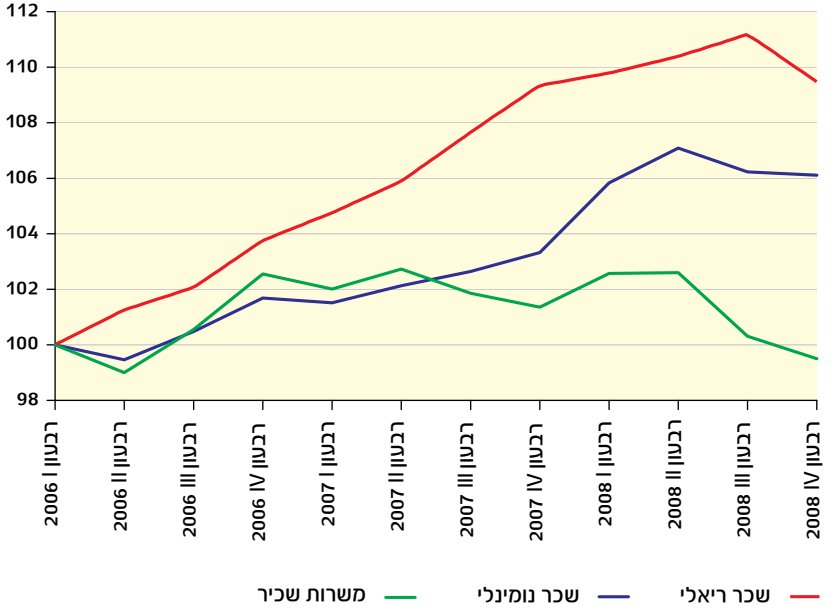
* שיעור המובטלים מעל יומיים מאומדן כוח העבודה האזרחי.

מגמת השחיקה בשכר הנומינלי והריאלי למשרת שכיר במגזר העסקי החלה ברבעון השלישי של 2008 (להלן תרשים 11), ובסך הכול במחצית השנייה של השנה ירד

7 מנתוני סקר כוח אדם לרבעון האחרון של 2008, לעומת זאת, עולה ששיעורי האבטלה במרכז הארץ עלו מאוד, אך בפריפריה הם ירדו דווקא.

השכר הריאלי בכשלושה אחוזים בהשוואה לרבעון השני. הירידה בשכר הריאלי הקיפה את רוב ענפי המגזר העסקי ובלטה בענפי התעשייה, הבנקאות, התחבורה והתקשורת, ולא פסחה גם על השירותים הציבוריים.

תרשים 11: מדד משרות שכיר ושכר במגזר העסקי*, מנוכה עונתיות (מדד ינואר 2006 = 100)



מקור: בנק ישראל

* עובדים ישראלים וזרים (לא כולל עובדים פלסטינים מהשטחים).

3. תוכניות התערבות בשוק העבודה במדינות נבחרות

פרק זה מציג את עיקרי תוכניות ההתערבות הישירות בשוק העבודה במדינות מערביות נבחרות (ארצות הברית, קנדה, גרמניה ובריטניה).[8] הוא מתמקד בהנהגתן

8 סעיף זה מבוסס בעיקר על מידע מאתרי אינטרנט של גופים ממשלתיים במדינות המדוברות. התוצר במדינות הנבחרות עמד בשנת 2008 על 14.3 טריליון דולר של ארצות הברית בארצות הברית, על 1.66 טריליון דולר קנדי בקנדה, על 2.61 טריליון אירו בגרמניה, ועל 1.51 טריליון לירות שטרלינג בבריטניה.

של תוכניות חדשות או בהרחבה של תוכניות קיימות כדי להתמודד עם התרחבות ממדי האבטלה בעקבות המשבר הכלכלי. התיאור יכלול התערבויות **ישירות** בשוק העבודה, כמו הרחבת ביטוח אבטלה ומערכות ביטחון סוציאלי אחרות, עידוד תעסוקה באמצעות סבסוד שכר לעובדים או תמריצים למעסיקים, אמצעים לצמצום פיטורי עובדים, הכשרה מקצועית, ועוד. הסעיף אינו נדרש בהרחבה לרכיבי תוכניות המרצה מקיפות (stimulus package) – ובכללן בין השאר הגדלה של ההוצאה על שירותים ציבוריים, תשתיות וכדומה, וכן הפחתות מסים לעסקים ולמשקי בית – שמטבע הדברים יש להן השלכות חיוביות נרחבות על הביקוש לעובדים.

ארצות הברית

בינואר 2009 אישר הקונגרס האמריקני את ה־American recovery and reinvestment act (ARRA) בהיקף כולל של 787 מיליארד דולר, שהם כ־5.9 אחוזי תוצר, על פי הפירוט שלהלן (במיליארדי דולרים): הקלות מס (288), מענקים למדינות (144), תשתיות ומדע (111), תמיכה באוכלוסיות חלשות (81), שירותי בריאות (59), חינוך והכשרה (53), אנרגיה (43), אחר (8). התוכנית צפויה להגדיל את התוצר ב־3.7 אחוזים עד סוף 2010 ואת התעסוקה בשיעור דומה. להלן עיקרי התוכנית בתחום שוק העבודה:

- **דמי אבטלה במצב חירום (EUC 2008)** – תקופת הזכאות המרבית לדמי אבטלה בארצות הברית (UC) שונה ממדינה למדינה ועומדת על שבוע עד 26 שבועות, תלוי בהיסטוריה התעסוקתית של המובטל בדרך כלל. במדינות מסוימות תקופת הזכאות עשויה להתארך ב־13 עד עשרים שבועות אם האבטלה מאמירה מעל שיעורים מסוימים (EB). דמי האבטלה הרגילים יכולים להתארך לתקופות נוספות של עד 52 שבועות במקרים של הכשרה מקצועית, למשל בעקבות צמצום תעסוקה עקב חשיפה ליבוא (TAA). בשנת 2008 הוארכה במסגרת תוכנית EUC תקופת הזכאות הרגילה לדמי אבטלה בעשרים שבועות במדינות ששיעור האבטלה בהן הוא עד שישה אחוזים, וב־33 שבועות במדינות ששיעור האבטלה בהן עלה על שישה אחוזים. גובה התשלום בתקופת ההארכה זהה לזה הנהוג בתקופה הרגילה. התוכנית הופעלה ביוני 2008 והוארכה עד סוף 2009 בעלות של ארבעים מיליארד דולר. כמו כן, ל־TAA נוסף תקציב בסך של 1.6 מיליארד דולר.
- **סיוע למובטלים** – ניתן בשתי דרכים: סבסוד ביטוח בריאות למובטלים (cobra) כדי לשמור על רצף ביטוחי למובטלים שפוטרו ממקומות עבודה שנהוגים בהם ביטוחי בריאות קיבוציים, בעלות של כ־25 מיליארד דולר; ופטור ממס על חלק מדמי האבטלה בשנת 2009, בעלות של כחמישה מיליארד דולר.

- **השמה בעבודה והכשרה מקצועית** – תוספת תקציבים לתוכניות לשילוב בעבודה (מרכזי תעסוקה וכדומה), להכשרה מקצועית של מגוון אוכלוסיות ולהשכלה למבוגרים בסך של 4.4 מיליארד דולר.

קנדה

בספטמבר 2008 הוצעה תוכנית סיוע מקיפה (economic action plan) בעלות של ארבעים מיליארד דולר קנדי, שהם 1.9 אחוזי תוצר ב־2009 ו־1.4 אחוזי תוצר ב־2010.[9] התוכנית כוללת את התחומים הבאים (במיליארדי דולרים קנדיים): השקעה בתשתיות (12); סיוע לענפים שנפגעים מירידה חדה בייצוא, כמו תעשיית הרכב (7.5); הרחבת ההשקעה בדיור לאוכלוסיות חלשות (7.8); סיוע למשקי בית בהקלות מס, בהרחבת ביטוח אבטלה ובהכשרה מקצועית כמפורט בהמשך (13.5 בשלוש שנים); הפחתת מס הכנסה ליחידים על ידי העלאת תקרת שתי מדרגות המס הנמוכות, הטבות מס בגין ילדים והרחבת מס הכנסה שלילי (20 בחמש שנים, שחלקם נמנו כבר בסיוע למשקי בית). זאת ועוד, הועמד אשראי לעסקים ולמשקי בית (200). הצעדים שננקטו בשוק העבודה בתחום **דמי האבטלה**:

- הוארכה תקופת הזכאות לדמי אבטלה מ־45 לחמישים שבועות בכל רחבי המדינה (1.15 מיליארד דולר קנדי). לפני המשבר הוארכה התקופה רק באזורים שבהם היו שיעורי אבטלה גבוהים.
- התוכנית לתשלום דמי אבטלה הורחבה לעובדים שהיקף משרתם צומצם זמנית (work-sharing agreements). בתוכנית זכאים להשתתף מעסיקים שהיקף המכירות או ההזמנות שלהם פחת ביותר מעשרה אחוזים, ועובדים שהיקף המשרה שלהם צומצם בשלושה ימי עבודה בשבוע לכל היותר, ושתעסוקתם החלקית נמשכה לפחות שישה שבועות. התוכנית צריכה להיות מסוכמת בין נציגות העובדים להנהלה ולקבל אישור של שירות התעסוקה, ואינה מחייבת השתתפות של כל העובדים (דרושה השתתפות של שני עובדים לפחות). העובד מקבל מהמעביד את שכרו בגין ימי העבודה בפועל, ודמי אבטלה בעבור הימים שצומצמו. בפברואר 2009 הוארך משך קבלת דמי אבטלה בתוכנית מ־38 ל־52 שבועות.
- נוספו משאבים לשירות התעסוקה.
- הורחבה התוכנית לכיסוי תשלומי שכר וחופשה בעקבות פשיטת רגל של המעסיק (wage earner protection).

9 כבר באוקטובר 2007 הוחלט על תוכנית להפחתת מסים – מס הכנסה על הכנסות נמוכות, מס חברות ומע"מ – בשנים 2008–2009, בהיקף של 60 מיליארד דולר קנדי לחמש שנים.

בתחום **ההכשרה המקצועית** ננקטו הצעדים הבאים:

- הוגדל התקציב לתוכניות הכשרה מקצועית במסגרת ביטוח אבטלה (employment insurance training programs) במיליארד דולר קנדי, בהתאם לשיעורי האבטלה במדינות בקנדה.
- הורחבה תוכנית ההכשרה המקצועית לעובדים שעבדו זמן ממושך בתחום מסוים ומתקשים למצוא עבודה (long tenure workers initiative) בעלות של חצי מיליארד דולר קנדי. במהלך ההכשרה, שמשכה הוכפל ל־104 שבועות, מקבלים הלומדים דמי אבטלה.
- הורחבה התוכנית להכשרה מקצועית לאוכלוסיות חלשות ברמה המקומית (strategic training and transition fund) בעלות של חצי מיליארד דולר קנדי לשנתיים הקרובות, בין שהלומדים זכאים לדמי אבטלה ובין שמיצו אותם או שאינם זכאים כלל. כספי התוכנית יחולקו בהתאם לרמת האבטלה האזורית.
- הורחבה התוכנית להכשרה מקצועית למבוגרים באזורים חלשים (targeted initiative for older workers) בעלות של שישים מיליון דולר קנדי.
- הורחבה תוכנית החונכות (apprenticeship completion grant), שבמסגרתה ניתן מענק של אלפיים דולר קנדי לצעירים שמקבלים הסמכה במקצועות מבוקשים שיש בהם מחסור בכוח אדם מיומן, בעלות של ארבעים מיליון דולר קנדי. תורחב גם התוכנית לעידוד תעסוקה של בני נוער בקיץ ושל סטודנטים במגזר הציבורי.

בתחום **מס הכנסה שלילי** הוכפלו זיכויי מס בני החזר במסגרת תוכנית מס הכנסה שלילי (working income tax benefit), שחלה על כמיליון עובדים, בעלות של 0.58 מיליארד דולר קנדי בשנת 2009 (בסך הכול שלושה מיליארד דולר קנדי בחמש השנים הקרובות).

גרמניה

בגרמניה הונהגו בנובמבר 2008 ובינואר 2009 שתי חבילות תמריצים הנוגעות בין השאר לשוק העבודה ומרחיבות תוכניות קיימות, לפי הפירוט הבא:

- **התוכנית "עבודה חלקית" (Konjunkturelles Kurzarbeitergeld)** – במסגרת ביטוח אבטלה מופעלת בשגרה התוכנית "עבודה חלקית", שבה משולמים דמי אבטלה חלקיים בשיעור של שישים או 67 אחוזים מההפרש בין השכר נטו ערב צמצום המשרה מסיבות כלכליות ובין השכר נטו לאחר צמצומה. בלוח כתוב כי מדובר בהפרש, כלומר בשכר שקוצץ. במקרה קיצוני מדובר בתשלום דמי אבטלה מלאים בתקופה של חופשה ללא תשלום (חל"ת). במסגרת חבילות התמריצים הורחבה התוכנית מבחינת האוכלוסייה הזכאית ומבחינת משך תקופת התשלום. סעיפי ההרחבה מפורטים בלוח 8.

לוח 8: תוכנית "עבודה חלקית" בגרמניה

הנושא	התוכנית הקיימת	הרחבות להתמודדות עם המשבר בשנים 2009–2010
זכאות העסק	1. העסק במשבר עקב סיבות כלכליות או מאורע בלתי נמנע. 2. המשבר בעל אופי חולף, ויש ציפייה מבוססת שהמצב ישתפר. 3. לפחות שליש מהעובדים מאבדים לפחות עשרה אחוזים משכרם ברוטו. 4. התוכנית חלה על עובדים קבועים. 5. התוכנית פתוחה לעסקים בכל הגדלים ובכל הענפים הכלכליים. 6. זכאות העובדים לתשלום אינה מותנית בתקופת אכשרה.	3. התנאי שלפחות שליש מהעובדים איבדו יותר מעשרה אחוזים משכרם ברוטו הוסר, והפיצוי ניתן לכל מי שאיבד יותר מעשרה אחוזים משכרו ברוטו. אם נפגעו יותר משליש מהעובדים, משולם פיצוי גם לעובדים ששכרם ירד בפחות מעשרה אחוזים. 4. התוכנית חלה על עובדים קבועים וזמניים.
גובה התשלום לעובד	67 אחוז מהשכר נטו שקוצץ עקב קיצור השעות לעובדים עם ילדים (שישים אחוז לעובדים ללא ילדים), ובלבד שהירידה בשכר ברוטו עלתה על עשרה אחוזים.	
תקופת התשלום	שישה חודשים*	18 חודשים*
חובות העובד	העובד חייב להתייצב בלשכת העבודה ולקבל הצעת עבודה מתאימה, כולל עבודה זמנית. סירוב גורר שלילת התשלומים לשלושה שבועות.	
חובות המעביד	המעביד יפריש את ההטבות הסוציאליות (פנסיה, ביטוח בריאות וביטוח תאונות) באופן יחסי לחלקיות המשרה, כשם שהוא מפריש לכל עובד אחר.	המעביד יידרש לשלם רק מחצית מההטבות הסוציאליות של העובדים. אם העובד נמצא בהכשרה מקצועית, המעסיק יכול לקבל החזר של מלוא ההטבות הסוציאליות.
הכשרה מקצועית		קידום תוכניות הכשרה לעובדים שמקבלים את התשלומים. התנאים להכשרה הם אלה: לעובד יש הכשרה מועטה; ההכשרה ניתנת בזמן פעילות העסק; שעות ההכשרה לא יעלו על שעות העבודה החלקית; שירות התעסוקה מממן את עלויות ההכשרה לעובד, וייתכן שגם הוצאות נסיעה ומגורים; העובד יכול לבחור את ספק ההכשרה.

* בביטוח אבטלה בגרמניה עומדת תקופת האכשרה על 12 חודשי עבודה מתוך 24 החודשים שקדמו לאבטלה. תקופת התשלום המרבית נעה בין שישה ל־18 חודשים, תלוי בגיל המובטל ובתקופת הביטוח.

- **שירות התעסוקה** – תינתן תוספת של אלף עובדים לשירות התעסוקה עד 2012, וכן תוספת של 5,000 עובדים זמניים. שירות התעסוקה הגרמני (המכונה סוכנות העבודה) אחראי לא רק על תיווך בשוק העבודה, אלא גם על ביטוח אבטלה ועל הטבות סוציאליות אחרות, ומועסקים בו קרוב למאה אלף עובדים.
- **תוכנית הכשרת עובדים בעלי מיומנויות נמוכות או מבוגרים (WeGebAU)** – תוכנית WeGebAU נועדה לעודד הכשרה מקצועית של עובדים שאין להם מיומנויות מקצועיות (ללא תעודת מקצוע או תעסוקה של פחות מארבע שנים במקצוע) או בני 45 ומעלה שעובדים בעבודות קבועות בעסקים קטנים ובינוניים. בזמן ההכשרה – שתהיה פנים־מפעלית או חיצונית – נשמרים יחסי עובד-מעביד, והעובד ממשיך לקבל שכר מלא, ובה בעת המעסיק מקבל סבסוד בהתאם לחלקיות המשרה של העובד. הסבסוד יכול להגיע למאה אחוז אם ההכשרה נעשית מחוץ לעסק, ולחמישים אחוז אם ההכשרה פנים־מפעלית. שירות התעסוקה נושא בעלות ההכשרה, ותיתכן גם סובסידיה לעובדים מבוגרים בגין הוצאות נסיעה ומגורים. העובדים מקבלים שובר למימון ההכשרה המקצועית, והם רשאים לבחור אחת מתוך כמה תוכניות הכשרה שאושרו. בחבילת התמריצים נכללו בתוכנית עובדים בעלי מיומנות מקצועית בכל גיל, ובלבד שלא השתתפו בהכשרה מקצועית במימון ציבורי בארבע השנים האחרונות, וכן נכללו עובדים המועסקים דרך חברות כוח אדם.
- **סיוע בתעסוקה גם לבני נוער** – ניתנים מענקים למעסיקים שקולטים בני נוער שלא סיימו תיכון (אבל ברשותם תעודת התמחות מבית ספר) לעבודה כשוליות. המענק ניתן למעסיקים המרחיבים תעסוקה מעבר לממוצע בשלוש השנים האחרונות. זכאים להשתתף בתוכנית גם מעסיקים שקולטים צעירים בעלי לקויות למידה או מקבוצות חלשות מבחינה חברתית־כלכלית שנשרו מהלימודים. מחצית המענק ניתנת למעסיק רק לאחר שהשוליה נרשם לבחינות סיום הלימודים. במסגרת התמריצים הורחבה התוכנית. הוגדל גם התקציב להכשרת בני נוער שאינם מועסקים כשוליות ולהכשרת עובדים בני 25 ומעלה שאינם בעלי תעודת מקצוע.

בריטניה

הוצגה תוכנית סיוע (pre-budget) לשנים 2009–2010 בהיקף של עשרים מיליארד לירות שטרלינג, שהם כ־1.5 אחוזי תוצר, והיא כוללת את הצעדים הבאים:[10] הקדמת

10 הנתונים על בריטניה מבוססים גם על הפרסום: Bell and Blanchflower 2009.

השקעות (בחינוך, בתשתיות, בתחבורה, ועוד), הקלות מס לבעלי הכנסה נמוכה ובינונית והפחתת מע"מ זמנית, העלאת מס הכנסה לבעלי הכנסה גבוהה והעלאת דמי ביטוח לאומי, העמדת אשראי וערבויות לעסקים קטנים ובינוניים, סיוע לנוטלי משכנתאות הנתונים בקשיים כלכליים, והקדמת ההגדלה של קצבאות ילדים.

בשוק העבודה הוצע לנקוט את הפעולות הבאות:

- תוספת תקציב של 1.3 מיליארד לירות שטרלינג למרכזי תעסוקה ציבוריים כדי לסייע למובטלים למצוא עבודה חדשה.
- הרחבת תוכנית הסיוע של מרכזי התעסוקה במקרים של פיטורים המוניים בעלי השפעות שליליות נרחבות על שוק העבודה המקומי (rapid response service). במסגרת ההרחבה יכולים להשתתף בתוכנית גם מעסיקים שפיטרו עובדים בהיקף מצומצם.
- העמקת שיתוף הפעולה בין הממשלה למעסיקים, גם ברמה המקומית (בין מרכזי התעסוקה למעסיקים באזורם), כדי לשפר את התיווך בין מחפשי עבודה למעסיקים.
- הרחבת תוכנית הכשרה מקצועית של עובדים הכוללת גם מימון מלא של ההכשרה בכספי המדינה (train to gain). השתתפות המדינה במימון ההכשרה גדלה ככל שהיא בסיסית יותר. עסקים קטנים יכולים לקבל השתתפות בשכר העובד בעבור הימים שבהם מתקיימת ההכשרה המקצועית. במסגרת ההרחבה הוגדל תקציב התוכנית, בייחוד לטובת עסקים קטנים ובינוניים, ויכולים להשתתף בה גם עובדים שעומדים בפני פיטורים.

בינואר 2009 החליטה ממשלת בריטניה לנקוט פעולות נוספות:

- מתן מענק למפעלים שיגייסו מובטלים לחצי שנה לפחות, בגובה מרבי של 2,500 לירות שטרלינג לעובד (golden hello) (בעלות של חצי מיליארד לירות שטרלינג).
- הרחבת ההכשרה המקצועית והחונכות (כשוליות) לצעירים במגזר הציבורי והפרטי (בעלות של 0.14 מיליארד לירות שטרלינג).
- הרחבה ניכרת של התוכנית לשיפור האוריינות של בני 16 ומעלה שעזבו את מערכת החינוך, (changing lives או בשמה הקודם skills for life), אגב עידוד שילובם בהכשרה מקצועית (בתוכנית train to gain). ההשתתפות בתוכנית ממומנת במלואה בכספי המדינה.

4. תוכניות מאושרות להתערבות בשוק העבודה בישראל

במשרדי הממשלה גובשו תוכניות סיוע להתמודדות עם המשבר הכלכלי, ובכללן תוכניות לשוק העבודה. התוכנית העיקרית היא תוכנית ההאצה של משרד האוצר. בעבודה זו מוצגות אך ורק התוכניות שאושרו ושנמצאות בשלבי יישום.

דמי אבטלה

קיצור תקופת האכשרה – תקופת האכשרה – כלומר משך התעסוקה בתקופה שקדמה לאבטלה, שהוא תנאי לזכאות לדמי אבטלה – עומדת היום על 12 חודשי עבודה מתוך 18 החודשים שקדמו לאבטלה, ולעובדים יומיים היא עומדת על 300 ימי עבודה מתוך 540 יום שקדמו לאבטלה. בהסכם בין המוסד לביטוח לאומי למשרד האוצר נקבע שאם יעלה שיעור האבטלה מעל 7.5 אחוזים, יוכלו מובטלים בני 25 ומעלה לקבל דמי אבטלה גם אם תקופת האכשרה שלהם תהיה תשעה חודשי עבודה מתוך 18, או 181 יום מתוך 540. התקופה המרבית לתשלום דמי האבטלה למובטלים שעמדו רק בתקופת האכשרה המקוצרת תעמוד על מחצית התקופה המרבית שהיו זכאים לה אילו עמדו בתקופת האכשרה הרגילה. עלות המהלך מוערכת בפחות ממאה מיליון שקל בשנה.

סבסוד שכר למעסיקים

המעסיקים יקבלו סבסוד במקרים הבאים:

- **סבסוד למעסיקים הקולטים עובדים נוספים** – לפי להחלטת הממשלה מינואר 2009 גיבש משרד התמ"ת שלושה מסלולי סיוע כדי לעודד קליטת עובדים והשקעות במשק בעלות של מאה מיליון שקל, באזורי עדיפות לאומית בכלל ובפריפריה בפרט, וכן באזור שדרות ועוטף עזה (ארבעים מיליון שקל) ובקרב אוכלוסיות חלשות המאופיינות בשיעורי השתתפות נמוכים יחסית בשוק העבודה ברחבי הארץ (מיעוטים, חרדים, בעלי מוגבלויות ומשפחות חד־הוריות המקבלות גמלה להבטחת הכנסה). מרכז ההשקעות ינהל את מסלולי הסיוע. הסיוע ניתן לעסקים חדשים ולעסקים המעתיקים את מקומם או מתרחבים, ובלבד שהעסק פעל לפחות שלושים חודשים. על עסק שקם להעסיק לפחות חמישה עובדים חדשים, על עסק שמעתיק את מקומו לשמור לכל הפחות על מצבת העובדים, ובלבד שאינה פחותה מחמישה עובדים, ועל עסק שמתרחב להעסיק לפחות חמישה עובדים חדשים (או שניים עד ארבעה עובדים בשדרות ובעוטף עזה). הסיוע יינתן לתקופה מרבית של שלושים חודשים בגין תוספת העובדים שעלות שכרם אינה עולה על 15.5 אלף שקל בחודש. עלות השכר החודשית המזערית של העובד שבגינו יינתן המענק תהיה

5,500 שקל במסלולים הגיאוגרפיים, ושכר מינימום במסלול האוכלוסיות החלשות. המענק יהיה בשיעור שבין חמישה אחוזים ל־35 אחוז מעלות השכר של העובד, ולא יותר מ־15 אלף שקל לחודש. שיעור המענק פוחת עם משך ההעסקה, והוא גבוה יותר לעסקים קטנים ולאוכלוסיות חלשות. מעסיק שיזכה לסבסוד השכר לא יוכל לבקש הטבה במסגרת מסלול המענקים בחוק עידוד השקעות הון. בחירת העסקים המבקשים לקבל סיוע תהיה בדרך של הקצאה תחרותית.

- **עידוד קליטת מהנדסים בחברות מחקר ופיתוח** – יושקעו מאה מיליון שקל בקליטתם של כאלף מהנדסים בחברות העוסקות במחקר ופיתוח. בעבור מהנדס שייקלט ויעבוד במשך רבעון אחד לפחות יקבל המעביד עד אלף דולר בחודש (הסבסוד המרבי יינתן למעסיק המשלם למהנדס לפחות 5,000 דולר בחודש). תינתן עדיפות למעסיקים בפריפריה. השתתפות המדינה תימשך שלושים חודשים.
- **מימון הוצאות נסיעה** – שלושה מיליון שקל יועברו למימון הוצאות נסיעה למובטלים שהשתלבו בעבודה המרוחקת ממקום מגוריהם.

חופשה ללא תשלום מהמעביד במימון המדינה

גובשו הבנות בין משרד האוצר, משרד התמ"ת, הסתדרות העובדים הכללית החדשה ולשכת התיאום של הארגונים הכלכליים והתאחדות התעשיינים להנהיג חופשה ללא תשלום במימון המדינה בעלות של כ־150 מיליון שקל, בניהול מרכז ההשקעות במשרד התמ"ת. התוכנית עוגנה בהסכם הקואליציוני בין הליכוד למפלגת העבודה.

הכשרה מקצועית

במסגרת תוכנית ההאצה הוחלט להקצות כמאה מיליון שקל להכשרה ולהסבה מקצועית בענפים האלה:

- הכשרה מקצועית בענף הבנייה ועידוד התמדה בענף (ארבעים מיליון שקל).
- הכשרה מקצועית של טכנאים והנדסאים במוסדות המכון להכשרה טכנולוגית של משרד התמ"ת (עשרה מיליון שקל).
- הכשרה מקצועית בענף התיירות (חמישה מיליון שקל).
- הסבת אקדמאים להוראה, בשלב ראשון להוראת אנגלית (עשרים מיליון שקל). במסגרת התוכנית יוכשרו המשתתפים להוראה עד פתיחת שנת הלימודים תשע"א בספטמבר 2009. משתתפי התוכנית הזכאים לדמי אבטלה יקבלו בתקופת ההכשרה דמי אבטלה בסכום שניתן למשתתפים בהכשרה

מקצועית, ומשתתפים שאינם זכאים לדמי אבטלה או שבחרו שלא לקבלם יקבלו דמי קיום בסך 2,000 שקל לחודש. המשתתפים מתחייבים לעבוד בהוראה במשך שלוש שנים, ומלבד שכרם, שיותאם לוותק שלהם בשוק העבודה ולהשכלתם, הם יקבלו מענק רבעוני בגובה 6,000 שקל אם ילמדו בבית ספר יסודי או בחטיבת ביניים, ובגובה 9,000 שקל אם ילמדו בבית ספר תיכון. משתתף שלא יעמוד בתנאים יחויב בהחזר מלוא עלות ההכשרה המקצועית והמענקים שקיבל.

- הרחבת ההכשרה של אחים ואחיות על ידי הגדלת מספר הלומדים בכמאתיים איש, ופתיחת קורסי הסבה לסיעוד לכ־120 אקדמאים (10־15 מיליון שקל).
- הכשרה מקצועית בגופים מאושרים באמצעות שוברים דרך שירות התעסוקה (חמישה מיליון שקל). התוכנית מופעלת מיולי 2007 במתכונת ניסיונית, ובמסגרתה מוענקים שוברים למימון שמונים אחוז מעלות קורס להכשרה מקצועית עד תקרה של 7,000 שקל. מקבלי השוברים רשאים לבחור את מוסד ההכשרה. במחצית השנייה של 2007 אושרו להפעלה כ־500 שוברים בעלות של שלושה מיליון שקל (פורת 2008).
- מימון כלים תומכי השמה (שני מיליון שקל), כלומר סדנאות לחיפוש עבודה והכוונה מקצועית לדורשי עבודה במסגרת שירות התעסוקה.

עידוד תחלופת עובדים זרים בישראלים

יינתנו מענקי השמה והתמדה לעובדים ישראלים בחקלאות בגובה מרבי של 8,000 שקל ולמעסיקיהם בגובה 7,000 שקל בגין שנת עבודה (חמישה מיליון שקל, עד 300 עובדים). תוגדל גמלת הסיעוד, ויוספו שעות טיפול לקשישים המעסיקים עובדי סיעוד ישראלים ואינם מעסיקים עובדים זרים (כ־180 מיליון שקל).

קידום פרויקטים בתחום התשתיות

יוקדם היישום של תוכניות ומיזמים חדשים הזמינים לביצוע בשנים 2009–2010 ויעובו תוכניות הפיתוח בביצוע חברות ממשלתיות (״מקורות״, ״חברת חשמל״, ״נתיבי גז״, ועוד). יקודמו מיזמים בתחומי התשתית הבאים: מערכות הסעת המונים, כבישים, התפלת מים, ביוב, בניית כיתות לימוד, איכות הסביבה ושדרוג מתחמי תיירות. בתוכנית ההאצה הוקצו למיזמים של תשתיות כעשרה מיליארד שקל, כמו שהוצע בתקציב 2009. לתוכניות השפעה חיובית על הצמיחה העתידית. רוב התוכניות אמנם אינן עתירות עבודה, אך בשל היקפן הנרחב תהיה להן תרומה לא מבוטלת לתעסוקה.

הגדלת התקציב למחקר ופיתוח

תקציב המדען הראשי יוגדל במאתיים מיליון שקל במסגרת תוכנית ההאצה. תינתן תוספת של 150 מיליון שקל להשקעות במחקר ופיתוח בענף ההיי־טק ברבעון הראשון של 2009 כחלק מתקציב 2009, וחמישים מיליון שקל יועברו לעידוד הקמת מרכזי מחקר ופיתוח בפריפריה. 250 מיליון שקל יושקעו בהקמת קרן שתתמחה בהשקעות בביו־טכנולוגיה ותמונף על ידי השוק הפרטי.

ב. המלצות למדיניות בשוק העבודה

בחלק זה מובאות המלצות לשינוי מדיניות בשוק העבודה לצורך התמודדות עם המשבר הכלכלי, מתוך התייחסות לצעדים שכבר אושרו. אחדות מההמלצות רצוי לאמץ גם עם חלוף המשבר. העקרונות העיקריים המונחים ביסוד ההמלצות הם:

- עדיפות עליונה למניעת פיטורים ולהשארת עובדים במקום עבודתם, בין היתר באמצעות תמיכה בעובדים במשרות חלקיות במסגרת ביטוח אבטלה אף כשלא נותקו יחסי עובד-מעביד.
- הרחבת הנדיבות של ביטוח האבטלה, בייחוד על ידי קיצור תקופת האכשרה והארכת משך תקופת הזכאות לבעלי משפחות, משיקולים חברתיים.
- העדפה למתן תמיכה למובטלים על פני הגדלת שכרם של עובדים בשכר נמוך.
- סיוע בקליטת מובטלים באמצעות סבסוד שכר לעובדים.
- הרחבת מערך ההכשרה המקצועית בסבסוד המדינה.
- חיזוק התיווך הממלכתי בשוק העבודה.
- הגברת שיתוף הפעולה בין הממשלה, המעסיקים והסתדרות העובדים.

המלצות לשינוי מדיניות בשוק העבודה הציגו חטיבת המחקר בבנק ישראל, מינהל מחקר וכלכלה במשרד התמ"ת ומינהל מחקר ותכנון במוסד לביטוח לאומי.[11] להלן פירוט ההמלצות לשינוי מדיניות שמציעים מחברי מסמך זה, שמקצתן דומות לאלה שהמליצו אחרים, וכן התייחסותנו להמלצות העומדות על סדר היום.

1. ביטוח אבטלה

ביטוח אבטלה הוא התוכנית העיקרית הנהוגה במסגרת הביטחון הסוציאלי כדי להגן על העובדים מפני אובדן שכר בעקבות פיטורים. הביטוח נועד להשיג שתי

11 המוסד לביטוח לאומי 2008; משרד התמ"ת 2008; בנק ישראל 2009ג.

מטרות עיקריות: הבטחת מקור קיום כדי למנוע ירידה חדה בצריכה של המובטל ובני משפחתו, והעמדת פרק זמן המאפשר למובטל לחפש עבודה שהולמת את כישוריו. בהסתכלות מַקרו־כלכלית ביטוח אבטלה הוא מייצב אוטומטי המגדיל את הביקושים במשק, בייחוד בקרב אוכלוסיות חלשות החשופות יותר לפגיעתו של מיתון כלכלי ושיש להן נטייה שולית לצריכה גבוהה. זאת ועוד, ביטוח אבטלה מעודד מובטלים לשמור על זיקה לשוק העבודה, במקום לפרוש מההשתתפות בו ולעבור למערכות אחרות של תשלומי העברה.

ברוב תוכניות ביטוח האבטלה במדינות המערב נדרשת תקופת אכשרה. גובה דמי האבטלה תלוי על פי רוב בשכרו של המובטל ערב האבטלה (לעתים עד תקרה מסוימת) ובמשך תקופת תשלום דמי האבטלה. משך תקופת התשלום תלוי בדרך כלל בגיל המובטל ובמספר בני המשפחה הסמוכים על שולחנו, ולפעמים גם בשיעור האבטלה האזורי. בתוכניות רבות נהוגים דמי אבטלה פרוגרסיביים, כלומר היחס בין דמי האבטלה לשכר ערב האבטלה (יחס ההחלפה) פוחת ככל שהשכר גבוה יותר.

מאז שלהי שנות התשעים חל כרסום ניכר בנדיבות של ביטוח האבטלה בישראל: הוקשחו תנאי הזכאות לדמי אבטלה, יחס ההחלפה פחת, וקוצר משך תקופת התשלום. כך נעשתה תוכנית ביטוח האבטלה בישראל נדיבה הרבה פחות מהמקובל במדינות המערב, בעיקר מבחינת תקופת האכשרה והתקופה המרבית לתשלום דמי אבטלה.[12] המדיניות המתמשכת של שחיקת ביטוח האבטלה בישראל משתקפת בראש ובראשונה בשיעור נמוך של מקבלי דמי אבטלה מכלל המובטלים: בראשית שנות האלפיים עמד השיעור על כמחצית וירד לרבע לאחר הנהגת התוכניות הכלכליות בשנים 2002–2003. הנפגעים העיקריים מהקשחת תנאי הזכאות הם אלה המשתייכים למקטעים החלשים של שוק העבודה, כלומר עובדים זמניים ויומיים, על פי רוב לא מיומנים, המועסקים בעבודות ששכר נמוך בצדן. התקופה המרבית לתשלום דמי אבטלה קוצרה לרוב המובטלים, ובמידה ניכרת ביותר למובטלים צעירים או מעוטי ילדים, אף שרוב המובטלים אינם ממצים את התקופה המרבית לתשלום.

בעשורים האחרונים עלתה חשיבותו של ביטוח האבטלה בשל הגמשת שוק העבודה, המתבטאת בהיחלשות כוחם של איגודי עובדים ושל מוסד הקביעות, בהתרחבות ההעסקה הארעית ובעלייה בניידות התעסוקתית. כל אלה העלו את ההסתברות לאובדן מקום עבודה וחייבו התאמה של חוק ביטוח האבטלה למציאות המשתנה של שוק העבודה. ואולם השינויים בחוק היו במובנים רבים בכיוון ההפוך.

12 להשוואות בינלאומיות ראו: בנק ישראל 2002; טולידנו 2007; בנק ישראל 2009ג, נספח 3.

יתר על כן, חוק ביטוח אבטלה בישראל, שלא כחוק הקנדי למשל, אינו מתחשב בהתפתחויות בשוק העבודה, ובפרט בקשיים הרבים שבהם נתקלים מובטלים כששיעורי האבטלה מאמירים: הסיכוי לעמוד בתנאי הזכאות לדמי אבטלה פוחת משום שהזיקה לשוק העבודה מתרופפת, וגם משך האבטלה מתארך.

בשינויים בחוק ביטוח אבטלה שיוצעו להלן ונועדו להבטיח שהחוק ימלא את תפקידיו המסורתיים, נעשתה הבחנה בין תקופות של תעסוקה מלאה ובין תקופות של התרחבות ניכרת בממדי האבטלה. בזמנים של התרחבות ניכרת מוצע להגדיל את נדיבות התוכנית בזיקה לשיעור האבטלה במשק. השינויים המוצעים נוגעים לתקופת האכשרה ולתקופה המרבית לקבלת דמי אבטלה, אך לא ליחס ההחלפה, שכן הוא מתיישב עם המקובל במדינות המערב. משיקולים חברתיים יש מקום להעדיף הקלה בתקופת האכשרה מהארכת משך תשלום דמי האבטלה, משום שצעד זה יתמוך באוכלוסייה החלשה ביותר שאינה זכאית היום לדמי אבטלה אך תלויה בהם לפרנסתה. יודגש שהצעדים המוצעים אינם מוגבלים בזמן ומיועדים להביא לידי שיפור קבוע בחוק ביטוח אבטלה.

תקופת האכשרה

השפל בשוק העבודה יפגע בכל ענפי המשק, מסורתיים כמתקדמים, ובכל שדרת העובדים, מיומנים כלא מיומנים. הפגיעה אמנם הורגשה תחילה בתעסוקה של עובדים מיומנים המתאפיינת ביציבות תעסוקתית, אך ככל שתחריף ההאטה תורגש השפעתה גם בענפי המסחר והשירותים, שבהם שכיחה העסקה של עובדים ארעיים, שחלק לא מבוטל מהם יתקשו לעמוד בתקופת האכשרה המחמירה. זאת ועוד, המשבר יקטין עוד את הסיכוי לעמוד בעתיד בתנאי הזכאות לדמי אבטלה, שכן ההסתברות לעבוד תקופות ממושכות תפחת עם העלייה בשיעור האבטלה.

עד שנת 2003 עמדה תקופת האכשרה על שישה חודשי עבודה (לא רצופים דווקא) מתוך 12 החודשים האחרונים שקדמו לתקופת האבטלה, ולאחר מכן שונתה ל־12 חודשי עבודה מתוך 18 חודשים. כשמדובר בעובד יומי תקופת האכשרה עומדת היום כאמור על 300 ימי עבודה מתוך 540 הימים שקדמו לאבטלה. בהשוואה לעובדים חודשיים, תקופת האכשרה של העובדים היומיים מחמירה יותר, משום שבמניין התקופה שבמהלכה יש לצבור את ימי העבודה נכללים גם ימי מנוחה (כולל יום שישי) ומועד. בהשוואה בינלאומית, לא זו בלבד שבישראל נדרשת תקופת עבודה ממושכת יותר, אלא שיש לצבור אותה גם בפרק זמן קצר יותר. לנוכח התמורות בשוק העבודה, השפל שנקלענו אליו בשוק העבודה והניסיון הבינלאומי, נראה שנדרשים שינויים בתקופת האכשרה.

ההסכם שתואר לעיל בין המוסד לביטוח לאומי למשרד האוצר בדבר קיצור תקופת האכשרה לתשעה חודשי עבודה מתוך 18 כששיעור האבטלה יעלה מעל

7.5 אחוזים בד בבד עם קיצור תקופת התשלום המרבית לחצי אינו נותן פתרון הולם לאוכלוסייה רחבה של מובטלים במשבר היום, וגם לא לאחר תום שנה מהמועד שבו יעלה שיעור האבטלה מעל 7.5 אחוזים.

מוצע שתקופת האכשרה תעמוד על תשעה חודשי עבודה מתוך 18 החודשים שקדמו לאבטלה.[13] לעובדים יומיים תעמוד תקופת האכשרה על 225 ימי עבודה מתוך 540 הימים שקדמו לאבטלה.[14] אם יעלה שיעור האבטלה במשק מעל שמונה אחוזים, תעמוד תקופת האכשרה על שישה חודשי עבודה ב־12 החודשים שקדמו לאבטלה.

משך תקופת הזכאות

משך תקופת הזכאות לתשלום דמי אבטלה הנהוג היום אינו מאפשר למובטלים פרק זמן ארוך דיו למצוא עבודה שהולמת את כישוריהם, ובעיקר למובטלים בעלי מיומנות גבוהה. תקופת הזכאות הקצרה אינה עולה בקנה אחד גם עם תפקידו של ביטוח האבטלה להעניק מקור קיום למובטלים, בייחוד לעובדים חלשים שאינם צוברים חסכונות וממילא אינם מסוגלים לגשר על אובדן ההכנסה. טענות אלה מקבלות משנה תוקף בעת שפל בשוק העבודה. יצוין שבהסכם הקואליציוני בין הליכוד לסיעת העבודה נקבע שתוארך תקופת הזכאות לדמי אבטלה בשלושים יום, בהוראת שעה, עד סוף 2010.

הארכת משך התקופה המרבית לתשלום דמי אבטלה צריכה לשקף שני עקרונות: העיקרון הראשון הוא זיקה למספר התלויים במובטל (בן/בת זוג שהכנסתו/ה מעבודה נמוכה ומספר הילדים עד גיל 18), שכן צורכיהם של בעלי משפחות עולים על אלו של רווקים, בד בבד עם שימור הדפוס של עלייה במשך התקופה המרבית עם הגיל, מפני שלמבוגרים קשה למצוא עבודה יותר מלצעירים. כמו כן, אין להגדיר קבוצה נפרדת של בני 25־27, משום שסיכוייהם למצוא עבודה אינם שונים ממש מאלה של בני 28־34. העיקרון השני הוא הארכה נוספת בתקופת הזכאות עם האמרת שיעור האבטלה במשק. בלוח 9 מוצגות התקופה המרבית בפועל והתקופה המרבית המוצעת לתשלום דמי אבטלה לפי גיל ומספר התלויים במובטל.

13 יצוין שלפי חוק ביטוח אבטלה אי־אפשר לקבל דמי אבטלה במשך יותר מ־180 אחוז מהתקופה המרבית במצטבר במהלך ארבע שנים, ולכן החשש מהתרבות תופעות של תעסוקה קצרה ולאחריה קבלת דמי אבטלה אין לו על מה להתבסס. על כל פנים, הניסיון מעיד שהתופעה של מובטלים החוזרים לקבל דמי אבטלה בתוך פרק זמן קצר מצומצמת גם כששיעורי האבטלה גבוהים.

14 הסיבה לבחירה ב־225 ימי עבודה היא שבשנת עבודה יש כ־300 ימי חול, ואז נשמר יחס של חמישים אחוז בין מספר ימי העבודה ובין משך התקופה שבמהלכה יש לצבור אותם.

לוח 9: התקופה המרבית בפועל והתקופה המרבית המוצעת לתשלום דמי אבטלה, לפי גיל ומספר התלויים במובטל

מאפייני המובטל		תקופה מרבית לתשלום דמי אבטלה	
גיל	מספר התלויים במובטל	בפועל	מוצעת
חיילים משוחררים		70	**50**
עד בני 25	פחות משלושה	50	**ללא תלויים – 50**
			1–2 תלויים – 100
	שלושה ומעלה	138	**150**
בני 25–27	פחות משלושה	67	**ללא תלויים – 100**
			1–2 תלויים – 138
	שלושה ומעלה	138	**150**
בני 28–34	פחות משלושה	100	**ללא תלויים – 100**
			1–2 תלויים – 138
	שלושה ומעלה	138	**150**
בני 35–44	פחות משלושה	138	**175**
	שלושה ומעלה	175	**175**
בני 45 ומעלה		175	**175**

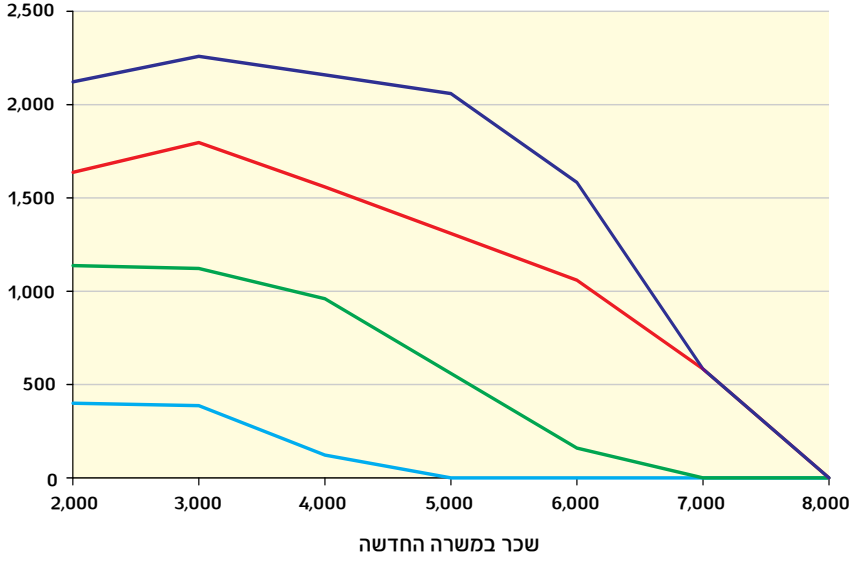
מוצע שאם יעלה שיעור האבטלה מעל שמונה אחוזים, תוארך התקופה המרבית לתשלום דמי אבטלה בעשרים אחוז לזכאים עם תלויים.

עידוד מובטלים להשתלב בתעסוקה בשכר נמוך

חוק ביטוח אבטלה מעודד מובטלים להשתלב בשוק העבודה בשכר נמוך משכרם ערב האבטלה באמצעות שני מסלולים. המסלול הראשון הוא שמובטלים זכאים למענק בגובה ההפרש שבין שכרם במשרה החדשה ובין 75 אחוז מהשכר ערב האבטלה (השכר ששימש בסיס לחישוב דמי האבטלה), בגין 150 ימי עבודה, ובלבד שעבדו לפחות 75 יום בעבודה החדשה. תקופת המענק אינה נכללת במניין ימי הזכאות לדמי אבטלה. מאחר שיחס ההחלפה של בעלי שכר נמוך (בסביבות שכר המינימום) עומד על שמונים אחוז, התשלום מעודד עובדים שהיו ברמות שכר בינוניות ומעלה ערב האבטלה להשתלב בתעסוקה בשכר נמוך יחסית. זהו בעצם סבסוד שכר המוענק ישירות לעובדים לזמן קצוב.

במסלול השני מועסקים בני 35 ומעלה בעבודה "לא מתאימה" (הכוונה בעיקר למועסקים בשכר נמוך משכרם ערב האבטלה או רחוק ממקום מגוריהם) זכאים לתשלום דמי אבטלה בגובה ההפרש שבין שכרם במשרה החדשה ובין 75 אחוז מהשכר ערב האבטלה, או בין גובה דמי האבטלה המגיעים להם, הגבוה מביניהם. גם תמריץ זה מעודד עובדים ברמות שכר בינוניות ומעלה להשתלב בעבודה. מוצע לאחד את שני המסלולים לעידוד מובטלים להשתלב בשוק העבודה, משום שאין הבדל של ממש בין מובטלים שהשתלבו בעבודה חדשה בשכר נמוך מהשכר שהיה להם ערב האבטלה ובין מובטלים שהשתלבו בעבודה "לא מתאימה".

תרשים 12: עידוד מובטלים להשתלב בשכר נמוך: גובה הסבסוד לפי השכר ערב האבטלה והשכר במשרה החדשה,* בשקלים לחודש



מקור: המוסד לביטוח לאומי ועיבודי המחברים

* מובטלים בני 28 ומעלה בחצי השנה הראשונה לקבלת דמי האבטלה. גובה דמי האבטלה מחושבים בהתאם לשכר הממוצע לפי חוק ביטוח לאומי בשנת 2008.

מוצע לשלם לכל המובטלים ששכרם במשרה החדשה נמוך מדמי האבטלה שהיו מגיעים להם מענק בגובה ההפרש בין דמי האבטלה ובין שמונים אחוז משכרם במשרה החדשה, וזאת בגין 150 ימי עבודה.[15] ההצעה תצמצם את היקף התשלומים לאלה ששכרם ערב האבטלה היה גבוה והשתלבו בעבודה "לא מתאימה", ובה בעת תעודד בעלי שכר נמוך ערב האבטלה להשתלב בעבודות בשכר נמוך אף יותר (לעיל תרשים 12).

תשלום דמי אבטלה בעת הכשרה מקצועית

עד תיקוני החקיקה של 2003 היו זכאים המובטלים שהשתתפו בהכשרה מקצועית למלוא דמי האבטלה בכל תקופת ההכשרה (מטעם האגף להכשרה מקצועית), ותקופת התשלום לא נכללה במניין תקופת הזכאות לדמי אבטלה. החקיקה החדשה הנהיגה שני שינויים. השינוי הראשון הוא שתשלום דמי האבטלה בעת הכשרה מקצועית נכלל במניין תקופת הזכאות המרבית, חוץ מלבעלי השכלה של פחות מ-12 שנות לימוד הזכאים לדמי אבטלה לתקופה מרבית של 138 יום, גם אם זכאותם ללא ההכשרה המקצועית היתה לחמישים עד מאה יום. השינוי השני הוא שתשלום דמי האבטלה בתקופת ההכשרה המקצועית הוגבל לשבעים אחוז מגובה דמי האבטלה. שינויים אלה הורידו במידה ניכרת את מספר המובטלים המשתתפים בהכשרה מקצועית וצמצמו מאוד את מערך ההכשרה המקצועית של משרד התמ"ת.[16] ההמלצות למדיניות הרצויה בתחום ההכשרה המקצועית כתובה בסעיף 5 להלן.

מוצע להאריך למאתיים יום את תקופת הזכאות לדמי אבטלה של מובטלים עד גיל 55 בעלי השכלה של עד 12 שנות לימוד (ועד בכלל) המשתתפים בהכשרה מקצועית, ובלבד שאת ההכשרה המקצועית יקדים תהליך של ייעוץ והכוונה, ושהיא תתקיים במוסדות מוכרים ובתחומים שיאשר משרד התמ"ת. הגופים המופקדים על ההכשרה נדרשים לקצר את פרק הזמן שבין תחילת קבלת דמי האבטלה ובין שיבוצם של המשתתפים בקורסים להכשרה מקצועית.

2. מענק לעובדים שמעסיקם צמצם את היקף משרתם

אחד האמצעים שמעסיקים נוקטים כדי להתמודד עם ירידת הביקושים הוא צמצום בהיקף המשרות של עובדיהם. פעמים רבות מעסיקים מעדיפים זאת מפיטורי עובדים, משום שהם מעוניינים לשמר את כוח האדם המיומן שלהם ולחסוך

15 הצעה דומה של המוסד לביטוח לאומי הופיעה בעבר בחוק ההסדרים וקיבלה את תמיכת האוצר, אך לא את תמיכת חברי ועדת הכספים.

16 ראו בנק ישראל 2006; המוסד לביטוח לאומי 2006; בנק ישראל 2007.

בהוצאות של גיוס עובדים והכשרתם. מבחינת העובדים, הצעד אמנם מצמצם את החשיפה לפיטורים, אך כשמדובר בעובדים ששכרם נמוך ממילא, הפגיעה ברמת חייהם עלולה להיות מכרעת. יתרון חשוב של המהלך הוא שמירה על הזיקה של העובדים לשוק העבודה והימנעות מהרחבת מעגל המובטלים.

במדינות מסוימות יש כלים להתמודד עם התופעה במסגרת הביטוח הסוציאלי. כמו שצוין קודם לכן, בגרמניה נהוגה במסגרת ביטוח האבטלה התוכנית "עבודה חלקית", הכוללת דמי אבטלה חלקיים בגובה ההפרש שבין השכר ערב צמצום המשרה מסיבות כלכליות ובין השכר שלאחר מכן. מטרת התוכנית לסייע לעסקים לגשר על תקופות חולפות של קושי כלכלי ולשמור על עובדים מיומנים בחברה על ידי הבטחת רמת חייהם (ראו לוח 8, לעיל עמ' 00). לאחרונה גדל מאוד מספר המשתתפים בתוכנית (ראו תרשים 6, לעיל עמ' 00). תוכנית דומה יש, כאמור, גם בקנדה.

כמו במדינות אחרות, גם בישראל מתרחבת כעת תופעת העבודה החלקית. יש לסייע למועסקים בחברות שחלה בהן ירידה ניכרת בהיקף המשרה של רבים מהם וששההפחתה בהיקף משרתם מקשה עליהם לקיים רמת חיים בסיסית. לעומת זאת, אין לתמוך בבעלי שכר גבוה ששכרם קטן מאוד בעקבות הירידה בהיקף המשרה כל עוד שכרם סביר. יש לזכור שלאלה יש בדרך כלל גם חסכונות ומגבלת הנזילות שלהם פחותה. ההצעה שמוצגת להלן היא אחד הדגמים האפשריים ליישום בישראל, ומובן שאפשר לאמץ את העיקרון העיקרי של ההצעה גם בשינוי הפרמטרים הייחודיים של התוכנית.

בחברות שיותר מרבע מעובדיהם איבדו יותר מעשרים אחוז משכרם (כלומר ההצעה מתייחסת גם למועסקים שקיצצו בשכרם בלא להפחית את משרתם), מוצע להעניק לעובדים הזכאים לדמי אבטלה תשלום בגובה ההפרש שבין השכר לאחר ההפחתה ובין דמי האבטלה שהיו מגיעים להם. התשלום לא ייכלל במניין ימי הזכאות לדמי אבטלה ויוגבל לתקופה של עד חצי שנה. לחלופין, אפשר לשלם דמי אבטלה חלקיים על בסיס הסכום שבו פחת שכר העבודה.

3. חופשה ללא תשלום מהמעביד במימון המדינה

בעיני רבים מהמעסיקים, הירידה בביקושים וברווחיות היא תופעה חולפת, ולכן בטווח הקצר הם אמנם נאלצים לצמצם את מצבת כוח האדם, אך מקווים לגייס מחדש את המפוטרים כשישתפר המצב הכלכלי. כפתרון למצב הועלתה הצעה שמפעלים גדולים שממוקמים באזור עדיפות לאומית א יוכלו להוציא עד רבע מעובדיהם לחופשה שתימשך חודש עד שלושה חודשים, ובמהלכה יקבלו העובדים תשלום שאינו עולה על גובה דמי האבטלה שהיו זכאים להם, שאינו במקום דמי אבטלה וגם אינו מונע מהם לעבוד. בתמורה יתחייבו המעבידים להמשיך ולהפריש

את הכספים בגין זכויות סוציאליות ולא לצמצם את מצבת העובדים ביותר מרבע למשך שנה נוספת.

היתרון העיקרי למעבידים בהצעה זו הוא שמירת ההון האנושי המסוים של העובדים וחיסכון בעלויות גיוס של עובדים חדשים, והיתרון לעובדים הוא צמצום של האי־ודאות התעסוקתית (הגם שהמעביד אינו יכול להתחייב לקבלם בתום החופשה) והארכה בפועל של תקופת תשלום דמי האבטלה. אפשר להעריך שבזמן החופשה לא ייטו רוב העובדים לחפש עבודה, ומקצתם עלולים להיקלע לאבטלה ממושכת אם המעביד לא יוכל לשוב ולקלוט אותם. אפשר לאמץ את רעיון החופשה ללא תשלום בהמלצה לתת מענק לעובדים שמעסיקם צמצם את היקף משרתם במסגרת ביטוח האבטלה כמו שהוצע לעיל. חופשה ללא תשלום היא מקרה קצה של ההמלצה, שכן העובד נעדר לחלוטין מעבודתו.

4. שירות התעסוקה והתוכנית "אורות לתעסוקה" בהקשר של המשבר הכלכלי

הדיון הציבורי במעמדו של שירות התעסוקה ובכוונה להרחיב את תוכנית "אורות לתעסוקה" לכלל הארץ מצוי בעיצומו. הוויכוח נסב בעיקר על תפקידה של המדינה לספק את השירותים המדוברים, על הסמכות השלטונית לקבוע זכאות לקבלת גמלה ועל מבנה התמריצים של המפעילים הפרטיים. מלבד זאת, עד היום לא נעשו מבחני עלות-תועלת לשירות התעסוקה, שנמנע ממנו להשתתף בהפעלת אחד ממרכזי התעסוקה במסגרת התוכנית "אורות לתעסוקה", לעומת מפעילים פרטיים. לפיכך ההצעה להרחיב את התוכנית לכל רחבי הארץ באמצעות מפעילים פרטיים או מלכ"רים (מוסדות ללא כוונת רווח) מוקדמת מדי, ויש להימנע מחקיקה חפוזה במסגרת חוק ההסדרים, בייחוד בעת משבר כלכלי שעלול לשמש עילה לקידום המהלך.

המשבר בשוק העבודה מאופיין בירידה חדה בביקוש לעובדים, ומכאן שהרחבת התוכנית "אורות לתעסוקה" לכל הארץ, גם אם היה אפשר ליישמה בתוך זמן קצר, ספק אם תשפר שיפור של ממש את הסיכויים למצוא עבודה. יתר על כן, הרחבת התוכנית דורשת משאבים רבים מאוד, אגב תוספת קטנה של עובדים במרכזי התעסוקה, ועל כל פנים היא צפויה לצאת לפועל, קרוב לוודאי, רק אחרי חלוף המשבר.

מעמדו של שירות התעסוקה נשחק במרוצת השנים, והמשאבים העומדים לרשותו הידלדלו (ראו בנק ישראל 2003), ובכלל זה המשאבים המוקצים לפעילות השמה בשוק העבודה ולהכשרה מקצועית. לפיכך פחתה יכולתו לסייע בהשמה ולהתמודד עם האתגרים ועם השינויים בשוק העבודה. בשל תהליכים אלה מתמקד שירות התעסוקה בביצוע מבחן התעסוקה לקבלת דמי אבטלה והבטחת הכנסה ובניסיונות לסייע בהשמה בעיקר למובטלים בעלי מיומנויות נמוכות יחסית.

המשבר בשוק העבודה והגידול החד במספר המובטלים הבאים מכל משלחי היד ומכל ענפי הכלכלה מקשים עוד על שירות התעסוקה את מילוי תפקידו. יצוין שבמסגרת תוכנית ההאצה הקצה האוצר עשרה מיליון שקל בלבד לשירות התעסוקה.

מוצע להגדיל את המשאבים העומדים לרשות שירות התעסוקה, כשם שנעשה במדינות מערביות אחרות. אין מקום להרחיב את התוכנית "אורות לתעסוקה" לכל רחבי הארץ בתגובה למשבר, ומכל מקום, יש לעשות מבחן עלות-תועלת לכדאיות התוכנית ולבחון את שילובו של שירות התעסוקה כגוף ציבורי בצד המפעילים הפרטיים.

5. הכשרה מקצועית

לנוכח הביקוש הנמוך לעובדים בעת המיתון הכלכלי והסיכויים הקלושים להשתלבות מחודשת בשוק העבודה בטווח הקצר, אפשר לנצל את המשבר להרחבת ההכשרה המקצועית של מובטלים בעלי מיומנויות נמוכות יחסית, ואת פֵּרות ההשקעה בהון האנושי יקטפו המובטלים בעת היציאה מהמיתון. הכשרה של בעלי השכלה ומיומנויות גבוהות אינה עומדת בראש סדר העדיפויות משום שעובדים אלה כבר מחזיקים במקצוע שיש לו ביקוש בטווח הארוך, וייתכן שהכשרה מקצועית לא תגדיל את כוח ההשתכרות שלהם (לעובדים אלה תסייע הארכת תקופת הזכאות לדמי אבטלה). עם זאת, השפל בשוק העבודה הוא הזדמנות לגייס לשירותים הציבוריים עובדים בעלי הון אנושי גבוה, בין היתר באמצעות הסבה מקצועית. יש מקום גם לכוון חלק מההכשרה המקצועית למשלחי יד שבהם אוחזים היום עובדים זרים, כדי להחליפם.

במסגרת תוכנית ההאצה של משרד האוצר הוקצו משאבים בהיקף של כמאה מיליון שקל להכשרה מקצועית בענפים המעסיקים שיעור גבוה עובדים זרים כמו בנייה, וכן בתחומי טכנאות והנדסאות, הוראה, סיעוד, ועוד. מלבד אלה, מוצע לעודד השתלבות ישראלים בענף הסיעוד על ידי תוספת שעות סיעוד לזכאי חוק הסיעוד שיעסיקו ישראלים בלבד (בעלות של כ־180 מיליון שקל). יצוין שעד 2003 עמד תקציב משרד הרווחה להכשרה מקצועית על כרבע מיליארד שקל, ובעקבות השינויים בחוק ביטוח אבטלה ומיקוד ההכשרה המקצועית התכווץ התקציב לכמה עשרות מיליוני שקלים.

מוצע להרחיב את תקציב ההכשרה המקצועית – נוסף על ההוצאה הכלולה בתוכנית ההאצה של משרד האוצר – למובטלים בעלי מיומנויות נמוכות יחסית וזיקה הדוקה לשוק העבודה, וכן להסבה של אקדמאים לעבודה בשירותים הציבוריים. ההכשרה המקצועית יכולה להתבצע באמצעות שוברים. מי שאינו זכאי לדמי אבטלה או להבטחת הכנסה יקבל מלגת קיום לתקופה של עד חצי

שנה. את ההכשרה המקצועית יקדים תהליך של ייעוץ והכוונה, והיא תיעשה במוסדות מוכרים ובתחומים שיאשר משרד התמ"ת. העלות הכוללת של הכשרת כ־10,000 מובטלים תעמוד על כמאה מיליון שקל.

6. מס הכנסה שלילי בהקשר של המשבר הכלכלי

הנהגת מס הכנסה שלילי בישראל מעניקה לעובדים בשכר נמוך תוספת הכנסה צנועה שהשפעתה על היצע העבודה ועל העוני שולית. התוכנית הופעלה לראשונה בשנת 2008 במתכונת של ניסוי בארבעת האזורים שמופעלת בהם התוכנית "אורות לתעסוקה", ובשנת 2010 היא אמורה להתרחב על פי חוק לכל הארץ, בעלות שנתית משוערת של כ־0.75 מיליארד שקל (ראו גם בנק ישראל 2009ב, 30–32). ההפעלה הניסיונית מלווה במחקר המצוי בשלביו הראשונים.

לנוכח ההתרחבות בממדי האבטלה בזמן המשבר הכלכלי יש לתת עדיפות עליונה לצמצום היקף הפיטורים ולהבטחת אמצעי קיום למובטלים, בעיקר באמצעות התוכניות הקיימות, כלומר ביטוח אבטלה והבטחת הכנסה. הדאגה לעובדים, ואף לעובדים בעלי שכר נמוך, היא בעדיפות נמוכה יותר.

לנוכח העדיפות העליונה שיש לתת לסיוע למובטלים, מומלץ שלא להקדים לשנת 2009 את הפריסה הארצית של התוכנית "מס הכנסה שלילי", ועל כל פנים, ראוי לבחון את ממצאי המחקר המלווה לפני יישום החוק ב־2010.

7. עובדים לא ישראלים

בשנים האחרונות אימצה הממשלה מדיניות שמטרתה לצמצם את מספר העובדים הזרים בישראל בסדרה של החלטות, ובכללן קבלת המלצות דוח הוועדה לעיצוב מדיניות בנושא עובדים לא־ישראלים מספטמבר 2007. ואולם בפועל התהפכה מגמת הירידה במספרם של העובדים הלא ישראלים שניכרה בשנים 2000–2006, ובשנים 2007–2008 גדל מספרם בכ־36 אלף והגיע ליותר מרבע מיליון, שהם קרוב ל־12 אחוז מכלל המועסקים במגזר העסקי. עוד תופעות ראויות לציון הן גידול במספר העובדים הזרים השוהים בארץ ללא היתר (שהם יותר ממחצית העובדים הזרים) ועלייה במכסת העובדים הזרים בחקלאות (והתרחבות מספר ההיתרים בסיעוד).

העובדים הלא ישראלים דוחקים את רגלי העובדים הישראלים הלא משכילים ושוחקים את שכרם. לאחרונה ננקטו כמה צעדים לעידוד תעסוקת ישראלים בענפים עתירי עובדים זרים, אם כי בהיקף די מצומצם: הוגדלו שעות הסיעוד לקשישים המעסיקים עובדים ישראלים, הוגדל התקציב להכשרה מקצועית בבנייה, והוחלט להפעיל תוכנית לעידוד תעסוקת ישראלים בחקלאות – כל זאת במסגרת תוכנית

ההאצה של משרד האוצר. מטבע הדברים צעדים אלו אינם תחליף למדיניות נחושה וממוקדת לצמצום מספרם של העובדים הזרים במשק.

על הממשלה לפעול בנחישות להוצאת העובדים הזרים השוהים בישראל שלא כחוק וליישם את החלטות הממשלה בדבר הפחתת המכסות של עובדים זרים חוקיים.

ביבליוגרפיה

בנק ישראל, 2002. "חוק ביטוח אבטלה בפרספקטיבה בינלאומית", הודעה לעיתונות, ירושלים: בנק ישראל (17 בדצמבר).

בנק ישראל, 2003. **דוח בנק ישראל 2002**, ירושלים: בנק ישראל, פרק ב, תיבה ב־3: "שירות תעסוקה ממלכתי בעולם ובישראל".

בנק ישראל, 2006. **ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 113, אוקטובר 2005 עד מארס 2006**, ירושלים: בנק ישראל, מחלקת המחקר, עמ' 24–26: "המערך הממשלתי להכשרה מקצועית למבוגרים בישראל – עולם הולך ונעלם".

בנק ישראל, 2007. **ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 118, ינואר עד יוני 2007**, ירושלים: בנק ישראל, מחלקת המחקר, עמ' 23–27: "הכשרה מקצועית בישראל והמלצות לשיפורה".

בנק ישראל, 2009א. **דין וחשבון כספי לשנת 2008**, ירושלים: בנק ישראל, חשב הבנק (23 במרץ).

בנק ישראל, 2009ב. **ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 123, ספטמבר עד דצמבר 2008**, ירושלים: בנק ישראל, חטיבת המחקר, עמ' 23–26: "שוק העבודה הישראלי: תמונת מצב עדכנית"; עמ' 30–32: "מס הכנס שלילי: מאזן ביניים מאז הפעלת התוכנית בספטמבר".

בנק ישראל, 2009ג. **ישראל והמשבר העולמי: המלצות מדיניות לממשלה**, ירושלים: בנק ישראל, חטיבת המחקר.

בנק ישראל, 2009ד. "עדכון התחזית המאקרו־כלכלית הריאלית לשנת 2009 ותחזית לשנת 2010", הודעה לעיתונות (25 בינואר).

הלמ"ס, 2009. "החשבונות הלאומיים לישראל לשנת 2008", ירושלים: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, הודעה לעיתונות 047/2009 (10 במרץ).

המוסד לביטוח לאומי, 2006. **סקירה שנתית 2005**, ירושלים: המוסד לביטוח לאומי, מינהל המחקר והתכנון, פרק 1, תיבה 1ג: "ההכשרה המקצועית בישראל: מאין ולאן?".

המוסד לביטוח לאומי, 2008. **הצעה לשינויים בחוק ביטוח אבטלה**, ירושלים: המוסד לביטוח לאומי, מינהל המחקר והתכנון, נייר עמדה (17 בנובמבר).

טולידנו, א', 2007. **חוק ביטוח אבטלה בארץ ובעולם**, ירושלים: המוסד לביטוח לאומי, מינהל המחקר והתכנון, דף מידע 3.

מזר, י', 2010. **השפעת המדיניות הפיסקאלית ורכיביה על התוצר בישראל**, ירושלים: בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון 2010.7.

משרד התמ"ת, 2008. **תוכנית חירום בנושאי התעסוקה במצב האטה במשק – שנת 2009**, ירושלים: משרד התמ"ת, תזכיר פנימי.

משרד התמ"ת, 2009. **ביקוש לעובדים במגזר העסקי, רבעון ראשון 2009**, ירושלים: משרד התמ"ת, מינהל מחקר וכלכלה.

פורת, א', 2008. **תוכנית השוברים להכשרה מקצועית של שירות התעסוקה: תמונת מצב מסקר מעקב ראשון**, ירושלים: משרד התמ"ת, מינהל מחקר וכלכלה (דצמבר).

Bell, D. N. F. and D. G. Blanchflower, 2009. *What Should Be Done about Rising Unemployment in the U.K*, IZA Discussion Paper No. 4040 (February), www.politiquessociales.net/IMG/pdf/dp4040.pdf

IMF, 2009. *Global Economic Policies and Prospects*, Note by the Staff of the International Monetary Fund (March), www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909a.pdf

OECD, 2009a. *Fiscal Packages cross OECD Countries: Overview and Country Details*, OECD, Economics Department (March), www.nens.it/_public-file/OECD%20Fiscal%20packages%20across%20OECD%20countries.pdf

OECD, 2009b. *OECD Economic Outlook*, Interim Report (March).

Prasad, E. and I. Sorkin, 2009. "Assessing the G-20 Economic Stimulus Plans: A Deeper Look," *Brookings* (March).

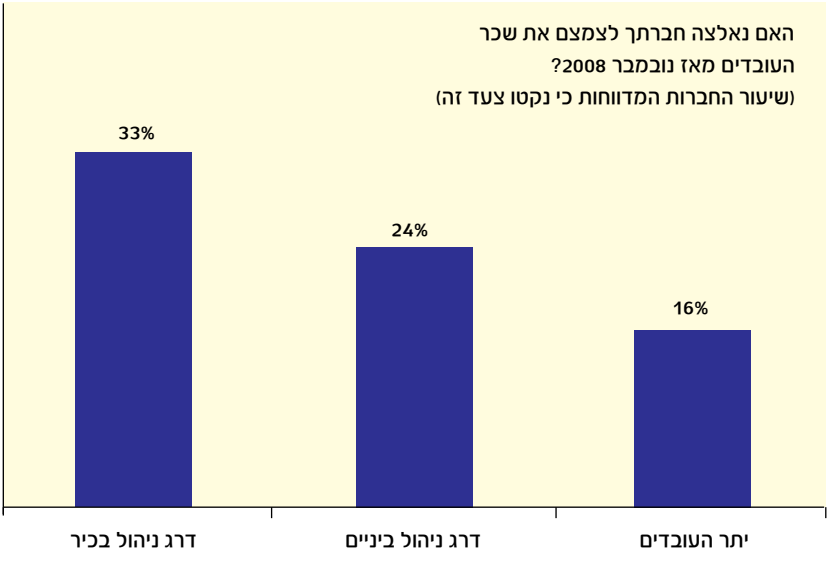
Spilimbergo, A., S. Symansky, O. Blanchard and C. Cottarelli, 2008. *Fiscal Policy for the Crisis*, IMF Staff Position Note (December), www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2008/spn0801.pdf

דיון: המשבר הכלכלי ושוק העבודה

מתדיינים: לאה אחדות, נועם זוסמן, דפנה אבירם־ניצן

דפנה אבירם־ניצן הציגה את השפעת המשבר על התעסוקה בתעשייה, לפי נתוני סקר התאחדות התעשיינים בקרב מדגם מקרי של מקומות עבודה. הוצגו נתונים על פיטורי העובדים ברבעון הראשון של שנת 2009 ועל הירידה בשעות העבודה של העובדים. רוב החברות דיווחו על צורך בהורדת השעות הנוספות. ישנה ירידה בתוצר התעשייתי, ובעיקר ביצוא. לפי סקר ההתאחדות, חלק מהחברות אמנם דיווחו על צורך בהורדת שכר (ראו תרשים 1 להלן), אך כשישים אחוז מהחברות האלה לא הפחיתו את ההטבות הסוציאליות, כלומר הן לא רואות במשבר אירוע מתמשך. ההתאחדות צפתה ירידה של 13 אחוז ביצוא התעשייתי בשנת 2009 וירידה של 4.5 אחוזים במצבת העובדים בתעשייה. ענפי הטקסטיל, המתכת, הגומי והפלסטיק מסבירים יותר מחמישים אחוז מהמפוטרים.

תרשים 1: צמצום שכר העובדים בעת המשבר הכלכלי



מקור: סקר התאחדות התעשיינים בישראל, מאי 2009

להלן עניינים עיקריים שעלו בדיון:

א. הוצגה הטענה שהעובדות בשטח אינן תומכות בתפיסת המשבר הרווחת היום. ישנו עיסוק רב בעלייה באבטלה, אך שיעור הפיטורים בהפסקות העבודה אינו גבוה במיוחד. אחת הבעיות היא שיש להגדיר מהו משבר בשוק העבודה כדי לזהות משבר כשזה יפרוץ. רוב העוסקים בתחום רואים בעלייה בשיעור האבטלה משבר, אבל המשבר צריך להיות מוגדר הגדרה רב־ממדית: היקף העלייה באבטלה, משך הזמן של העלייה, משך ההישארות במצב הזה, ומשך הזמן שנדרש כדי לצאת מהאבטלה הגבוהה. אבחון המצב כמשברי או לא ישפיע על הפעלת הכלים הממשלתיים. נושא שוק האשראי לא נסקר דיו, ויש להסב לו תשומת לב מכיוון שמחנק האשראי המתגבר יכול לפגוע בעסקים ואף להביא לסגירתם. הבנקים מודים שהם מעניקים אשראי לפי הערכת הסיכונים שלהם ולא לפי הערכת הסיכונים של הממשלה.

ב. יש להתמקד בשיפור משולש של התצרוכת פרטית, התצרוכת הציבורית והאשראי לעסקים. אכן, יש להתמקד בביטוח האבטלה ולשקול להפעיל אותו בשונות גיאוגרפית, כאשר האבטלה באזור המרכז נמוכה יחסית. בעשור האחרון נשחק ביטוח האבטלה והתקציבים המוקצים לו נמוכים מדי. הפתרונות הקשורים לסיוע למפעלים להעסיק עובדים אינם ישימים, ואי־אפשר להפעיל אותם כראוי. מוטב לסייע למובטלים. הוצע להשקיע דווקא את הכספים המיועדים לפיתוח התשתיות בטיפול באבטלה. בדרך כלל ההשקעה בתשתיות בישראל אינה משפיעה רבות על שוק העבודה, ויש בה שימוש רב בעובדים זרים.

ג. השאלה היום היא אם מסוכן יותר להיות פסימיסט או אופטימיסט. האם מדובר במשבר זמני שנצא ממנו, אפילו עוד שלוש שנים, או שמדובר בשינוי חד בכלכלה ובחברה? בישראל עדיין לא הפנימו את המשבר, ודאי לא בממשלה. עוד לא מבינים שיכול להיות שיצטרכו להפעיל כלים לשיפור המצב הכלכלי. השיח שהמשבר אינו קשה הוא שיח מסוכן, ויש לחדול ממנו.

ד. המרחב שיש לישראל להרחבה פיסקלית מעבר למייצבים האוטומטיים הוא מזערי ואף לא קיים. גירעון בסביבות שישה אחוזי תוצר משאיר מרחב מועט מאוד. אף על פי שבנק ישראל קונה במרץ איגרות חוב ממשלתיות, התשואות על האיגרות האלה לא יורדות, מכיוון שישנם כוחות חזקים שמקזזים את הפעילות הנמרצת של בנק ישראל. כלומר השוק מאותת שאנחנו קרובים למה שהוא מוכן לממן. מה שעשו הוא בערך מה שאפשר לעשות. הגדילו את ההוצאה, גם אם לא בהרכב אופטימלי, והגדילו את תקבולי המסים. הרכב

המסים עם הפחתה של מס הכנסה והעלאת המע"מ הוא בעייתי, אך שמירה על התקבולים היא חשובה.

ה. יש להאריך את תקופת הזכאות לדמי אבטלה, ולא לקצר את תקופת האכשרה דווקא, כי אחרי תקופה של גאות בשוק העבודה ישנם מובטלים רבים שעומדים בדרישות האכשרה. אין להתנות את הצעדים בשוק העבודה בגובה האבטלה, כי יצירת אי־ודאות בקרב המובטלים מונעת את ההשפעות החיוביות של ביטוח האבטלה. יש לסייע למפעלים שמוכנים לשלם "דמי רצינות" בדמות המשך הנשיאה בעלות הקבועה של העסקת עובדים כגון תשלום הטבות סוציאליות. יש להפריד בין מפעלים שיש להם בעיה זמנית ובין אלו בעלי בעיה קבועה. יש להחיל מס הכנסה שלילי בכל הארץ.

ו. אי־העברת תקציב 2009 כמות שהוא ודחייתו ליולי 2009 הן טעויות חמורות, מכיוון שאפשר היה להוציא עוד ארבעה מיליארד שקל בתקופה הזאת. זאת משום שבהיעדר תקציב מדינה שמאושר על־ידי הכנסת, התקציב המוקצה למשרדי הממשלה הוא 1/12 מהתקציב של השנה הקודמת בכל חודש. כעת אי־אפשר להתחיל תוכניות חדשות כי לא אושר התקציב.

ז. אפשר לקבוע די בבירור שהמדיניות הכלכלית בישראל אינה תואמת את רצון הציבור. היא אינה תואמת אפילו את עמדות הכלכלנים, למשל בתחום הרכב המיסוי. כמו כן, המדיניות הקיינסיאנית כבשה את העולם, ובישראל עדיין לא הפנימו את זה. כל ההסכמות הכלכליות שהיו מקובלות לפני המשבר בפורומים הבינלאומיים, באיחוד האירופי ובעוד מקומות כוחן אינו יפה עוד. כולם נוקטים מדיניות של הרחבה פיסקלית ומדיניות מוניטרית גמישה, כמו שקיינס ייעץ לעשות בעת משבר. בישראל עניין זו טרם הופנם.

פרק 8
המדיניות הפיסקלית בעקבות המשבר ומבט לעתיד

מישל סטרבצ׳ינסקי, אריה ארנון

חלקו הראשון של המפגש השישי והאחרון בסדרה עסק במדיניות הפיסקלית הרצויה בישראל לנוכח המשבר, ולאחריו. ד״ר מישל סטרבצ׳ינסקי מחטיבת המחקר בבנק ישראל סקר כמה תרחישים אפשריים למשק ואת השלכותיהם על תקציב הממשלה ועל החוב הלאומי. לאחר מכן דן פרופ׳ אריה ארנון במבנה הבעלות במערכת הפיננסית בישראל ובעולם ובצורך לבחון אותו מחדש.

ד״ר מישל סטרבצ׳ינסקי הציג את הפרספקטיבה ארוכת הטווח של המדיניות הפיסקלית בעקבות המשבר הכלכלי. הוא ציין שבנק ישראל המליץ על מדיניות פיסקלית מרחיבה. בפועל במחצית הראשונה של 2009 היתה המדיניות מצמצת, מכיוון שהתקציב לא אושר ופעלו לפי התקציב של השנה הקודמת. במחצית השניה של 2009 צפויה המדיניות להיות מרחיבה יותר לאחר אישור התקציב, אם כי בנק ישראל מתקשה לראות כיצד יוציאו את כל ההוצאות המתוכננות עד סוף השנה. אחת ההמלצות של בנק ישראל היתה להרחיב את תוכנית מס הכנסה שלילי לכל הארץ, דבר שלהערכת הבנק הוא אפשרי. מדובר במדיניות שמיועדת לקבוצות אוכלוסייה בעלות פוטנציאל עוני גבוה. עוד המליץ הבנק על השקעות לטווח ארוך ועל השקעות בתשתית, אם כי קשה להעריך אילו מצווארי הבקבוק ישתחררו ואילו לא, ועל כן קשה להעריך את ההשפעה. שלא כבעבר, המדיניות בישראל היום היא אמנם לא אנטי־מחזורית, אך היא כבר לא פרו־מחזורית.

באשר לתקציב השנתי, צוין שאין היום שקיפות מלאה, בעיקר בנוגע להנחת המחירים ולשינוי בהם. יש צורך בשקיפות רבה יותר בנושא זה ובהתנהלות מסודרת. עוד צוין שאין התייחסות מספקת לביצוע בפועל של תקציב השנה שעברה, למעט במקדמי המחירים. אין התייחסות מספקת לתחזית האינפלציה, לא לזו של בנק ישראל ולא לזו של אגף הכלכלה במשרד האוצר עצמו. למעשה, לתקציב 2009 נקבעה תקרת גידול ריאלי של 3.6 אחוזים, לעומת שנת 2008, וגידול נומינלי של 5.4 אחוזים. עוד עניין נוגע לגידול בשיעור שנתי של 1.7 אחוזים בתקרת ההוצאה הממשלתית. החלטות הממשלה אינן מתיישבות עם המספר הזה. לפי הנתונים שבידי בנק ישראל, תוספת ההוצאות הנדרשת היא כשלושה אחוזים בשנה. בשנת 2011 צפויה התנגשות בין ההוצאות שהממשלה מתחייבת להן ובין הגידול שנקבע מראש. צוין שלא היתה שנה אחת בהיסטוריה שהגידול בה אכן עמד על 1.7 אחוזים.

באשר לגירעון, גם כאן הממשלה קיבלה החלטות ברורות שהגירעון יפחת בהדרגה לכיוון אחוז אחד, ולפי ההחלטות המפורטות שקיבלה הממשלה, כולל

ההפחתה במסים, יעמוד הגירעון בשנים הקרובות על ארבעה-חמישה אחוזים. אם ידבקו בגידול של 1.7 אחוזים בהוצאה, לעומת זאת, אכן "תיפתרנה" הבעיות בגירעון ועוד בעיות, אך ההוצאה האזרחית נטו (ללא ריבית) תצטרך לרדת בשנת 2011 ב־1.6 אחוזי תוצר, ובשנת 2012 לעלות רק ב־0.2 אחוזי תוצר (ראו להלן לוח 1). המשמעות היא קיצוץ בתשלומי ההעברה, ביטול החלטות כמו רפורמת אופק חדש, ועוד. יש להיערך מראש לשנת 2011 כדי שמצב זה לא יגיע. מובן שבתסריט של משבר מתמשך, שלפיו רק לקראת שנת 2013 נחזור לצמיחה מעל הפוטנציאל, יהיה הגירעון עמוק יותר. חלק מההחלטות שהממשלה קיבלה כדי לצמצם את הגירעון, כמו בתחום המע"מ, נקבעו רק עד סוף שנת 2010, אף על פי שברור שהבעיה תהיה גם בשנת 2011.

לוח 1: מצרפי התקציב העיקריים לפי תרחישי בנק ישראל, 2008–2013, באחוזי תוצר

		תחזית				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
תרחיש בסיסי (שיעור הצמיחה)	4.0	-1.5	1.0	4.5	5.0	4.5
1. גידול קבוע של 1.7 אחוזים לשנה בתקרת ההוצאות*						
ההוצאות (ללא מתן אשראי)	34.3	36.0	36.3	35.0	34.0	33.1
היקף הצעדים הנוספים הדרושים לעמידה בתקרת ההוצאות	...	...	...	1.4	0.9	0.6
שיעור השינוי הריאלי של ההוצאה האזרחית נטו ללא ריבית	-0.4	9.6	3.7	-1.6	0.2	1.5
הגירעון ללא אשראי	-2.0	-5.3	-5.0	-3.4	-2.2	-1.3
החוב הציבורי (ברוטו)	78.2	84.4	87.4	86.1	83.3	81.3
2. גידול בהוצאות על פי החלטות הממשלה הספציפיות*						
ההוצאות (ללא מתן אשראי)	34.3	36.0	36.3	36.5	36.4	36.1
שיעור השינוי הריאלי של ההוצאות	-0.2	3.2	2.0	4.9	4.8	3.8
מזה: ההוצאה האזרחיות נטו ללא ריבית	-0.4	9.6	3.7	5.4	4.6	4.2
הגירעון ללא אשראי	-2.0	-5.3	-5.0	-4.8	-4.6	-4.3
החוב הציבורי (ברוטו)	78.2	84.4	87.4	87.6	87.1	88.1

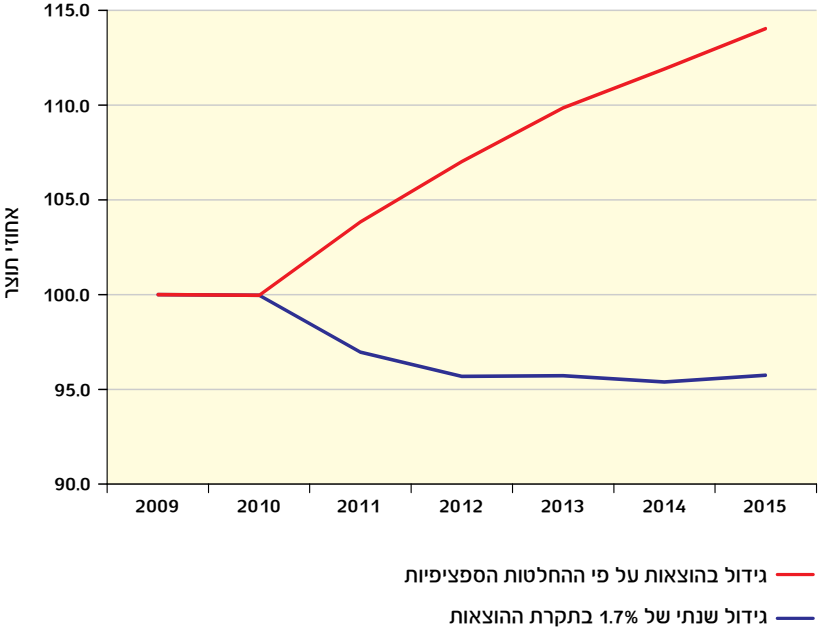
* מניח כי ההוצאות ב־2009 ו־2010 יהיו בהתאם להצעת התקציב של הממשלה וכי הקיצוצים הנדרשים בשנים 2011–2013 יהיו בהוצאות האזרחיות.

מקור: חישובי חטיבת המחקר, בנק ישראל 2009

באשר ליחס חוב-תוצר הוצגו ארבעה תרחישים: התפתחות החוב לפי תקרת הוצאות של 1.7 אחוזים בתסריט של התאוששות מהירה והתאוששות אטית, והתפתחות החוב לפי החלטות הממשלה שהתקבלו בתסריט של התאוששות מהירה והתאוששות אטית. בתרחיש של התאוששות מהירה יחסית לפי החלטות הממשלה צפוי החוב המשוער לעמוד בשנת 2015 על כתשעים אחוז מהתוצר, לעומת כ־75 אחוזים מהתוצר לפי מתווה גידול של 1.7 אחוזים בלבד.

גם בתחום ההוצאה האזרחית הריאלית מדובר בשני תרחישים שונים לחלוטין. בין הגידול בשיעור של 1.7 אחוזים שעליו מדברים היום ובין הצפוי בעקבות החלטות הממשלה ישנו פער רחב מאוד (להלן תרשים 1). יש לדון בזה כעת, ולא לחכות לשנת 2011. בנק ישראל ישמח להירתם לדיון בסעיפי הוצאה שאפשר להוריד את ההוצאה בהם. כעת ישנה אפשרות לתכנן לטווח הארוך. לפי חוק הגידול ב־1.7 אחוזים בשנה, תרד בהדרגה ההוצאה הציבורית עד לכדי 39 אחוז מהתוצר בשנת 2020.

תרשים 1: ההוצאה האזרחית הריאלית לנפש, ללא ריבית, 2009–2015 (שנת 2009 = 100)

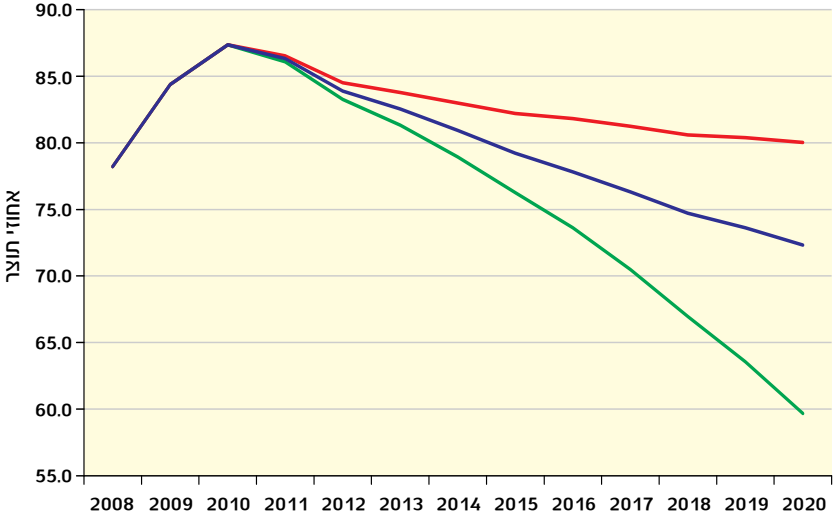


מקור: חישובי חטיבת המחקר, בנק ישראל 2009

באשר למסים, הוצגה הירידה המתמשכת בשיעורי מס ההכנסה הממוצעים (ללא ביטוח לאומי). בעבר היתה הורדת מסים חשובה כמה שנים לאחר תוכנית הייצוב, אגב הנאה מפֵּרות התוכנית שהורידה את הגירעון במידה ניכרת. לאחר מכן, עד שנת 2003, היו המסים די יציבים. משנת 2003, ועם תחזית עד שנת 2016, ישנה ירידה ניכרת במסים, ללא דיון ציבורי מספק, וההפחתה האחרונה אף עברה בחוק ההסדרים. יש לדון בהפחתות המס ובדרך שבה הן מוצגות לציבור ומתקבלות.

לבסוף, הוצגו שלושה תרחישים ליחס חוב-תוצר לשנים 2008-2020, בהתבסס על התאוששות מהירה יחסית מהמשבר: גידול שנתי של 1.7 אחוזים בהוצאות, גידול שנתי של כשלושה אחוזים בהוצאות (בעקבות החלטות הממשלה) – שני אלה עם המשך הורדות המסים; וגידול שנתי של כשלושה אחוזים בהוצאות, עם הפסקת הורדות המסים (תרשים 2 להלן).

תרשים 2: יחס חוב-תוצר בישראל לפי תרחישי בנק ישראל, 2008–2020



מקור: חישובי חטיבת המחקר, בנק ישראל

פרופ׳ אריה ארנון דן בהשלכות המשבר. בפתח דבריו הוא ציין שהתחזיות לשנה הבאה אינן מבוססות, ושהתיאוריה הכלכלית הנוכחית הניחה שאם תהיה טעות קטנה היא תתקן את עצמה, אך לא עסקו די בשאלה מה יקרה אם תהיה טעות גדולה שלא תתקן את עצמה מהר. הוא הוסיף שלמשבר תהיינה השלכות על התנהגותם של אנשים וצרכנים זמן רב, כמו שזכר האינפלציה בישראל ובמדינות דרום אמריקה נשאר זמן רב לאחר שהיא הסתיימה.

לאחר מכן עסק פרופ׳ ארנון במבנה המערכת הפיננסית. הוצג הצורך בחשיבה מחדש על מבנה המערכת, מעבר לכמה צעדי חירום שנעשו במדינות שונות. כמו במגזרים אחרים, גם במגזר הפיננסי המדינה יכולה להתערב באמצעות בעלות או באמצעות פיקוח ורגולציה. המערכת הפיננסית עברה תהליכי הפרטה רחבים ב־25 השנים האחרונות, הפעילות מחוץ למערכת המפוקחת דלה והגלובליזציה גדלה מאוד. המפקחים לא ידעו מה קורה במערכת, הם איבדו מידע וידע. נתונים שאספו כמה כלכלנים על בעלות על בנקים במדינות שונות הראו שיש ירידה ניכרת בבעלות הממשלתית על בנקים (נמדד היקף הנכסים לעומת כלל מערכת הבנקאות), אם כי בכל המדינות עדיין יש בעלות ציבורית כלשהי, אפילו במדינות האנגלוסקסיות. היום כשמדברים על שינוי ברגולציה לא דנים כלל במבנה הבעלות. פרופ׳ ארנון טען שיש לטפח ולעודד בעלות מעורבת (mixed ownership), ציבורית ופרטית, במערכת הפיננסית. הגופים הציבוריים והפרטיים יתחרו ביניהם. כך תפיק המערכת תועלת מהיתרונות של גופים ציבוריים ופרטיים, שיכולים לתפקד זה בצד זה. אין להיבהל מבעלות ציבורית, והיא לא חייבת להיות ממשלתית. זו יכולה להיות התארגנות של גמלאים במקום מסוים או של ארגונים ציבוריים, כמו שזה נעשה במדינות באירופה ובארצות הברית.

בעקבות המשבר עולות שאלות על הרגולציה במערכת, על מדרוג המוסדות הפיננסיים ונכסיהם, על מיסוי נכסים פיננסיים ועל חשיפת התחלופה שבין תשואה וסיכון שצריכה להיות ברורה יותר לבעלי הנכסים, למנהלים ולכל המערכת. אולי יש לעודד סיכונים נמוכים יותר לאנשים שלא רוצים להסתכן. מי שנדרש בעת משבר להתערב ולהציל את המערכת זכאי לנסות ולכוון אותה כך שלא תגיע להתמוטטות הבאה. יש להתחיל ולהעריך מחדש את הרגולציה בתחום בישראל, ללמוד את לקחי המשבר. במדינות חזקות יותר מישראל כבר עוסקים בכך, ואצלנו טרם. אם תוקם ועדת חקירה לפני המשבר הבא כדי לבחון אם המערכת הפיננסית טובה, אפשר ללמוד מארצות הברית, כי כעת נעשית שם חקירה.

לסיכום, יש לבחון מחדש את הרכב הבעלות על המערכת הפיננסית; בעשורים האחרונים שואפים למזער את הבעלות הציבורית ככל האפשר. כך גם אפשר יהיה לפרוש רשת ביטחון בכוח לשעת חירום. ברשותו של מי שיכין את רשת הביטחון

צריכים להיות מידע שלם וכלים לפיקוח ולהתערבות. יש לחבר בין פעולות החשיבה שנעשות בבנק ישראל לפעולות כיבוי השרפות וההעצמה במשרד האוצר, וכך להבין טוב יותר את חוסר היציבות במערכת הפיננסית, ולהתמודד עם המשבר הבא.

עניינים עיקריים שעלו בדיון:

א. הוצגה הבעייתיות שבתוכניות הורדות המס הרב־שנתיות: גם אם יש צמיחה אטית בזמן ההורדות, קשה להפסיק את הפחתות המס מכיוון שישנה מחויבות, גם כלפי גופים בינלאומיים.

ב. ישנו קושי להסביר לציבור שהמס בישראל אינו גבוה יותר מבמדינות אחרות, אף שבנק ישראל אומר זאת כבר כמה שנים. משרד האוצר ממשיך לפרסם שהמסים בישראל הם גבוהים, והציבור מאמין לכך. ייתכן שלאחר המשבר יפסיקו להוריד מסים במדינות אחרות, ואז גם ישראל תוכל להפסיק להוריד מסים.

ג. יש להקדיש יותר תשומת לב ומחקר לממשל תאגידי. אף שהנושא חשוב ביותר הכלכלנים הזניחו אותו מכיוון שהוא קשה יותר לניתוח באמצעות כלים מתמטיים. בישראל הבעייתיות של הממשל התאגידי היא חמורה, ובבנקים היא חמורה במיוחד. היום הדירקטוריון בעצם אינו יכול למלא את תפקידו כראוי. ישנם שני בעלי תפקידים חזקים בהנהלה: המנכ"ל ויושב ראש הדירקטוריון, שממנה את המנכ"ל. היכרות עם כמה דירקטוריונים, גם של חברות מוכרות, מלמדת שכאשר ישנו דירקטור שמתנגד למהלכים של המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון, הוא מוצא מהדירקטוריון. הדירקטוריון בעצם חסר כוח מול המנהלים. הצעה אחת שהועלתה בעבר היא לאפשר לדירקטוריון לשוחח עם סמנכ"לים ועם ראשי אגפים כדי ללמוד מהם מה באמת קורה בחברה. אם יו"ר הדירקטוריון מעוניין להפעיל את הדירקטוריון, זה יכול לעבוד טוב. אם הוא לא מעוניין, הדירקטורים מקבלים כסף וזהו.

ד. המשבר פתח חלון הזדמנויות לשנות רגולציה במערכת הפיננסית ובממשל תאגידי, כי יש נכונות מסוימת בקרב הציבור והפוליטיקאים. ישנו תסכול מכלכלת השוק. יש לפעול בעזרת בעלי המיומנות בתחום: בנק ישראל, רשות ניירות ערך ואחרים. יש לנצל את ההזדמנות, כי כשהבורסות ימשיכו לעלות יישכח מה שקרה. יש לנצל את התנופה גם באשר למדיניות התקציב. לאחר המהומה שקמה סביב התקציב האחרון המערכת נכונה לשמוע דעות חדשות, וגם העיתונאים הכלכליים פתוחים יותר. לאנשי האקדמיה צריך להיות תפקיד חשוב בשיח שמתנגד להורדת המסים כמנוף לצמיחה.

ה. יש לתת את הדעת גם על תקציב הביטחון. לאחר ועדת ברודט תוספת התקציב לביטחון נתפסת כדבר קדוש. אפשר לקצץ בתקציב הביטחון כך שייפתרו בעיות רבות ברווחה, בבריאות ועוד. ישנה בעיה לדון בתקציב הביטחון ללא מישהו שמכיר אותו היטב. רבין היה חבר הכנסת היחיד שלא חשש מראשי הצבא ועל כן הסכים לקצץ בתקציב הביטחון. עם זאת, יש למצוא את הסעיפים המתאימים לקיצוץ, מתוך שכנוע שלא תהיה בכך פגיעה בביטחון. בהקשר זה צוין שיש שתי מערכות שאי־אפשר לעסוק בהן כראוי – מערכת הבריאות ומערכת הביטחון – כי יש בהן נתונים סודיים. הוועד המקצועי במערכות אלו שולט גם על הנתונים, גם על הכספים וגם על האתיקה.

ו. הוצגה טענה הנוגעת לכישלון המקצועי הגדול של משרד האוצר ב־15 השנים האחרונות. ההוצאות שהצטברו לקראת 2010 ו־2011 לא הגיעו מאי שם. ממשלות לאורך כל הדרך החליטו על הגדלת ההוצאות הממשלתיות כדוגמת ועדת ברודט לתקציב הביטחון, פיתוח הרכבות, תוספות למורים ועוד, ואף אחד לא הכיר בכך שהדברים מסתכמים בסכום שאי־אפשר להוציא אותו. במבט לאחור יש הרגשה שב־15 השנים האחרונות ביצע משרד האוצר קונסולידציה פיסקלית. אבל בעצם היתה קונסולידציה אחת, בשנת 1985. לאחר שפעם אחת מקטינים את הגירעון, יֵרד יחס חוב־תוצר במשך שנים רבות. בעצם, משרד האוצר עוסק בחצי מיליארד או במיליארד שקל כל שנה, ולא בדברים הגדולים. לאחר מכן מוסיפים כמה מיליארדים לביטחון ומתאימים את התחזיות בהתאם.

ז. כל שנה כולם חשבו שיש קיצוץ רציני, אבל היינו בגידול מהיר של ההוצאה הציבורית ולא הצלחנו להפחית אותה ביחס לתוצר. כאשר הגיעו למשבר בשנת 2003, שוב לא משרד האוצר קיבל את ההחלטות, אלא הפוליטיקאים. לראש הממשלה ולקואליציה היתה אז תפיסת עולם ברורה מאוד, והם הובילו לפיה מהלך של כמה שנים. גם אז לא היתה קונסולידציה, כי בעצם משנת 2005 הפכה התוכנית למהלך של הורדת מסים שאיזנה את ההפחתה בהוצאה. כאשר הגענו בשנת 2009 לשנה אחת של האטה, מיד התפתח גירעון כפי שהיה בשנת 2003, מכיוון שכל מה שהופחת בהוצאות, הופחת במסים בדיוק באותו היקף. אם היה מהלך אמיתי של התאמה תקציבית, שנה אחת של האטה לא היתה מביאה לגירעון.

ח. הפקידות במשרד האוצר לא רואה בתפקידה את התפקיד המסורתי של משרד האוצר – שמירה על הקופה הציבורית – אלא יש לה תפיסה אידיאולוגית של הקטנת הממשלה, וזהו לא תפקידה של הפקידות. התוצאה היא מדיניות

שאינה בת קיימא: הגירעון גדול, האפשרות של הקטנת ההוצאות היא לא גדולה, יחס חוב-תוצר גבוה, ויש תוואי הפחתת מסים לשבע או שמונה שנים קדימה. מבחינת השפעה על יציבות אנחנו תקועים עם מדיניות שאינה בת קיימא. הקטינו את ההוצאות הציבוריות בהיקף רחב אבל עדיין נשארו עם מבנה גירעוני.

ט. פרופ׳ אביה ספיבק הציג כמה עניינים שנדונו במהלך הפגישות, בהקשר של הסתכלות על המשבר. ראשית, לא היה משבר כלכלי ישראלי קלאסי. ישראלים אמנם התחילו להעביר כסף רב לחו״ל, אבל הם הפסיקו זאת לאחר שהבינו שהיציבות במדינות אחרות קטנה מאשר בישראל. כלומר לא היתה בריחת מטבע ולא התממש התסריט הקלאסי שהתרחש בכמה מדינות בעולם. בשוק איגרות החוב כמעט התרחש משבר כלכלי מעשה ידינו, אך שוב עמד לישראל המזל והשווקים התרוממו. יש לציין שנראה שהתרוממות השווקים היא כרגע רק על סמך אינדיקטורים פיננסיים ולא ריאליים, והיא שהוציאה חלק מהמערכת הפיננסית מהבוץ. בנוגע למדיניות הממשלה: בשוק העבודה בישראל נעשה מעט מאוד לעומת מה שנעשה בעולם; בפן הפיסקלי הוחלט על מעט דברים, כגון מתן הלוואות או ערבונות, וגם מה שהוחלט לא בוצע; רק במדיניות המוניטרית ננקטו צעדים אגרסיביים בכל הכיוונים: הורדת ריבית כמעט עד אפס אחוזים, פעולה נמרצת בשוק המט״ח וקניות בשוק איגרות החוב.

אחרית דבר

המשבר הכלכלי הגדול של 2008 הוא הראשון מאז המשבר הגדול של 1929. משברים כלכליים היו וכנראה יהיו שוב. במאמר ידוע מאוד שהפך לספר בשם האירוני "הפעם זה אחרת" סוקרים קנת רוגוף וכרמן ריינהרט משברים כלכליים רבים ומוצאים ביניהם קווים משותפים.[1] התרחיש הרגיל, של בועה במחירי הדיור שמייצרת בעיות למערכת הפיננסית על כל חלקיה (החשוב שבהם – הבנקאות), קרה גם כאן. מקורו בארצות הברית, אך גם בכמה ארצות אירופיות (אירלנד, אנגליה וספרד לדוגמה). הזעזוע למערכת הפיננסית הבינלאומית יצר גלי הדף ונזק לכל המערכת העולמית, בעיקר לאירופה ופחות לארצות המתעוררות. ישראל בסופו של דבר ניזוקה בשיא המשבר פחות מאשר החשש הראשוני שהובע בקובץ זה. בלוח 1 ניתן לראות שהפגיעה התרכזה בשנת 2009, שנה בה למרות המשבר עלה התוצר ב־1.1 אחוזים.

לוח 1: תוצר לאומי גולמי בישראל, נתוני 2013 (באחוזים)

שנה	שיעור גידול שנתי	שיעור גידול רבעוני				שיעור אבטלה שנתי (הגדרות לפני השינוי של 2012)
		I	II	III	IV	
2007		2.3	1.8	1.5	1.3	7.3
2008	4.1	1.9	0.9	0.5	-0.4	6.1
2009	1.1	-0.5	0.6	1.1	1.3	7.6
2010	5.0	1.5	1.4	1.2	1.5	6.6
2011	4.6	1.1	0.9	1.1	0.8	5.6

הדיון היסודי במשבר הכלכלי, במקורותיו ובהשלכותיו התקיים בפורום שנפגש שש פעמים, והשתתפו בו מעצבי מדיניות ממשרד האוצר, מבנק ישראל ומגופים אחרים, וכן אנשי אקדמיה. להלן סקירה של המפגשים והדיונים לפי סדר התרחשותם, ואתה דיון מחודש בנושאים מהפרספקטיבה של היום.

1 Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogof, 2008. "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", *NBER Working Paper No. 13882*, March

שני המפגשים הראשונים הוקדשו לעדכון והערכה של מקבלי החלטות ואנשי אקדמיה בנוגע לעוצמה ולכיוון של המשבר הכלכלי־פיננסי. שאר ארבעת המפגשים אורגנו סביב מאמר מקצועי אשר שימש פתיחה לדיון. הן המאמרים והן הדיון הוצגו בקובץ זה. את המאמרים הציגו הכותבים, ומגיבים פתחו בדיון. לאחר מכן התנהלה שיחה פתוחה לכל המוזמנים, ובה נדונו ההשלכות על המדיניות. כל המפגשים התקיימו במתכונת של סדנאות סגורות, ללא אנשי תקשורת ומתוך התחייבות לאי־ייחוס הנאמר לדוברים (Chatham house rules) אלא אם יסכימו לכך. ואכן, המשתתפים נתנו את הסכמתם לכך. המאמרים שהוצגו במפגשים תוקנו לאור הדיונים שהתקיימו, ונאספו להפקת הקובץ שלעיל באישור המשתתפים.

המשבר הכלכלי הקשה בעולם החל לאחר נפילת "ליהמן ברדרס" ב־15 בספטמבר 2008 – תחילת הרבעון הרביעי של 2008. ואמנם הצמיחה הרבעונית בתקופה זו בישראל הייתה שלילית, 0.5- אחוז, והצמיחה בכל 2009 הייתה מזערית – 1.1 אחוזים. אולם במועד שבו החלו הדיונים בקבוצה, 8 במרץ 2009, הייתה הרגשה קשה בנוגע לעוצמתו של המשבר, מה שהתבטא בתחזיות של בנק ישראל באותה תקופה: צמיחה שלילית של 0.2- אחוז לשנת 2009 כולה.[2] חודש לאחר מכן ירדו התחזיות ל־ 1.5- אחוזים לשנת 2009, ורק בספטמבר הן התאוששו ועלו ל־0 אחוזי צמיחה. תחזיות בנק ישראל ביטאו את הלכי הרוח של בכירי הכלכלנים בשירות המדינה. החשש ממשבר כלכלי עצום, ייחודי בעשרות שנים, שלא היה ידוע כיצד יתפתח, היה בוודאי מוצדק בנקודת הזמן הזאת, והתבטא בדברי שלושת הדוברים במפגש הראשון, בעמדות הבכירות ביותר במשק: מנהלת חטיבת המחקר בבנק ישראל, ראש המועצה הכלכלית במשרד ראש הממשלה ומנכ"ל משרד האוצר. בלוח 2 מוצגות תחזיות בנק ישראל במהלך המשבר.

2 ראו לוח 1 בפרק 1, לעיל עמ' 00.

לוח 2: תחזיות בנק ישראל במהלך המשבר (צמיחת התמ"ג באחוזים לשנה)

מועד הפרסום	תחזית ל־2009	תחזית ל־2010	תחזית סחר עולמי ל־2009	הערות
7.10.2008	2.7		3	פורום ריבית מיוחד אחרי קריסת ליהמן ברדרס ב־15.9.2008
23.11.2011	1.5		ירידה חדה	
25.2.2009	-0.2	2.7	-3	התחזית שהוצגה במפגש הראשון של הקבוצה
26.3.2009	-1.5		-7	
23.9.2009	0	2.5		התחזית אמרה: התוצר יהיה ללא שינוי
24.1.2010		3.5		
23.4.2010		3.7		
תוצאות בפועל	**1.1**	**4.6**	**-10.6**	

גם במפגש השני, שבו דן במצב העולמי פרנסואה בורגיניון, לשעבר הכלכלן הראשי של הבנק העולמי, הציג מצב של משבר עולמי קשה. המגזרים הנפגעים הם המגזר הפיננסי, מתן האשראי שנפסק כמעט לחלוטין; והבנייה, שנעצרה כמעט לגמרי בחלק גדול מהעולם.

האשראי בישראל – למעשה הכשלים בשוק האשראי החוץ־בנקאי של איגרות החוב הקונצרניות – היה הנושא של המפגש השלישי. המאמר בקובץ נכתב כמה חודשים לאחר המפגש, שהתקיים ב־19 באפריל 2009. בזמן המפגש היה שוק ההון בישראל במשבר, לא היו הנפקות חדשות של איגרות חוב קונצרניות, פרמיית הסיכון על אג"ח אלו הייתה גבוהה מאוד והיה חשש למשבר ענקי בקופות הגמל. אלו היו התוצאות של האינטגרציה של שוק ההון בישראל עם שוקי ההון בעולם – המניות בישראל ירדו בדיוק כמו המניות בוול סטריט. למזלו הגדול של המשק הישראלי, ואולי בגלל רשת ביטחון מינימלית למדי שנתן האוצר לחסכונות בקופות הגמל, נמנעה קריסה טוטלית של קופות הגמל עם שוק ההון. במאמר, שנכתב כאמור לאחר סיום המשבר, מצוין שמזלו של שוק ההון הוא שפשיטות הרגל שקרו כמה חודשים לאחר מכן של הלווים הגדולים – האחים עופר, לבייב ואחרים – לא אירעו בד בבד עם המשבר של תחילת 2009, כי אז היה יכול להיווצר גל של חוסר אמון בשוק ההון שהיה מביא למשבר עמוק עם נזקים גדולים למשק.

הבנקים בישראל לא סבלו מהמשבר. במפגש הרביעי הוצג מחקר אקונומטרי אשר מראה כיצד צרות במגזר הבנקאי גורמות למשברים ריאליים. בהמשך נדונו הסיבות לקלות המשבר בישראל, ונראה כי החוסן של הבנקים הוא אחת הסיבות העיקריות להפתעה החיובית.

במפגש החמישי נדונו שוק העבודה והאמצעים להקלת האבטלה שהייתה צפויה לגדול מאוד. אמנם התחזיות שהציגה קרנית פלוג לאבטלה היו מדויקות לגמרי לשנת 2009 – 7.6 אחוזי אבטלה, אבל גם ל־2010 הייתה תחזית של 7.6 אחוזי אבטלה, וזו ירדה ל־6.6 אחוזים.[3] הצעדים שהוצעו בפרק החמישי נועדו לאבטלה ממושכת ועמוקה יותר, מה שלא קרה.

במפגש השישי הוצג מאמר המרחיב את היריעה התיאורטית, ועוסק בסיבות למשבר מהצד התיאורטי – התורה של יעילות השווקים, ומצד המדיניות – החידושים הפיננסיים ונסיגת הרגולציה. בפרק נוסף נכתב ניתוח של הסיבות למשבר בארצות הברית. הדיון במפגש השישי התמקד במדיניות הפיסקלית, בתרחישים של הגירעון וביחס חוב־תוצר. מודגש כי אף שהמדיניות הפיסקלית הרצויה היא הרחבת ההוצאה, למעשה היה צמצום בהוצאה מכיוון שלא היה תקציב מאושר (הייתה ממשלה ללא רוב בכנסת שלא העבירה תקציב חדש), והממשלה פעלה לפי הכלל של 1/12 מהתקציב של השנה הקודמת. עם זאת, המייצבים האוטומטיים פעלו והירידה בהכנסה ממסים פעלה בצורה אנטי מחזורית כי הממשלה לא ניסתה להעלות מסים כדי להקטין את הגירעון.

* * *

מדוע הייתה פגיעת המשבר העולמי בישראל קטנה יותר מכפי שחששו בכירי הכלכלנים באותה תקופה? אין קל יותר מחוכמה בדיעבד. כאשר המשבר היה בשיאו היה חשש ממשבר דמוי 1929, שבו כל הסדר העולמי מתפרק, הסחר העולמי מצטמצם מאוד בגלל מדיניות עידוד יצוא ומניעת יבוא, המערכת הפיננסית העולמית מושבתת, ושיעורי אבטלה נעשים דו־ספרתיים גבוהים. בסופו של דבר, בגלל מדיניות נמרצת של המדינות היה כל המשבר מתון יותר, אם כי גם הוא גבה את מחירו ונעשה משבר ממושך, בין השאר בגלל הבעיות המבניות בעולם שהוזכרו בדיונים על ארצות הברית ואירופה.

3 כל הנתונים הם לפי המדגם וההגדרות של הלמ"ס שהיו בתוקף באותה עת. בשנת 2012 שונו ההגדרות והמדגם.

למדינות שנפגעו פחות מהמשבר כמו ישראל היו תנאים טובים יותר בזמן הכניסה למשבר. בישראל לא הייתה בועת נדל"ן ב־2007, כמו בארצות הברית ובמדינות אחרות. בזכות העלייה של שנות התשעים הייתה המחזוריות הכלכלית של הנדל"ן ייחודית למשק הישראלי. בישראל היה מגזר בנקאי מפוקח באופן הדוק כחלק מלקחי המשבר של 2002, ולכן הבנקים לא היו בסכנה של פשיטת רגל כמו המקבילים להם במערב. את הבעיות – כמו שראינו בדיון באשראי – הם העבירו לשוק האשראי החוץ־בנקאי. המשבר של 2002 גם לימד את הממשלה לדבוק במשמעת פיסקלית. וכך אפשר היה לתת למייצבים האוטומטיים לפעול ולהגדיל את החוב של הממשלה בזמן המשבר בלי לחשוש מהתמוטטות של שוק האג"ח הממשלתי.

לסיכום, המשק הישראלי נפגע פחות מהמשבר במידה רבה בזכות המשבר של 2002 והלקחים שהופקו ממנו בנוגע לפיקוח על הבנקים ולמדיניות פיסקלית, וכן בזכות העיתוי של המחזוריות בענף הנדל"ן. זהו אפוא שילוב של מזל ושל הפקת לקחים ממשברים קודמים.[4]

4 דוגמה אחרת למדינה שנפגעה פחות מהמשבר העולמי בזכות משבר קודם היא שוודיה. המשבר של 1992 היה חמור והוא בגדר טראומה לאומית מכוננת. מקורות משבר זה היו גירעונות תקציביים של הממשלה, בועת נדל"ן והרחבת אשראי על ידי הבנקים. לקחיו הם משמעת פיסקלית ופיקוח הדוק על הבנקאות.

רשימת המפגשים, מועדם והדוברים בהם

מפגש 1, 8.3.2009: קרנית פלוג, ירום אריאב, מנואל טרכטנברג

מפגש 2, 29.3.2009: פרנסואה בורגיניון

מפגש 3, 19.4.2009: אביה ספיבק

מפגש 4, 10.5.2009: אורן לוינטל, יוסי זעירא

מפגש 5, 31.5.2009: לאה אחדות, נועם זוסמן

מפגש 6, 21.6.2009: מישל סטרבצ׳ינסקי, אריה ארנון

רשימת המשתתפים בפגישות

רשימת המשתתפים מסודרת בסדר אלפביתי. בצד שם המשתתף מצוין תפקידו בעת קיום הפגישות. חלק מן המשתתפים לא נכחו בכל הפגישות.

דפנה אבירם־ניצן, מנהלת מחלקת המחקר הכלכלי בהתאחדות התעשיינים

שמואל אברמזון, המועצה הלאומית לכלכלה

עופר אוברלנדר, אגף התקציבים במשרד האוצר

לאה אחדות, מכון ון ליר בירושלים והמרכז האקדמי רופין

אלון אטקין, אגף הכלכלה והמחקר במשרד האוצר

סמדר אלחנני, לשעבר היועצת הכלכלית לוועדת הכספים של הכנסת

ירום אריאב, מנכ״ל משרד האוצר

פרופ׳ אריה ארנון, מכון ון ליר בירושלים ואוניברסיטת בן־גוריון

פרופ׳ פרנסוא בורגיניון, אוניברסיטת פריז, לשעבר הכלכלן הראשי של הבנק העולמי.

רם בלניקוב, ראש אגף התקציבים במשרד האוצר

ד״ר עדי ברנדר, חטיבת המחקר בבנק ישראל

אסף גבע, אגף הכלכלה והמחקר במשרד האוצר

ד״ר גיתית גור־גרשגורן, מנהלת המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך

ד״ר יוסי ג׳יברה, חטיבת המחקר בבנק ישראל

שגיא דגן, המועצה הלאומית לכלכלה

ד״ר מומי דהן, האוניברסיטה העברית

לב דרוקר, אגף הכלכלה והמחקר במשרד האוצר

נועם זוסמן, חטיבת המחקר בבנק ישראל

פרופ׳ נתן זוסמן, האוניברסיטה העברית
שאול זילברמן, המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך
פרופ׳ יוסי זעירא, האוניברסיטה העברית
גדי חזק, אוניברסיטת בן־גוריון
פרופ׳ מנואל טרכטנברג, ראש המועצה הלאומית לכלכלה
פרופ׳ יוסי יונה, אוניברסיטת בן־גוריון
פרופ׳ משה יוסטמן, מכון ון ליר בירושלים ואוניברסיטת בן־גוריון
פרופ׳ ישי יפה, האוניברסיטה העברית
עמי כהן, יו״ר אגף הפנסיה, הביטוח ושוק ההון בהסתדרות החדשה
יואב להמן, לשעבר המפקח על הבנקים בבנק ישראל
אורן לוינטל, האוניברסיטה העברית
עוז לוי, אגף החשב הכללי במשרד האוצר
חגי לוין, המועצה הלאומית לכלכלה
ענת לוין, משנה למנכ״ל ״מגדל״, מנהלת חטיבת השקעות ואשראי של החברה
עו״ד דידי לחמן־מסר, לשעבר המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלה)
פרופ׳ גבי מוצקין, ראש מכון ון ליר בירושלים
פרופ׳ רפי מלניק, המרכז הבינתחומי הרצליה
יהודה סבן, אגף התקציבים במשרד האוצר
ד״ר מישל סטרבצ׳ינסקי, המשנה למנהלת חטיבת המחקר בבנק ישראל
פרופ׳ ז׳ק סילבר, אוניברסיטת בר אילן
ציפי סמט, דירקטורית בבנק דיסקונט, לשעבר הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר
פרופ׳ אביה ספיבק, מכון ון ליר בירושלים ואוניברסיטת בן־גוריון
ערן פישמן, אוניברסיטת בן־גוריון
ד״ר קרנית פלוג, מנהלת חטיבת המחקר בבנק ישראל
פרופ׳ יעקב פרוש, המכללה האקדמית אשקלון
גדי פרנק, המועצה הלאומית לכלכלה
מרדכי (ממה) פרנקל, לשעבר מנהל מחלקת המחקר בבנק ישראל
מיקי קהן, מנהל יחידת שוק ההון בבנק ישראל
ד״ר אלדד שידלובסקי, ראש אגף הכלכלה והמחקר במשרד האוצר