

להכין את בנק ישראל למלחמות של מחר

ד"ר אדם רויטר – מנכ"ל חיסונים פינוסים ויו"ר רויטר מידן

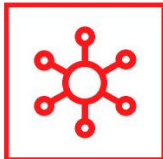
תמצית

בנקים מרכזיים איבדו את תפקידם העיקרי שהינו מלחמה באינפלציה מכיוון שמתחילת המאה ה-21 כבר למעשה אין אינפלציה. התפקיד השני בחשיבותו בו הם עוסקים הינו עידוד צמיחה, אך הכלים שלהם חלשים ולכן האפקטיביות שלהם וההצלחות שלהם מוגבלות במקרה הטוב. עובדה היא שמאז משבר 2008 אף מדינה מה-OECD לא הצליחה לעמוד בתחזיות הצמיחה שנתנו לה הבנקים המרכזיים, אף לא אחת! מכיוון שכל הגורמים החשובים שפעלו כמעודדי צמיחה במשקים במהלך המאה ה-20 כבר נוצלו במלואם, לא נותר כבר כל כך הרבה מה לעשות, ודאי לא בקרב הבנקים המרכזיים הגדולים ב-OECD שהורידו את הריביות לרמות אפסיות ולכן נותרו כמעט ללא תחמושת.

יש לשים את הדברים על השולחן. בעולם המפותח הגורמים שעודדו צמיחה כבר מומשו והקטנת חלקם של צעירים עובדים באוכלוסייה הינה קרוב לוודאי גורם המפתח שיאפיל על המשך היכולת לצמוח בקצבים שהכרנו בעבר ויתכן ומדינות בכלל יפסיקו לצמוח (כמו יפן). במצב בו כמעט אין צמיחה, הכלכלות ילחמו אחת בשנייה ב"משחק סכום אפס". כבר כיום הכלכלות נלחמות ביניהן על אותה עוגה והן עושות זאת בעיקר באמצעות מלחמת המטבעות העולמית. ז"א, בעולם החדש של אחרי 2008, שכנראה לא ישתנה לטובה אלא רק ילך ויחמיר, ככל שכלכלה תצליח להחליש את המטבע שלה (ראו לאחרונה המקרה של סין), כך היצוא שלה יקבל יותר וזאת על חשבון המדינות הסוחרות עמה שהינן בעלות מטבע חזק יותר.

לדעת הח"מ יש להכין את בנק ישראל למלחמות של מחר ע"י שינוי חוק בנק ישראל ולהעמיד את עידוד הצמיחה כסעיף החשוב ביותר ואת המלחמה באינפלציה כסעיף שולי. יש לתת בידי בנק ישראל את היכולת לכפות החלטות על הממשלה בכל מה שקשור לצמיחה וזאת בנושאים כגון מיסוי, השקעה בתשתיות, תקציבי חינוך, השקעה ממשלתית במר"פ ועוד וכן תקציבים שיאפשרו לו להחליש ככול יכולתו את שער החליפין של השקל.

בנק ישראל עוסק במלחמות האתמול כשהוא מציע הורדת החוב הציבורי להקטנת נטל הריבית העתידי על המשק במקום הורדת מיסים לעידוד הצמיחה היום. החוב הציבורי ברמה של 67% ביחס לתוצר נמוך כיום מממוצע ה-OECD וישראל הינה היחידה שהחוב בה ירד אחרי משבר 2008 כאשר היתר הגדילו חובות. נטל תשלומי הריבית ביחס לתוצר הינו הנמוך ביותר מאז קום המדינה ועל כן אין כל דחיפות בפעולה בתחום זה. בנק ישראל מפחיד אותנו שאם הנושא לא יטופל, דירוג החוב הבינלאומי של ישראל יורע. אך הח"מ טוען שדירוג החוב הבינלאומי של ישראל כמעט לא רלבנטי כיום מכיוון ש-99% מהחברות הישראליות מגייסות מזה שנים רק חוב מקומי ואילו השקעות זרות מגיעות בכלל כהשקעות הוניות (השקעות בהייטק והשקעות ריאליות מארה"ב וסין). עובדה היא שמשקיעים זרים כלל אינם מתעניינים בדירוג החוב של ישראל. אפילו מדינת ישראל הפסיקה כמעט לחלוטין לגייס בחו"ל ולכן הטיפול בנושא זה אינו כה חשוב ויש להורידו מסדר היום.



מלחמות האתמול של הבנקים המרכזיים

הנגידה ד"ר קרנית פלוג קיבלה אות הצטיינות זו שנה שנייה ברציפות על תפקודה כנגידת בנק ישראל, יחד עם שמונה עמיתים, אף הם נגידיים של בנקים מרכזיים בעולם. במונחי המבחן שבו הנגידיים עומדים, ד"ר פלוג מן הסתם עומדת בסטנדרטים גבוהים, אך השאלה היא האם הבנקים המרכזיים עצמם, בעולם המפותח, אותן מדינות הקרויות OECD, עושים בכלל כיום את הדברים הנכונים לאור העובדה שהגורם המרכזי בו הם אמורים לטפל, האינפלציה, אינו קיים כבר...

עוד משנות השבעים של המאה הקודמת, הנושא החשוב ביותר המצוי תחת טיפולם של הבנקים המרכזיים, החל מה-FED, דרך הבנק המרכזי האירופאי ה-ECB, הבנק המרכזי היפני, הבנק המרכזי האנגלי ואחרים הינו נושא המלחמה באינפלציה. אך מה עושים כאשר אין אינפלציה? מאז תחילת המאה ה-21 האינפלציה בעולם המפותח כמעט נעלמה והיא מסתובבת סביב ממוצע שנתי נמוך ביותר:

האינפלציה השנתית הממוצעת בחמשת העשורים האחרונים בארצות נבחרות

שנות ה-70	ארה"ב	גרמניה	צרפת	בריטניה	ישראל
8.2%	4.9%	9.1%	13%	38%	
4.9%	2.8%	7.0%	5.5%	126%	
3.2%	2.5%	1.7%	2.9%	11%	
2.5%	1.6%	1.7%	2.0%	2.1%	
1.7%	1.2%	1.2%	2.8%	1.6%	
עשור ראשון מאה 21					
עשור שני מאה 21					

כיום מה שהבנקים המרכזיים עושים הינו בכלל "עידוד אינפלציה", הפוך מהמדיניות בה נקטו למעשה מאז היווסדם. העידוד הזה שנוצר באמצעות הורדת ריביות נועד לייצר צמיחה. אך זו שיטה שלא בטוח שמשגיגה את מטרתה. מאז משבר 2008 אף אחת מ-34 מדינות ה-OECD אינה מצליחה באמצעות עידוד אינפלציה לייצר קצבי צמיחה להם שואפים להגיע בבנקים המרכזיים שלהן. אף לא מדינה אחת! לכן האם מיקוד ההסתכלות דרך פריזמת האינפלציה שווה את המאמץ הכה מרוכז הזה? כנראה שלא, אבל הבנקים המרכזיים שבויים במערכת חוקים ומוגבלים לכלים שנבנו על בסיס צרכים שהיו נכונים לפני עשרות שנים שכנראה אינם נכונים יותר במצב העולם הנוכחי.

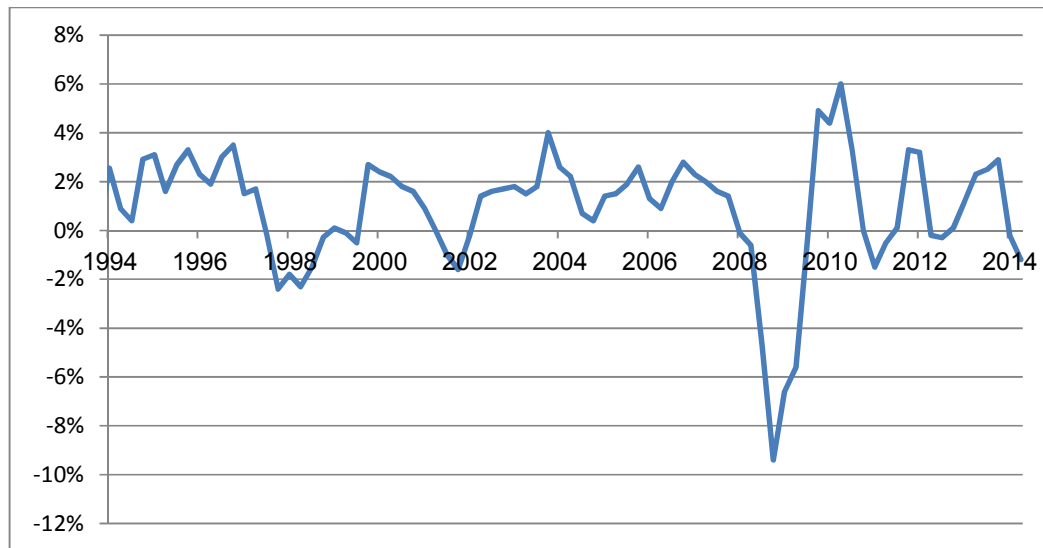
האם המקרה של יפן לא הבהיר את הנקודה?

נבחן יותר לעומק את נושא יצירת הצמיחה. אם היו מודדים את הצלחות הבנקים המרכזיים באופן אובייקטיבי, כמו כל פירמה עסקית, על סמך תחזיות הצמיחה שלהם עצמם ביחס לתוצאות בפועל, היו מתגלים כישלונות צורבים. מאז משבר 2008 תחזיות הצמיחה כשלו בכל העולם המפותח והצמיחה בפועל



נמוכה בהרבה מהציפיות. יש להודות על האמת שצמיחה במשקים תלויה רק באופן חלקי במה שעושים בנקים מרכזיים אך האם העובדה שהצמיחה ממשיכה להיות כה נמוכה בכל הארצות המפותחות אינה אמורה לעורר בהם את הצורך לצאת מהשטנצים הקבועים? בעיקר קופץ לעין המקרה של יפן. מאז המשבר הכלכלי הקשה שחוותה בתחילת שנות התשעים לא הצליחה יפן לחזור למסלול של צמיחה ולא משנה מה הבנק המרכזי היפני ניסה.

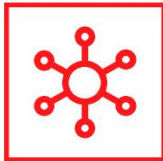
יפן - כבר 20 שנה כמעט ללא צמיחה, שיעור הצמיחה בפועל ב%



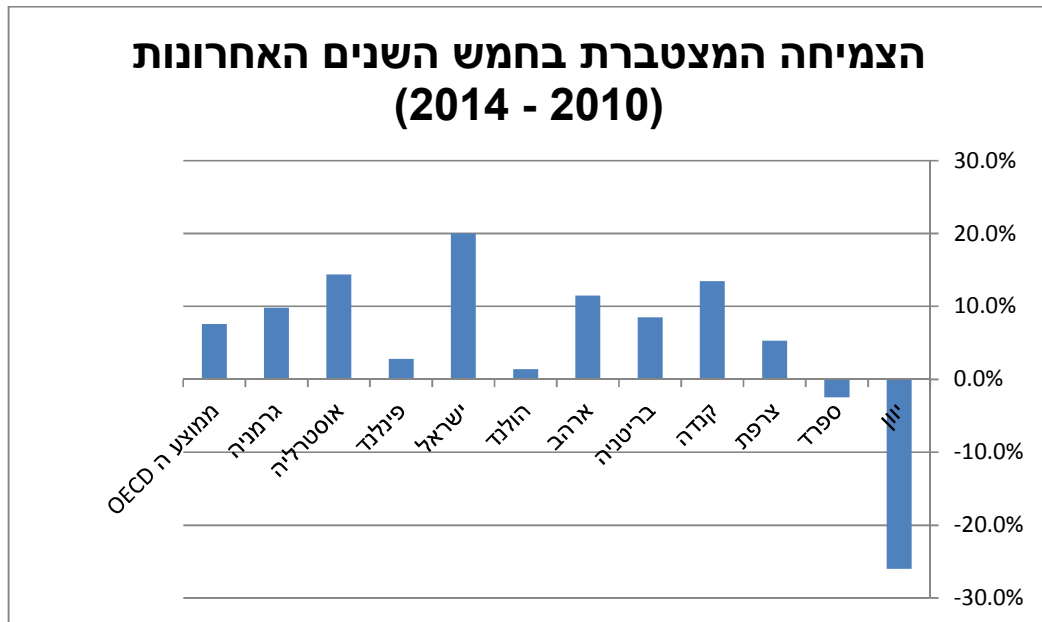
גם ביפן הכלי המרכזי היה עידוד אינפלציה – אך הבנק המרכזי לא הצליח במשימתו זו עליה עמל כבר יותר מ-20 שנה! הצמיחה הממוצעת עמדה על שיעור זעום של כ-0.5% בשנה. מה בדיוק לא הובן על בסיס המקרה היפני ע"י הבנקים המרכזיים האחרים? או אולי התשובה לכך היא כה חמורה עד שאף אחד לא רוצה לחשוב עליה: פשוט אין להם פתרונות. כמו ביפן נגמרה התחמושת במלאי הציוד, כי הורידו את הריביות כמעט לאפס וכבר אין מה לעשות...

נביחות על העצים הלא נכונים

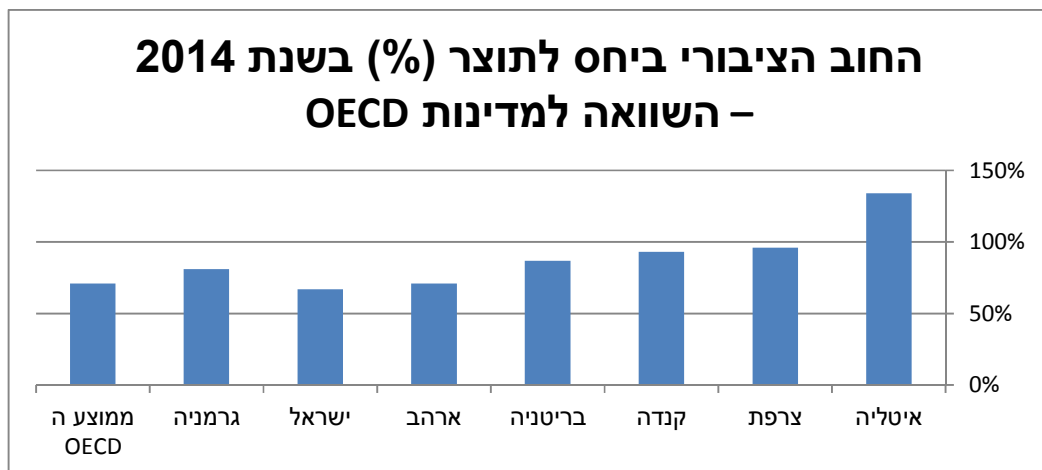
לישראל, למזלנו הרב, על אף הרבעון האחרון הקשה, יש את תוצאות הצמיחה כמעט הטובות ביותר מכל מדינות ה-OECD. בחמש השנים האחרונות ישראל צמחה במצטבר יותר מכל מדינת OECD אחרת מלבד טורקיה וצ'ילה. ההצלחה הזו גדולה יותר כאשר מבינים שהצמיחה המצטברת של ישראל בשיעור



של 20% הינה כמעט פי שלוש מהצמיחה המצטברת שמפגין ה- OECD בשיעור של 7.6% בלבד:



היו סיבות רבות להצלחה הזו ולא כאן המקום לפרטן אך לבנק ישראל היה בהחלט חלק בזה ועל תוצאה זו מגיעים לפלוג ולקודמה פישר אותות הצטיינות. אך חלק מהדברים שבנק ישראל עושה כיום הינם נביחה על העצים הלא נכונים. לאחרונה מתנגדת הנגידה להצעתו של שר האוצר כחלון להוריד את המיסים בכדי לעודד צמיחה ובמקום זאת היא מציעה לטפל בהורדת החוב הממשלתי. אלא מה? מדינת ישראל מצויה במצב יחסי מצוין בכל הקשור לירידה מתמדת בחוב הציבורי ביחס לתוצר מאז תחילת המאה (בניגוד למגמה בעולם) וכן בהשוואה ל- OECD ועל כן אין כל דחיפות בפעולה בתחום זה:





בנק ישראל טוען למעשה ש"נטל תשלומי הריבית על החוב מהווה נטל כבד על תקציב הממשלה". כאן בנק ישראל כבר ממש מגזים - הנטל במונחי תוצר הינו כנראה הנמוך ביותר מאז קום המדינה וזאת משתי סיבות: גובה החוב בכללותו ביחס לתוצר עומד על רמה סבירה של 67% ושיעורי הריבית על החוב מצויים בירידה מתמדת זאת כתוצאה ממיחזור חובות בריביות אטרקטיביות בהרבה. לפיכך מדוע בעצם כחלון לא צודק?

הפחדה שאינה במקומה

יש בבנק ישראל המפחידים אותנו שאם נושא החוב לא יטופל דירוג האשראי של ישראל ירד. אבל מדינת ישראל זקוקה לדירוג אשראי רק כאשר חברות ישראליות ומדינת ישראל מגייסות חובות חיצוניים. אך אם גיוסים כאלו כמעט לא מתקיימים בשנים האחרונות כי 99% מהחברות מגייסות אשראי מקומי (ציבורי ובנקאי) או מקבלות השקעות הוניות זרות מחו"ל בהיקפים פנטסטיים (ההייטק וההשקעות האמריקניות והסיניות בישראל)? המשקיעים הזרים לפיכך אינם מתעניינים בדירוג האשראי של ישראל. זו עובדה. אפילו מדינת ישראל עצמה אינה מגייסת חוב חיצוני כמעט כלל. אז ממה יש לפחד? בנק ישראל שוב נלחם כאן את מלחמות העבר... על נושא שכמעט אינו רלבנטי ויש להסירו מסדר היום. יתירה מזו, מי שמכיר כיצד עורכות חברות הדירוג את ניקודן יודע שהסיבה העיקרית שדירוג האשראי של ישראל אינו גבוה בהרבה מהרמה הסך הכול טובה גם כעת של A+ הינה בכלל המצב הגיאופוליטי במזרח"ת. אבל היכולת של בנק ישראל או כל גורם ישראלי אחר להשפיע על הכאוס שיצר מסביב "האביב הערבי" היא כידוע מוגבלת מאד...

להכין את בנק ישראל למלחמות של מחר

בסקירה שהועברה אליכם לפני כחצי שנה הראנו שבהיסטוריה האנושית, צמיחה בשיעורים כה גבוהים שנהנו ממנה כלכלות העולם הינה תופעה חדשה יחסית שהחלה רק במאה ה-20. לפני כן כלכלות צמחו בשיעורים זעוריים, אם בכלל. ניתוח הגורמים שבעבר היו מעוררי הצמיחה העיקריים מראה שאלו כבר נוצלו במלואם. על גורמים אלו נמנו בעיקר: חלוקת עבודה והתמחות, כניסת נשים לשוק העבודה, סחר חופשי, גידול אוכלוסייה שמבסס צריכה מוגברת, יצירת מעמד ביניים, השכלה בסיסית (אוריינות), פתיחת שווקים חדשים ותחרות כלכלית בין פירמות ובין מדינות.

יש לשים את הדברים על השולחן. בעולם המפותח הגורמים שעודדו צמיחה כבר מומשו והקטנת חלקם של צעירים עובדים באוכלוסייה הינה קרוב לוודאי גורם המפתח שיאפיל על המשך היכולת לצמוח בקצבים שהכרנו בעבר ויתכן ומדינות בכלל יפסיקו לצמוח (כמו יפן). במצב בו כמעט אין צמיחה, הכלכלות ילחמו ב"משחק סכום אפס". כבר כיום הן נלחמות ביניהן על אותה עוגה והן עושות זאת בעיקר באמצעות מלחמת המטבעות העולמית. ז"א, בעולם החדש של אחרי 2008, שכנראה לא ישתנה לטובה אלא רק ילך ויחמיר, ככל שכלכלה תצליח להחליש את המטבע שלה (ראו לאחרונה המקרה של סין), כך היצוא שלה יקבל יותר וזאת על חשבון המדינות הסוחרות עמה שהינן בעלות מטבע חזק יותר.



קיימים מספר גורמים שממשלות מנסות כיום בעזרתם לדחוף צמיחה ועיקרם אשראי צרכני זול (באמצעות כלי הורדת הריבית), הורדת מיסים, יצירת מקורות אנרגיה חלופיים ועידוד חדשנות. אך אלו אינם מספקים, בעיקר על רקע מגמות דמוגרפיות של הזדקנות האוכלוסייה בעולם המערבי. בכל מקרה, הקטנת חלקם של צעירים עובדים באוכלוסייה הינה קרוב לוודאי גורם המפתח שיאפיל על המשך היכולת לצמוח במדינות ה-OECD בקצבים שהכרנו בעבר ויתכן ומדינות בכלל יפסיקו לצמוח (יפן).

מן הדברים הללו ניתן ללמוד דבר אחד עיקרי: לבנקים מרכזיים אין כמעט תפקיד במצב הנוכחי והמהומה סביב החלטות הריבית שלהם נובעת מהעיתונות והשחקנים הפיננסיים בבורסות אך לא מיכולות אמיתיות שלהם לשפר את המצב. לכן יהיה צורך לשנות את מוטת השליטה שלהם ולאפשר להם להיות יותר אפקטיביים.

על רקע כל הדברים הללו, לדעת הח"מ יש לשנות את חוק בנק ישראל ולהעמיד את עידוד הצמיחה כסעיף החשוב ביותר ואת המלחמה באינפלציה כסעיף שולי. יש לתת בידי בנק ישראל באמצעות החוק המעודכן את היכולת לכפות החלטות על הממשלה בכל מה שקשור לצמיחה וזאת בנושאים כגון מיסוי, השקעה בתשתיות, תקציבי חינוך, השקעה ממשלתית במר"פ ועוד וכן תקציבים שיאפשרו לו להחליש ככול יכולתו את שער החליפין של השקל.