

המרכז לפיתוח ע"ש פנחס ספיר ליד אוניברסיטת תל-אביב

ערב עיון בנושא:

"ישראל בראי התנודות בשוק העולמי"

יום חמישי, ד' בתשרי תשנ"ט, 24.9.98 בשעה 18:00

משתתפים:

מר עמירם סיון - מנחה, יו"ר ההנהלה, בנק הפועלים

פרופ' יאיר אורגלר - יו"ר הדירקטוריון, הבורסה לניירות ערך

מר דניאל ברקן - מנכ"ל חברת בנקרס טרסט

פרופ' ליאו ליידרמן - מנהל בכיר, מחלקת המחקר, בנק ישראל, ביה"ס לכלכלה

פרופ' אסף רזין - ביה"ס לכלכלה, אוני תל אביב

יו"ר סיוון: אני נתבקשתי להנחות את הערב היום. ערב העיון של המרכז ע"ש ספיר. הנושא הוא ישראל בראי התנועות בשוק העולמי. אני חושב שאפשר להגיד שהנושא מוגדר מאד, ועוד יותר, אני מוכרח לומר את דעתי, שקשה לפי הערכתי לתת הערכה שתוכל גם להבדק בעוד תקופה מסוימת לגבי ההתפתחות בין בעולם ובין כמובן זו שבישראל, אבל אני בטוח שנשמע כמובן דברים ברורים ומוגדרים, ואולי גם אני אלמד, ואהיה יותר בטוח בהערכותי לאור המשתתפים המכובדים. המשתתפים אתנו כיום כולם ידועים ומוכרים, זה פרופ' אסף רזין, אחריו יהיה מר דניאל ברקן שהוא מנכ"ל חברת בנקרס טרסט בישראל, לאחר מכן פרופ' יאיר אורגלר, ויסיים ידידנו פרופ' ליידרמן.

היה לי חבר מאד קרוב שאתם מכירים אותו, פרופ' ברגלס, שעבדתי אתו שנים רבות והיתה לו תזה, הוא אמר לי: תמיד תתן תחזית על העבר. תזהר מאד מתחזיות לגבי העתיד. זה היה ייעוץ חכם. ואני מוכרח לומר שאם אני מנסה להעריך את מה שקרה לנו בשנה האחרונה, אנחנו היום נמצאים בין כסה לעשור, לפני שנה בדיוק התכנס המילייה הכלכלי הכי חשוב בעולם, זה הבנק העולמי, קרן המטבע, היו שם בטח איזה 10 אלפים בנקאים, ואנשי עסקים בהונג-קונג לועידה השנתית, ואם אנחנו זוכרים את מה שנאמר ערב הועידה בועידה, לקח לנו פחות מחודש ימים כדי לראות את כמות חוסר הידע וההבנה של מה שקרה לאחר מכן בדוברים הראשיים והחשובים ביותר שהיו שם בועידה. זה התחיל מהר מאד, לא יודע אם זה שבועיים או שלושה שבועות אחרי הועידה שדיברה על נפלאות העולם הקפיטליסטי, כפי שהוא מתמצה אצל הנמרים העליזים, שאלה ארצות אסיה, ואז התחילה מלזיה, ואחריה אינדונזיה ותאילנד ודרום קוריאה ועוד ארצות נספחות.

ראינו את הגלגול של זה ביפן, ולאחרונה אנחנו רואים את רוסיה, דרום אמריקה ובהמשך או כבר, עומדות ארה"ב ואירופה, והדברים הם פשוט מדהימים בחוסר הבטחון ששורר היום לגבי הרבה אמיתות שכולנו האמנו בהן. מי שזוכר את התקופה שלפני מספר שנים, היתה בעולם הכלכלי חברתי פוליטי, היתה תרועה גדולה על מות הקומוניזם. תקופה של לפני גורבצ'וב, אח"כ יילצין,

היה ברור לכולם, וזה היה המוטו, שהוכחה ששיטת הקפיטליזם קברה את שיטת הקומוניזם, וזה נראה די נכון.

היום אני תוהה, האם באמת שיטת הקפיטליזם הוכיחה את עצמה כמוצלחת ברוב ארצות העולם. האם המערב הוכיח את עצמו כמעבר שמביא ברכה לאוכלוסייה בכל אותם אזורים גדולים ורחבים שהמעבר נעשה בהם. אני מדבר פה קצת בסיסמאות, אבל הכוונה מאד ברורה. ז"א יש לנו היום הוכחה ברורה שהשיטה הכלכלית שכל כך הרבה שיבחו אותה, היא בעצם נכשלה ותמיד יכולים להסביר לאחור, וזה כמובן הדבר הקל, מה לא היה בסדר, מדוע זה קרה. אבל עובדה היא שכל האנליסטים הכי חשובים בעולם, וכל המשקיעים הכי חשובים בעולם, נכנסו בארצות האלה בבטחון עצום, על התשואה הגבוהה שתהיה להם בהשקעות שלהם שם, לפעמים שבועות בלבד לפני המשבר. בסוף השבוע שעבר התבשרנו על הנפילה של ההדסם הכי גדול בעולם שישנו בארה"ב, אני חושב, אני לא בטוח שאני אומר את המספר נכון, נדמה לי שהוא היה בין 80 ל - 85 בליון דולר, היום, ושם היו באמת חתני פרס נובל היו שם, היו שם נדמה לי בין 100 ל - 120 מטובי המתמטיקאים בארה"ב, וכמובן כל הבנקים הכי נכבדים, הגדולים והחשובים, נציג אחד יושב פה, אבל היו גם הגדולים יותר, טרבלרס היה שם, סיטי ואחרים. היום הם הקימו קרן של שלושה וחצי בליון דולר רזקין, ז"א אני לא נתתי לו להעריך מה ההפסדים שקבורים בתוך זה, ונלך הלאה לגדולי העולם פורוש 2 מיליארד דולר ואחרים.

אני מדגיש את הדברים האלה, כי בעצם המבוכה היום על מה נכון ומה לא נכון, מה יקרה אם יעשו כך וכך ומה לא יקרה היא מאד גדולה. בסה"כ ניקח את ישראל כדוגמא, נבאו לנו שאם מדיניות מוניטרית מסוימת, ואם מדיניות פיזקלית מסוימת שפחות או יותר הלכו לאורם, היה ידידנו, באמת ידיד גדול שלנו, עוד פעם מייצג את החשיבה של קרן המטבע וגדולי הכלכלנים, סמי פישר, הוא דיבר על צמיחה ב - 98 של חזרה ל - 4 - 5 אחוז. הוא גם היה בין אלה שהתבטאו על מזרח אירופה בזמנו ואחרים. ואתה באמת שואל איפה הדברים נופלים ואיפה הם קורים.

אני רוצה לומר שאנחנו מדברים פה על פגיעה קשה במערכת הפיננסית הבין לאומית כולה. אמנם אני חושב שהנגיד אמר את זה או מישהו אחר, שבארץ יש לנו מערכת בנקים יציבה - זה נכון בינתיים, וכי היתה יחסית מנותקת ממה שעשו הבנקים הגדולים האחרים בעולם, לא מנותקת מהם, רק היא לא הלכה בדרכם, אולי בגלל - מישהו יגיד בגלל חולשה, מישהו יגיד בגלל פקחות ואפשר להגיד כל דבר לגבי הסיבה. העובדה היא, גם מזל, כל הדברים והסיבות. התוצאה היא בינתיים ברוכה. אבל אנחנו יודעים שהגלגל שמסתובב עכשיו, הוא לא רק המערכת הפיננסית. כשאנחנו מסתכלים על חברות שונות, גדולות מאד בעולם, מהגדולות בעולם, בארה"ב, באירופה, אנחנו מתחילים לבחון אחת אחת החברות שהרווחיות שלהם נמצאת בירידה חזקה מאד, ונתחיל מהגדולים, כמו קוקה קולה, מקדונלד, אכאתל(!?) אני בוחר מקרים, אנחנו מעריכים שזו תהיה ההתנהגות ברוב החברות הגדולות. כל ארץ נפגעת יותר משווקים אחרים, חלק מהארצות נפגעו מאד מאסיה, חלק מהארצות נפגעו ממזרח אירופה, רוסיה בעיקר, חלק הארצות, ארה"ב אולי יותר מדרום אמריקה, מאמריקה הלטינית, אבל הם מגלגלים גם אחת על השניה, הם מגלגלים גם על ארצות אחרות, ובעצם בסופו של דבר אנחנו מגיעים לישראל, עם כושר הרבה יותר קטן בתחרות העולמית שלנו, ביצוא שלנו בתחומים רבים ושונים.

פרשה שהיתה ידועה קודם למספר מועט של אנשים, יצאה היום לעיתון. אני חושב שהוא היה לומן הגדול ביותר בישראל, אולי השני הגדול, אני לא מומחה ליהלומים, למזלי הרב, בנק הפועלים גדל - אתה אומר מזל, החליט לא להכנס לנושא היהלומים בעבר, השאיר את זה לבנקים אחרים. אבל הוא בהחלט, עוד פעם לפי התקשורת ובכל זאת הייתי סקרן אצל חברי, הקולגות שלי, הוא בסדר גודל של משהו כמו 90 - 100 מליון דולר, וזה לא דבר קטן. וזה בעקבות המשבר ביפן. ז"א יפן לא משלמת לו, אחרים נפגעו ברוסיה, אבל אנחנו עדיין לא רואים את התוצאות באופן מלא. ז"א מה קורה לכל האלקטרוניקה שלנו, ומה קורה לתעשיית הטלה-קומוניקציה שלנו, ומה קורה לתעשיית הסופטוורד שלנו המפוארת, והציוד הרפואי ויש דברים שונים שיש בעולם פחות ביקוש לפי דעתי. הדברים האלה, אני לא רוצה, איך אומרים, להצטייר פסימי, אבל אין ספק

שהסיכונים שאנחנו חיים אתם, חוסר וודאות שאנחנו חיים אתה היום, הוולטיליות הגבוהה של ההתנהגות של האירועים היא כזאת, שיש לך איזה רצון להיות קצת קיפוד. ז"א לוותר קצת על פעילות ורווח ולהמנע מלקיחת סיכונים. ויש כאלה שאומרים הפוך. מבלי שאני אזכיר שמות, יש לקוחות ישראלים מאד מכובדים שהפסידו כבר הרבה מאד כסף ואומרים: עכשיו ההזדמנות כמובן להכנס לרוסיה. זאת ההזדמנות לעשות שם הרבה כסף. יכול להיות שהם צודקים, סחר החליט לסגור את המשרדים שלו שם, והוא ספקולנט לא קטן היה ברוסיה, אבל אחרים יכולים אולי לעשות משהו, או הם חושבים שהם יכולים לעשות משהו מוצלח יותר.

אני לא ארחיב את הדיבור, כי אני הולך להגביל את האחרים, בוודאי אני רוצה להגביל את עצמי, ואנחנו נשמע ראשון את אסף רזין, שאני לא יודע אם הוא מתכוון לדבר יותר על העולם, ז"א על השוק העולמי, אבל על ישראל בתנודות של השוק הזה.

פרופ' א. רזין: אני רוצה לדבר על המתון העולמי ועל ישראל בתוכו. יש לי עשרים דקות, נתחיל ממבט היסטורי על העולם, כדי לקבל פרספקטיבה, במונחים של שעורי הצמיחה העולמית. אני חילקתי לכם פה קובץ של דיאגרמות וטבלאות, שאתם יכולים להעזר בהן. פשוט כדי לעשות מה שנקרא ריפרשן, נזכור ששעורי הצמיחה העולמיים היו נמוכים סביב משבר האנרגיה הראשון, כפי שאתם רואים בשרטוט. הם היו נמוכים סביב משבר האנרגיה השני ומשבר החובות של דרום אמריקה, תחילת שנות השמונים. הם היו נמוכים סביב מלחמת המפרץ ב - 91. והם היום גם כן במצב של שפל, שעורי הצמיחה העולמיים, וקרן המטבע הבין לאומית, אפילו עשתה רביזיה של שעורי הצמיחה הצפויים לעולם כולו, והשנה בסביבות ה - 2 אחוזים. כפי שאני אנסה להסביר בדברי, אני חושב שבאמת בעקבות, ביחוד המכה של משבר רוסיה והשפעות הלוואי שלה, אני חושב שחלה ירידת מדרגה בשעורי הצמיחה העולמיים, מבלי להתנבא, כפי שסטנלי פישר רצה, אבל בכל אופן אם היתה לנו תחזית איקס, אז אפשר מתחזית איקס פחות כמה אחוזים, ואני ארצה בסוף דברי, ואני מקווה שהזמן ירשה לי, לקשר את זה לישראל כמובן.

נקודת המוצא היא שיש בסה"כ רביזיה כלפי מטה בשעורי הצמיחה העולמיים. כמובן שמבחינת ישראל, הנקודות המעניינות, בגלל שהיצוא שלנו בעיקרו לאירופה, לאיחוד האירופי ולאמריקה הצפונית ואתם רואים פה מהדיאגרמה התחתונה, שהם גם בעולם מהווים את המרכיב העיקרי, שאלה שבסופו של דבר אני ארצה להתמודד אתה בקצרה, זה אם באמת המיתון העולמי התגלגל אל אירופה ואל ארה"ב.

אבל נתחיל באיזשהו רקע, פשוט לצורך הסבר קצת לוגי, אם בכלל אפשר למצוא הסבר קצת לוגי של סדרת ההתפתחויות. לפי דעתי זה התחיל ביפן, שהיא הכלכלה השנייה בגודלה בעולם. היא כבר נמצאת בצמיחה איטית זה כשבע שנים, הנס היפני נגמר כבר לפני כשבע שנים. בשנה האחרונה היא מצטמקת ממש, שעורי צמיחה שליליים, ולא זכור ביפן משבר מהסוג הזה, מיתון מהסוג הזה, מאז שנת 1955 שהתחילו אז להקים את יפן המודרנית. כפי שאתם יודעים, היציאה מהמיתון היפני לא נראית באופן. הבנק המרכזי היפני הוריד רק לאחרונה את הריבית מהרמה המצחיקה של 0.5 אחוזים, ל-0.25 אחוזים, בתקוה שזה יהווה צעד של תמרוץ. אבל אתם יודעים שבגלל משבר הבנקאות ביפן, לבנק המרכזי יש מעט מאוד אפשרות לתמרץ את הכלכלה ע"י הרכבת האשראי, ולכן הם נמצאים במה שבזמנו קראנו מלכודת נזילות, שהאמצעים המוניטריים הקלאסיים כבר מיצו את עצמם, ויש להם את הבעיה של החובות האבודים הגדולים של הבנקים היפנים, שהיפנים אומדים אותם בסכום של 600 בליון דולר, ואילו חברות ההשקעה הזרות אומדות אותם בסביבות של טריליון דולר, וכמובן שהשקיפות שם היא לא גדולה, והניחושים גדולים, אבל זה סכומים אדירים של חובות אבודים, שהממשלה היפנית לא מתמודדת אתם, ואתם ערים לווידואים עכשיו בין האופוזיציה והקואליציה ביפן, איך להתחיל לבצע את הרפורמה הבנקאית. זה לא נראה באופן.

מה שקרה הוא שביפן ההרחבה המוניטרית שהיתה בשלוש ארבע השנים האחרונות, יצרה בכל אופן, לאחר פרק זמן כלשהו פחות גדול של הין היפני יחסית לדולר, מרמה של 80, רמת השפל שלו, רמת השיא שלו, אם אתם רוצים, לרמה של 130 - 140 וזה אפילו הגיע ל-145 באיזשהו קטע לפני כמה שבועות,

פיחות מאוד מאוד גדול, וזה מה שיצר את התחלת תגובת השרשרת ממזרח אסיה, מסיבות שאפשר לפרט אותן, אך אין לי זמן לכך. אבל תגובת השרשרת הופיעה בנקודות החולשה של אסיה, נקודות החולשה של אסיה היו כמובן קודם כל דרום מזרח אסיה, עם בעיות קלאסיות של גרעונות וכו', כמו תאילנד, וגם דרום קוריאה, ששם לא היה משתנים מקרו כלכליים שאפשר היה להבחין שהם בעייתיים, אבל שם כנראה היתה בעיה קשה מאוד של מערכת הבנקים.

זה היה לפני כשנה, שנה ומשהו. הדבר הזה לא נפתר עד היום, וזה התגלגל אח"כ כפי שאנחנו זוכרים לרוסיה.

אני זוכר שהייתי כמה שבועות בקרן המטבע הבין לאומית, וזה היה עשרה שבועות לפני המשבר ברוסיה, וכל שיחת ארוחת בוקר היתה מתי זה עומד להתמוטט. זה לא היה סוד, אם במזרח אסיה זו היתה הפתעה שהיתה התמוטטות ברוסיה, ואני לא חושב שזו היתה הפתעה.

אבל זה לא היה סוד רק כשרצו כשכבר אי אפשר היה להוציא את ההשקעה, זה יו"ר סיון: היה אחרי שהם כבר שמו את ההשקעה.

זה נכון. זה נכון. עכשיו, רוסיה עצמה מבחינה כלכלית, כל אחד יודע, שהיא לא פרופ' רזין: גורם בעל משמעות שיכול לעורר זעזועים, כי סדר הגודל של הכלכלה הרוסית זה סדר הגודל של הולנד, שהיא מדינה בינונית באירופה, גם מבחינת ההשקעות בתוך המדינה הזו של זרים, וגם מבחינת זרמי הסחורות אל ומחוץ לרוסיה. זה לא מדינה, זה לא גוף כלכלי בעל משמעות, שכתוצאה מהמשבר שכמובן אין לו סוף שם, אני חושב לעשר שנים או יותר, לא זאת הסיבה כמובן, שהדבר הזה יתגלגל הלאה. כמובן שזה נובע מהסיבות של החשיבות הפוליטית של רוסיה כמעצמה גרעינית מס. 2, וההשלכות של הדברים האלה על הכלכלה.

הסכנה קודם כל לאירופה, גלגול לתוך אירופה, היא מוגבלת בשלב זה, מכיוון שפרט לבנקים הגרמניים שהיו יותר בעלי ונותני אשראי לרוסיה, שאר המדינות, שאר הבנקים אני חושב - וזה התחום שאני לא מכיר אותן, אבל זו ההתרשמות שלי, וההולנדים. אבל זה לא אירופה ככלל, שיש לה בעיה של חובות אבודים קשים ברוסיה. יש סכנה של הדבקות, מה שנקרא באנגלית "קונטייגיון" contagion דרך המדינות שקרובות לרוסיה, של מרכז אירופה, הבלטיות

וציכיה והונגריה וכו', שכבר עכשיו הן לא במצב יציב, וזה כמובן יכול להשפיע כשלעצמו על אירופה. אבל ההשפעה לפחות בקטע הזה, היא לפי דעתי, מוגבלת. הזכיר עמירם את ההשקעות האמריקאיות ברוסיה, אבל שוב, למרות הסכומים הגדולים שהם באמת מעוררי דאגה, ובייחוד באופן אירוני, שני מקבלי פרס נובל מהשנה שעברה, אחד מהם היה קשור לנוסחה הזאת של בלייק ושואו, הם הקרבנות של ההתמוטטות של לונג קפיטל מנג'מנט

יו"ר סיון: הקרבנות הם אלה שהשקיעו את הכסף.

פרופ' רזין: נכון מאד. ויתכן שפעולת החילוץ שעמירם מדבר עליה, תחלץ גם את אותם מקבלי פרס נובל. אבל אני אומר, בסה"כ המספרים מבחינת המשק האמריקאי, הם לא מעוררים עד כדי כך דאגה, ז"א לא דאגה שהתגלגלו הם כשלעצמם אל מצב של מיתון בנוסח או שפל בנוסח 1929. אבל יש השפעות עקיפות, כי הרי המשבר עדיין בעיצומו בדרום אמריקה, ושם יש מדינות כמובן חלשות, החלשה ביותר ביניהן זו מדינת הקומודיטי, מדינת הנפט, והנפט המחיר שלו ירד חזק, מדינה שבנויה רק על המחיר הזה. היא כמובן סובלת ראשונה, בין יתר הצרות שלה, זאת ונצואלה, ועדיין המלחמה שלה להגן על המטבע שלה היא בעיצומה, ואם היא תפחת את המטבע שלה, יש תגובות שרשרת על ברזיל, קולומביה כבר פחתה את המטבע שלה. בברזיל מתנהלת מערכה שהיא בעיצומה, של הגנה על המטבע הברזילאי, כדי לא להכנס מחדש להיפר אינפלציה. ולצורך הדבר הזה היא העלתה את שערי הריבית לרמה של 43 אחוזים, תזכרו שהאינפלציה בברזיל היא 4 אחוזים, אז אתם מתארים לעצמכם כמה זמן אפשר להחזיק ריבית כזו שיש לה משמעות ריאלית כל כך חזקה, וכמובן ששעורי התמיכה בברזיל, שברזיל היא הכלכלה שמהווה את חצי היבשת הדרום אמריקאית, גם אפילו אם המשטר הפיננסי שלה לא מתמוטט, עצם המיתון הברזילאי יש לו השפעות שרשרת יותר חזקות על שאר מדינות דרום אמריקה, ועל ארה"ב, כי ארה"ב קשורה כלכלית הרבה יותר חזק לדרום אמריקה, מאשר כמובן לרוסיה. כל הדברים האלה כאחד, כמובן אומרים שגם בארה"ב התחזיות של הצמיחה עברו רביזיה, ואני רוצה לטפל בארה"ב, בייחוד שזה המשק שיותר מעניין אותנו מבחינת קרבת העסקים שלו למשק הישראלי. אני רוצה לפנות רגע קצת

לארה"ב, לא לעשות תחזית, אבל לראות איזה רביזיה של תחזיות כלשהן היו, כתוצאה מהגלגול האחרון של הדברים.

נזכור שהיתה הורדת ריבית ביפן. היתה הערכה שלא יכולה להיות מדיני יות בודדת של המשק היפני, כי הורדת ריבית ביפן, למרות שהיתה די זעומה, בכל אופן היא עוד יותר גורמת לפיחות המטבע היפני, שהוא כפי שתארתי קודם, היה אחד הגורמים לגל הראשון של המשבר במזרח אסיה. וכמובן שסין היא המדינה שהיא הכי תהיה מותקפת במידה שיהיו פיחותים גדולים של המטבע היפני. לכן הורדת המטבע ביפן, קשה לתאר שהיתה אירוע בודד בכלכלה העולמית. דיברו אז על מערכת מתואמת של הורדות ריבית. כמובן שגרמניה, בגלל סיבות משלה, החליטה לפרוש מהתזמורת הזאת, מתוך זה שהיא רוצה לתת דוגמא כנראה לבנק האירופי שעומד לקום על פי הדגם של הבונדס בנק ולהדגים מלחמה נחושה נגד האינפלציה, אז עליה כמובן אי אפשר לסמוך, היא יותר פועלת כמו שפעלו הבנקים האמריקאים בטעות, הבנק המרכזי האמריקאי במשבר '29, למרות שזו לא אותה חומרה של דברים. אבל בתקופה כזו, כמובן, גם הבנק הגרמני, אם הוא היה קשוב יותר לצרכים של אירופה ושל העולם, היה אולי נוקט במדיניות אחרת, אבל נראה שהם לא הולכים בכיוון של להיות מושפעים במערכת הזאת של הורדת ריבית, אבל המפתח הוא כמובן ארה"ב.

אני רוצה להדגיש את הנקודה הזאת של הריבית בארה"ב, ואני אחזור לנקודה הזאת, מכיוון שמה שיקרה לריבית בארה"ב, ישפיע חזק מאד על כושר העמידה של דרום אמריקה ובמיוחד של המשק הברזילאי, נזכור שהמשבר במכסיקו ב- '94, פרץ לאחר עליה של הריבית בארה"ב, והמשבר בברזיל יתכן שלא יחלוף במצב הזה שתארתי אותו קודם עם שערי הריבית בארה"ב לא ירדו. והכלכלה האמריקאית יכולה אז לספוג מכה מהצד, מדרום אמריקה, ומגל חדש של התמוטטויות פיננסיות בעולם, והיא יכולה כמובן גם לספוג מכה בגלל הקשרים הישירים של הבנקים האמריקאים והמוסדות האמריקאים עם שאר העולם. ולכן נקודת המפתח עכשיו, לפי הבנתי, היא מה יקרה למדיניות הריבית בארה"ב, ואני מעריך שלפחות יש שם מחנות שונים כמובן, כמו שיש בכל בנק מרכזי, אבל שהמחנה של הורדת הריבית גובר, והדבר הזה יכול להבטיח, לא

להבטיח, אבל לצמצם קצת את הסכנה של מיתון יותר גובר בארה"ב ואולי גם להגן על המשק היפני, על המשק המזרח אסיאתי, בייחוד על המשק הדרום אמריקאי. עכשיו, אנחנו זוכרים מה קרה לתנועות ההון הגדולות בעולם בשנים האחרונות. הם מה שנקרא המשקים, האמרגינג אקונומיס, השווקים המתעוררים, והם מחוץ לשווקים המתעוררים בעקבות המשבר. הנה דיאגרמה סכמטית של סה"כ תנועות ההון אל תוך מה שהיה קרוי משקים מתעוררים - זה מחולק בין אירופה, אפריקה, דרום אמריקה ואסיה, החלק התחתון זה אסיה, וכמובן שבאסיה יש משקים שעדיין ממשיכים לקבל הון פנימה, המשקים הסיניים וההודים וכל המשקים היציבים יחסית, יש משקים אחרים שיש ממש יציאה של הון. אבל תראו את הירידה הדרסטית שקרתה בתנועות ההון שנכנסות לתוך אסיה, וגם תנועות ההון שנכנסות לתוך דרום אמריקה. זה כמובן בעקבות שורת המשברים, אבל אנחנו יודעים שגם השוק מבדיל בין מדינות שונות בתוך המערכת הזאת.

אני יודע למשל שאגרות החוב הממשלתיות הישראליות, יש להן היום בשוק, נאמר, פרמית סיכון מעל הטריזירי בילס של משהו כמו 1.5 - 1.7 אחוזים. אבל אגרות החוב של המשקים המתעוררים האחרים, אם זה המזרח האסיאתי או הדרום אמריקאים, אז המרווח שם הוא במאות אחוזים. זה ברור שהשוק מבדיל בינינו לבינם.

הדיאגרמה הזאת חס וחלילה לא אומרת שיש נטישה כללית של הון, של המשקים המתעוררים ואני אחזור לזה. אבל מה שחשוב הוא, עדיין ברמה הכללית, זה לשאול את עצמנו מהם הגורמים שיכולים לנבא תפנית חדה בכיוון של תנועות ההון בעולם.

לצורך הדבר הזה, אני עשיתי מחקר ארוך כבר כמה שנים, החלק שלו פורסם ברבעון לכלכלה האחרון שיצא, ואני רוצה לשתף אתכם רק בעיקרים של המחקר הזה, כדי להגיד לכם מה אני למדתי על גורמים מנבאים, לא בדיוק ולא בוודאות מלאה כמובן, גורמים מנבאים בערבון מוגבל, של אירועים מהסוג הזה. ואני מדבר פה על שני סוגים של אפיזודות. אני מדבר פה על אפיזודה שגורמת להתמוטטות המטבע, בשעור של פיחות מאד מאד גבוה במשך שנה או שנתיים,

ואני מדבר גם על אפיזודה שאני יכול להסתכל עליה בנפרד, של תפנית חדה בתנועות ההון, שאני מודד אותה ביציאה של הון שליותר משלושה אחוזי תוצר במשך שנה, או יותר מחמישה אחוזי תוצר במשך שנה, שהיא תפנית חדה מאד, וזה מה שאני קורא אפיזודות של משברים.

לגבי האפיזודות של משברי מטבע, אז בוא נתבונן פה על דיאגרמה שהיא מופיעה אצלכם. תראו מה היא אומרת. אני רוצה קודם כל להגיד שאני מדבר פה על מחקר שעוסק בהרבה מדינות מתפתחות, ובייחוד הדגש הוא על מדינות עם הכנסה בינונית וגבוהה, בין המדינות המתפתחות, כי זה הדברים שמהם אני רוצה ללמוד יותר מכל מיני סיבות, גם על המשק הישראלי. כשאני מדבר על תפניות חדות בתנועות ההון וכשאני מדבר על משבר המטבע, אני מדבר על קבוצת ארבעים המדינות האלה שמופיעות אצלי במדגם, ואני מדבר על שלושים השנים האחרונות, ויש לי יותר ממאה אפיזודות של משברי מטבע, ויש לי יותר ממאה אפיזודות של תפניות חדות בתנועות ההון.

בממוצע במדגם הזה של שלושים שנים וארבעים מדינות, כיצד נראים משברי המטבע. אז אם נקודת הציר של משברי המטבע היא כפי שאני מצביע עליה כאן, אז הגדרה של משבר המטבע זה פיחות מאד מאד חזק סביב נקודת הציר. אתם רואים פה? זו נקודת ההתחלה, זה הממוצע של המידגם.

אח"כ אני מסתכל על איך משתנים אחרים באים יחד, משתנים יחד עם אותו משבר מטבע כפי שהוגדר פה, סביב אותה נקודה. ואז אנחנו רואים למשל, שזה בא בתקופה שהפיינשל פלאוס הם שליליים יחסית, הכל יחסי אצלי פה לתקופות יציבות במדגם הזה. כלומר, זה משברים לעומת תקופות יציבות. אז יש לנו פה כמובן משברי מטבע פורצים כשיש נטישה של הון, ולכן יש לנו יציאה של הון יחסית למצב היציב, יש לנו, אם אני יכול לראות פה טוב, עוד כמה דברים, יש לנו עוד כמה דברים שבאים יחד עם משברי מטבע מהסוג הזה.

לא ארחיב את הדיבור כי הזמן שלי הולך ונגמר, אבל אני מוכרח לבקש עוד שבע דקות, בקצרה לגבי העולם. מה שנקרא פייננשל פלאוס זה כבר ניסוח סטטיסטי יותר מסודר, וזה אומר שהמשתמע תלוי באותה אפיזודה של תפנית חדה של תנועות ההון, ופה יש מסרים מאד מאד חשובים לגבי מה שאירע במדגם הזה.

ראשית אנחנו רואים ששער הריבית של ארה"ב לגבי המשקים האלה הוא משתנה חשוב, הזמן הוא חיובי ויש פה שני כוכבים וזה אומר ששער הריבית עולה בארה"ב זה אחד מהגורמים שבא יחד עם תפניות חדות בתנועות ההון של אותם משקים. ראה מה שיצא בשבוע הבא.

היחס בין חוב קיצוני לתוצר הוא שוב משתנה מסביר בכיוון שאתם חשבתם עליו. וכו' וכו', מה שעוד חשוב הוא, שיש פה עוד שני משתנים שאולי לא כל כך חשבתם עליהם, שהם משתנים. הדבר האחד הוא האם באותה מדינה ובאותה אפיזודה היה מונהג שער חליפין קבוע, שמנע פיצוצים בצורה כללית, אם כן, אנחנו קוראים לזה פרופק, אז זה מסביר שעם שאר הגורמים שמופיעים פה, יש סכנה של תפנית חדה של תנועות הון.

הדבר אחרון קפיטל ונטרולס, המשתנה הזה של קפיטל קונטרולס, בייחוד נגד תנועות הון יוצאות, מתברר שהוא משתנה חשוב שמסביר - אתם רואים פה עם ימן שלילי, ככל שקפטל קונטרולס יותר חזקים, ככה האפשרות של התפנית הפתאומית הזאת היא יותר מצומצמת. כלומר, שני משתני מדיניות מאד מאד מופיעים חזק בהתאם לתפניות החדות של תנועות ההון.

עכשיו אני אגיד כמה דברים על המשק הישראלי ואני אסיים. הדבר הראשון שאני רוצה להגיד על המשק הישראלי הוא, שמשורת הגורמים האלה שמופיעים פה, אנחנו יוצאים יחסית טוב, כלומר, אין לנו פק שקובע, אני מקווה שאפשר להאמין להצהרות של בנק ישראל, שאנחנו לא יכולים להתפחת עוד 10 אחוזים, 30 אחוז או 20 אחוז. אז אין לנו גורם כזה כמו בנק ישראל להתקיף אותנו, כשכוחות השוק עומדים נגדו, ולכן זה גם לא יוצר תהליכים מהסוג הזה שמופיעים פה בניתוח. גם אין לנו מערכת הבנקים כבר עמירם סיוון הזכיר, היא מערכת איתנה לכל הדעות, אין לנו גם מצב של גרעון בחשבון השוטף בשלב זה שהוא גדול יחסית ורזרבות בבנק ישראל הן מספיק גדולות, ואין לנו חשיפה בחלק עיקרי של הסקטור היצרני, חזקה שיכולה לזעזע אותו כתוצאה מפיחות בלתי צפוי גדול.

כל הגורמים האלה שהופיעו במזרח אסיה ובדרום קוריאה וכו', אין לנו אותם. וזה אומר שאני חושש מעט מאד מזה שתהיה נטישה פתאומית עכשיו של הון

מישראל. אני חושש לכן מעט מאד ממצב שקרה ברוסיה, וקרה בארצות אחרות, שפיחות יכול לגלגל את עצמו לשעורים מאד מאד גבוהים כתוצאה מבהלה ותופעת העדר כפי שקרה באותן מדינות. על פי הערכה שלי, הסכנה הזו לא קיימת.

זה אומר לפי דעתי, שני דברים ובזה אני אסיים. התחזית היא שהביקושים בארה"ב שהם הביקושים החשובים ביותר למשק הישראלי, ובאירופה, עברו רביזיה כלפי מטה, ולכן תהיה מה שתהיה דעתכם, על הביקושים שהיו מופנים ליצוא הישראלי בשנים האחרונות, עכשיו זה בכמה אחוזים יותר נמוך. הדבר השני, הפיחותים הגדולים במדינות של השווקים המתעוררים יצאו כושר תחרות חזק מאד של המדינות האלה, כנגד היצואן הישראלי, באותם שווקים שאני אדבר עליהם, ארה"ב ואירופה. כושר התחרות הזו כמובן לא בא לידי ביטוי ברגע הזה, מכיוון שמערכת הבנקים ומערכת האשראי שם לא מתפקדת, הם לא יכולים לנצל אותה, אבל בהחלט הדבר הזה יכול לבוא לידי ביטוי בשנה הבאה או בעוד שנתיים.

שני הדברים האלה כאחד אומרים, שקיבלנו מכה שלילית כתוצאה מהמשבר הזה. ועכשיו אני חוזר - ובזה אני מסיים. אני חושב שמבחינת המשק הישראלי, בייחוד על רקע זה שאני צופה שיהיו ירידות ריבית בכמה משקי מפתח בעולם, אם תעלה הריבית בישראל, לפי דעתי זה יכול לתת מכה נוספת שתחמיר עוד יותר את המיתון שאנחנו נמצאים בו. זה יחזיר את שער החליפין אל רמת התחתית שלו, וזה יזעזע את המשק במובנים נוספים. ולכן אני אומר, כמו שלגבי ארה"ב, מדיניות הריבית בגלל שיקולים עולמיים וגם של ארה"ב, היא מדיניות מאד מאד חשובה, בישראל מדיניות המפתח עכשיו זה מדיניות הריבית, ואני חושב שבנוסף לכל הדברים שאנחנו מדברים על התקציב, על התשתיות וכו', לבנק ישראל יש תפקיד מפתח לא להכניס את המשק למצב של מיתון חריף, כתוצאה מהעלאת ריבית וכתוצאה מזה שבגלל העלאת הריבית, שער החליפין והפיחות שנוצר של 6 - 7 אחוזים, שאין לו משמעות ניכרת לגבי האינפלציה, יש לו משמעות של עליה חד פעמית של מחירים, ואולי קצת גלגול באינפלציה במשק ממותן, אבל אפילו שזה ייתן איזשהם אחוזים של אינפלציה, אם יסכלו

את המהלך שנוצר, את התופעה המבורכת הזו של פיחות שנוצר ע"י העלאת ריבית, יזעזעו את המשק בצורה קשה מאד. אני חושב שזה הקטע הקריטי ביותר של המשק הישראלי והתפקיד של בנק ישראלי בקטע הזה הוא הקטע הקריטי ביותר שיכול להיות.

יו"ר סיוון: תודה רבה אסף. אני מבין שאתה לא הצעת להצטרף לארה"ב במדיניות הריבית. מר ברקן בבקשה.

מר ד. ברקן: אני אשתדל לעמוד בלוח הזמנים. ערב טוב, שנה טובה לכולם. קודם אני אציג את עצמי, שמי דני ברקן, אני פה אחד משני המנכ"לים בישראל של חברת בנקרס טרסט, בנק שהוא היום השביעי בגודלו בארה"ב, שמעורה בקרוב בחמישים מדינות בעולם, בעיקר בתחום של ההשקעה של המאזן העצמי שלו, יש שווקים מתפתחים ושווקים מפותחים, היא נותנת ייעוץ בצד הזה של ייעוץ לחברות, שרותים של אינווסטינג בנקינג, ניהול תיקים וכיו"ב. חוץ מהנושא של בנקאות פרטית, היא למעשה לא מתעסקת עם הצרכן, היא בעיקר משקיעה את ההון שלה בשווקי העולם.

הנסיון האישי שלי יותר בשווקים מתפתחים, לכן ראני היום אנסה לומר כמה מילים על כמה מהדברים שנאמרו פה בנושא של ההתפתחויות, והעסקים המתפתחים, מה שאנחנו קוראים האמרגינג מרקט, שהיום הם כמובן משפיעים די הרבה על השווקים המפותחים. השווקים אפשר לומר במילה אחת, במצב מאד לא יציב, מישהו שאל אותי אתמול ואמרתי לו שזה מזכיר את האמרה ששמעתי כשהלכתי לאלסקה, אז באלסקה כששואלים את האנשים איך זה להיות באלסקה, הם אומרים, זה לא סוף העולם, אבל רואים את זה מפה. אפשר להגיד שבשווקים המתפתחים היום יש משהו די דומה.

אני חושב שמבלי להכנס לכל התופעה שכבר לפחות אפילו בעיתונות הישראלית אני ראיתי שכיסו את זה די טוב, מה קרה ובאיזה מדינות, אנחנו יודעים שלפני שנה הדברים התחילו די להתפרק באסיה, בסביבות יולי 97, אני אזכיר רק את הדינמיקה שהיא היום כבר די ידועה לכל השחקנים בשוק, שההתחלה של המשבר הכלכלי בשווקים האלה מתחילה בהתקפה, שזה למעשה מחייב את הבנק המרכזי להתערב בשוק, וזה בדרך כלל מביא ליותר התקפות על המטבע.

יש תאור של כל התהליך הזה של המלחמה הזאת בשוק יותר כמו מי שמכיר את החיה שאוכלת נמלים, אז החיה הזאת יש לה לשון מאד ארוכה והיא אוכלת נמלים, בדרך כלל היא אוכלת אותם, הבעיה שהנמלים אוכלות לה את הלשון. ואז השאלה מי אוכל יותר מהר.

זוהי למעשה התופעה הזאת של ההתקפה של השוק, או מה שאפשר להגדיר כבריחת הון של השוק, וכנגד יושב הבנק המרכזי. הבנק המרכזי בדרך כלל לאחר מכן, מעלה ריבית בשוק המקומי, זה מבלי להתייחס לצמיחה של המשק בשוק, כאשר המטרה העיקרית שלו זה להגן על משטר החליפין. אנחנו אחרי זה די רואים את שוק המניות צומח, וההשקעה הישירה במדינה נעצרת, ההלוואות נעצרו, יש ירידה בערך של האג"ח המקומי, וכל התופעה הזאת חוזרת על עצמה שוב ושוב.

ועכשיו כשעברנו מאסיה למדינות כמו רוסיה, ואולי כמו שהציעו פה לדרום אמריקה, אני חושב שצריך לשאול מה הולך לקרות הלאה, ואני אנסה להתייחס לזה בסוף, בגלל קוצר הזמן, אני ארצה להתמקד פה על שלוש נקודות עיקריות, שלפחות אפשר להגיד שזו גישה של הבנק, אבל אולי המבט של אנשים שסוחרים בשווקים האלה, מה המסקנות העיקריות האלה של התופעה שראינו עד עכשיו, ומה אפשר לצפות לעתיד.

קודם כל השאלה מי מטפל בכל הנושא הזה. כי היום המשבר הוא כבר משבר עולמי והוא לא משבר שמתמקד על מדינה אחת, ולא איזה מצב שזה קורה למדינה וזה נגמר. אנחנו רואים שזו כבר תופעה גלובלית. וכנראה שלא היה מוסד אחר יותר טוב, אבל האי.א.ס.א.ס הוא זה שנבחר להתמודד עם הבעיה. אפשר להגיד שבגדול לפחות לפי מהשראינו בשנה האחרונה, האי.א.ס.א.ס למעשה לא הצליח לעצור את המשברים האלה, והוא לא הצליח, לא כי הוא לא ניסה, אולי בגלל שלא היו לו את הכלים שהוא היה צריך. לא היו לו מספיק משאבים, אבל בכל מקרה, כמעט בכל מדינה, אפשר להגיד בכל מדינה שהאי.א.ס.א.ס התערב, לאחר ההתערבות, היה פיחות. שעורי הצמיחה נפלו, המשק נכנס למיתון שבינתיים הוא די שרוי בו, ואפשר להגיד שלמעשה התופעה הזאת של האי.א.ס.א.ס או הסיוע שלו, שהוא בעיקר סיוע של מדינות שנותנות

את הכסף לאיי.אם.אס זו תופעה שלמעשה עוצרת את התהליך במידה מסוימת, אבל לא מונעת אותו מלהיות יותר ויותר גרוע.

יש פה תופעה באיי.אם.אס כשניגשו לאסיה למשל, הם הניחו שהמצב יהיה מאד דומה למצב של 94' במכסיקו, מה שהזכירו פה, והאמת היא שזה היה המצב הכי רחוק שיכול להיות. צריך לזכור שהאיי.אם.אס למעשה נוסד בשביל לעזור למדינות להתגבר על משבר מאזן התשלומים. למעשה מה שהיה לנו באסיה, ומה שיש לנו בהרבה מדינות עדיין היום, הוא לא כל כך משבר במאזן התשלומים אלא משבר בסקטור הפרטי. במכסיקו, ב-94' כשהאיי.אם.אס נכנס, היה מצב מאד מאד מיוחד, שרק עכשיו באמת אפשר לראות אותו. הסקטור הפרטי במכסיקו היה מאד חזק, והוא הצליח לשרוד, הוא הצליח אפילו לעשות רווחים, אעפ"י שהבנק המרכזי העלה את הריבית, הכניס את המשק לתמיכה יותר מואצת, ועבר תקופה של 6 - 8 חודשים, עד שיצא מהמשבר שהוא נקלע בו בעזרת הסיוע מארה"ב. הסקטור העסקי, הסקטור הפרטי הצליח כי הוא היה חזק לפני המשבר ונשאר מספיק חזק בשביל שהתרופה שהאיי.אם.אס נתנה לממשלת מכסיקו תעזור.

המצב באסיה לגמרי הפוך, כלומר, הסקטור העסקי הוא למעשה הסקטור שהכניס את המדינה הזאת למשברים. האיי.אם.אס בא למעשה עם תוכנית שהיתה מרשם מאד מאד ידוע של סיוע למאזן תשלומים, כאשר הכסף הזה בסופו של דבר הגיע לממשלה, לבנק המרכזי והוא בסה"כ השימוש בו היה בעיקר בשביל להגן על המטבע או לעזור לסקטור העסקי, לפעמים למערכת הבנקאות כאן, אבל המשאבים האלה לא נוצלו בשביל לפתור את הבעיה האמיתית שהיתה בעיה של השקעה לא נכונה בסקטור העסקי שכבר נעשתה הרבה שנים, בעיה של שחיתות בסקטור הציבורי, רפורמות שלא נעשו וכו'. אני בטוח שהרבה מכם קראו בשנה האחרונה על כל הדברים שהיו צריכים לעשות ולא נעשו.

אבל למעשה מה שזה באמת דורש פתרון לשאלה, מי יכול לטפל במשברים האלה. האם זה תפקיד של הגיי. סרויס האם זה תפקיד של האיי.אם.אס להמשיך לנסות לטפל במשברים האלה, או האם צריך להקים בכלל גוף חדש

בעולם, גוף מיוחד שיהיה לו גם את המנדט להשליט סדר בדברים האלה, וזה גוף מאד מסובך, כי זה גוף שידרש גם מפקח או לתת הוראות לממשלות, לבנקים מרכזיים, לעבוד יחד עם האי.א.א.א.ס עם הגי. סרוויס, התשובה כרגע לא ברורה כרגע, אבל מה שדי ברור, שכשאתם קוראים בעיתונים שהאי.א.א.ס בא עם סיוע, לפחות הנסיון עד עכשיו זה שהמשרד לא יעבור, אלא פשוט יידחה למעט מאד זמן.

הדבר השני קשור לתנועת הון, ופה השאלה שאני חושב שכולם שואלים אותה, לפחות ברורה, זה השאלה מה יקרה באמת, האם חוקי המשחק ישתנו. כי למעשה אם אתם חושבים על זה, ההון הפרטי היה די חופשי, ועדיין בהרבה מהמדינות די חופשי להכנס ולצאת מהמדינה, ויש הרבה שטוענים שזה דבר מאד לא יציב. זו שאלה מאד פתוחה, וזו שאלה שהרבה מפחדים לענות עליה, כי ההשלכות של התשובה הזאת של לא, הן מאד חזקות לסקטור העסקי. אם המערכת תשאר כפי שהיא, אלה שטוענים שלמעשה תנועות הון חופשי הן דברים שמורידים מהיציבות של המשק, היא טענה שקשה מאד להוכיח שהיא לא נכונה כרגע. ידידי מר ליידרמן שדיברנו לפני בערך שנה אפילו, אמר דבר שאז אני חושב לא חשבתי עליו מספיק, אבל היום אני חושב שהוא מאד נכון. היתה לנו שיחה והוא אמר שיש סיכוי שבעולם אנחנו נלך על משטרי חליפין של אחד משניים, או קיצוני, או שכל המדינות בעולם יהיו במצב של פיקסטרי לגמרי, שער חליפין קבוע כמו שיש לנו אולי בהונג-קונג, בארגנטינה, בבולגריה, שלמעשה המטבע לא זז, היום אפילו במלזיה יש לנו את זה, או שאנחנו נלך למצב של שער חליפין לגמרי נייד. ויש פה הרבה דברי בתאוריה הכלכלית בנושאים האלה, אני לא רוצה להרחיב.

מה שדי ברור, שהרבה מהמדינות בשווקים מתפתחים ניסו את הדרך האמצעית, בעשר השנים האחרונות, ודי הצליחו עד המשברים האלה. כלומר, הם די הצליחו להביא למצב של פיחות זוחל או משהו שהוא לא בדיוק שער חליפין קבוע, או משהו שהוא לא בדיוק שער חליפין נייד לגמרי. ופה השאלה היא, האם הם יצליחו לחזור לשיטות האלה? נראה שלא. נראה באמת שאנחנו הולכים בכלל במדינות של השווקים המתפתחים למצב שאנחנו נהיה או במשטר קבוע לגמרי

או במשטר נייד לגמרי, ודרך אגב, באירופה למשל, שעכשיו אנחנו הולכים לקראת האי.אן.יו אפשר לדבר על משטר חליפין שהוא למעשה נייד לגמרי. כי אעפ"י שיש שם את הבנק של האי.אר.אן אנחנו יודעים שהבנק הזה הוא בסדר גודל של 30 אחוז, וזה למעשה כמעט שער חליפין נייד. פה באמת השאלה פתוחה, אבל מאד חשוב לראות מה תהיה התשובה בחודשים הקרובים.

הדבר השלישי שפה אני רוצה באמת להרחיב בכמה דקות, בחמש הדקות שנשארו, זה הדבר שאני קורא לו - ופה באמת אפשר לדבר אולי על למה המשברים האלה קרו ומה יגרום להם להפסק או לנוח לפחות לזמן מה. זה הנושא של מינוף פיננסי בעולם, מה שאנחנו קוראים באנגלית לובול אוורדג'. התחום או המושג של מינוף הוא מושג מאד פשוט, אנחנו משתמשים באשראי בשביל להגדיר חטיפה, ויש פה הרבה דרכים לעשות את זה. אני חושב שמה שקרה בשנה האחרונה, שנתגלה לנו שלמעשה היה בעולם מינוף פיננסי על שלוש רמות. רמה אחת היתה ברמה של המדינה, מה שאני קורא סב אנד אוורדג', פשוט מדינה, יש לה בדרך כלל עד לפני חמש עשר שנים, מדינה מתפתחת היה לה מקור אחד לגייס אשראי, וזה היה השוק המקומי. כשהשוק המקומי לא הספיק, אז לא הספיק, אז פשוט הגיי.די.פי היה יותר נמוך ומה שהיה היה.

אבל מדינות כשהשווקים המתפתחים התפתחו ופתחו את חשבון ההון שלהם, פתאום היתה אפשרות אחרת, לא רק ללכת לשוק למקורות המקומיים, אלא לקחת הלוואות אשראי מחו"ל, וזה גרם לתופעה של מינוף. תכף אנחנו נדבר על זה כי זה מאד חשוב, וזה די יהיה היום לפי דעתי, האינדיקטור החשוב ביותר לגלות איפה הבעיה העתידית הבאה ובאיזו מדינה, כי למעשה אם התאוריה פה היא נכונה, המדינה שהיא הכי ממונפת יחסית למקורות שלה, ולא יכולה לגלגל את האשראי הזה, כאשר היא תכנס למיתון, לה תהיה את הבעיה הכי חריפה.

הרמה השנייה של המינוף היא הרמה של המוסד, כלומר, מוסדות פיננסיים בעולם, גם צמחו וגם המאזנים שלהם צמחו, והם גם למעשה הוסיפו נכסים למאזן שלהם ברמות שלא היו בשנים לפני זה.

הרמה השלישית כמובן, זה המשקיע הפרטי וכבר שמענו על התופעה של ההד שפן שזה למעשה התופעה שממחישה את המינוף. הרי מה זה ההדשפן? זה לא

כמו קרן רגילה, זו קרן שמשקיעה בסדר גודל של מספר פעמים של ההון העצמי שלה בנכסים, ולכן היא מנסה להשיג תשואה יותר טובה בעזרת המינוף. אם המינוף נכשל, והעסקאות הולכות לכיוון שהן לא ציפו, אז אתה לא מפסיד אחד על אחד, אתה מפסיד שלוש על אחד או חמש על אחד, או כמו ששמענו על המקרה של לונטון, אפילו 25 על אחד, ואז השוק לא חייב לזוז הרבה בשביל שהקרן למעשה, ההון העצמי של הקרן תעלם.

התופעה הזאת של המינוף, מאד חשובה, כי למעשה אנחנו כל הזמן הסתכלנו, או כלכלנים גדלו ולמדו להסתכל על מדינות במונחים של אינדיקטורים די ידועים במקרו, ואם באמת מסתכלים אחורה לתחום הזה של שווקים מתפתחים, האמת היא שלפני המשברים שקרו, המקרו לא היה כל כך רע. כלומר, היו בעיות, אבל הבעיות האלה היו אותן בעיות שהיו שנים קודם לכן, כלומר, אפשר לדבר על מאזן שוטף של תאילנד או של אינדונזיה היא לא היתה כל כך שונה ב- 97' מאשר היתה ב- 95'. אם אנחנו מדברים היום על אינפלציה בברזיל היא קרוב לאפס, אין שם בעיה. אנחנו רואים שבהרבה מהמקרים הבריחה של ההון הזה, או ההתקפות של מה שקוראים התקפות הספקולנטים קרו על רקע מקרו שלא היה כל כך שונה מאשר לפני 97', אפילו היה שם שיפור מסוים.

לברזיל יש גרעון של 7 אחוזי תוצר בתקציב. יו"ר סיוון:

זה נכון. זה נכון. אני אומר, יש פה בעיות. אבל עוד פעם, צריך להסתכל היסטורית. אני מסתכל על מדינה כמו דרום אפריקה, שעכשיו עברה לפיחות של 40 אחוז, כששאלת אנשים למה התקיפו את המטבע ברנד, הם אמרו: תראה, היתה בעיה של המכירות של הבנק המרכזי בשוק אפור, שזה היה פי חמש, ואם הסתכלת שנתיים לפני זה, זה גם היה באותה מידה. אני חושב שבברזיל אפילו, הגיט. די.טי נע בין 44 - 7 אחוז כבר כמה שנים טובות. כלומר, אני לא חושב שרק דרך המקרו אפשר להסביר את התופעה שאנחנו רואים היום, כי זה לא כל כך מסביר או זה לא מצדיק לפחות את רמת המחירים שהגענו אליה בהרבה מהשווקים. אני חושב שתופעת המינוף כן יכולה להסביר את זה, זה ארגומנט מאד מאד טכני, אבל קשה מאד היום להתעלם ממנו.

הדבר האחרון פה, זה פשוט בשביל להמחיש את זה, או לנסות אפילו לצפות איפה יהיו הבעיות, אני חושב שמי שקיבל בכניסה את הטבלה הזאת, זו הטבלה שאנחנו קוראים לה - זו טבלה שלמעשה האס.אן.פי לפני בערך שבוע הוציא, זה ניתוח די מעניין, אני לא אומר שזו הדרך היחידה להסתכל על הקונצפט הזה של מינוף, אבל זו דרך מעניינת לעשות את זה, ופה אתה צריך פשוט להסתכל על שני נתונים, מה שהם עשו, הם עשו איזשהו אסטימייד בכל המשקים העולמיים, לראות איפה הנכסים הבעייתיים בכל מדינה, ומה גודל הנכסים האלה, כאחוז מהאשראי שאותה מדינה נתנה לסקטור הפרטי. כלומר, אחוז יותר גבוה במצב של מיתון, יהווה בעיה לאותו משק.

הם חילקו את המשקים העולמיים, למעשה לשלוש ארבע או חמש קבוצות. מי שבאחוז הכי נמוך, הם כמובן מדינות של הגיי.סרוויס, ארה"ב, אוסטרליה, קנדה, בלגיה. הקבוצה שדי מדאיגה או צריכה להדאיג אותנו, היא הקבוצה שבמונחי אחוז בין 35 ל-70 אחוז, כלומר, עוד פעם, זה מעין ניתוח סובייקטיבי איפה הנכסים הבעייתיים האלה, אבל ברגע שאתה מגדיר איזשהו נכס בעייתי, אתה רואה שבערך 50 עד 70 אחוז, מהנכסים האלה, הם לוקחים את האשראי המקומי. ברגע שהאשראי המקומי הזה תהיה לו בעיה להתחדש, אנחנו המדינה הזאת תצטרך ללכת למקורות חיצוניים, וברגע שהיא לא תוכל לעשות את זה, תהיה פה בעיה.

פה יש לכם למעשה את הרשימה הזאת, ואלה באמת מדינות שחלק מהן עדיין מדינות שהיו במשבר כמו תאילנד או רוסיה, אבל חלק מהן הן מדינות כמו צ'כיה או סין, שעדיין שם לא ראינו את המשברים, אינדונזיה ראינו, בסלובקיה, לפי דעתי היא מדינה שיכולה להיות די בצרות פה. זו הנקודה המרכזית ותודה על הזמן.

יו"ר סיוון: תודה. רשות הדיבור לפרופ' אורגלר.

פרופ' אורגלר: ערב טוב. מטבע הדברים אני אדבר על המתרחש בבורסות לניירות ערך, והשקף הזה נותן מסגרת מסוימת לניתוח התפתחויות ומגמות בשנים האחרונות, ובסוף אני אסכם ואולי אתן כמה הערכות לגבי מה עשוי להתרחש בעתיד. שוב, רק לגבי

מגמות של שיטות מסחר, קשרים בין בורסות וכמובן לא לגבי מה שעשוי או עלול לקרות במחירים עצמם.

כשאני מדבר על גלובליזציה של שוקי הון, למה אני מתכוון? אני מתכוון לכך שמשקיע במדינה א' קונה ניירות ערך של חברה במדינה ב', באמצעות בורסה לניירות ערך באותה מדינה. אם אני אחדד את זה קצת יותר, אני מתכוון להשקעות פיננסיות, ולא להשקעות מה שנקרא אסטרטגיות או ישירות, שהן השקעות של בעלי עניין שבוחנים את ההשקעה לפני ולפנים, ולמעשה העובדה שזה נעשה דרך בורסה, נובעת מנוחיות או מזמינות ניירות הערך, והיא לא משקפת תנועות הון שעלולות להיות תנועות מהירות, מה שנקרא הכסף החם.

הגורמים להתפתחות הזאת של ההשקעות, אגב, ההשקעות הפיננסיות הן תופעה של השנים האחרונות, והגורמים העיקריים לכך, ואני לא צריך להרחיב את הדיבור, הם קודם כל חדשנות טכנולוגית, וכשאני מדבר על חדשנות טכנולוגית, אני מתכוון לא רק לאפשרות לבצע מסחר ממדינה למדינה בצורה ממוחשבת, אלא גם העברת אינפורמציה בזמן אמיתי שהרבה פעמים היא יותר חשובה מעצם שיטת המסחר.

בעקבות חדשנות טכנולוגית ישנה גם דרגולציה. בדרך כלל הדרגולציה היא אחרי החדשנות ולא להפך, ושני גורמים אלה, אפשרו את ההשקעות ממדינה למדינה, בלעדיהם היינו נשארים במצב שלפני חמש ועשר שנים. יכול להיות שמישהו יגיד עדיף כך, אבל אני לא חושב שזה נכון.

כמה מילים לגבי מקורות ההיצע וההיקף שלהם. נתחיל באיזושהי הערכה תאורטית. אנחנו פה באוניברסיטה ואפשר להסתכן בהערכה תאורטית, למעשה מבחינה תאורטית יש פה פוטנציאל אדיר. תחשבו רגע, אם יש לכם משק בית במדינה מסוימת, ואותו משק בית משתכר עבור העבודה באותה מדינה, יש לו נכסים ריאליים, למשל בית ומכונית, נכסים ריאליים אחרים באותה מדינה, כלומר, גם הכנסתו השוטפת וגם הנכסים הריאליים שלו מושפעים ממה שקורה באותה מדינה שבה הוא חי. ההגיון אומר שאם הוא רוצה להשפיע ורוצה לפזר את הסיכון בתיק ההשקעות שלו, שישקיע חלק, אפילו משמעותי במדינות אחרות, כדי לפזר סיכונים. אנחנו כולנו אמונים על התאוריות של פיזור סיכונים.

מבחינה תאורטית במחקרים שונים, זאת ההערכה של מה שצריך להיות. אם אנחנו מסתכלים על סכומים פוטנציאליים, גם כן הם סכומים אדירים. אם אני אקח רק אולי שתי אינדיקציות, אחת זה ארה"ב, בארה"ב שווי השוק של המניות תלוי באיזה יום מסתכלים, אבל בסדר גודל של 10 טריליון דולר. טריליון דולר זה אלף מיליארדים הוא מיצג, ותחשבו על כך שמספיק אחוז אחד ממאה מיליארד דולר, אם משקיעים בארה"ב ירצו להשקיע 5 אחוזים במדינות אחרות, זה אומר 500 מיליארד דולר. במחקרים שנעשו ע"י הבורסה בניו יורק, מצאו שאכן יש מגמה לעשות כך. כלומר, יש פה סכומים אדירים, הן בתאוריה והן נאמר ככה, בפוטנציאל, אם תקחו את אירופה, באירופה אם מישהו בודק מה עשוי לקרות אם האירופאים ישנו את מנהגי החסכון, וישקיעו יותר במניות ופחות באגרות חוב, אם הם רק יתקרבו לאמריקאים בקצב איטי, כבר יהיה שם סכומים נומינליים, שעשויים ללכת לשוק המניות.

אז הנה הפוטנציאל. מה קורה בפועל? בפועל קורה מעט מאד. אני מוכרח לומר, שאני לקראת הערב הזה חיפשתי קצת נתונים. אני הופתעתי מקוטן המספרים ולא מגודלם. נאמר פה כבר שכל הפסדי הענק האלה של קרנות הגידור נובעים במידה רבה מהמינוף. הסכומים עצמם הם לא כל כך גדולים. אני אתן לכם רק כאינדיקציה, נתונים שלקחתי ממאמר שהופיע ברבעון לכלכלה האחרון, וזה הופיע רק עכשיו, מאמר על התפרצות המשבר הפיננסי במזרח אסיה, אז יש פה נתון על חמישה משקים אסיאתיים, שהם דרום קוריאה, אינדונזיה, מאלזיה, תאילנד והפיליפינים, שבשנים '94 ואילך, השקעה בתיק, שזה מה שאני קורא השקעה פיננסית, להבדיל מהשקעה ישירה שזה השקעה אסטרטגית, אז ב - '94 זה היה בערך 8 מיליארד דולר, ב - '95 כ - 11 מיליארד דולר, בכל החמישה ביחד. שימו לב בהשוואה לאותם סכומים שנקבתי בהם קודם, פוטנציאליים, ב - '96 12 מיליארד, וב - '97 האומדן הוא כבר מינוס 12 מיליארד. כלומר, ב - '97 יצא משם הסכום בערך זה למה שנכנס בשנת '96. אני מדבר על אותן חמש מדינות.

כלומר, יש לנו בסה"כ פוטנציאל שגם בשנים הטובות הוא לא התממש. אבל כשיש פוטנציאל יש קנדידטים לקחת את הכסף, והקנדידטים האלה הם

השווקים המתעוררים, ועל זה דובר רבות ואני לא רוצה להרחיב את הדיבור, גם מסגרת הזמן לא מאפשרת זאת. אני רק אומר דבר אחד, שאם אנחנו מסתכלים מה קורה בעולם, כמעט כל מדינה חדשה, אחד הדברים הראשונים שהיא עושה, זה להקים בורסה לניירות ערך. תראו מה קרה בבריה"מ לשעבר, אתם בטח לא מכירים את הבורסות האלה, אבל בקזחסטן יש בורסה, בטורקמניסטן יש בורסה, בכל אחת מהמדינות האלה יש בורסה, שהן שייכות לארגון שאנחנו גם שייכים, של האזור הזה, על ידם אנחנו נראים נהדר, אני מוכרח להגיד, אני מרגיש יוצא מן הכלל, אבל הם מנסים. אנחנו לא צריכים ללכת עד לשם, נלך לשכם, יש בורסה לרשות הפלשתינאית, עוד לא הוכרזה כמדינה ושום דבר, כבר יותר משנה יש שם בורסה ממוחשבת. אז יש שווקים מתעוררים והם רוצים לנסות לגייס את אותו פוטנציאל.

יו"ר סיוון: בקאזינו עובר יותר כסף מאשר בבורסה שם.

פרופ' אורגלר: כן, לצערנו. מה עושות הבורסות הוותיקות? ובכן, הבורסות הוותיקות, כתוצאה מהתחרות הזאת שנוצרה, לא יושבות בחיבוק ידיים, ונוקטות בשורה של צעדים, אני אמנה אותם במהירות, אני רוצה להגיע למה שמתרחש בישראל. קודם כל רישום כפול. למי שקצת עוקב, אנחנו כבר כמה שנים פה מנסים לאפשר רישום כפול של חברות ישראליות שרשומות רק בארה"ב ולא בישראל. אבל זאת לא המצאה שלנו. בפרוש לא. הבורסה של ניו יורק, הבורסה הגדולה בעולם כבר יותר מעשר שנים חרתה את זה על הדגל שלה. הם אמרו דבר מאד פשוט: אם משקיעים אמריקאים רוצים להשקיע במניות של חברות זרות, למה לתת להן לשלוח את הכסף למדינה זרה שזה רחוק ולא ברור מה קורה שם וזה יקר? נעשה דבר הרבה יותר פשוט, נרשום אצלנו את המניות של אותן חברות. ומה שהם עשו, בשיטה האמריקאית היסודית, איתרו אלפיים שלושת אלפים חברות בינלאומיות שעומדות בקריטריוני הרישום המחמירים של הבורסה של ניו יורק, הקימו משרד שיווק אחד באירופה, משרד שיווק שני בדרום אמריקה, הם הולכים מחברה לחברה ומנסים לשכנע אותה לרשום את המניות גם בניו-יורק בורסה ומצליחים.

בעשר השנים האחרונות, כמעט מחצית החברות שנרשמו למסחר בארה"ב, סליחה, בבורסה של ניו יורק, היו חברות זרות. ובמקביל הם הולכים לושינגטון, לרשות לניירות ערך, לאס.סי.סי. ואומרים: תראו, אנחנו רוצים להביא אותם אלינו, ומסבירים מדוע, וקיבלו הרבה הקלות לרישום של אותן חברות. זו תגובה של הניו יורק ואנחנו למדנו את כל זה מהם, הלוואי אנחנו איפה שהם, אבל זאת אחת המגמות.

תגובה נוספת, הקמת מסגרות למסחר במניות של חברות צמיחה באירופה יש לנו את השווקים החדשים, הנובו מרצ'ן בפאריס, הנואי מרקט בגרמניה, למעשה אלה הם מספר שווקים שהם כולם עובדים ביחד. היו ביניהם יש עוד עבודה לא מעטה כדי להתאחד, אבל הם עובדים יפה מאד, ואגרסיבי מאד, ובארץ אגב הם מסתובבים כל הזמן. רק בשבוע שעבר היה כנס פה של קרנות הון סיכון ועשו פעולת שיווק רצינית, גם האיזדק(?) וגם הנובו מרשה.

מיזוגים. זאת תופעה מאד מעניינת ואולי אח"כ כשאני אנסה לעשות איזושהי הערכה מה צפוי לקרות, לפי דעתי זו אחת התופעות הכי מעניינות, ושיש להן השפעה הכי גדולה על מה שיקרה בשווקים בשוקי ההון, כפי שהגדרתי אותם. המיזוגים עברו מספר צעדים. קודם כל היו מיזוגים אזוריים של בורסות אזוריות, למשל בגרמניה, בשוייץ, ובמדינות נוספות.

עכשיו אפשר לקבל כמה דקות מהעודף שהשארתי? ממיזוגים אזוריים למיזוגים ענפיים שזה אומר בורסה למגזרים, בורסה למניות ומסלקה, שבהרבה מדינות הם גופים נפרדים והם מחברים אותם יחד, ולאחרונה אנחנו רואים תופעה של מיזוגים בין מדינות, בורסות בין מדינות, אם זה למשל צורת המיזוג היא קצת מורכבת ובגלל אילוצי זמן אני לא יכול להכנס לשם, אבל מחזקים מאד את הקשר בין בורסות במדינות שונות, למשל, בין וינה ופרנקפורט, קופנהאגן ושטוקהולם, והמקרה הבולט זה יורקס שזאת בורסת מגזרים משותפת לגרמניה ולשוויצריה. יש כאן שיתופי פעולה, גישה מרחוק בעזרת המחשוב, הזכרתי, את החדשנות הטכנולוגית. חברות מרחוק, חבר בורסה בהרבה מדינות לא חייב להיות נוכח פיזית באותה מדינה, הוא פשוט מקבל אפשרות לגשת ממדינה אחרת, ולבסוף, ההפרטה של הבורסה.

איך אנחנו בתל אביב נערכים לשינויים האלה? קודם כל הפעלת מערכת רצף, מערכת ממוחשבת, שקיבלה הרבה מאד שבחים, אני לא צריך לשבח את עצמנו. היא מאפשרת מסחר יעיל אנונימי עם מידע מלא, בצורה יוצאת מהכלל. רק היום היה לנו היקף מסחר של 400 מליון שקל, מתוך זה בנק לאומי לבד היה כמאה ארבעים מליון שקל, רק לפני שנה היו ימים שכל הבורסה כולה לא הגיעה לסכומים האלה, ואין ספק שזה צעד מאד חשוב בהתפתחות הבורסה.

ליברליזציה של כללי הרישום, דבר שהתרחש בשנתיים שלוש האחרונות. שיפור הרחבה ומחשוב שוק הנגזרים - שוב אני לא אתעכב על כך, עידוד השקעות מחו"ל, גם אנחנו רוצים לקבל חלק מאותו פוטנציאל, ואם אני אגב מסתכל על הנתונים, נתתי לכם קודם נתונים על חמש מדינות באסיה, אם אני מסתכל על נתונים של בנק ישראל, כי אגב, לנו אין נתונים, המסחר כולו הוא אנונימי, אנחנו לא יודעים מי הם המשקיעים הזרים, במחצית הראשונה של שנת 98, שבה חלה ירידה מאד גדולה בהשקעות זרות של המשק הישראלי, השקעות פיננסיות בבורסה הסתכמו ב - 575 מליון דולר. עוד אין נתונים לגבי הרבעון השלישי, אני מניח ששם תהיה ירידה, אבל זה ללא ספק מספר מרשים, והנושא של רישום כפול שכבר הזכרתי אותו בהקשר של ארה"ב, אבל אנחנו מאד שמחים, שרק לאחרונה ועדת ברודט שמונתה ע"י רשות ניירות ערך, המליצה על שורה של הקלות מאד משמעותיות בכל הנוגע לרישום הכפול.

כמה מספרים ובסוף שתי דקות על הערכות. אגב, רק מילה לגבי הנתונים, ארבע הבורסות הראשונות זה הכל במונחים דולריים, גם תל אביב זה במונחים דולריים, ואם אתם מסתכלים פה, גם מתחילת 97 ועד היום, וגם אוגוסט 98 שהיה חודש מאד סוער, אני חושב שתל אביב מאה המניות הגדולות עם שווי השוק הכי גדול בתל אביב, הן בהחלט עומדת יפה מול הבורסות האחרות. לגבי שאר השווקים, והכל בערכים מקומיים, זה לא תורגם לדולרים, אז יכול להיות בזה שינוי ניכר. לא שמתני פה את השווקים המתעוררים, כי אם הייתי שם את השווקים המתעוררים, הייתי צריך לשנות את הסקאלה, אחרת לא היה לי מקום להוסיף את זה למטה.

בדקה האחרונה שנשארה לי, כמה מילים לגבי מה צפוי. לפי דעתי, המגמה של מיזוגים וקשרים בין בורסות תתחזק, אחת הבדיחות אצלנו בכתלי הבורסה היא, שבשנת 2010 תהיינה בעולם שתי בורסות, בורסה גלובלית והבורסה של תל אביב. אני עוד לא רואה בדיוק מי רוצה להתמוג או להתקשר אתנו, הנדוניה שלנו היא לא מי יודע מה גדולה. אגב, הם לא מעוניינים, כתבנו להם מכתב, לא קיבלנו תשובה עד היום. מה שאני חושב, שהמיזוג בין בורסות יגדיל מאד את ההשקעות בין מדינות, כי אם צריך לשלוח כסף למדינה זרה, במיוחד אחרי מה שקרה זה, לא נראה לי שזה דבר מאד אטרקטיבי. אבל אם אתה למעשה על המסך שלך כמשקיע, רואה את המניות, הקשר עם הבורסה המקומית שהיא קשורה באופן טכנולוגי, ושוב, בדרך של כל מיני מנגנונים שאי אפשר לפרט אותם, בבורסות אחרות, אתה למעשה מרגיש שאתה משקיע בבורסה המקומית. הגם שהמניה היא מניה זרה.

לפי דעתי המגמה הזאת של מיזוגים בין בורסות תתחזק. אנחנו רואים שהיא בחזקת מיום ליום, ויש דינמיקה מאד מהירה בזה, וכתוצאה מכך, גם ההשקעות על אף כל מה שקרה, תלכנה ותגדלנה הרבה מעבר למספרים שאנחנו רואים היום. תודה רבה.

פרופי ליידרמן: מה שאני אנסה לעשות בזמן שעומד לרשותי, זה בעצם לסכם איך אני רואה, נקרא לזה, את עשר הנקודות העיקריות של הערכת התחזיות עם כל הנקודות שהזכירו כבר, מסקנות, לקחים מהמשברים שהיינו עדים להם עד כה, בעיקר משברי אסיה ורוסיה. אני אנסה כמה שיותר לצמצם את החפיפה עם דברים של קודמי, שבוודאי היו דברים מעניינים, שלחלקם אני מסכים ולהתמקד גם בדברים שיחסית לא הודגשו כאן.

מהן אותן עשר נקודות שבאמצעותן אני מסכם דברים שלא היינו בטוחים לגביהם ולא ידענו אותם לפני מספר חודשים וכיום נראה לי שאנחנו יותר בטוחים לגביהם. אני אתחיל עם ארבע נקודות לגבי העולם, מאד בקצרה ואז אפנה למשק הישראלי.

נקודה ראשונה שהודגשה כבר ע"י הדוברים הקודמים, על פי מרבית ההערכות שקיימות כיום, ועם כל אי הוודאות שקיימת בתחזיות, זה די ברור שההערכה

הקיימת, הרווחת, היא שהעולם צועד לקראת האטה בצמיחה הכלכלית. אם התוצר העולמי צמח בקצב של 4 אחוז בשנים 96/97, קצב שהוא מעל הממוצע של 3.8 אחוז בשלושים השנה האחרונות, אנחנו מדברים על השנים 98/99, מדברים על קצבי גידול של התוצר העולמי של כשני אחוז בלבד.

ההאטה בצמיחה מתפרשת על פני כל האזורים. באפריקה אנחנו מדברים אפילו על צמיחה שלילית - על ירידה בתוצר. באמריקה הלטינית ירידה משמעותית בצריכה, וכנ"ל לגבי אזורים אחרים. שאלת מפתח בכל התחזיות - מה יקרה בארה"ב. שאלת מפתח כדי לענות לשאלת המפתח הזאת, מה יקרה לרמת המחירים בשוקי ניירות ערך של ארה"ב. מרבית החזאים במרבית התחזיות בארה"ב על האטה של הצמיחה, מתבססות לא על השפעות על הסחר, על היצוא של ארה"ב בעקבות משברי רוסיה ואחרים, אלא בעיקר על השאלה מה יהיה אובדן הרכוש דרך ירידת המחירים בשוקי ניירות הערך, וכמו שעמירם סיוון עמר בתחילת הדברים, מאד קשה לנבא מה בדיוק יקרה לאותן בורסות ולאותם שוקי ניירות ערך, אבל ברור מה הכיוון.

מבחינת מדינה קטנה שסוחרת עם העולם, נסתכל על השקף הזה, וזה יהיה השקף היחיד שמפאת קוצר הזמן שאני אציג, חשוב יותר מהצמיחה שבעולם, זה הצמיחה של ארה"ב ומצאנו זאת במחקרים אמפירים על המשק הישראלי ועל פונקצית היצוא, שעור הגידול של הסחר העולמי. וגם כאן אנחנו רואים האטה בקצב הגידול של הסחר העולמי, שבשלוש השנים האחרונות היה בקצבים יחסית גבוהים, בשנה האחרונה קרוב לעשרה אחוז, מרבית התחזיות מדברות כיום על קצב גידול של קרוב ל- 5 אחוז, על פני השנתיים הקרובות, אלה נתונים של קרן המטבע.

אני רוצה לציין שעיקר הירידה בתחזיות הוא כבר בעקבות משבר אסיה, כך שכשאנחנו משווים את הכחול לורוד, זה לא הכל משבר רוסיה וההתפתחויות האחרונות, אלא זה כבר מגלם בתוכו משבר אסיה, ויש עוד כאחוז וחצי נוסף שהתווספו בשבועות האחרונים, כלכלני קרן המטבע והגופים השונים עובדים באינטנסיביות על התחזיות האלה, ומאד קשה כרגע להגיע להערכות מוסכמות בהקשר הזה. זו אם כן הנקודה הראשונה.

נקודה שניה: אנחנו צועדים לקראת ירידה משמעותית וגם זה נאמר בתנועות ההון לכלכלות המתפתחות, למשקים הצומחים. זה ברור שלאחר ההפסדים הגדולים של משקיעים שונים ברוסיה, באמריקה הלטינית, באסיה, משקיעים מאד נזהרים מהתפישה שלהם של סיכון הייתי אומר ירח הדבש של המשקיעים עם הכלכלות המתפתחות, עם השווקים הצומחים, כנראה שהגיע לסיום, והגיע המקום לסלקטיביות. דבר שגם נאמר קודם לכן. כלומר, הרבה יותר זהירות בבחירת המקומות השונים.

כיום, עיקר הנפגעים מהירידה בתנועות ההון הבין לאומיות, עיקר הנפגעות אלה מדינות עם גרעונות בחשבון השוטף, שממומן בעיקר ע"י לקיחת הלוואות בחו"ל, ואלה מדינות שגם צריכות לעשות גלגול של חוב קיים, מהסוג של הבעיה שהתפתחה ברוסיה, שבסופו של דבר לא הצליחה לפרוע 40 מיליארד דולר. זו הבעיה של המדינות האלה.

וכאן נקודה לידידי אסף רזין: שינוי זה או אחר קטן לא ישנה את הבעיה הזו. הבעיה הזו היא בעיה סיסטמית, של שינוי 1.1, 1.15, 1.25 בריבית שנעשית לכל כיוון, בוודאי יכול לתרום לכאן או לכאן, אבל הבעיה היא הרבה יותר עמוקה, המערכת נמצאת במצוקה של נזילות, במצוקה של אשראי, ועד שחבילות של סיוע או חבילות של רה-ארגון של כל החוב הזה מהסוג של מה שנעשה באמריקה הלטינית בתחילת שנות השמונים, יהיה הפוך, אנחנו לא נראה פתרון לבעיה. הפתרון הוא הרבה יותר מורכב משינוי מוניטרי זה או אחר של בנק מרכזי זה או אחר. גם הורדה מתואמת של הריביות ע"י בנקים מרכזיים בעולם שדובר עליה, אולי תקל, אבל זה בעצם שינוי די קטן יחסית לגודל הבעיה.

נקודה שלישית שכבר הוזכרה ע"י עמירם סיוון בפתחת הדברים: אין ספק שאנחנו בעולם שבו גברה אי הוודאות, גבר הסיכון הוולטיביות, התנודתיות. זה עולם שבו השחקנים השונים, הגורמים השונים במשק צריכים לדעת להתמודד וללמוד להתמודד עם אותה אי וודאות, עם אותם סיכונים. זה גם כולל את קובעי המדיניות. קובעי המדיניות גם הפיסקלית, גם המוניטרית בכל אחד מהמשקים, גם נתונים לאי וודאות יותר גדולה ולתנודתיות יותר גדולה, וגם זה יצטרך להכנס לתחום המדיניות.

נקודה רביעית ובזה אני אסיים את הקטע של העולם, נראה שזה ייקח עוד הרבה זמן. אם אנחנו מסתכלים וגם זה נרמז ונאמר בדיון הקודם. האופי של המשבר הנוכחי הוא שונה מהמשבר שלמשל ראינו בעקבות קריסת המשטרים של שערי החליפין באירופה בסתיו 92. אנחנו מדברים על משבר שעמו יש הרבה מאד בעיות מבניות, בעיות סטרוקטורליות במערכות הפיננסיות ובמערכות הבנקאות שייקח עוד זמן לפתור אותן. אנחנו רואים את הקשיים של יפן בפתרון של הבעיות האלה, יהיו קשיים בברזיל, ועדיין ישנם קשיים במדינות אסיאתיות אחרות, והדבר הזה ייקח עוד זמן. אנחנו שוב ראינו עוד באמריקה הלטינית, כיצד מה שהתחיל כמשבר מכסיקו ב - 1982 כאשר מכסיקו מודיעה לארה"ב שהיא לא יכולה לפרוע את החוב שלה, ואז צילי עושה אותו הדבר וגם ארגנטינה, ומתחיל משבר החוב של אותן שנים, לקח שש שבע שנים עד שלמעשה כל המערכת הזו התארגנה מחדש והגיעה לאיזושהי נורמליזציה עם התופעה של הברידי-בון וכל התופעות האלה שהיו אז.

הבעיה היא לא רק כלכלית וגם זה נרמז קודם, היא גם פוליטית. אנחנו רואים ביפן קשיים פוליטיים ברה-ארגון של מערכת הבנקאות. אלה אם כן ארבע נקודות לגבי העולם.

לגבי ישראל, אני אתמקד בשש נקודות עיקריות, ואני חושב שהנקודה הראשונה היא נקודה שלא נאמרה כאן, ולדעתי היא הנקודה הבולטת ביותר של מה שניתן ללמוד ממה שראינו עד כה, וזאת העובדה שעל אף הסערה בעולם והתנודתיות המאד גדולה וזה ראינו בשקף של יאיר אורגלר לפני רגע, השווקים במשק הישראלי תפקדו בצורה יחסית מייצבת. אני מדגיש עד כה. אנחנו לא יודעים מה יהיה בהמשך. אבל בסה"כ, אם אנחנו מדברים על סדר גודל התנודות שהיו בעולם, משק קטן במצב הגיאו פוליטי של המשק הישראלי, להערכתי, השווקים תפקדו בצורה מייצבת. השווקים לא רק שלא העצימו את ההשפעה של העולם עלינו, אלא גם סיננו והקטינו את ההשפעות האלה על הכלכלה הישראלית. מבחינת הבורסה, אם אינני טועה, אנחנו מדברים על ירידת מחירים של כ - 7 - 8 אחוזים מאז תחילת אוגוסט. מבחינת שער החליפין, אנחנו מדברים על עליה של כ - 6 אחוז, פיחות של כ - 6 אחוז בשער הסל, פיחות קטן יותר לעומת הדולר.

אני חושב שאותו הפיחות של שער החליפין לא שיקף, וגם זה נאמר, מתקפה ספקולטיבית, חוסר אמון בשקל או במדיניות שער החליפין של הבנק המרכזי, זה שיקף התאמה של תיקי הנכסים, בעיקר של תושבי חוץ, גם של תושבים מקומיים, זה משתנה אנדוגני, שער החליפין הגיב לתנודות האלה ומיקם את עצמו היכן שהוא מיקם, דווקא בתקופה שקיימת הגברה כמעט מלאה בליברליזציה במערכת. להערכתי, זה מידע מאד חשוב, לדעת ששווקים פיננסיים במשק הישראלי תפקדו בצורה מייצבת, לאור זעזועים כאלה, שוב, קשה מאד לתת תחזיות לעתיד, אנחנו לא יודעים מה יהיה השוקים ומה יהיו התנודות, אבל לדעת שזה קרה - אני חושב שזה מידע מאד חשוב. אני גם רוצה לציין את העובדה שהציבור השתמש בצורה די משמעותית בהגנות בפני סיכונים, אם זה דרך אופציות, אם זה דרך כל מיני נגזרות אחרות, ולהערתי גם, ברמה של משקי הבית, יומם של נכסים צמודים במשק הישראלי, של נכסים צמודים למדד המחירים או לשער החליפין, דווקא פועל כגורם מייצב, דבר שהוא מאד מיוחד למשק הישראלי, שהרי האזרח בברזיל, חוץ מדולרים בלטה, אין לו הרבה דרכים להבטיח את עצמו במצבים של אי וודאות.

הנקודות השישית והשביעית מתייחסות למדוע, אם לסכם בשתי משפחות של נקודות, מדוע היו התגובות כפי שהיו, מייצבות דווקא, ולא מעצימות יחסית למדינות פתוחות אחרות. בנקודה השישית אני מתמקד בהתפתחויות במשק. היו לנו התפתחויות, הייתי אומר, גם באותם משתנים שאסף רזין הזכיר, שתמכו בכך שהתגובה של השווקים תהיה תגובה מייצבת. ואני רוצה לציין ארבע התפתחויות עיקריות: הראשונה שיפור מהיר מאד ומאד מרשים בגרעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. ב- 96' היה לנו גרעון של כ- 3,5 מיליארד דולר, זה הישג מאד משמעותי של המשק, שהשנה אנחנו מצפים לגרעון של כ- 2,3 מיליארד דולר, ולשנה הבאה מרבית התחזיות הן של גרעון בחשבון השוטף של מתחת ל- 2 מיליארד דולר. לא רק שהגרעון פחת, אלא שאין גם כמעט תלות במימון שלו בהון לזמן קצר, שזו התופעה המאד בעייתית של הרבה מאד מדינות אחרות.

נקודה שניה: הירידה החדה בשעור האינפלציה, והעובדה שהיא מתקרבת לאינפלציה בעולם. נקודה שלישית הנוכחות המוגבלת של משקיעי חוץ במשק ובעיקר נוכחות מוגברת של משקיעי חוץ בפוזיציות ספקולטיביות לזמן קצר, לעומת משקים אחרים שבהם התופעה הזו היתה הרבה יותר נפוצה. דניאל, אתה וולקס כאן, אבל לטווח הבינוני והארוך, ולהשקעות כמה שיותר ריאליות.

הנקודה האחרונה היא אי הקיום של מצב בועתי, של מצב של בועה בשוקי הנדל"ן ובשוקי ניירות הערך, דבר שכן אפיין מדינות אחרות.

בנקודה השביעית אני מתמקד אם כן, בגורמים אחרים שתמכו בעובדה שבמשק התגובות היו דווקא מייצבות ושאני לפחות אישית מתרשם מעט מעצם העובדה הזו, וכאן אני שם את הדגש על גורמי מדיניות כלכלית, מדיניות כלכלית שניתן היה אולי לנהל אחרת, וטוב שלא נוהלה אחרת, לפחות גם משיקולים תאורטיים, מה שאנחנו יודעים תאורטית וגם מבחינת השפעות בין לאומיות.

נקודה ראשונה במישור המדיניוטי, החזרה למשמעת פיזקלית ב - 1997 וההחלטה לשמור על מסגרת חוק הפחתת הגרעון בתקציב הקרוב של '99. כמובן שהמבחן יהיה בביצוע, אנחנו עוד לא יכולים להתנבא, התקציב הזה צריך לעבור את הכנסת. אנחנו גם לא יודעים כיצד יסתיים הפרפורמנס של תקציב '98, אבל אני חושב שלאור הלחצים של המשק, שהיו נתונים גם פוליטיים וגם כלכליים, זה איתות חשוב לשחקנים בשוק ההון המקומי, גם בחו"ל, העובדה שנשמרה המסגרת הפיזקלית. נושא שני, ההתקדמות בליברליזציה בתחום מטבע חוץ והאפשרות לניידות גדולה יותר של שער החליפין בתוך רצועת הניוד, אשר מאפשרת לגורמים השונים לתמחר בצורה נכונה יותר את הסיכונים שקשורים בתנודות בשער החליפין ותנודות בשוק מטבע חוץ. אחת מהבעיות בחלק מהמדינות שהוזכרו, היתה שהגורמים הפרטיים לא הפנימו את הסיכונים האמיתיים שקשורים לנטילת פוזיציות במטבע חוץ, והדבר הזה בוודאי השפיע על התפרצות המשברים.

הנושא השלישי מבחינה מדיניותית, ירידה בשעור -

גם הגורמים החיצוניים לא יודעים על כך. יו"ר סיוון:

פרופ' ליידרמן: בהחלט. הנקודה השלישית היא הירידה בשעור האינפלציה. בבנק ישראל אנחנו חושבים שזה הישג מאד מרשים של המשק, שכיום אנחנו נמצאים בשעור אינפלציה בסביבות ה- 4 - 5 אחוז שהוא מתקרב וקרוב לשעורי האינפלציה של מרבית השותפות לסחר הבין לאומי שלנו, וכאן האיתנות החשובה הוא קביעת הממשלה את יעד האינפלציה לשנה הבאה כ- 4 אחוזים, בצורה שלמעשה באה לבסס את ההישג הזה של המשק, באה לנצל את ההזדמנות הזאת לתחנה נוספת בדרך להתחדשות האינפלציה המקומית לאינפלציה העולמית. גם כאן המבחן יהיה בביצוע, והמדיניות המוניטרית של בנק ישראל, תמשיך כבעבר, להתמקד בראש ובראשונה בהשגת אותו יעד אינפלציה שנקבע ע"י הממשלה, כמובן תוך התחשבות בגורמים השונים, מצב המשק, ההשפעה של ההאטה בעולם וכו', ותוך כמובן שימת דגש לנושא נוסף שבוודאי דרוש וצריך לתת לו תשומת לב מאד חשובה בימים אלה, וזהו פער הריביות ופער התשואות בין הריבית המקומית והריבית של חו"ל, פער שכמובן ירד לאחרונה בעקבות סדרה של הורדות ריבית ע"י בנק ישראל.

נקודות 8 ו- 9 מתייחסות לפגיעות של המשק. דיברנו, אם תרצו, על הישגים, או דיברנו על נקודות אור בתגובה של המשק לזעזועים מאד גדולים שהפילו כלכלות שונות ומערכות שונות. המשק בכל אופן פגיע, ובנקודה השמינית אני רוצה לציין, בעקבות התחזיות שדיברנו עליהן, של צמיחה, של סחר עולמי, שאין צל של ספק שקיימת פגיעות של הצד הריאלי להתפתחויות שהוזכרו קודם לכן, ושבהקשר הזה נדרשת בדיקה מחדש של אותן התחזיות של צמיחה של 2,5 אחוזי תוצר, גידול בתוצר שגלומות בתקציב שהוגש לממשלה בחודשים יולי אוגוסט השנה. בבנק ישראל אנחנו בעיצומה של עבודה בנושא הזה, העבודה טרם הושלמה, אני לא יכול לדווח על תוצאות, אבל בוודאי שאנחנו בודקים את הנושא הזה, ומוקדם עדיין לדווח על תוצאות ספציפיות, ברור שהסיכונים גדלו וגברו לכך שהצמיחה תהיה יותר נמוכה מ- 2,5 אחוז, השאלה היא בכמה וגם כאן תחזיות שונות יהיו תלויות בהנחות שונות.

הנקודה התשיעית מתייחסת לפגיעות לא בצד הריאלי, אלא בצד הפיננסי של תנועות ההון. וכאן אני רוצה לציין, שברור שכפי שנאמר קודם ע"י מספר

דוברים, כאשר הסנטימנט של משקיעי חוץ משתנה כלפי שווקים שונים בעולם, סביר להניח שישראל תהיה גם חלק מזה, אם כי, ואני עוד אחזור לנקודה הזאת, יכולה לגבור התחושה של סלקטיביות והצורך של סלקטיביות בבחירה של המשקיעים את המקומות השונים.

מאד מעניין לציין כאן את ההתפתחות של השנה, שהשנה עוד לפני המשברים שאנחנו מדברים עליהם, כבר במחצית הראשונה של השנה, חלו שינויים די דרמטיים בתמונת יבוא ההון של המגזר הפרטי הלא פיננסי של המשק. למעשה, אם אנחנו מסתכלים מתחילת השנה ועד היום, אנחנו נמצאים היום ברמה של יבוא הון שהיא כארבעים אחוז מהרמה שהיתה בשנה הקודמת. עוד לפני כל השינויים האלה שדיברנו עליהם בעקבות המשברים בעולם. עיקר הירידה ביבוא ההון משקפת פעולות של תושבי ישראל, ובעיקר הקטנת לקיחת, הקטנת זרם האשראי המטייחי שנכנס למשק, ושנלקח ע"י גורמים שונים בסקטור הפרטי. כלומר, זו שנה של גידול הרבה יותר קטן אם בכלל, באשראי המטייחי ע"י הסקטור הפרטי משנה שעברה, ולדעתי זה משקף בין היתר הפנמה גדולה יותר של סיכונים המטבע שכרוכים בלקיחת אשראים כאלה, סיכונים שגברו בעקבות משברי אסיה בקיץ שנה שעברה, וגם פוטנציאלית עם הרחבת רצועת הניוד שנעשתה וגם עם הליברליזציה.

מעבר לכך, כפי שצוין כאן, היתה גם ירידה מסוימת בתנועות ההון של תושבי חוץ, גם בתנועות ההון הפיננסיות וגם בתנועות ההון הריאליות. אני מעריך שהעובדה שכבר השנה אנחנו נמצאים באיזושהי התאמה מסוימת כלפי מטה ביבוא ההון, שחלקן משקפת תמחור נכון יותר והפנמה נכונה יותר של הסיכונים, שקשורים במטבע חוץ, דווקא מחזקת את נקודת המוצא של המשק לשינויים אפשריים נוספים מבחינת תנועות ההון, כי הרי התלות שלנו שם כבר מתחילת השנה, הלכה וקטנה, וכאמור, אני רואה בנקודת מוצא כזו, נקודת מוצא הרבה יותר נוחה מאשר נקודת המוצא שבה היינו בסוף שנה שעברה או בתחילת השנה הנוכחית.

נקודה עשירית ובזה אני אסיים, לאור העלות הרבה והמחיר היקר למשקים שונים ולחברה של כלכלות שעוברות משברים שונים כפי שראינו, וזה מחיר של

אובדן תוצר, זה מחיר של אובדן השקעות, אני חושב שמניעת משבר מהסוג שהתפתח במדינות אחרות, צריך להיות יעד מרכזי של המדיניות הכלכלית לשנים הקרובות. בהקשר הזה מניעת משבר ויצירת אווירה של יציבות, תיצור תנאים שלדעתי, ייטיבו אתנו במובן של הסלקטיביות. זה נראה לי הכיוון שאנחנו צריכים ללכת אליו מבחינת ההשקעות הזרות, מבחינת המיקום של ישראל בעולם. להבדיל בינינו ובין אותן הכלכלות שכן נכנסו לבעיות, דווקא מאותם השיקולים שהזכרנו קודם לכן, ולהדגיש את המיוחד כאן, על אף כמובן, הסיכונים הגיאו פוליטיים.

נכון. יש במשק האטה, יש במשק בעיה של אבטלה שהיא אולי הבעיה הכלכלית מספר אחת ושצריך לפתור אותה. אבל חבל יהיה, וזה יהיה לא מוצדק לנסות לפתור את בעיית האבטלה באמצעות הרחבות מוניטריות או פייסקליות, ש - א. לא יצליחו לתור את הבעיה. ב. יפגעו במעמד הבין לאומי של המשק, יפגעו במעמד של המשק בצורה כזאת, שבסופו של דבר תחזור אלינו בעיית ההאטה או בעיית האבטלה בלבד אחר של חוסר השקעות, של אובדן אמינות ואובדן אמן במשק ובכלכלה, ובהקשר הזה שוב, אני מדגיש, שזאת צריכה להיות הנישה לדעתי, של ישראל, ליצור את אותה דיפרנציאציה שמדגישה מדוע אנחנו שונים, מדוע כאן - נקווה שזה לא יקרה - לא יתפתח המשבר, ליצור את אותה תשתית של מדיניות שמדגישה את הזמן הבינוני והארוך ולא מתפתה בפיתוי של הישגים של הזמן הקצר, ושעם זה נוצרת סכנה ליציבות, שבסופו של דבר יכולה לפגוע במעמד של המשק.

יור' סיוון: רבותי, אני מודה קודם כל לכל קהל המשתתפים, תודה לכל הדוברים, שמענו הרבה נקודות מעניינות, ואני לא חושב שמיצינו את כל הנקודות האפשריות, אחת הנקודות שלא כל כך הועלו כאן, והיא קריטית למה שקרה, העובדה שמערכת הנתונים הפיננסית ברוב הארצות שאנחנו מדברים עליהן, לא חזרה על זה, והערך של האינפורמציה, בעצם קשה לי להבין, איך מעריכים השקעות שמשקיעי חוץ נכנסים לשם, ואני לא רוצה להרחיב את הדיבור בנושא הזה. זו בהחלט אחת הסיבות אם לא היחידה למשברים שקרו שם.

רבותי, אני מאד נהנית, ואני גם שמח שנשמעה כאן נימה של אופטימיות בכל זאת, אם כי אני מודה שאני חוזר מחר למשרד, ולא אוכל להמשיך לעשות את מה שעשיתי בימים האחרונים. תודה רבה לכם.

תם ונשלם ערב העיון.