פרופ' צביקה אקשטיין, ראש ביה"ס לכלכלה המרכז הבינתחומי הרצליה מלון דן ת"א
מפגש ניהול סיכונים של פורום CFO -
סיכונים וסיכויים מאקרו כלכליים

אני חושב שבמידה מסוימת לא נתנו לשיקולי המאקרו הכלכליים מקום מספיק חשוב בניהול חברה והיום זה משתנה ותופס מקום מרכזי.

אתן סקירה על המשק המקומי והעולמי. הסביבה העולמית היא צמיחה. צמיחת החברה שלך תלויה בצמיחה בעולם. אנו רואים ב- 2007 את המשבר העולמי. צבע אדום באירופה, ירקרק בארה"ב וכחול בישראל. ניתן לראות את הצמיחה היוצאת דופן של ישראל. מהחצי השני של 2003 עד המשבר במונחים שנתיים ישראל צמחה מעל 5% בממוצע אפילו ב 2007 צמיחה מאד משמעותית כשאר אירופה וארה"ב צמחו בין 2-3%. המשבר פגע גם בישראל אך ב- 2009 הצמיחה הייתה שלילית של פחות מאחוז בעוד בשווקים הגלובליים הצמיחה השלילית הייתה משמעותית. חזרנו לצמיחה ב- 2009-10 ולמעשה בחמש השנים הבאות המשק המקומי חוזר לשיעורי צמיחה הסטוריים של סביבות 3%.

יש כאן שני פקטורים מרכזיים המשפיעים על המשק המקומי: מה שקורה במשק העולמי בו שיעורי הצמיחה יהיו בחמש השנים הקרובות נמוכים יותר. הסחר העולמי שצמח לפני המשבר ב 9% צומח עכשיו הרבה פחות והייצוא הישראלי שהוא מנוע הצמיחה של המשק עד המשבר ולאחריו צומח בצורה נמוכה יותר וזה משפיע על כל מי שעוסק בייצוא ועל המשק כולו.

המרכיב השני הוא שוק העבודה.

סה"כ, אירופה תחזור לשיעור חיובי ב 2014- 2015 אך לכל היותר תצמח ב1% או קצת יותר. ארה"ב תצמח כנראה סביב 2.5% בשנים הקרובות, לא לפני 2015.

נפילת הסחר העולמי במשבר הייתה גבוהה מאד והייצוא הישראלי נעצר אך גם יצא ונפגע פחות בתוך התהליך, במיוחד מתוך מה שקרה בתעשיית ההיי טק שכיום הוא מנוע צמיחה נמוך יותר.

העולם הולך לצמוח בפחות בחמש השנים הקרובות, בעיקר כי צריך לטפל במערכת חובות ענקית שנוצרה במערכת הפיננסית המצטמצמת. משברי החובות באירופה, הבלגן הבינלאומי משפיע על המקרו. בנוסף לכך יש את נושא שוק העבודה. המשבר העלה את שיעורי האבטלה באירופה לשיעורים גבוהים (יוון וספרד 25%, גם בצרפת ואיטליה שיעורי אבטלה מאד גבוהים. ממוצע של 11.5%). תפקוד שוק העבודה והיכולת לחזור לשיעורי אבטלה נמוכים יותר מעיב על משקים אלו כולל על ארה"ב.

ברננקי והוועדה המוניטרית FOMC קבעו שלא יעלו את הריבית לפני שהאבטלה תרד מתחת ל 6.5%, וזה לא יקרה לפני 2015. כך שכל עוד הריבית באפס, אנחנו במשבר עולמי.

האבטלה בישראל הגיעה לפחות מ 7% עם תחזית של בנק ישראל לעלייה של מעל 7% ב- 2013. אנו עדיין במשקים ממותנים שייקח להם זמן להתארגן. מרכיב האבטלה בישראל הוא גידול משמעותי בתעסוקה שבחלקו בא מביקושים אך ברובו נובע מתוך כניסה לשוק העבודה של אנשים שיצאו ממנו לפני כן – מובטלים בעיקר, כולל עליה בשיעור החרדים שעובדים ויש עליה בתעסוקה של הסקטור הערבי ובעלי הכנסה נמוכה. עדיין אחת הבעיות הקשות של המשק הישראלי הוא שיעור תעסוקה נמוך. 7% פחות מהמקובל בארצות המובילות, כארה"ב. לכן, נושא התעסוקה הוא מאד מרכזי.

ליבור פחות OIS (מרווח הליבור מריבית הבנק המרכזי). יש בעיות עם הליבור אך זהו הבנצ'מארק העולמי לריבית בעולם. כל פעם שיש משבר קטן אנו רואים את הליבור קצת קופץ, אך מה שאנו רואים הוא ששוק

הכספים ממנו בא הליבור כבנצ'מארק כיום מנוהל על ידי הבנקים המרכזיים והשוק הבינ-בנקאי הצטמצם לגמרי. יש נגישות לנזילות והלוואות אובר נייט ואחרות.

CDS - Credit Default Swap. פרמטר הסיכון מספר אחת בעולם. כשמדברים על סיכונים בעולם צריכים להסתכל על CDS. על כל דולר ביטוח כנגד חוב של בנק גדול בעולם, אם רצית ביטוח שייתן לך טריפל A היית צריך לשלם 3.5%(3.5 סנט) זה בעצם עלות הביטוח לחובות של הבנקים הגדולים. היום עלות החוב של ישראל עומד על 1.26%. מרבית הבנקים הגדולים בעולם הם ברמת סיכון יותר גבוהה ממדינת ישראל. עדיין יש סיכונים גדולים במערכת הפיננסית בעולם והפער בין הליבור לבין הסיכון בבנקים מבטא את הפעילות המסיבית של הבנקים המרכזיים בעולם.

כאשר בנק מסוים רוצה לבטח חוב של חברה גדולה הוא מוציא CDS. ישראל נמצאת ברמת סיכון נמוכה יחסית ממדינות אחרות בעולם. חזרנו לסיכונים פיננסיים של לפני משבר החוב הגדול שהתחיל ב 2010.

חוזק המשק הישראלי וכל משק (וגם הסיכונים שלו) הוא בארבעה מרכיבים עיקריים:

1. השווקים הפיננסים,
2. המדיניות הפיסקלית תקציב הממשלה והחוב
3. מאזן התשלומים
4. המדיניות המוניטרית ויציבות המחירים.

המערכת הפיננסית מתפקדת יפה, היא יציבה אבל סופר שמרנית. החוב הציבורי והפרטי ברמה סבירה חוץ מהחוב קונצרני. יש לנו מערכת בנקאית עם מינוף יחסית נמוך – יש לבנקים הרבה הון יחסית למינוף, אבל יש ירידה מתמשכת של הסקטור הבנקאי לסקטור העסקי ועליה בשלוש השנים האחרונות למשקי הבית.

הוראות הפיקוח על הבנקים להגדלת הון הליבה יוצר לחץ על הבנקים בטווח הקצר לצמצום האשראי לציבור. הם לא מגייסים הון והם נאלצים להגביל את כמות האשראי שהם נותנים. שיעור החיסכון אצלנו הוא גבוה ואין אצלנו חשיפה למוצרים פיננסיים כמו איגוח, MBS ו CDO.

סיכון משמעותי של המדיניות הפיסקלית –מגירעונות שהיו קרובים ל 0 עם חוב תוצר יורד בצורה מצוינת לכיוון שפחות מ 80% והוצאה ציבורית מצטמצמת וממשלה קטנה לכיוון ה 44%, אנו כיום בתהליך שבו הממשלה הולכת לגדול ב 14-2013 יחסית לתוצר. יש סיכון של מה הממשלה תעשה עם התקציב, אך בסה"כ אנחנו עם גרעון של 3.3% עם סימן שאלה, מכיוון שלמעשה כרגע לפי תוואי מערכת המס ולפי הוצאות הממשלה אנחנו בפועל נמצאים ברמת גירעון של 5%.

אחד הסיכונים בטווח הקצר למשק הוא נושא התקציב: כללי הוצאה אומצו, אך לפי כלל זה ההוצאה תגדל ב 5% יחסית לתקציב וב- 2014 יגדל ב 3%. אין בקרה. לממשלה אין בקרה. היא לוקחת התחייבויות ומספרת לציבור שהיא תעשה דברים מסוימים, נדרשת התאמה של ירידה, קיצוץ בהוצאות הממשלה וכדי לעמוד ביעד הגרעון של 3% (שהיעד המקורי היה 1.5%) תתחייב תוספת מיסים של 18-14 מיליארד שקלים לפחות.

מאזן התשלומים – שינוי דרמטי במשק הישראלי. סה"כ הייצוא והיבוא כאחוזים מהתל"ג. יש לנו איזון כמעט מלא של סה"כ ייצוא סחורות ושירותים - הייצוא יורד והייבוא יורד. כשדיברתי על 2.8% צמיחה, לא לקחתי בחשבון את הפקת הגז. אחוז תוצר הוא כמעט 10 מיליארד שקלים. המשמעות היא שיהיה עודף במאזן התשלומים. זה יכול להתחיל להפעיל לחץ להתחזקות השקל (Dutch disease). אין סיכון כלכלי במאזן התשלומים אך יש סיכון של פירמה משמעותי על התחזקות השקל. לממשלה אין שום מנגנון לטפל בנושא זה בשלב זה. לממשלה אין שום תכנית ממשלתית.

האינפלציה לאורך המשבר הייתה מעל הרף העליון בממוצע, אך הציפיות והאמון במדיניות היו די יציבים. הציפיות עלו קצת כלפי מעלה בתקופת המשבר. הציבור ראה שבנק ישראל מאפשר לאינפלציה להיות קצת יותר גבוהה. חלק מרכזי באינפלציה נבע מהדיור שעלה ב 2009-2011. כרגע ציפיות האינפלציה והאינפלציה עומדים מתחת ל 2% וזה אפשר לבנק ישראל גמישות ואפשרות להוריד את הריבית מתחת ל 1.75%. ללא מרכיב הדיור והאנרגיה, האינפלציה היא מתחת לרף התחתון. כלומר, יש מקום להורדת הריבית.

גם מנקודת שער החליפין יש מקום להורדת ריבית. גם מנקודת ריאות של פעילות העסקית, יש יותר התייצבות סביב ה- 3%, יש מקום ליציבות בשער הריבית. גם קדימה תחזית האינפלציה עומדת על פחות מ 2% והכוונה היא לשמור על ריבית של 1.75%. לא רואים לפני 2015 עלייה בריבית באירופה, ארה"ב, סין, יפן וכו'.

כרגע שער החליפין עומד על פחות מ- 3.7 שקלים. בטווח ארוך, ללא הגז, זה החלק התחתון של שיווי המשקל. אם נראה התחזקות השקל לכיוון ה 3.5 שקלים. שימו לב שהשקל מתחזק גם מול מטבעות אחרים. אם אכן תתממש ההתחזקות של השקל, בנק ישראל יצטרך לקבל החלטה עם הממשלה כי החלק המרכזי הוא נושא ה – Dutch Disease. זו תהיה משימה לא פשוטה.

לסיכום: הסיכון הפיננסי העולמי פחת, הסיכון ממשבר החובות באירופה פחת אך עדיין שם. עוד יכולים להיות קפיצות בדרך, אך הם עלו על מסלול חיובי של פיקוח על הבנקים וניהול הסיכונים הכלל אירופאיים. שיעורי הצמיחה בישראל מתונים. שינויים במדיניות מוניטרית לא צפויה בעולם לפני 2015. סיכון במדיניות פיסקאלית וסיכון בהתחזקות השקל. סיכונים גיאופוליטיים.