

לחשוב אחרת על הקרן לאזרחי ישראל



הוועדה המיוחדת לעניין הקרן לאזרחי ישראל

תודות

נייר מדיניות זה מבוסס על עדותו של פרופ' גלן יאגו בכנסת בפני הוועדה המיוחדת לעניין הקרן לאזרחי ישראל (בעבר ועדת פיקוח מיוחדת לכנסת על הקרן להסדרת הכנסות המדינה מהיטלי רווחי גז ונפט) כהמשך למחקר במרכז מילקן לחדשנות במכון ירושלים. אנו מודים לחברי הכנסת והצוות המיוחד על הזמנתנו. תודה מיוחדת על עזרה נוספת בנושא מחקר ועריכה לסטיבן זכר וליאורה שוהם-פיטרס ממרכז מילקן לחדשנות וכן לדינה מקניקולס ומייק ביילי.

אודות

מרכז מילקן לחדשנות כחלק ממכון ירושלים למחקרי מדיניות, מתמקד בפיתוח פתרונות מבוססי-שוק לאתגרים הגדולים ביותר העומדים בפני ישראל בשעה שהיא הופכת מ'אומת הסטארט אפ' לאומה גלובלית. מטרתנו היא להאיץ את הצמיחה הכלכלית, לבנות הון אנושי ולבסס את מעמדה של ישראל כחלוצה באספקת פתרונות לאתגרים גלובליים בתחומי המים, המזון, החינוך, הבריאות והאנרגיה – פתרונות שיאמצו על-ידי מדינות אחרות

מעבדת בלום לכלכלות מתפתחות היא חלק מרשת גלובלית של מרכזי בלום שמרכזת באוניברסיטת קליפורניה בברקלי. הרשת מאפשרת פיתוח של פתרונות אינטרדיסציפלינריים לבעיות בענפים מרכזיים כגון האנרגיה, הבריאות, הטכנולוגיה, המזון, המים ואתגרים נוספים לפיתוח בר-קיימא.

רקע

בדצמבר 2011 פרסמנו את המלצות המחקר של המעבדה לחידושים פיננסיים, שכותרתו [בניית קרן השקעות ריבונית בישראל: מימון עתידה של האומה](#) שנערך לבקשת המועצה הלאומית לכלכלה.

הדו"ח התבסס על תהליך ("מעבדה") בו השתתפו נציגי משרד האוצר, בנק ישראל והמועצה הלאומית לכלכלה, לצד משקיעים מוסדיים בינלאומיים (קרנות עושר ריבוניות, קרנות פנסיה, חברות ביטוח ומנהלי נכסים של פלטפורמות פיננסיות רלוונטיות).

דוח המעבדה נדון בהרחבה בעיתונות הכלכלית, בצוותי העבודה הממשלתיים שהוקמו בהמשך בדיונים בכנסת שהביאו להעברת **חוק הקרן לאזרחי ישראל, התשע"ד - 2014**, שלפיו תוקם בישראל קרן עושר ריבונית.

למרות שלצער כולנו לא היתה התקדמות ממשית בהשקת הקרן והגדלתה – נראה שהדוח שלנו רלוונטי היום יותר מתמיד לנוכח האתגרים בגין מגפת הקורונה שהמשק מתמודד מולם, וימשיך להתמודד מולם בעתיד הנראה לעין. תארו לכם איזה "ארגז כלים" היה בידי ראש הממשלה ושר האוצר – לו היתה היום קרן עושר ובה עשרות מיליארדי דולרים לשימושם.

הואיל והצפי הוא שהכנסות מגז שזורמות לקרן לאזרחי ישראל יתחילו לגדול בשנת 2021, ולנוכח המציאות החדשה שנוצרה, זה הזמן לחשוב מחדש על תפקיד הקרן, מקורות ההכנסה שלה והדרך בה ראוי להשקיע כספים אלה בישראל - במטרה לקדם סדר יום בר קיימא עבור כלכלת ישראל.

המלצתנו היא לעשות זאת תוך חיזוק כלכלות שוק חדשות בשווקים מתפתחים, שיהפכו לשותפים מסחריים של ישראל בעתיד, ותך פיתוח מגזרי הייצור והחדשנות בתחומים המתחדשים וברי קיימא, לעידוד של יצירת מקומות עבודה והגדלת פריון העבודה בישראל.

נתייחס לנושאים הבאים:

1. "הקרן לאזרחי ישראל" - קרן עושר ריבונית לישראל: רקע ותמונת מצב
2. הכנסות צפויות
3. מקורות ההכנסה של הקרן – גיוון המקורות
4. השימושים בכספי הקרן
5. המלצה לדרכי ההשקעה כספי הקרן

1. "הקרן לאזרחי ישראל" - קרן עושר ריבונית לישראל: רקע ותמונת מצב

הרעיון העומד בבסיס קרן עושר ריבונית (Sovereign Wealth Fund) הינו העיקרון שהממשלה ובוחריה זכאים לחלקם בעושר שמוסדות המדינה סייעו ביצירתו.

לקרנות עושר יש מטרות רבות – אך עיקרית בהן היא מתן מענה לפערי אי-השוויון והפגיעה בלכידות החברתית כתוצאה מכך.

בכלכלות מפותחות רבות בעולם קיים מגוון קרנות עושר ריבוניות - שנמצאות בבעלות המדינה (או של יחידת משנה פוליטית של מדינה פדרלית), אשר מנהלות את החסכונות הלאומיים למטרות השקעה.

בקנדה, נורבגיה, סינגפור, אוסטרליה, ארה"ב, דרום קוריאה, צרפת, ניו זילנד, אירלנד, מקסיקו וגרמניה יש קרנות עושר ריבוניות בצורות שונות (ברמה פדרלית או מקומית), והן הפכו לגורמים פיננסיים חשובים בעושר של אותן המדינות והאומות.¹

כאנקדוטה היסטורית מעניינת ניתן לציין שהדוח שלנו פורסם ביום השנה ה-90 לגיוס ההון הראשוני של קרן היסוד, אותה ניתן לראות כקרן העושר הריבונית המודרנית הראשונה של ישראל, אשר הוקמה בעקבות הכינוס שנערך בלונדון ב-24 בדצמבר 1920.

בין מייסדי קרן היסוד נמנו חיים ויצמן, אלברט איינשטיין, לואי ברנדייס, מנחם אוסישקין ותורמים בולטים מאירופה ומארה"ב שהזרימו בתקופה שלפני קום המדינה את ההון הראשוני עבור בנק הפועלים, תחנת הכוח רדינג בתל אביב ופרויקטי חשמל אחרים (במה שהפך לחברת החשמל לישראל), אגד, מפעלי ים המלח ופרויקטים לאומיים בולטים בתחומי התחבורה, התקשורת, החקלאות והמים בכל רחבי הארץ. אנו עומדים על כתפיהם של הענקים האלה, להם היה החזון להקים קרן עושר ריבונית לפני שהוקמה מדינה ריבונית.

בתקופה ההיא ההון הבסיסי היה מורכב מכספים שהועברו מחו"ל וגם "המס הלאומי" (מקופות איסוף התרומות המפורסמות של קק"ל). עכשיו, כעבור מאה שנה, עם "ריבון" משלנו, יש בפנינו ים של אפשרויות ששורשיהן מעוגנים עמוק בתובנות ובאירועים האלה מההיסטוריה הדינמית של ישראל.

עם גילוי מאגרי הגז של ישראל נוצרה הזדמנות היסטורית לייצר קרן עושר ריבונית ישראלית הקשורה להקצאת ההכנסות הצפויות מגז טבעי ואולי גם ממשאבי טבע אחרים (במסגרת הדוחות של ועדות ששינסקי | ו-11). כאמור על בסיס מסקנות אלה חוקק החוק והוקמה "הקרן לאזרחי ישראל".

כשם שגז טבעי מהווה דלק למעבר לכלכלה מתחדשת ודלת פחמן עד אמצע המאה, כך גם הקרן היא כלי השקעה המזרז את המעבר של ישראל מאומת סטארט-אפ לאומה עולמית המעצבת שווקים מתחדשים וכוללים יותר.

ומה קרה מאז?

שורה ארוכה ומייגעת של חצאי צעדים ושינויים בתנאי השוק, שנדונו בוועדה הזו בעבר, הביאה להחמצת הזדמנויות שנוצרו בעקבות גילויי גז.

תוך זמן קצר סוגיית ניצול העושר ממשאבי הטבע הפכה לפוליטית מאוד, ולמקור של תנודתיות פוליטית סביב התכנון הכלכלי הנדרש על מנת למטב ולמקסם את העושר וההכנסות מהמשאבים החדשים הללו. לכך גם נוספה אי-יציבות פוליטית בארץ ולהיעדר הכרעה בבחירות, שהביאה לעיכובים נוספים.

בין הסיבות לעיכוב בבניית העושר בקרן ניתן למנות:

- שינויים וצווים סותרים בהקשר של מדיניות יצוא הגז מישראל (2013);
- מכשולים של הממונה על ההגבלים העסקיים לפעילות של נובל אנרג'י בשוק האנרגיה בישראל (2014), מה שהוביל למשיכת השקעות חלקית שבהמשך התעכבה בגלל התנגדויות שהוגשו לבית משפט;²

¹ Sovereign Wealth Fund Institute, 2020: <https://www.swfinstitute.org/profiles/sovereign-wealth-fund>. See also, Bernstein, Shai, Josh Lerner, and Antoinette Schoar. "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds." *Journal of Economic Perspectives* 27, no. 2 (Spring 2013): 219–238.

² Both ex-ante and ex-post analysis ensued. Ex-post evaluations of market power on price competition is overcome with pitfalls related to time of decision, market size (Israel versus regional energy market), etc. It wasn't clear that the difference-in-differences analysis was used and multiple methodologies were deployed in these politicized disputes over market size. See F. Ilkowitz and A. Direx, "Ex-post economic evaluation of competition policy enforcement: A review of the literature," DG

- עיכובים שנכפו על-ידי בית המשפט, אשר מונעים שינויים בתקנות שמשפיעות על הפרויקט במשך 10 שנים (2016);
- שינויים קואליציוניים שהגדילו את הסיכון הרגולטורי הפוליטי הנוסף למשקיעים ישירים מחו"ל בתקופה הזאת, כאשר צניחת מחירי הגז בעולם הורידה את התשואות והחמירה את המצב;
- עלייה בנזק למוניטין של ישראל בעיני משקיעים בינלאומיים בגלל העיכובים הללו; וגם
- עלייה בעלויות אלטרנטיביות אשר עיכבו את השקת הקרן לאזרחי ישראל, נושא שבו מתמקדת כעת העבודה החשובה של ועדת כנסת זו.

בנוסף - התאריך המקורי לתחילת פעילותה של הקרן לאזרחי ישראל נדחה כי ההכנסות מהיטלים לא הגיעו לסכום הנדרש כדי להקים את הקרן - של מיליארד ש"ח.³

בסופו של דבר הסכום הראשון של הכנסות מהיטלים שהועבר לחשבון המיוחד המנוהל על-ידי בנק ישראל, אשר התקבל כבר בשנת 2013 (459 מיליון ש"ח), היה גם האחרון עד כה.

בנק ישראל דיווח לוועדה הזו כי כעת צופים שסכום הסף להקמת הקרן יושג עד סוף 2021.

חוק הקרן לאזרחי ישראל, שאושר ביולי 2014, קובע שכעבור שנה אחרי המועד שבו ההכנסות המצטברות מהיטלים יגיעו לסכום שנקבע, הקרן תהיה רשאית לחלק 3.5% מהכנסותיה מההשקעות למטרות חברתיות, כלכליות, סביבתיות וחינוכיות, על-פי הצעות שתגיש לקרן הממשלה.

למרות כל הבעיות האלה, חייבים להרחיב את ההזדמנות לתקן את המצב ולהקים קרן עושר ריבונית, על מנת לשמר ולהגדיל את ערך העושר הציבורי של ישראל. אנו אסירי תודה לוועדה המיוחדת של הכנסת על כך שבאמצעות השימועים האלה היא מציבה את האתגרים הללו במרכז העניינים.

2. הכנסות צפויות ומקורות

כפי שדיווחה לוועדה זו רשות המסים, תזרים ההכנסות לקרן יכול להגיע לסכום של 12 עד 13.4 מיליארד דולר (אם כי, לפי הערכות חלופיות הוא יכול להסתכם גם ב-4.2 מיליארד דולר), ועד שנת 2030 הסכום המצטבר צפוי להגיע ל-60 מיליארד דולר עד שנת 2064.

שיעור החזר הנומינלי השנתי הממוצע יכול להשתנות בטווח רחב, בהתאם לאסטרטגיה של הקצאת הנכסים. לדוגמא, במהלך העשור האחרון בניו-זילנד נרשם שיעור החזר הגבוה ביותר (15.5%), ואחריה אלסקה (9.7%), נורבגיה (7.6%) ותאגיד ההשקעות הסיני (5.18%).⁴ למרות השונות המשמעותית, נראה כי סביר לצפות מקרן העושר הריבונית של ישראל להחזר שנתי נטו בשיעור של 5-7%.

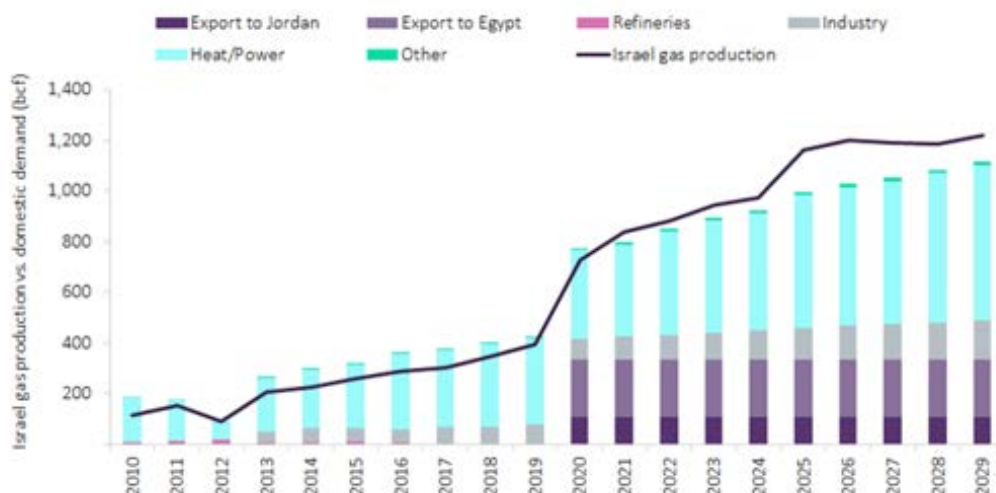
competition staff paper, European Union, 2015 and Y. Friedman, "The Natural Gas Production Industry—Government Policy Seven years after the "Tamar Discovery," Bank of Israel, March 15, 2016.

³ Sheshenski I Committee (2011) on oil and gas extraction continued historic level of the 12.5% royalty unchanged. It imposed an oil and gas levy on profits (revenues minus current expenses), but only after recovery of 150% of the amount invested in exploration and developing a project. This is referred to as a recovery factor (R-Factor) of 1.5. The rate of the levy would start at 20% if the R-Factor is 1.5 (recovery of 150% of amount invested) and range progressively up to 60% of the R-Factor reaches 2.3 (recovery of 230% of amount invested). After implementing these measures, the total Government Take (GT) would amount to about two-thirds during the life of a profitable project. Sheshenski II Committee (2014) recommended that firms operating in the mineral extraction sector pay a progressive tax rate starting at 25% once they reach an annual return on investment of 14%. The rate would rise to 42% for a return above 20%. Companies would also pay the government royalties of 5% of their revenue, compared with a variable rate of 2-10% currently. All told, the government would take between 46% and 55% of profits from natural resource companies, up from 23% prior to the Sheshenski committees recommendations.

⁴ Andrew Bauer, "How Good Are Sovereign Wealth Funds at Investing Money Made from Natural Resources?" National Resource Governance Institute, June 13 blog post. 2018. <https://resourcegovernance.org/blog/how-good-are-sovereign-wealth-funds-investing-money-made-natural-resources>.

כפי שמתואר בתרשים, נותר לנו עד תום העשור הנוכחי למקסם את התשואות לקרן אזרחי ישראל.

יצור גז של ישראל מול ביקוש מקומי: יצוא פוטנציאלי



מקור: Off-Shore Technology, 2019

כאשר מקורות הון נוספים יתווספו להון הבסיסי המשמעותי מהכנסות ממשאבי טבע, נוכל לצפות לכך ששווי כספי הקרן יעלה בקצב די מהיר במהלך העשור הקרוב, על בסיס ריבית דריבית.

אפילו עם הערכות שמרניות וירידה ברמת ההכנסות ממשאבי טבע, ההשפעה והגודל הפוטנציאליים של הקרן לאזרחי ישראל במהלך עשור צפויים להיות משמעותיים, בין 14 ל-24 מיליארד דולר.

זהו מנוף משמעותי שיכול להגדיל את הצמיחה והיציבות ולעודד יצירת מקומות עבודה והכנסות, לגישור על פערים חברתיים, כלכליים וסביבתיים.

אלו המאוכזבים מהכנסות הגז הנמוכות מהצפוי אינם יכולים ללעוג להשפעה האפשרית שהקרן עשויה לייצר – וזאת מבלי להעלות מסים או להגדיל תקציבים.

3. מקורות ההכנסה של הקרן – גיוון המקורות

בדיון חוזר על מקורות המימון של קרן עושר ריבונית, עלינו להרחיב את מקורות ההון הנשקלים של קרן העושר במטרה לכלול נכסים אחרים בשליטת הממשלה ופעילויות השקעה שיכולות להביא להגדלה נוספת של החזרים על השקעות.

כיום קרנות עושר ריבוניות בעולם מקבלות כספים לא רק מהכנסות ממשאבי טבע, אלא גם ממסחר, מקניין רוחני (המבוסס על מדע וטכנולוגיה) ומנכסים ממשלתיים, והנטייה הזו הולכת וגוברת.

הדור הראשון והמקורי של קרנות עושר ריבוניות התמקד במחזור הכנסות ממשאבי טבע (נפט, גז ומינרלים).

הדור שני של קרנות עושר ריבוניות במדינות שהפכו למדינות מתועשות לאחרונה (ברזיל, הודו, רוסיה, סין ואחרות), מדינות עם עודף ייצוא גדול שהביא להשקעת יתרות מט"ח משמעותיות בקרנות העושר הריבוניות החדשות.

בתקופה האחרונה קרנות העושר העצמאיות מביטות אל מעבר למקורות ההון המסורתיים ובוחנות מקורות גיוס הון חלופיים שאינם מסורתיים (אולי בשילוב עם יתרות מט"ח ועושר מסחורות), כמו מסים ייעודיים, תכניות הגירה למשקיעים, הכנסות או העברת נכסים כתוצאה מרה-ארגון של חברות בבעלות המדינה, אג"ח לתפוצות, גיוס כספים בשוקי הון בינלאומיים ותמלוגים על קניין רוחני.⁵

לדוגמא:

Bridge ביפן, קרן הפטנטים הריבונית בצרפת, טמסק אחזקות בסינגפור, Mudabala באיחוד האמירויות הערביות, Fondo Strategico Italiano באיטליה, Ithmar Capital במרוקו וקרן ההשקעות האסטרטגיות באירלנד הן דוגמאות מעניינות. מאז אפריל 2020 גרמניה הקימה קרן עם נכסים בשווי 600 מיליארד יורו, כאשר 100 מיליארד יורו מסכום זה נועדו להשקעות איכות, 400 מיליארד יורו הוקצו לערביות ו-100 מיליארד יורו למחזור הלוואות. אוסטריה הלכה בעקבות גרמניה.

במקור הכוונה היתה להתבסס כמקור הכנסה לקרן לאזרחי ישראל רק על ההכנסות ממאגרי הנפט.

מעבר לתגליות המקוריות מלפני עשור, יש להוסיף עוד מקורות ממאגרי הגז, כולל:

- יש סבירות גבוהה לפיתוח מאגר הגז החדש כריש צפון ולתגליות חדשות באזור
- צינור הגז המתוכנן איסטמד בשווי 7 מיליארד דולר (שיעביר 10 מיליארד מטרים מעוקבים של גז ליוון ולקפריסין) צפוי להצטלב עם צינור הגז 'פוסידון' (שיאפשר להוביל עוד 20 מיליארד מטרים מעוקבים של גז לאירופה).
- מימוש הסכם הגז בין ישראל לירדן (10.5 מיליארד דולר) וההסכם בין ישראל למצרים (15 מיליארד דולר) הם בעלי משמעות.

עושר ממשאבי טבע מגיע בשלב מאוחר בהתפתחות הכלכלית של ישראל. ככל שהכלכלה נהיית יותר ויותר מגוונת, אין נכס המהווה "זכות אבות" של ישראל שיכול לשמש כמקור הכנסה יחיד עבור קרן עושר ריבונית. כעת יש לבחון את החזיתות החשובות החדשות למקורות הון עבור קרנות עושר ריבוניות שלא נצפו בזמן של פרסום הדוח המקורי שלנו, במיוחד לאור הירידה במחירי גז טבעי.

המלצתנו היא שישראל חייבת לבחון בדחיפות את האפשרויות להרחבת ההון הבסיסי של הקרן לאזרחי ישראל במטרה לכלול מקורות הכנסה פוטנציאליים נוספים, כגון:

- נכסים רדומים - מבנקים, מחברות ביטוח, מקרנות נאמנות ומהשקעות, על-ידי הקמת גופי מימון סיטונאיים (כדוגמת Big Society Capital בבריטניה),
- נכסי האפוטרופוס הכללי,
- תמלוגים עבור קניין רוחני,
- תרומות פילנטרופיות (השקעות המקושרות למשימות קרנות הפילנטרופיות Program-related-investments),
- הכנסות ואולי תקבולים נוספים ממפעלי ים המלח, חברת בת של כימיקלים לישראל, ומפיתוח משאבי טבע אחרים אינם סופיים ותלויים בפתרון המחלוקות מול מדינת ישראל (כולל הערך השיורי הפוטנציאלי של אותה החברה במסגרת פשיטת רגל).

מקורות מצטברים נוספים של בניית נכסים עבור הקרן לאזרחי ישראל יכולים לכלול:

- הטבות מס קיימות ועתידיות, או ערבויות ממשלתיות חלקיות לחברות טכנולוגיה, חברות בבעלות ממשלתית שעוברות תהליך של רה-ארגון, פיתוח קרקעות, פרויקטים של חברת

⁵ J. Braunstein and A. Ali, "New Frontiers in Sovereign Wealth Fund Capitalization," in P. Doberscu (ed.), *Development in Turbulent Times*, Springer.119-132 :2019 :

החשמל ונכסים אחרים שניתן להחזיר, כמו מניות. שמירת מעורבות המדינה בעסקאות הללו יכולה לחזק את המאזן של קרנות העושר הריבוניות.⁶

- משלמי מסי עושר חדשים שצפויים להופיע בעתיד יכולים לשלם באמצעות מניות;
- ניתן לפצות על כל עסקה הקשורה לגופים עם מעורבות ממשלתית (כגון אל-על, שינויי בעלות בכימיקלים לישראל, עסקאות נדל"ן גדולות בקרקעות ציבוריות) על-ידי שמירת החזקות הון בידי הקרן לאזרחי ישראל;
- ניתן להחזיר מימון קיים ועתידי המבוסס על שימוש בזכויות קניין רוחני או פטנטים שהגיעו מהשקעות של ממשלת ישראל על-ידי העברת עמלות או מניות לקרן לאזרחי ישראל;
- הנפקת אגרות חוב למחקר, או קרנות השקעה עתידיות של רשות החדשנות לקידום חדשנות, אשר יכולות גם לאפשר לממשלה להחזיר את ההשקעות שלה בחדשנות;⁷
- ניתן להנפיק גם אגרות חוב ישראליות להשקעה בשווקים החדשים הללו של ישראל והשותפים המסחריים שלה.⁸
- רכישת מניות במימון מבוסס אשראי ומימון פרויקטים יכולים לשמש כמקורות להגדלת ההון של הקרן לאזרחי ישראל. הבנק של יפן משתמש במדיניות הזאת זה זמן רב להקלה כמותית וליצירת תמריץ באמצעות רכישת מניות ותעודות סל. האגף לאשראי תאגידי שקיים כיום בבנק הפדרלי של ארה"ב רוכש תעודות סל ואג"ח תאגידיות ומעניק לשווקי ההון בארה"ב את ההון הנזיל לו הם זקוקים. מספר קרנות עושר ריבוניות (של תורכיה, צרפת, גרמניה, טמסק) החלו לפעול להתערבות פעילה יותר בשוקי הון, בתור ספקי נזילות ובעלים. לאור הריביות הנמוכות מאוד כיום, הקרן לאזרחי ישראל יכולה ליצור כלי השקעה פסיבי לרכישת מניות זולות (כפי שעושות היום קרן השקעות פרטיות), ולקבל בעלות על נכסים עם פוטנציאל עלייה שניבו ריבית דריבית בשיעור של 5-7% ככל שהמניות הללו יתאוששו, מה שיחזק את צמיחת העושר של הקרן לאזרחי ישראל.

כל אלה יכולים להגדיל את הקרן באופן משמעותי ולהפוך אותה לגוף מימון סיטונאי למימון השקעות בנות קיימא ובעלות השפעה בישראל ובשווקים חדשים בחו"ל. חייבים לבחון את כל המקורות האלה להעברת עושר בין דורות, על מנת לצמצם את הסיכון ולמקסם את ההחזרים וההשפעה בהשקת קרן העושר הריבונית החשובה הזאת

3. השימושים בכספי הקרן

במשך 60 השנים האחרונות קרנות עושר ריבוניות, שהחלו את דרכן בסוף המאה ה-19, התפתחו ביציבות מקרנות ייצוב שנועדו לטפל בסוגיות תקציביות קצרות טווח, לקרנות של חסכונות ורזרבה או קרנות חיסכון פנסיוני, ובהמשך להתמקדות גוברת בקרנות פיתוח אסטרטגיות.

כיום קרנות עושר ריבוניות מייצגות ריכוזים מרשימים של עושר, עם נכסים בשווי 8.4 טריליון דולר, ותפקידים שמשתנים מייצוב השוק להשקעות ארוכות טווח.

החזרים מהקרן לאזרחי ישראל יכולים לעזור לממן:

- הכנסה בסיסית לכול – Universal Basic Income (מענקי מזומן אישיים, כדוגמת הקרן הקבועה של אלסקה והתכנית החדשה "כל-זכות" במסגרת התגובה למגפת ה-COVID);
- תכניות חיסכון ארוכות טווח ומותאמות אישית (כמו התכנית חיסכון לכל ילד, פנסיות);
- שירותי חינוך ובריאות (כדוגמת קרן החינוך הקבועה בטקסס/קרן האוניברסיטאות הקבועה ותכניות דומות בסינגפור);
- תמיכה בחברות סטארט-אפ ועסקים קטנים ובינוניים (כדוגמת אירלנד וישראל);

⁶ N. Gilman and Yakov Feygin, *Building Block for a National Endowment*, Berggruen Institute, July 2020.

⁷ [Models for Biomedical Innovation and Commercialization](#), Financial Innovation Lab, Milken Innovation Center, August 27, 2018.

⁸ Ronald Cohen, *Impact: Reshaping Capitalism to Drive Real Change*, London, Ebury Press, 2020.166-80 :

- אתר בטא להשקעות במטרות לפיתוח בר קיימא, חברות שאותן הרשות לחדשנות מייעדת לצמיחה וחממות ומאיצי חברות אחרים בכל רחבי המדינה

דוגמא נוספת היא שימוש בכספי הקרן היא התמודדות עם משברים כגון משבר הקורונה. הממשלות נוטות יותר ויותר למנף את קרנות העושר הריבוניות שלהן כדי לחולל מהפכה בכלכלה ולהשתמש בהן כזרז לפיתוח כלכלי, כחלק מהיערכות להתאוששות מ-COVID-19.⁹ הקרן יכולה לשמש כלי אסטרטגי חשוב וכלי פיננסי חדשני להתאוששות של ישראל ממגפת COVID, אשר יאפשר לאתחל את הצמיחה הכלכלית של ישראל על-ידי הרחבה עתידית של שווקי יעד זרים לנכס העיקרי של ישראל: חדשנות טכנולוגית וייצוא יקר ערך של סחורות ומוצרים לייצוא.

תהליך זה יצמצם את הפערים בפריון העבודה, המוכרים זה זמן רב כאיום על הצמיחה הכלכלית של ישראל בטווח הארוך.¹⁰ תעשיות עם פריון עבודה נמוך שאינן מייצרות לייצוא, לצד כמה מענפי הייצור המוגנים שמייצרים עבור השוק המקומי, אחראים למרבית העלייה בפערים של פריון העבודה בין ישראל לשאר העולם מאז שנת 1995, וגם לפערי השכר הגדלים במשק.¹¹

דוגמא שלישית - התמודדות עם "המחלה ההולנדית"

אין ספק שהמחלה ההולנדית עדיין קיימת. המחקר המקיף והשלם ביותר של התופעה הזו על-ידי פלטיניק, תבור וולדמן (2019) משתמש בניתוח של חקר אירועים בהקשר של התנודות היומיות בשער החליפין האמיתי של השקל מול דולר ארה"ב בין השנים 2009 ל-2017. החדשות הקשורות לגז השפיעו על שער החליפין ועל ייסוף השקל, כפי שמצוין בהמשך, וסביר מאוד שהמגמה הזו תתגבר בעתיד, ככל שהייצור והמסחר יתגברו. עליות עתידיות במאזן המסחרי בזכות יצוא גז טבעי החל משנת 2021 יביאו לייסוף יתר של השקל.¹² מאז תחילת אספקת הגז ממרבצי הגז בשנת 2013, הודעות הקשורות לגז חיזקו את הציפיות לייסוף עתידי של השקל ולתגובות חזקות יותר בשווקי המט"ח. המחקר הגיע למסקנה: "המחקר מראה כי התסמין הקלאסי של המחלה הדנית, ייסוף שער המטבע, כבר קיים, על אף שייצוא הגז הטבעי עדיין לא הגיע לפוטנציאל המלא שלו... התפקיד של קרן עושר ריבונית בצמצום ההשלכות של תזרים המט"ח למדינה הוא חשוב מאוד." בקיצור, אסור לישראל להתעלם מהלקחים של הולנד או מדינות קטנות אחרות בהקשר של ניהול הכנסות בלתי צפויות ממשאבי טבע.

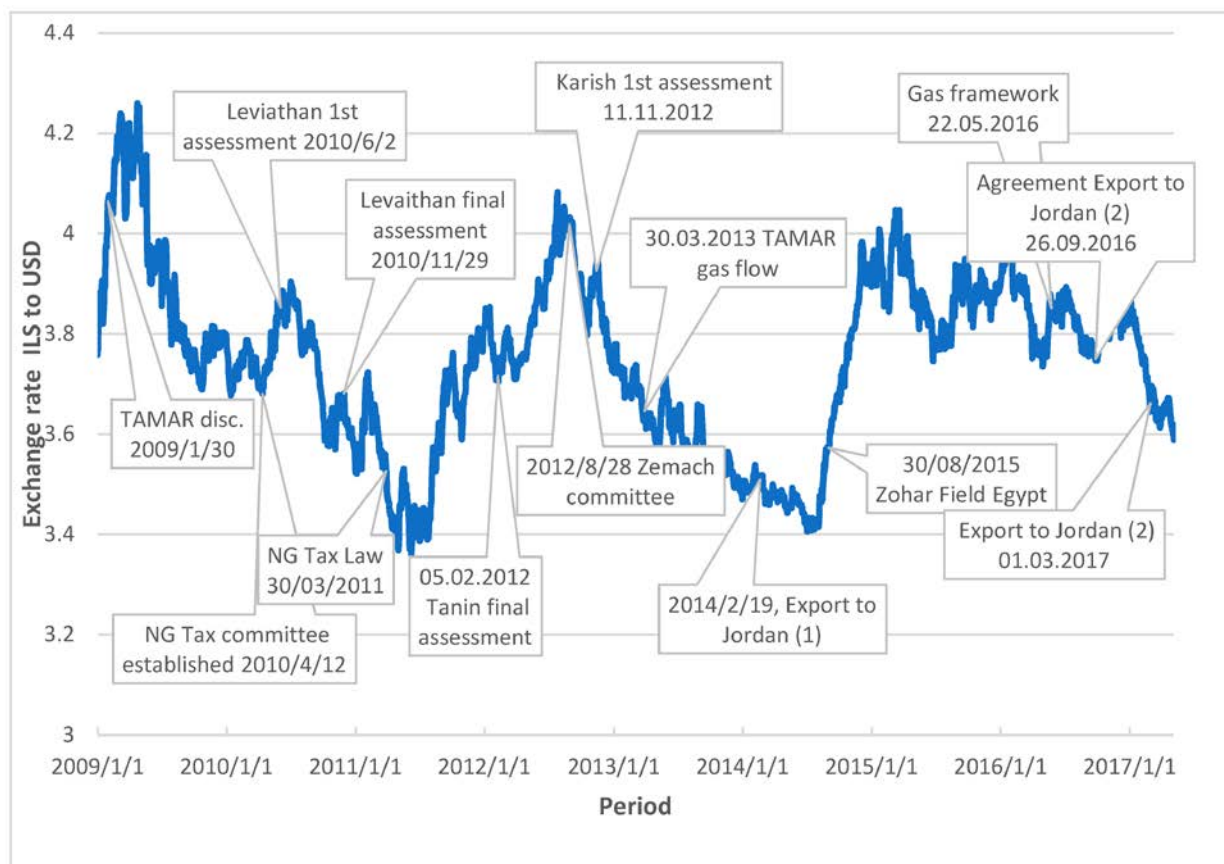
⁹ B. Bortolotti, V. Fotak, and C. Hogg, "Sovereign Wealth Funds and the COVID 19 shock :Economic and Financial Resilience in Resource-Rich Countries," Sovereign Investment Lab, Bocconi University, BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2020-147, August 4, 2020.

¹⁰ Gilad Brand, "Why Does the Start-Up nation still have Low Productivity," Taub Center, Jerusalem, 2018.

¹¹ E. Regev and G. Brand, Casues of Widening Productivity Gaps between Israel and the OECD :A Multiyear Industry-Level Comparison, , State of the Nation Report, 2015 .Taub Center for Social Policy Studies in Israel; *Research Department Special Report :Raising the Standard of Living in Israel by Increasing Labor Productivity*, Bank of Israel, 2019.

¹² R. R. Palatnik, T. Tavor, and L. Voldman (2019), "The Symptoms of Illness :Does Israel Suffer from "Dutch Disease," *Energies*, 12.

ציר הזמן של האירועים הקשורים לגז טבעי ושערי החליפין היומיים של השקל הישראלי מול דולר ארה"ב בשנים 2009-2017



מקור: פלטיק ואחרים, 2019, איור 1

לפי הרעיון המקורי, הקרן לאזרחי ישראל היא עדיין שיטה חשובה להתמודדות עם המחלה ההולנדית. מכלול מרשים של מחקרים אמפיריים מאשר כי המחלה ההולנדית היא "מחלה כלכלית" שקל לחטוף וקשה לרפא.¹³ זה קורה כאשר ייצוא מואץ של גז טבעי (או של סחורות אחרות שמקורן במשאבי טבע) מביא להתחזקות המטבע המקומי, מה שמוביל בהמשך להיחלשות ענפי הייצוא בתעשייה ולעלייה באבטלה. ככל שסכומי מט"ח נוספים נכנסים למדינה ומומרים למטבע המקומי, מוציאים את הכסף הזה על מוצרים שאינם מתאימים למסחר בינלאומי (בנייה, שירותים, מוצרים מוגנים שאינם תחרותיים, ומוצרים לא יצרניים שאינם מיועדים לייצוא).

הפעילות היצרנית מתחילה להתמקד בתעסוקה בתחום תעשייתי צר, עם חלוקה מעוותת של כושר הייצור במגזרים שאינם מייצרים לייצוא, מה שמוביל לאובדן רווחים כתוצאה מחוסר גיוון בבסיס הייצוא. זמינות הכסף עולה, והביקוש המקומי המוגבר מעודד עליית מחירים בשוק המקומי.

ככל ששער החליפין "האמיתי" עולה לטובת המטבע המקומי, יחידה של המטבע המקומי מאפשרת כעת לקנות פחות שירותים בכלכלה המקומית, והמדינה מאבדת את התחרותיות שלה. עלייה באי-שוויון בחלוקת התמלוגים ממשאבי הטבע (סך ההכנסות שניתן לייצר מניצול משאבי הטבע בניכוי עלות ניצול המשאבים) מחמירה את המחלה ההולנדית.¹⁴

¹³ Ilana Ianchovichina and Harun Oder, "Dutch Disease: An Economic Illness easy to catch, Difficult to cure," Brookings Blog, October 17, 2017.

¹⁴ "What Dutch Disease is and why it's bad," *Economist*, November 5, 2014

כפי שנדון בהרחבה מוקדם יותר בשימועים האלה, מקורה של המחלה ההולנדית הוא בניסיון של הולנד במחצית השנייה של המאה ה-20, בעקבות הגילויים של מרבצי גז טבעי אשר "דחקו" את ענפי הייצור שהיו תחרותיים לאורך ההיסטוריה, זאת על-ידי:

- ייסוף של שער החליפין האמיתי שגורם להקצאה מחדש של גורמים שונים;
- ירידה בתפוקת הייצור, וגם
- ירידה בייצוא נטו.¹⁵

המחלה ההולנדית החמירה עם העלייה באי-שוויון בחלוקת הרנטות של משאבי טבע (סך ההכנסות עם הפחתת העלויות של תהליך הפקת המשאב הטבעי).

דמיינו לכם מה יקרה עם ייצוא ההיי-טק יידחק החוצה מכלכלת ישראל?

נגידי בנק ישראל לאורך העשור האחרון לא התעלמו מחומרת הבעיה הזאת. כבר בשנת 2018 בנק ישראל הודיע כי במשך 5 השנים האחרונות הוא השקיע 13.1 מיליארד דולר ברכישת מט"ח כדי לאזן את ההשפעה של ייצור הגז על שער החליפין של השקל ולייצב את הייצוא. בנק ישראל קיווה להפסיק עם השיטה היקרה הזו של התמודדות על ייסוף שער החליפין על-ידי השקת קרן העושר הריבונית בשנת 2018, אך תוך זמן קצר הוא חזר להתערבות במסחר במט"ח ככלי היחיד שנותר בידיו כדי לנטרל את ייסוף השקל תוך שנה, והוא הגדיל את רכישות המט"ח הללו במשך הרבעון הראשון של 2020. השקת הקרן לאזרחי ישראל תמנע את הצורך בהוצאות האלה של מיליארדי דולרים על התערבות במסחר במט"ח כדי להתגונן מפני ייסוף השקל שיפגע בייצוא, ותאפשר השקעות שעשויות למעשה להגדיל את הייצוא.

יהיה קשה מאוד להחזיר את היתרון התחרותי שייאבד בגלל שער חליפין מופרז של השקל. פיחות במטבע לא יספיק כדי לשקם את ענפי הייצוא אם אי-השוויון, פריון העבודה הנמוך ואי-היציבות הפוליטית ימשכו. אם כן, העדויות האמפיריות גורסות כי עכשיו השקת הקרן לאזרחי ישראל חשובה יותר מתמיד. העברת ההכנסות מגז לקרן העושר הריבונית, במקום להשתמש בהן לצורכי צריכה שופטת בתקציב הציבורי, תגן על הכלכלה מפני תנודתיות במחירי גז טבעי ותחסן את הכלכלה מפני המחלה ההולנדית, בכך שהיא תאזן את תזרים המט"ח למדינה מייצוא משאבי טבע ותמתן את ייסוף המטבע המקומי.

פעולה זו תשמר חלק גדול יותר מההכנסות לטובת הדורות הבאים ותמנע מצב שבו משאבי הגז יאזלו מהר יותר, מה שיסכן את יכולתה של ישראל להמשיך בפיתוח בר קיימא. במקום שימור משאבי הטבע, הרווחים מניצול משאבי הטבע יכולים להבטיח פיתוח בר קיימא על-ידי השקעתם במקורות אנרגיה חלופיים, בחינוך, במחקר ופיתוח ובתשתיות. במקרה של ישראל, זאת הזדמנות חשובה למנף לא רק את החדשנות הפיננסית, אלא גם את החדשנות הטכנולוגית של המדינה, כדי לחזק את ההשפעה על קיימות לעתיד.¹⁶

¹⁵ N. Magud and S. Sosa (2010) "When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation: The Missing Link between Dutch Disease and Growth," IMF Working Paper 10/271 .December; N. Behzada, et.al., (2017) "Does inequality drive the Dutch disease ?Theory and Evidence," Journal of International Economics, 106:104-118.

¹⁶ This is known as the "Hartwick Rule" for sustainability by prescribing reinvesting resource rents .J. M. Hartwick (1977), "International equity and the investing of rents from exhaustible resources," *American Economic Review*, 67:972-74.

5. המלצה לדרכי ההשקעה כספי הקרן

מה הדרך הטובה ביותר להשקעת העושר הריבוני של ישראל?
העובדה שכניסתה של ישראל לעולם של קרנות עושר ריבוניות מתרחשת בדיוק בזמן שבו היא מבצעת את המעבר מאומת סטארט-אפ לאחת מאומות העולם הגדול היא מבשרת טובות.¹⁷

קרנות העושר הריבוניות מאמצות יותר ויותר את התפקיד של כלי למימון של גיוון כלכלי לכיוון של מגזרים המתמקדים במסחר בין-אזורי והשקעות בטכנולוגיות חיוניות ומהפכניות.

טמסק אחזקות בסינגפור וקרן העתיד באוסטרליה מממנות מחקר מדעי להאצת היוזמות לפיתוח חיסון נגד COVID-19. קרנות אחרות מחפשות הזדמנויות רכישה בצורה של נכסים שמחיריהם צנחו. קרן ההשקעות הציבורית של ערב הסעודית הקצתה 2 מיליארד דולר למיזוג של רכישות חדשות, וקרנות אחרות מחפשות אחר רכישות אופורטוניסטיות. עד יוני 2020 קרנות עושר ריבוניות הזרימו יותר מ-17 מיליארד דולר לקרנות הון סיכון או חברות סטארט-אפ חדשות בתחומי טכנולוגיה וטכנולוגיות בריאות

ההפסד המצטבר מאז תחילת משבר ה-COVID מוערך ביותר מטריליון דולר (הפסד של כ-12%). עם זאת, סקר שפורסם לאחרונה על-ידי הפורום הבינלאומי של קרנות עושר ריבוניות וחברת State Street הראה כי הרוב המכריע של קרנות העושר הריבוניות לא עשו מכירות חיסול בעקבות הירידות לטובת הממשלות שזקוקות למזומנים.¹⁸

הסוגיה העיקרית שעליה עדיין לא נתנו את הדעת בישראל היא זיהוי של דרכים יצירתיות למינוף הנכסים הלאומיים וקישורם ליעדי פיתוח בר קיימא ברמה העולמית והמקומית. צריך לתת עדיפות לאומית להפקעת חלק מההכנסות (ממקורות מגוונים כאמור לעיל) למימון פרויקטים לפיתוח כלכלי שיקדמו את היתרון הטכנולוגי של ישראל לכיוון של התרחבות לשווקים חדשים.

לשם כך נדרש מנגנון שאינו פוליטי לניהול הקרן לאזרחי ישראל, כפי שהיא תוכננה במקור בדוח המעבדה שלנו ובחוק שאושר בכנסת.

הניסיון של המשבר העולמי האחרון גורס כי מכירת נכסים ובלימת ההפסדים כשהשוק הגיע לתחתית היא לא אסטרטגיית השקעה מנצחת. ההשקעות של קרנות העושר הריבוניות נוטות בעיקר לטובת תעשיות הטכנולוגיה, התקשורת, התשתיות והבריאות. ישראל צריכה לבחון שותפות עם קרנות העושר הריבוניות, שכן הן מהוות יעדים אסטרטגיים להשקעה לאומית בענף ההיי-טק שלנו.

האם הדרך המתאימה ביותר בשביל ישראל היא להשקיע בשווקים מפותחים או בשווקים מתפתחים? האם עליה להשקיע בשותפים המסחריים הקיימים מהארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי, שאצלם גם החזרים וגם הסיכונים הם נמוכים? או שמא עליה לגוון לכיוון של שווקים מתפתחים ושווקי ספר? בשנים האחרונות קרנות העושר הריבוניות המובילות (של דובאי, , אבו-דאבי וטמסק) התחילו לגוון לכיוון של שווקים מתפתחים נוספים.

תפקיד של מוסד למימון של פיתוח עבור שווקי ייצוא חדשים בשווקים מתפתחים ובשווקי ספר הופך יותר ויותר למאפיין הבולט של קרנות עושר ריבוניות מצליחות. הקצאת הנכסים והמדדים של תיק ההשקעות של הקרן הם ההיבט החשוב ביותר במבנה של קרן עושר ריבונית. לאורך ההיסטוריה, ריכוז ההשקעות של נכסי הרזרבה המצטברים בניירות ערך לטווח קצר עם נזילות גבוהה, שאופייני לבנקים המרכזיים ולקרנות עושר ריבוניות ממדינות מתועשות, הניב את התשואות הנמוכות ביותר

¹⁷ R. Sharma, Sovereign Wealth Funds Investment in Sustainable Development Sectors, Global Projects Center, Stanford University, 2017.

¹⁸ Pandemic, No Panic :Evidence from Institutional Investor Flows, State Street/International Forum of Sovereign Wealth Funds, June 2020.

מבחינת הקצאת הנכסים.¹⁹ סימולציות דומות גורסות כי ניתן להפנות כמות גדולה הרבה יותר של הון לכיוון של כלכלות מתפתחות שמניבות החזרים גבוהים יותר ולחיצוק של השקעות הון בחברות מקומיות ובפרויקטים בשווקים מתפתחים. זה ימנע את הבעיה של הקצאת נכסים להשקעות עם ביצועים גרועים בקרן העושר הריבונית הזו ובקרנות אחרות, על-ידי צימוד של השקעות ממוקדות בייצוא טכנולוגי מישראל שמבוסס על בניית יכולות להעברת טכנולוגיות הקשורות לפיתוח בר קיימא.

מקרנות עושר ריבוניות לקרנות לפיתוח בר קיימא: בניית קרן המימון הלאומית

לאור התנדודות העצומות שהתרחשו בכלכלה העולמית לאחרונה,²⁰ קרן ההשקעות הריבונית של ישראל נמצאת במצב ייחודי המאפשר לה לשמש כמנהיגה גלובלית בשותפויות עם משקיעים מוסדיים מובילים אחרים, זאת על-ידי התמקדות בטכנולוגיות שיקדמו פיתוח בר קיימא לקראת אמצע המאה הנוכחית.

השקעות ארוכות טווח בכל סוגי הנכסים הקשורים לתשתיות (מים, אנרגיה, תחבורה ותקשורת), בבריאות העולמית, במזון, בחקלאות ובאבטחת סייבר יקדמו צמיחה מצרפית במהלך העשורים הבאים.

כבר הוכח כי התמקדות ביעדים הגלובליים לפיתוח בר קיימא (SDG) יוצרת הזדמנויות עסקיות בשווי של יותר מ-12 טריליון דולר. החלטות רבות של ממשלת ישראל בשנים האחרונות היו קשורות לנושא הזה.²¹

מיקוד והחלה של היתרון הטכנולוגי היחסי של ישראל על אותם יעדים לפיתוח בר קיימא יכולים לספק פתרונות באמצעות התאמה והעברה של טכנולוגיות ובניית יכולות מול לקוחות חדשים, כאשר פריון העבודה שלהם (וגם שלנו) יעלה ככל שנלמד תוך כדי העשייה.

במקביל, בזכות השקעה בעסקים ובפרויקטים בשווקים המתפתחים הללו הביקוש לטכנולוגיות ישראליות יעודד צמיחה מקומית וייתן מענה להשפעות השליליות האפשריות של פגיעה בכלכלה מונעת הייצוא של ישראל כתוצאה מייסוף השקל.

על מנת לבנות את הקרן לאזרחי ישראל לטובת העתיד, חשוב שישראל תהפוך למעין מסלקה של עצמה ושל קרנות עושר ריבוניות אחרות לצורך השקעות משותפות על-ידי:

- הבנייה ושילוב של מטרות לפיתוח בר קיימא, תוך הכללת דרישות לטרם פיתוח, צמצום סיכונים ובניית ערוצי השקעה בפרויקטים במדינות יעד עבור יצוא טכנולוגי;
- קביעה כיצד התאמה והעברה של טכנולוגיות יכולות לתרום יותר למימון השקעות מבוססות תוצאה עבור משקיעים לטווח ארוך;
- פיתוח יכולות פנימיות להשקעה בנכסים אסטרטגיים בחו"ל;
- הגדלת תזרים העסקאות על-ידי שימוש במתווכי חדשנות ובניית יכולות לצמצם עלויות העסקאות למימון עסקים ופרויקטים.

¹⁹ L. Summers, "Opportunities in an ear of large and growing official wealth," in J. Johnson-Calari and M. Rietveld, eds., *Sovereign wealth management*, London: Central Banking Publications, 2008; 15-28; J. Santiso, *Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations*, EMNet Working Paper, October 2008; OECD (2016) *Business Insights on Emerging Markets 2015*, OECD Emerging Markets Network, OECD Development Centre

²⁰ סימולציות דומות מרמזות כי בעתיד ניתן לכוון כמות גדולה יותר של הון לכלכלות מתפתחות שמניבות החזרים גבוהים. See our reports from the Milken Innovation Center-Jerusalem Institute, [Israel's Bridge to Developing Economies](#), January 21, 2018; [Designing an Israeli development financing platform: Towards Sustainable Development Goals](#), June 24, 2019.

²¹ R. Sharma, *Sovereign Wealth Funds Investment in Sustainable Development Sectors*, Global Projects Center, Stanford University, November 13, 2017.

- הדגמת טכנולוגיות מהפכניות שיכולות לכסות שרשראות מסחר ואספקה שלמות ולהגביר את ההשפעה על תשואות על השקעה, פריון עבודה, יצירת מקומות עבודה והכנסות.

המטרה הכפולה הזאת (חיסון של כלכלת ישראל מפני השלכות ייסוף השקל ובמקביל השקעה בהעברת טכנולוגיות הקשורות למטרות לפיתוח בר קיימא אל שווקים חדשים) יכולה לענות גם על הצורך לממן בניית עושר ריבוני. זה יכול לחזק את צמיחת תיקי ההשקעות של הקרנות על-ידי הגדלת פריון העבודה והמסחר הבין-אזורי, למנוע את הבעיות של המחלה ההולנדית ולהאיץ את ההעברה והיישום של טכנולוגיות ישראליות לשווקים חדשים שמתפתחים במהירות באפריקה, אסיה, אמריקה הלטינית ובכל רחבי המזרח התיכון.



מכון ירושלים
מרכז מילקן לחדשנות

מרכז מילקן לחדשנות
מכון ירושלים למחקרי מדיניות
ירושלים, 9217604, ישראל
טלפון: 02-5630175
www.milkeninnovationcenter.org.il