

אל תאמינו לתחזיות החיוביות. אם המפקח על תוכנית החילוץ האמריקאית מפחד, לנו אין סיבה לשמור על אופטימיות. אחרי הכל, המחדלים שחוללו את המשבר ב־2008 לא תוקנו, אנחנו ממשיכים להדחיק - וסכנה חדשה וברורה מאיימת על הכלכלה העולמית

מאת פנחס לנדאו

כל צרכן חדשות ממוצע, גם מי שאינו מתעניין בכלכלה, אינו יכול להימלט בתקופה האחרונה משלל תחזיות חיוביות לגבי המשק העולמי והשווקים הפיננסיים העולמיים במחצית השנייה של 2011, ואף מעבר לה. לכל תחזית נימוקים שונים המגבים אותה. ראשית, קיימת גישה האומרת שאותם נושאים ופגמים בכלכלה העולמית שדרשו טיפול ותיקון, אכן תוקנו. האוחזים בגישה זאת סבורים שהצעדים שנקטו מאז המשבר הפיננסי־כלכלי של 2008/9 - הן במסגרת המדיניות השוטפת והן בשיקום ההסדרה ומעריך הפיקוח על מערכות ומוסדות פיננסיים - מהווים מענה הולם למשבר ההוא. לדידם, אמנם היו חוליים רציניים שחוללו משבר רציני, אבל הגורמים לחוליים אותרו והם מקבלים טיפול נאות, וכתוצאה מכך הולכים ומתרפאים. לכן אין סיבה לחשוש לבריאותה הבסיסית של הכלכלה העולמית. ייתכנו כמובן תקלות ובעיות - זהו מנהגו של עולם - אבל אין איום מערכתי הרובץ מעל המשק הגלובלי. גישה אחרת, מרחיקת לכת יותר, טוענת כי כל המהומה של 2008/9 היתה מוגזמת. הניפוח האמיתי היה בתגובה ההיסטרית של הרשויות, ולא בתופעות שאליהן כוונו התגובות. המשבר ב־2008, לפי גישה זו, היה תוצאה די מקרית של כשלונות נקודתיים - בעיקר של האמריקאים - בטיפולם הקלוקל בבעות הנדל"ן ובכך שנתנו לליהמן ברדרס לקרוס. מי שסבור שמלכתחילה לא היו בעיות מושרשות במבנה המשק העולמי, ממילא לא מזהה בעיה מובנית בכלכלה העולמית, ובוודאי לא איום חמור העלול למוטט אותה.

ישנה גישה האומרת שגם אם קיימות היום בעיות, המצב נשאר תחת שליטה והכל יסתדר בסוף. המצדדים בגישה זו מודים בקיומם של איומים ובעיות, אך נותנים אמנם במערכות הפוליטיות של ארה"ב, אירופה וסין. הם טוענים כי כשם שמנהיגי המדינות המפותחות הצליחו לאורך השנים להיחלץ ממשברים, חמורים יותר או פחות, כך יעלה בידם להיחלץ גם הפעם מהבעיות הנוכחיות. אדם שמחזיק בתפיסת עולם כזו יכול לצפות להמשך ההתאוששות של המשקים הריאליים והשווקים הפיננסיים. מניתוח קר של ניסיון העשורים האחרונים עולה מסקנה חשובה: משברים מתרחשים מסיבות שונות, אבל אחרי ששוקע האבק הרברים חוזרים לקרמיות, והשגרה - של צמיחה וצבירת עושר - משתלטת שוב. לא מפתיע לגלות שככל שמדובר בניתוחים מטעם גורמים רשמיים - כולל ממשלות וגופים רב־לאומיים, כגון קרן המטבע הבינלאומי וה־OECD - הגישה האחרונה משמשת הנחת עבודה, בין אם גלויה ובין אם נסתרת. קצת יותר מפתיע להיווכח שגם כלי התקשורת העיקריים, שמפגינים מידת אמון מועטה במנהיגות הפוליטית ובפקידות הממשלתית, נוטים להניח שבסופו של יום מה שהיה הוא שיהיה, בשינויים קלים ככל הנראה. מול מנגנוני הסברה כה משומנים כמעט בלתי נמנע שהאזרח הקטן ישתכנע בצרפת האופטימיים, בניגוד לתחושותיו, הלוחשות לו שמהו בסיסי השתבש. למרות הרגשות הבלתי נוחה, הוא נדחף לתוך הקונצנזוס האומר שהמצב הולך ומשתפר, העולם חוזר לפסים "נורמליים" והעתיד גם אם לא ממש מזהיר, הוא לפחות בהיר ובעל אופי חיובי. שני תהליכים פסיכולוגיים מסייעים לשכנוע העצמי - הן של המנהיגות והן של הציבור הרחב. הראשון הוא האינטרס האישי של כל אחד, המיליארדר כמו גם הפקיד והפועל. כל אחד מהם "מושקע" במצב הנוכחי, לכן הוא לא רק שואף לשיפורו, אלא מושרשת בו אמונה חזקה אך נטולת בסיס, שמצבו לא יורע. הוא בוודאי לא רוצה להתמודד עם האפשרות שמצבו ומצב כל העולם יורע באופן משמעותי, ולאורך זמן. התהליך השני נטוע בנטייה לצבוע בוורוד לא רק את העתיד, אלא גם את העבר. מה שנתפס בזמן אמת כאירוע קטסטרופלי - במקרה הזה: הקריסה המערכתית של 2008 - נראה אחרת בראייה לאחור. ככל שהמשבר נבלע אל תוך העבר המעומעם והטראומה שהוא יצר

הולכת ומיטשטשת, קל יותר להשתכנע שזה היה אירוע חד־פעמי, אסון חריג, ואין עילה לחשוש שהוא יקרה שוב. כאשר לתהליכים אלה מצטרף הפמפום השיטתי של מערכות הסמכות, הכוח, השלטון והעושר, קשה להשתחרר משטיפת המוח הכפולה - זו העצמית וזו המגיעה מ"אלה שיודעים". לכן התחושה הרווחת היא שהמצב יותר טוב משהיה, שהוא הולך ומשתפר ושהעתיד צפוי להיות חיובי.

פיננסיזציה של המשק

זה עצוב, זה מדכא ואף אחד לא רוצה לשמוע על כך, אבל העובדות אינן תומכות באף אחת מהגישות שהוצגו לעיל ושנספקות בסיס לאופטימיות לגבי העתיד. העובדות המעורבות מצביעות שלא מדובר במשבר נקודתי או מוגבל, אלא על חוסר איזון עמוק ומושרש במשק העולמי, המצמיח בריזמנית סדרה של משברים חמורים. העובדות קובעות שלפחות במשקים המפותחים, אך כנראה שבכל העולם, הולך להיות לא נעים, בלשון המעטה קיצונית. מה שהעובדות המטרידות לא קובעות הוא מתי וכמה רע יהיה - פרמטרים אלה יקבעו בהתאם לצעדים שתנקוט כל מדינה.

כדי לעמוד על הנימוקים התומכים בתחזית השלילית, ומקעקעים את התחזית החיובית, אין צורך בניתוחים מעמיקים שיחשפו היבטים חדשים או רברים שלא היו ידועים. כל שצריך הוא להתמודד בכנות עם שתי שאלות, שחומר הרקע הדרוש כדי לענות עליהן כבר קיים, גלוי וידוע. השאלות פשוטות, אבל לא נוח להציג אותן בשיח מנומס עם מקבלי החלטות ממשלתיות או עם בנקאים בכירים. התשובות הן פשוטות, אבל גם אותן לא נעים להציג במסגרת שיחה. לכן העולם חי במצב של הרחקה תוך התעלמות מהעובדות והנתונים הקריטיים, ועוסק בשכנוע עצמי שהעסק בשליטה ושהמצב משתפר ושהכל יהיה בסדר.

השאלה הראשונה: **מדוע היה משבר**

פיננסיזציה בלבלי הריף ועמוק בשנים 2007-2009?

כדי להשיב על השאלה אין מנוס מלחזור לעקרונות הבסיסיים, ולהחליט אם ההתייחסות לנושאים של כלכלה, פיננסים והמדיניות הציבורית בעניינם (כגון הפרטה, הסדרה ופיקוח) מושתתת על תפיסת עולם מגובשת, ערכית ומוסרית - או שכל הטיפול בנושאים אלה צריך להיות בידיו מומחים "אובייקטיביים", מקצוענים

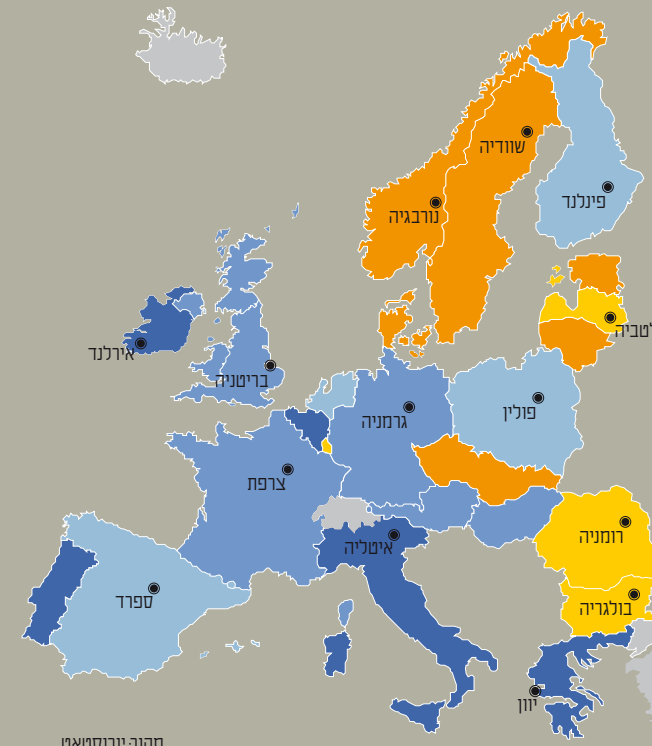
באמת יהיה בסדר?

מטה ג'ורל מוטורס מבעד לחלון מפעל טוטו בדטרויט

משבר חובות המדינות הוא האיום הגדול ביותר על הכלכלה העולמית. תופעה זאת כלל לא היתה קיימת ב-2007 והיא כולה פרי הבאזים של הטיפול במשבר. בינתיים העולם מתמודד עם משבר טורדני של מדינות קטנות דוגמת יוון ופורטוגל, אך ברור שגם ארה"ב ויפן נמצאות במשבר חוב ההולך ומחריף בקצב מהיר

מחיר ההמרצה

שיעור החוב מהתמ"ג, באחוזים



מקור: ירוסמאט



הפגנות ביוון
בברואר 2010

בתחום הפיננסי היו הסכנות או שדוללו עד כדי קעקוע בידי המגזר הפיננסי. דוגמה בולטת להימנעות מטיפול במכשירים פיננסיים בעלי פוטנציאל הרסני ניתן למצוא בעסקות ההלף על חדלות פירעון (CDS) המאפשרות לכל מאן דבעי לרכוש ביטוח על סיכון שאין הוא חשוף אליו - כלומר, להפוך לספקולנט לגבי סיכונים פיננסיים של מדינות ופירמות שאין לו קשר איתן.

המתעוררות מצננות צמיחה

אבל ההשפעות השליליות של הטיפול במשבר לא מסתיימות בצבירת חובות. כמות הכסף שנשפכה במסגרת תוכניות המערכת הפיננסית העולמית, אבל בהעדר ביקוש מספיק מצד המגזר העסקי העולמי לניצול הכסף הרב לשימושים מועילים, כגון בניית מפעלים חדשים, חלק גדול ממנו הופנה לספקולציות פיננסיות. חמור במיוחד מצבה של סין ומכמה סיבות. ראשית, היקף תוכניות התמרוץ שם היה הגדול ביותר - שוויין הגיע ליותר מ-15% מהתמ"ג הסיני, לעומת הורמה אמריקאית של כ-6% מהתמ"ג. שנית, המשק הסיני עדיין מנוהל בצורה ריכוזית והממשלה, שניתבה את רכבון הפעילות המשקית על ידי מימון השקעות חדשות דרך מערכת הבנקאות הסינית, עשתה זאת מבלי לברוק את כראיותן הכלכלית של השקעות אלה. שלישית, המערכת הפיננסית הסינית אינה משוכללת, והממשלה החזיקה את שיעור הריבית למפקדים ברמה נמוכה מאוד, ובכך יצרה תמריץ חזק לציבור להשקיע את כספו בנכסים ריאליים - החל בסחורות תעשייתיות וכלה ברירות. סיכומו של דבר: הכמות האדירה של הכסף שהצטברה מסביב לעולם הצליחה לבלום את הדפלציה שאיימה עליו ב-2009, אבל יצרה אינפלציה, במיוחד במשקים שהיו בתנופת צמיחה לפני המשבר. האינפלציה המוניטרית הזאת, שפעלה להגביר את הביקושים, הוחרפה בשל שורת אסונות טבע במדינות מפתח שהשפיעו על היצע הסחורות ומחיריהן. כתוצאה, כבר ב-2010 וביתר שאת השנה, שיעור האינפלציה ברבות מהמדינות המתעוררות המובילות, ובראשן סין, הגיע לרמה שחייבה את הממשלות לפעול בכיוון ההידוק, במטרה לצנן את הפעילות המשקית גם על חשבון האטה בקצב הצמיחה. תהליך זה מתחיל לתת את אותותיו בסין, בהודו ובמדינות אחרות

משנות ה-80 התנקז נתח נכבד מהצמיחה הכוללת של המשק האמריקאי אל המגזר הפיננסי, שהפך מגורם משני, שתומך במנועי הצמיחה של המשק, לגורם מרכזי המהווה מנוע צמיחה בפני עצמו. מגזר זה משך אליו את המוחות הטובים ביותר בארה"ב, שבדורות קודמים היו פונים לתעשייה, מדע או שירות ציבורי

המרצה, דרך המדיניות הפיסקלית (מיסוי והעברות) וגם דרך המדיניות המוניטרית (הורדת הריבית ורכישת אג"ח ממשלתי על ידי הבנק המרכזי). היקפן וגודלן של תוכניות אלה היה ללא תקדים, והן מומנו על ידי הלוואות חדשות שהממשלות לקחו. התוצאה הבלתי נמנעת היתה ניפוח מהיר של מצבת החובות של הממשלות כתוצאה מצבירת גירעונות שוטפים גדולים. תוכניות הסיוע וצעדי ההמרצה האלה הם האחראים העיקריים להתאוששות בכלכלה העולמית בשנתיים האחרונות. אולם תוצאה חיובית זו הושגה במחיר כבד ביותר. המחיר הפיננסי-תקציבי ברור: יש לשלם ריבית ולבסוף גם לפרוע את ההלוואות שנלקחו. כבר עתה ברור שמדינות רבות אינן יכולות לעמוד בנטל עכשיו או בעתיד הנראה לעין. מצב זה הצמיח את משבר חובות המדינה שהוא האיום הגדול ביותר הרובץ על הכלכלה העולמית כיום. תופעה זאת כלל לא היתה קיימת ב-2007 והיא כולה פרי הבאזים של הטיפול במשבר. בינתיים העולם מתמודד עם משבר חובות טורדני של מדינות קטנות דוגמת יוון ופורטוגל. אך ברור שגם המדינות הגדולות ביותר - ארה"ב ויפן - נמצאות במשבר חוב ההולך ומחריף בקצב מהיר. די להבין כי אי אפשר לפתור משבר שמקורו בעודף חוב על ידי יצירת חוב נוסף (ובקנה מידה גדול הרבה יותר), כדי לשמוט את הקרקע מתחת לתפיסה

מעניינת, אלא בתהליך חברתי-פוליטי עמוק ועוצמתי.

חובות מוכרשים

אחרי הדיון בגורמים שיצרו את המשבר, ניתן להתקדם לשאלות העוסקות בהווה: **האם, ובאיזו מידה, טופלו ותוקנו הגורמים שהביאו למשבר?** לדעת הממסד התשובה חיובית. אולם, אם מקור המשבר היה הרחבה מסיבית של אשראי, שנבעה משחיקת סטנדרטים מקצועיים ורמיסת מוסכמות מוסריות, הרי שלא רק שהבעיה לא טופלה - היא גם הוחרפה מכל הבחינות. כמות האשראי האבסולוטית והיחסית (לתמ"ג) לא צומצמה. אמנם במגזר משקי הבית הדי ירידה מסוימת - רובה נכתה על ידי הבנקים, שנאלצו למחוק חובות אבודים. אולם חובות בקנה מידה אדיר הולאמו, באופן רשמי או בלתי רשמי. מכאן שהחובות עברו מהמגזר הפרטי לציבורי והועמסו על כתפיהם של משלמי המסים בהווה ובעתיד. מצבת החובות של מרבית הממשלות במדינות המפותחות התנפחה בכת אחת הודות לתוכניות הצלה למיניהן. לפעמים בצורה כה משמעותית שבמהירות התברר שאין בכוחה של הממשלה לעמוד בהם (עיינו ערך אירלנד). במקביל, ובתגובה לצמיחה בפעילות הכלכלית הריאלית שנגרמה בשלהי 2008 על ידי המשבר הפיננסי, החליטו ממשלות רבות לתמוך בכלכלתן על ידי תוכניות

ולשאול איך השפיעה שיטת התגמול על סוגי העסקים שנעשו ועל תפיסת עולמם של אנשי הכספים. הדבר מוביל לצורך לבחון את הבנקאים ובמיוחד את הבכירים שבהם - מה היתה רמת השכלתם, וכמה הם ידעו והבינו לגבי המוצרים והשירותים שהם הציעו ללקוחותיהם? מהו פשר המונחים "חדשנות פיננסית" ו"הנרסה פיננסית", מי עסק בזה ואיך בחרו איזה מוצרים יפותחו וישווקו ולמי הם ישווקו? במקביל, יש לבחון את מערכות היחסים בין מוסדות הפיננסיים והעומדים בראשם לבין הגורמים המפקחים עליהם, קובעי המדיניות הכלכלית והרשות המחוקקת. לימוד מעמיק של התהליך, אותו נכנה "פיננסיוזציה" של המשק האמריקאי (והעולמי), מוביל למסקנה שהמשבר שפרץ ב-2007 נבע מתהליך ארוך טווח של הסתאבות מקצועית ומוסרית, ושכל האלמנטים הספציפיים של המשבר אינם אלא המחשות לכך. עלייתו ונפילתו של הבנק להשקעות ליהמן ברדרס הוא הדוגמה האולטימטיבית לכך. עיון בתהליך ה"פיננסיוזציה" יבהיר גם איך פשה - או יותר נכון, הוחרר - הריקבון לכלל המשק, הודות להרחבה שיטתית ומסיבית של כמות האשראי שהוענקו לציבור הרחב. הכסף הקל היה אמצעי למשוך את כולם אל תוך התהליך, להרגיע את חששותיהם ולהפוך אותם לתומכים בו. צמיחת האשראי הצרכני מעידה כי אין מדובר בהתפתחות פיננסית

ונטולי ערכים. על רקע זה, צריך להביא בחשבון את משקל המגזר הפיננסי הרחב (בנקאות לסוגיה, ביטוח, ברוקראז', ניהול כספים ועוד) בערך השוק של מדד S&P 500, הכולל את 500 החברות הגדולות ביותר הרשומות למסחר בבורסת ניו יורק. בשנת 2007 היה משקל המגזר הפיננסי 22% מערך המדד לעומת כ-7% בלבד בתחילת שנות השמונים. במהלך שנות דור, משקלו היחסי של המגזר הפיננסי עלה לפחות פי 3. אם נשתמש בקני מידה אחרים, נגיע למכפלה גבוהה יותר. שינוי זה מקפל בתוכו מהפך אדיר בהרכב המשק האמריקאי ואף במהותו. בתקופה של דור, נתח נכבד מהצמיחה הכוללת של המשק התנקז אל המגזר הפיננסי - שהפך מגורם משני התומך במנועי הצמיחה של המשק, לגורם מרכזי המהווה מנוע צמיחה בפני עצמו. לשינוי הזה היו השלכות משמעותיות, הרבה מעבר למדידה הכמותית של משקלו של המגזר הפיננסי. ניקוז העושר אל מגזר זה משך אליו את המוחות הטובים ביותר במדינה, שבדורות קודמים היו פונים לכיוונים מועילים יותר, כגון תעשייה וטכנולוגיה, מדע, רפואה, שירות ציבורי. אגב, במהלך המשבר הצטמצם משקל המגזר הפיננסי במדד לכ-8% בלבד. בתוך המגזר הפיננסי יש לבחון את מבנה השכר וגם את מערך התמרוץ שלפיו נקבעו התמלוגים של כל עובד במערכת,

מודעה עמ' 145



לשכת
תעסוקה
בלאס וגאס

הבשורה הטובה לפיה המשק האמריקאי חזר לגודלו הנומינלי מלפני המשבר, מאבדת את זוהרה כאשר מוסיפים לה את העובדה שאותו תוצר לאומי מופק על ידי כוח עבודה קטן בכששה עד שבעה מיליון איש מזה של 2007. התייעלות? בוודאי! תוספת נכבדה לעושרם של בעלי ההון? ללא ספק!

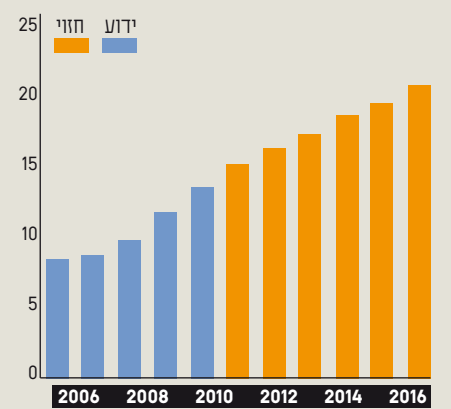
קיים המשק? את המילה האחרונה נשאר לניל ברופסקי, מי שהיה המפקח הראשי מטעם משרד האוצר האמריקאי על תוכניות הסיוע של הממשל לבנקים הגדולים, לחברות המכונניות ולחברות ענק אחרות. בראיון טלוויזיוני עם דן ראת'ר ברשת HDNet הסביר ברופסקי בתחילת יוני את גודל האיום הניצב בפני המשק האמריקאי, מה שהוביל לחילופי דברים אלה: ראת'ר: "אתה מפחיד אותי". ברופסקי: "עליך לפחד. אני מפחד. אתה לא יכול שלא לפחד. אתה לא יכול להסתכל במה שהתרחש בתהליך שקדם ל-2008, ולראות איך זה לא יחזור על עצמו, לאור מה שעשינו (מאז בתגובה)".

הדירור והפיננסים מחוורה מול המשבר בתעסוקה, שהולך ומצטייר כמוקד הצרות המרכזי של המשק האמריקאי - ובוודאי של המשקים האירופה, מלבד גרמניה. הבשורה הטובה לפיה המשק האמריקאי חזר לגודלו הנומינלי מלפני המשבר, מאבדת את זוהרה כאשר מוסיפים לה את העובדה שאותו תוצר לאומי מופק על ידי כוח עבודה קטן בכששה עד שבעה מיליון איש מזה של 2007. התייעלות? בוודאי! תוספת נכבדה לעושרם של בעלי ההון? ללא ספק! אבל אם המשק אינו מסוגל ליצור מקומות עבודה עבור אזרחי המדינה - שלא לדבר על רמת השכר הירודה המשולמת עבור רבות מהמשרות הקיימות - מתבקש לשאול בשביל מה ולתועלת מי

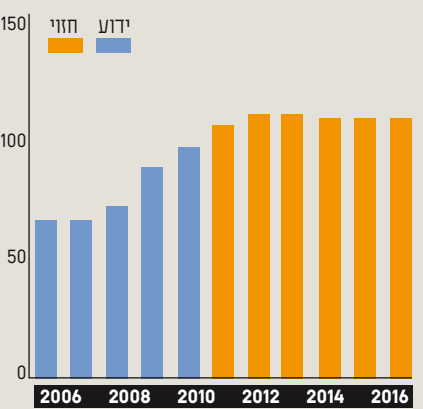
וההשפעה של הפחתת קצב הצמיחה בהן תורגש היטב במדינות המפותחות. בינתיים, במדינות המפותחות הבעיות הישנות לא נעלמו. הרוגמה המובהקת היא שוק הדירור בארה"ב. מחירי הנדל"ן חזרו לרדת ורמת המחירים הכללית חזרה כלפי מטה את רמת השפל של 2009 - ההתאוששות החלקית שהתפתחה ב-2010 התאדתה. פרופ' רוברט שילר, שהוזכר מבעוד מועד מפני משבר הדירור, צופה כעת ירידת מחירים נוספת - לפחות 10% ואולי אפילו 25%. ההשלכות של ירידה כזאת על מערכת הבנקאות ועל מצבו הפיננסי של מגזר משקי הבית - כלומר, הציבור הרחב - יהיו הרסניים. אבל אפילו חומרת המצב בתחום

תחזית: מספטמבר 2011 החוב הפדרלי יהיה גבוה מהתמ"ג

החוב הפדרלי של ארה"ב בשנות התקציב* 2006-2016, בטריליוני דולרים



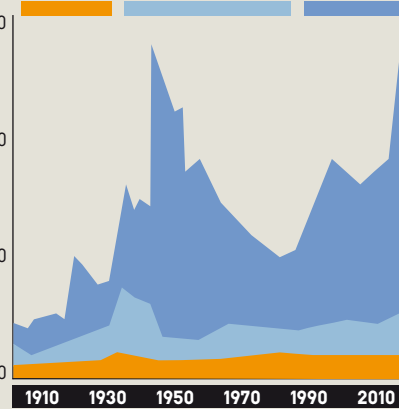
החוב הפדרלי של ארה"ב כשיעור מהתמ"ג בשנות התקציב* 2006-2016, באחוזים



* שנת התקציב האמריקאית היא בין החודשים אוקטובר-ספטמבר בשנה העוקבת

חזרה לימי מלחמת העולם השנייה

החובות בארה"ב כשיעור מהתמ"ג, באחוזים



מקור: usgovernmentsspending.com