

הכניזות מול בניין הפרלמנט ביוזו, אוקטובר 2011



תצלום: בלומברג

אופטימיות ללא כיסוי

אפשר להסביר את ההאטה של הכלכלה העולמית באסון ביפאן, במהפכה בלוב או בעליית מחירי הסחורות, אבל אי אפשר להתעלם מכך שכלכלות העולם עדיין לא יודעות איך לפתור את משבר החובות

מאת פנחס לנדאו

1 עלי זיכרון טוב במיוחד, כאלה שמסוגלים להיזכר כמה שאירע לפני החגים, ואפילו בהיסטוריה העתיקה של שלהי 2010, יסכימו שבאותם ימים רחוקים התחזיות לכלכלה העולמית היו חיוביות. תחזיות אלה שנערכו לקראת 2011 שיקפו הסכמה רחבה למדי בקרב המוסדות הבינלאומיים הגדולים ובקרב בנקים ותרבות השקעות למיניהן – באשר למה שצופנת בחוקה השנה שעמדה אז באופק. ההערכה הרווחת היתה שהביצועים של הכלכלה העולמית ילכו ויתחזקו על פני השנה. גם אם ההתחלה תהיה הססנית או מעורבת, בגלל חולשה בחלק מהמשקים המפותחים, המחצית השנייה – כך נחזה – תציג תמונה משופרת. עכשיו, כשאנחנו מתקרבים לסוף השנה, ברור שהמציאות שונה מהתחזיות. בעצם, מאז הקיץ וביטור שאת כסתי האחרון, כל הגורמים שהיו בעבר אופטימיים, עוסקים

בהורדת התחזיות שלהם לגבי קצב הצמיחה הצפוי. הם מקצצים גם בתחזיות שלהם ל-2012 – אבל לא בכך נעסוק כעת. לפני שהם עוברים אל הלא נודע ב-2012, כראי להתעכב על הנודע ולשאול מדוע 2011 לא עמדה בצפייות שתלו בה? התשובה לשאלה זו תלמד אותנו לא רק איך להתייחס לתחזיות לשנה הבאה, שיתחילו לזרום בקצב מואץ בשבועות הקרובים, אלא בעיקר לגבי מצבו האמיתי של המשק העולמי כעת ובעתיד הנראה לעין. כמה טוב היה מצבנו לו רק יכולנו לפרוק את כעסנו ותסכולנו על 2011 המאכזבת, על ידי העגשת הכלכלנים והחוזאים למיניהם. אבל גם אם כולם טעו לחלוטין – דבר שאינו נכון – אין בכך כדי להסביר את האטה. לכל היותר, ניתן לטעון שהצפייות החיוביות החריפו את החולשה שהתגלתה בפועל – אבל מה גרם לאותה חולשה? המחצית הראשונה של השנה אופיינה בשורת אירועים ששימשו כתירועים והתנצלויות לתחזיות שלא פגעו. הבולט

מבין אלה היה המולטי-אסון ביפאן: רעידת אדמה בעוצמה חריגה יצרה צונאמי ושני אלה החריבו אזור גדול (אך שולי) בצפון-מזרח יפאן. שני אסונות הטבע הביאו גם לקריסת מערך גדול של תחנות כוח גרעיניות ולשחרור כמויות גדולות של קרינה רדיואקטיבית. אסון זה זעזע את יפאן, אך השפעתו הורגשה היטב בכל רחבי העולם. דווקא היפאנים, שהמציאו את שיטת הניהול של "בדיוק בזמן" (Just in Time), שלפיה מפעלים ופירמות מחזיקים במלאים מינימליים לצרכים שוטפים, ונשענים על שרשרת אספקה הפועלת ביעילות גבוהה מאוד – דווקא הם נפלו קורבן לפגיעות של שיטה זאת. האסונות שיתקו חלקים גדולים של התעשייה היפאנית וגרמו להפרעות וקלקולים בשרשרות אספקה רב-לאומיות, במיוחד בענפי הרכב והאלקטרוניקה. ואולם למרות השבריות שיצרה הגלובליזציה בענפי תעשייה מרכזיים (והלקחים שנלמדו מכך) צריך לזכור כי הפרעות אלה היו

זמניות, והן חלפו תוך כמה חודשים. פגעי הטבע לא היו מוגבלים רק ליפאן. דגנים וגידולים אחרים התייקרו בגלל פגעי אקלים ברחבי העולם. העליות התלולות במחירי הדגנים ובמוצרי היסוד התלויים בהם פגעו בכלכלה העולמית בשתי דרכים. ראשית, נוצרה אינפלציה, במיוחד במדינות מתפתחות שנאלצו לנקוט

במדיניות מוניטרית מרסנת – או מרסנת יותר מזו שתוכננה – כדי להתגבר עליה. שנית, עליות המחירים במוצרי היסוד יצרו תסיסה חברתית רחבה, שפרצה בצורות שונות בעולם ובצורה הבולטת ביותר בצפון אפריקה ובעולם הערבי – שם התסיסה הפכה למהומות ומהומות התבשלו לכדי מהפכות. מבין סדרת המהפכות ששטפו את צפון אפריקה זאת שבלוב היתה שונה. היא לא רק הביאה להרחה מהירה של השליט ולמלחמת אזרחים ארוכה שהוכרעה הודות להתערבות זרה. מהפכה זאת היתה שונה גם בהשלכותיה. לוב היא יצרנית נפט חשובה במיוחד – עבור השוק האירופי – והיעלמות הנפט הלובי מהשוק גרמה לזינוק חד ומתמשך במחירי הסחורה התעשייתית החשובה ביותר – הנפט הגולמי. מחיר גבוה לנפט הוא מתכון בדוק להחרפה של שני החולאים הגדולים ביותר של המשקים המפותחים: מצד אחד עלייה באינפלציה מפני שמחיר הנפט הגולמי

המדיניות המקובלת לטיפול במשברים פיננסיים חולפים נשענת על הוספת חוב משלתי ועל רכישת חוב משלתי על ידי גורמים רשמיים. אבל מדיניות זו לא תועיל במשבר הנוכחי. מפני שלא ניתן לפתור משבר הנובע מעודף חוב, בהוספת חוב חדש

משפיע על מחירים בכל תחומי המשק. מצד אחר הפחתת הצמיחה מפני שאנשים נאלצים להפנות חלק גדול יותר מהכנסתם השוטפת לרכישת בניין, נפט לחימום, חשמל וכדומה, וממילא נשאר להם פחות כסף לרשימת הקניות הכללית. בקיצור, זו היתה שנה לא מבורכת, בלשון המעטה. כל מיני זעזועים, מהם כוח עליון

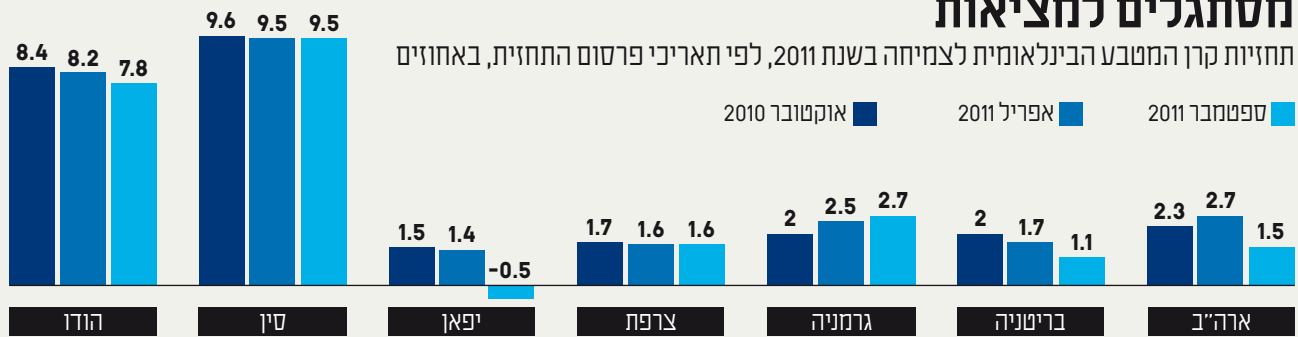
ומהם מעשי אדם, פגעו במשק העולמי במקומות הכי רגישים שלו – במערכת האספקה, במוזון ובנפט. מובן מאליו שכל זה אינו ניתן לחזוי, ומובן גם שכל פגיעה כזאת מפחיתה את הצמיחה במרבית המדינות (מלבד יצרניות הנפט).

החובות שמחזקו את החייון
באמצע השנה ניסו הכלכלנים לתלות את סימני החולשה שהלכו והצטברו באירועים השונים, אך הם חדלו לעשות זאת בחודשים האחרונים. עם הזמן, ננטש גם הרעיון שלפיו הזעזועים יוצרים פגיעה זמנית שתתוקן בהמשך. במקום זאת, עברו הכלכלנים לראייה פסימית יותר של המצב. החולשה הגוברת במשק העולמי מיוחסת עכשיו לגורמים בסיסיים ומושרשים, כאלה שלא יחלפו תוך כמה שבועות או חודשים. מה הביא לשינוי בעמדתם של רבים מבין הכלכלנים הידועים בעולם, כולל צוותי המוסדות הגדולים, בראשם קרן המטבע הבינלאומית?

לפני שנציע הסבר לכך נציין שגם לפני שנה לא היה קונסנזוס מקצועי מלא לגבי הצפי ל-2011. אמנם נכון, אף פעם אין תמימות דעים בין הכלכלנים, אלא שאז מדובר היה בהרבה יותר מאשר חילוקי דעות סקטיים או מוגבלים לגבי הטווח הקצר. מדובר היה – אז, וגם היום – במחלוקת בסיסית לגבי מצבו של המשק העולמי ומה ניתן לעשות כדי לשפר את המצב. ביסודו של הצפי החיובי ל-2011 עמדה תפיסה שלפיה המשבר הגדול של 2007-2008 נמצא מאחורינו. הטיפול החריג שניתן למשבר הוא הצליח. בשלהי 2010 טענו האופטימים כי המדינות המפותחות והמתפתחות חוזרות לפסים נורמליים – אמנם בהדרגה – אבל העולם נמצא בתוואי חיובי, ולכן ככל שהכלכלה העולמית תתקדם בתוואי זה, רמת הביטחון של משקי הבית ושל הפירמות תגדל, ואיתה גם רמת הפעילות שלהן. גישה חיובית זו טענה עוד שהשיפור ההדרגתי במצבם של המשקים יביא גם

מסתגלים למציאות

תחזיות קרן המטבע הבינלאומית לצמיחה בשנת 2011, לפי תאריכי פרסום התחזית, באחוזים



לשיפור במצבן של הממשלות, יצמצם את הגירעונות התקציביים, יאפשר לבצע את הגזרות והקיצוצים במדינות החלשות יותר – ובקיצור, יצור מצב שבו מדינות חזקות, כגון סין או גרמניה, ימשיכו להוביל את ההתאוששות שהתחילה כבר ב־2009 ושהתבססה ב־2010.

מול הראייה החיובית התייצבה אסכולה אחרת שטענה כי אין מדובר במשבר חולף שנובע מגורמים מחזוריים כמו מחירי דיוך מנופחים. מצדדי האסכולה הזאת טענו כי בועת הנדל"ן המפורסמת לא היתה הגורם האמיתי למשבר הגדול, אלא רק הגורם המיידי לקריסה הפיננסית של 2007-2008, והמשבר שיקף בעיה הרבה יותר עמוקה, שבוועת הנדל"ן אינה אלא סימפטום שלה. ומהי הבעיה העיקרית שמעיקה על

הכלכלה העולמית? משבר חובות. המשק העולמי צבר מצבת חוב כל כך גדולה עד שאין ביכולתו לשרת את אותו החוב – הלווים מתקשים יותר ויותר לשלם את הריבית השוטפת על החובות שלהם, והסיכוי שלהם לפרוע את הקרן הולך ופוחת עם הזמן. משבר חוב, כך הסבירו חברי האסכולה "הפסימית" כבר ב־2007, אינו ניתן לטיפול באמצעים הרגילים – מדיניות פיסקלית מרחיבה ומדיניות מוניטרית מרחיבה. מהי מדיניות פיסקלית מרחיבה? גירעון ממשלתי גדול יותר. ואיך הגירעון ממומן? בהגדלת מצבת החוב הממשלתי. ומהי מדיניות

מוניטרית מרחיבה? רכישת חוב על ידי הבנק המרכזי, כאשר הכסף החדש אמור להגיע למשקי בית ולפירמות, כדי שישתמשו בו לצריכה ובכך ימריצו את המשק מחדש. כלומר, המדיניות המקובלת לטיפול במיתונים ובמשברים פיננסיים-כלכליים חולפים (כמו ספטמבר 2001) נשענת על חוספת חוב ממשלתי ועל רכישת חוב ממשלתי על ידי גורמים רשמיים (בדמות הבנק המרכזי). בתווך נמצאת מערכת הבנקאות, שאמורה לנצל את הכסף החדש שהיא מקבלת ולהלוות אותו לפירמות ולמשקי בית.

אבל – מדיניות זו לא תועיל במשבר חוב, מפני שלא ניתן לפתור משבר הנובע מעודף חוב, בהוספת חוב חדש. תוכניות תמרוץ למיניהן יועילו רק לתקופה קצרה. התועלת תמוצה, אבל תוספת החוב תישאר, ולכן המצב הבסיסי יהפוך יותר קשה. לא רק שהמשבר הבסיסי לא יבוא על פתרונו, אלא הוא גם יחורף.

גם הרחבה מוניטרית שאמורה לזרום דרך מערכת הבנקאות לכלל המשק לא תועיל. זאת מפני שהבנקים למודי הניסיון רתעים מלהלוות לכל זב ומצורע, כפי שעשו בעידן

השגשוג שקדם למשבר. עכשיו הם חוששים אפילו מלווים איתנים. אלא שלווים איתנים לא רוצים ללוות, מפני שהם לא רואים טעם להרחיב את פעילותם כאשר הביקושים ממותנים. גם כשהביקושים זוכים לתמרוץ מלאכותי הודות לסיוע ממשלתי, מיד עם הפסקת הסיוע, נחלש שוב הביקוש. מאחר שגם הבנקים לא רוצים להלוות וגם הפירמות הבריאות לא רוצות ללוות, ההרחבה המוניטרית מביאה רק לתועלת חולפת. ואגב, היא אינה יוצרת אינפלציה, כפי שרבים חששו שיקרה.

ההתאוששות ושברה

הוויכוח סביב מהות המשבר ואיך לטפל בו התחיל תוך כדי המשבר עצמו. ב־2009, ועוד יותר ב־2010, היה נדמה שהטיפול הצליח ושהמערך העולמי הולך ומתאושש. לכן נוצרה הסכמה לפיה 2011 תהיה שנה של התקדמות נוספת, ושמצביתה השנייה תהיה חזקה מהראשונה. רוב החזאים הצטרפו לדעה הזאת, מפני שרוב החזאים הולכים עם הזרם והתחזית שלהם היא שהמגמה השלטת כעת תמשיך לשלוט בעתיד.

אבל אסכולת משבר החוב לא התקפלה. מבחינתה, ההתאוששות היתה בלתי נמנעת, לאור היקפן העצום של תוכניות ההצלה שהופעלו. אבל באותה מידה, גם דעיכת ההתאוששות היתה בלתי נמנעת מהסיבות שפורטו.

ואכן ככל שהשנה התקדמה, התברר יותר ויותר שההתאוששות גוועת. זה בלט במיוחד בסין, שם ביצעה הממשלה פניית פרסה במדיניות שלה, והתחילה לצמצם את זמינות האשראי לאחר ששפכה כמויות אדירות של כסף לתוך המערכת. התגברות האינפלציה בסין לא השאירה לה ברירה, במיוחד לאור התפשטות המהומות



בתי הזיקוק מדרום לטריפולי, לוב מארס 2011

תצלום: אי.פי

החברתיות מסכיב לעולם והחשש שגם בסין תידלק תסיסה רחבה. אולם עוצמת משבר החוב באירופה התפרצה ביתר שאת. באירופה מדובר במשבר חוב מובהק ולא במשבר "רגיל" או "מחזורי". הכישלון הסדרתי של האירופים להשתלט על המשבר אצלם, שהתמקד ביוון אבל הקיף את מרבית מדינות האיחוד ואת כל הבנקים הגדולים ביבשת, הבהיר לכלכלנים רבים שמדובר במשבר מערכתי בקנה מידה שלא נצפה בעולם מאז שנות ה־30.

מכאן ניתן להסיק שגם בתרחיש החיובי ביותר, המשבר יימשך עוד הרבה זמן. התרחיש החיובי צופה שהמערכות הפוליטיות – בעיקר באירופה ובארצות הברית – יגלו רצון ונחישות ויגבשו פתרונות אמיתיים המתאימים לגודל המשבר. פתרונות כאלה כוללים מחיקות חוב גדולות בכל הרמות, שממילא יחייבו את המדינות להציל (או להלאים) את הבנקים הגדולים שלהם. זהו תנאי הכרחי, אבל הוא לא מספיק; בנוסף, נדרשת ההסכמה של כל הציבור לקבל על עצמו שנים של צנע, צמצומים וירידה זמנית ברמת חיים שלו. אם כך מוגדר התרחיש החיובי ביותר שניתן לתסרט, ניתן להניח שהנימה של התחזיות ל־2012 תהיה שונה מאוד מזו של 2011. לדאבונו, אין סיבה לקוות שגם הפעם התחזיות יתבררו כשגויות. ■

הבהרה

בנק קרדיט סוויס לא קיבל סיוע מהממשלה השווייצרית במשבר הפיננסי 2008-2009. זאת בניגוד למה שנכתב במאמר "חוק מנדי לשרוד" (מגזין TheMarker, אוקטובר 2011).

מודעה עמ' 105