



האוניברסיטה הפתוחה
האוניברסיטה הגדולה בישראל

עסקים

אירופה בוערת

כלכלות על



הקקשיים

האסכולה הגרמנית לתכניות
צנע לעומת האסכולה
האמריקאית להשקעה
בצמיחה • מה קרה בעצם
שיוון וספרד נקלעו לצרה
כלכלית כה גדולה? • מה
עלול לגרום לגוש היורו
להתפרק ומה יקרה אז? •
ומה הם הפתרונות שימנעו
אסון כלכלי באירופה
ובעולם כולו, שגם ישראל
עלולה תהיה להיפגע ממנו?
על כל אלה משיב ד"ר
אריה נחמיאס המנתח את
המשבר הכלכלי החמור
באירופה, שבא קרוב מאד
למשבר הסאב-פריים
שהתרחש רק לפני ארבע
« שנים בארה"ב





«ד"ר אריה נחמיאס

תקבל סיוע מגרמניה ומדינות חברות אחרות בגוש ובתנאי שהמדיניות התקציבית תהיה מדיניות מצמצמת. גרמניה - הכלכלה החזקה והיציבה באירופה, נחלצת לסיוע ותמיכה במדינות החברות בגוש היורו שנמציאות בביצה עמוקה של משבר החובות וזאת בעקבות החשש של חוסר יציבות במערכת הפיננסית באירופה, קריסת בנקים וקריסת גוש היורו. הנכונות של גרמניה לסייע ניתנת בתמורה למדיניות תקציבית מצמצמת - צנע, פיקוח הדוק על הוצאות הממשלות האירופאיות המבקשות סיוע. בעת האחרונה גרמניה סופגת לא מעט ביקורת בהתעקשותה על היצמדות לאסכולת הצנע לפתרון בעיית החובות. ציבור הבוחרים באירופה אומר לא לצנע ואמירה זו קיבלה את ביטוייה בחילופי השלטון בשש מדינות הגוש במהלך 20 החודשים האחרונים ובכך גובר החשש מפני קיום גוש היורו. האסכולה האמריקאית הקוראת להשקעה בעידוד הצמיחה נתמכת בקרב קברניטי כלכלות אירופה שנבחרו לאחרונה ובעקבות פגישות קברניטי G8 ו-G7 מוכנה גרמניה - במקביל לתוכנית הקיצוצים - לעודד השקעה וצמיחה במדינות שבמשבר.

ב-19 במאי 2012 התקיימה פגשת שמונה המדינות המתועשות - ה-G8, בקמפ-דיוויד בארה"ב, ומנהיגי מדינות אלה הצהירו כי יוון היא חלק מגוש היורו והם יפעלו להשאיר אותה באיחוד האירופאי. פסגה זו נתנה גם ביטוי למאבק התוך-אירופאי המתמשך, בין חסידי ריסון תקציבי, קיצוץ בהוצאות הממשלתיות, לבין חסידי עידוד הצמיחה, הזרמת כספים למשק תוך הגדלת הגרעון. העמדה הגרמנית המסורתית של מדיניות צנע זכתה לביקורת של שאר מנהיגי ה-G8 ובראשם נשיא ארה"ב, ברק אובמה, שנתנו עדיפות לצעדים מחוללי צמיחה על פני צעדי הידוק תקציבי. אובמה קידם בפסגה את הפתרון האמריקאי הקיינסיני - צעדים מחוללי צמיחה, תמריצים מקרו כלכליים, שסייעו לחלץ את המשק האמריקאי מהמיתון שנגר עליו בעקבות משבר הסאב-פריים.

משבר החובות באירופה החל בארה"ב לפני 5 שנים עם משבר הסאב פריים שהתגלגל למערכת הפיננסית ובשיאו הביא לקריסת ליהמן ברדרס, הממשל האמריקאי והפד הזרימו מיליארדי דולרים, הלאימו בנקים ופעלו בשלושת הכלים השלובים - מדיניות מוניטארית, מדיניות תקציבית ורגולציה. ההתערבות בכלים אלה חילצה את המשק האמריקאי מהמשבר.

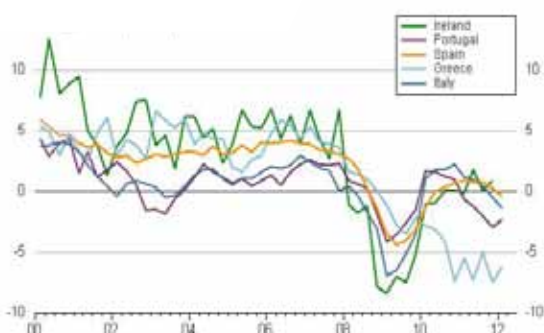
לעומת זאת, באירופה המשבר מתמשך ומחמיר. למה בעצם? התשובה המתבקשת: גוש היורו איננו אלא מטבע אחיד, ותו לא. אין כאן איחוד תקציבי, אין גופים רגולטוריים מרכזיים וגם על המדיניות המוניטארית יש חילוקי דעות. גרוע מכך: אין אמון בין המדינות ובתוך המדינות. ב-20 החודשים האחרונים התבצעו חילופי שלטון בשש מדינות בגוש היורו - אירלנד, פורטוגל, ספרד, איטליה, צרפת ויוון. ביוון לא הצליחו להקים ממשלה וחזרו לקליפי ב-17 ביוני. אזרחי יוון מושכים מיליארדי יורו מהבנקים ביוון מפני החשש של נטישת גוש היורו וחזרה למטבע יווני עצמאי והפקידו את הכסף בבנקים גרמניים. בין אפריל 2011 לאפריל 2012 ירדו ההפקדות בבנקים ביוון בסכום של כ-32 מיליארד יורו, צניחה של 15.6% במונחים שנתיים. אין אמון ביוון ובספרד מתערער גם כן האמון - ירידה של 6% בשיעור שנתי, ירידה של כ-104 מיליארד יורו בהיקף הפקדות הכספים בספרד.

המערכת הפיננסית נשענת על אמון וכשהוא מתערער המערכת נכנסת לחוסר יציבות ובמקרה קיצון לחידולן פיננסי. מאחר ואי אפשר להפוך את אירופה למדינה אחת, שיש לה ממשלה אחת - מדיניות תקציבית אחת, ובנק מרכזי אחד עם מדיניות מוניטארית אחת. מאחר ואזרחי גרמניה, הכלכלה החזקה באירופה, לא יהיו מוכנים לשאת את החובות והנזקים שיצרו מדינות ה-GIPSI - חייבת כל מדינה בגוש לפעול בנפרד, בעצמה, ולנקוט במדיניות תקציבית מתאימה מדינה שמתחייבת לעשות כן

גם אם ימומשו בסופו של דבר כל תכניות הצנע - יחס החוב לתוצר של יוון יעמוד בסוף העשור השני של המאה ה-21, בשנת 2020, על כ-180%

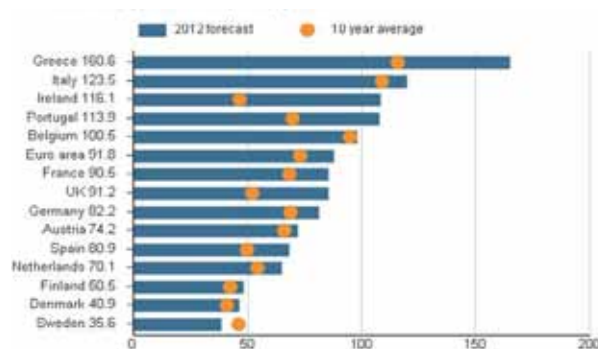
צמחה התמ"ג בגוש היורו < 2

אחוזי צמיחת התמ"ג על שנה שעברה



צמחה 1 < יחסי חוב לתמ"ג בגוש היורו

חוב הממשלה כאחוז מהתמ"ג





ד"ר אריה נחמיאס,
ראש תוכנית התואר
השני במנהל עסקים
באוניברסיטה הפתוחה

גבש ביוון. אולם במחצית הרבעון השני של השנה נרשמה
החרפה נוספת במשבר החובות בגוש היורו, שדחפה את
שוקי ההון ברחבי העולם לירידה בשערי המניות.
הרגיעה לא חוזרת לשוקים והתנודתיות ממשיכה
להחריף, כאשר אחראית כמעט בלעדית לכך היא אירו-
פה: ביוון הרוחות התחממו נוכח הכישלון להרכיב
ממשלה. אזרחי יוון חזרו לקלפי בשלהי הרבעון השני
של תשע"ב. עד אז היו חייבים מקבלי ההחלטות בגוש
היורו להדוף את ההערכות שיוון מצויה על סף יציאה
מגוש היורו. בעוד מושקעים מאמצים להדוף הערכות
אלה, ספרד, החברה הרביעית במועדון ה-GIPSI, שיגרה
סימני מצוקה, שהעיקרי שבהם הוא חששות למערכת
הבנקאית הספרדית שבגיננו הולאם חלקית הבנק השלי-
שי בגודלו בספרד - Bankia, ממשלת ספרד הזרימה
23.5 מיליארד יורו לחילוץ Bankia.

הכלכלות הריאליות בגוש היורו במשבר מתמשך

משבר החובות באירופה הפך למשבר פיננסי מתמשך,
המשליך על הכלכלות הריאליות ועד מועד כתיבת שורות
אלה, האיום על אירופה אינו מתפוגג והחשש הגדול הוא
התמוטטות מערכת הבנקאות הספרדית במקביל לעזי-
בה של יוון את גוש היורו והידבקות המדינות האחרות.
אי יכולתה של אירופה לפתור את בעיותיה אופף באי
ודאות את עתידו של המטבע האחד, אי-ודאות המזי-
קה בראש ובראשונה על כלכלות גוש היורו ומאיימת
בהידבקות כלכלות העולם.

תשע"א הייתה שנה גרועה במיוחד לכלכלה הגלו-
בלית. גוש היורו מצא עצמו בסכנת התפרקות, סכנה ש
במהלך תשע"ב עדיין לא התפוגגה ועשויה ללוות אותנו
לא רק על פני תשע"ג אלא על פני כל העשור השני של
המאה העשרים ואחת.

מדינות ה-GIPSI, שצברו חובות וגרעונות תקצי-
ביים אסטרונומיים בעקבות "משבר המאה" של סתיו
2008 (ראה גיליון 8 של מגזין המנהלים), עמדו במרכז
העניינים. משבר החובות האירופי אילץ את קובעי המדי-
ניות באירופה ואת קברניטי ה-G20 לחפש דרכים למנוע
התפשטות המשבר ולגרור את הכלכלה הגלובלית למי-
תון עולמי, גרוע מכך לגרור לחוסר יציבות פיננסית ולק-
ריסה של בנקים ומוסדות פיננסים. עונת משבר חובות
הממשלות באירופה התפתחה אצל המשקיעים משלהי
2009 בעקבות הגידול הדרמטי בחובות הממשלות,
שלווה בהורדת דרוג של המדינות, החשש התעצם מתחי-
לת שנת 2010. החשש שמשבר החובות ביוון יתפשט
למדינות אירופאיות נוספות הוביל את שרי האוצר של
המדינות האירופאיות במאי 2010, לאשר חבילת חילוץ
למדינות בגוש היורו שמצויות בקשיים. במהלך הרב-
עון הראשון של תשע"ב נוצרה רגיעה מסוימת ממשבר
החובות בגוש היורו, על רקע הזרמה מאסיבית של נזילות
למערכת הבנקאית האירופאית ועל רקע הפתרון שהת-

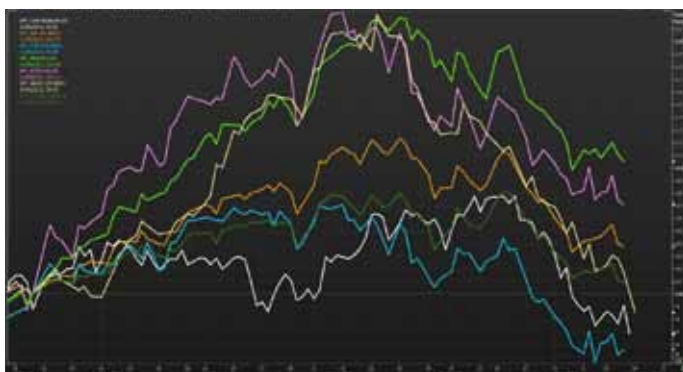
יוון - התפתחותו של המשבר

- בתחילת העשור הראשון של המאה ה-21 מצטרפת יוון לגוש היורו (שנת 2001)
- בשלהי העשור הראשון של המאה ה-21, יוון נקלעת למצוקה כלכלית חמורה בגין "משבר המאה" של סתיו 2008. ובעקבות העובדה שממשלת יוון התנהלה במשך שנים ארוכות באופן גרעוני תוך הגדלת החוב הממשלתי.
- בתחילת העשור השני של המאה ה-21, בין יוני 2010 לפברואר 2012, מקבלת יוון הזרמה כספית בהיקף של 350 מיליארד יורו ובתמורה העבירה בפרלמנט תכנית תקציבית מצמצמת - 4 תוכניות צנע. כל אחת מתכי-ניות אלה נתקלת בהתנגדות בציבור ומגבירה את ההתנגדות לשלטון.
- ראוי לציין כי גם אם ימומשו בסופו של דבר כל תכניות הצנע, הרי שיחס החוב לתוצר של יוון יעמוד בסוף העשור השני של המאה ה-21 (בשנת 2020) על כ-180%.

**בין קברניטי
מדינות אירופה
והג'י-28 קיימת
הסכמה בנוגע
לצורך לשמור על
גוש היורו ולכן
סביר להניח כי
ימצא פתרון ביניים
של הקלה מסוימת
בתכניות הצנע
תמורת הישארות
יוון בגוש היורו**

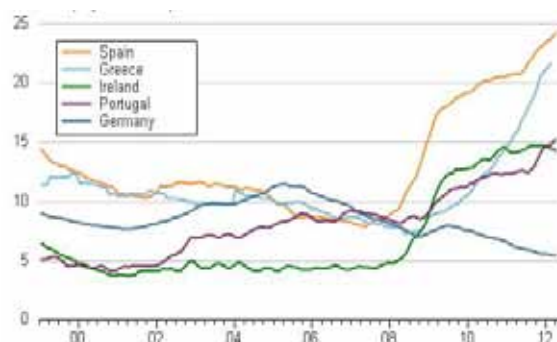


סבלה 4 < שערי המניות בשוקי הון מרכזיים



סבלה 3 < שיעור האבטלה בגוש היורו

שיעורי אבטלה באחוזים





לאחר שבמהלך 5 השנים האחרונות איבד כחמישית מגודלו. יוון כנראה לא תצליח להקטין את החוב שנוטר לה מבלי לבצע תספורת נוספת בעוד שנים אחדות.

בין קברניטי מדינות אירופה וה-G20 קיימת הסכמה בנוגע לצורך לשמור על גוש היורו, ולכן סביר להניח, מאחר שקברניטים אלה נחלקים לשתי אסכולות - שהאחת תומכת בצנע (גרמניה ואנגליה) ואילו האחרת טוענת כי יש לנקוט בצעדים מעודדי צמיחה בשלב הראשון (ארה"ב, צרפת) כי ימצא פתרון ביניים של הקלה מסוימת בתכניות הצנע תמורת הישגות יורו בגוש האירו.

הנהגת מדיניות צנע במדינה מוכת חוב תפגע קשות בצמיחה ועשויה להוביל לשנים רבות של מיתון. כדי לצמצם את יחס הגרעון לתוצר והחוב לתוצר, יש לצמצם הגרעונות והחובות אך מנגד להעלות את התוצר, על ידי צמיחה בת-קיימא.

ספרד - התפתחותו של המשבר

בינואר 1999 הייתה ספרד בקבוצה הראשונה של המדינות באיחוד האירופי, שוויתרו על המטבע המסורתי והחליפו אותו ביורו. בעבר הייתה ספרד מדינה אגררית. כיום היא בעלת מגזר יצרני מהחשובים במערב אירופה. בתחילת העשור השני של המאה ה-21 ספרד הינה אחת הכלכלות החזקות באירופה. בשנת 2011 היא מדורגת כחמישית בגודלה באירופה וה-12 בגודלה בעולם.

ספרד סובלת משיעור אבטלה גבוה מאד כ-25% (לשם המחשה: כל אדם רביעי בספרד שמחפש עבודה, נותר מובטל!) משבר החובות האירופי החמיר את מצבה הכלכלי, היצור התעשייתי בירידה וגרעון הסחר בעליה.

ה-CDS של ספרד (ראה טבלה 7):

- משנת 2008 מחירי הנדל"ן בירידה מתמשכת. הנכסים ירדו ב-21% מהשיא של 2008.
- על רקע משבר הנדל"ן נכנסה המערכת הבנקאית למשבר. ההערכה היא, כי מחירי הנדל"ן ימשיכו לרדת

המאה ה-21, נובמבר 2011, נבחר לוקאס פפדמוס לעמוד בראשות ממשלת מעבר עד לקיום הבחירות והקמת ממשלה חדשה.

ברבעון הראשון של השנה השניה של המאה ה-21 התרחשו האירועים הדראמטיים הבאים :

2 במרס 2012, חברת הדרוג S&P הורידה את דירוג האשראי של יוון לכמעט חידולן פיננסי - SELECTIVE DEFAULT, חברות הדרוג האשראי מוד"ס ופיץ' הורידו הדרוג ל-C.

8 במרס 2012, "תספורת" לחוב היווני. יוון מגיעה להסדר חובות עם 83.5% מנושיה הפרטיים. ההסדר מוחק 100 מיליארד יורו מערך האג"ח של יוון.

6 במאי 2012, מתקיימות בחירות ותוצאותיהן העניו קו 17% מהקולות למפלגת השמאל הקיצוני SYRIZA שהפכה בן לילה למפלגה השניה בגודלה, בעקבות כך שחרתה על דגלה את ביטול תהליכי הצנע ביוון. המערכת הפוליטית ביוון אינה מתייצבת, הקמת קואליציה נכשלת ויוון חוזרת לבחירות ב-17 ביוני

כל אלה חוברים יחדיו, כדי להעצים את החשש לפרישתה של יוון מגוש היורו. כשהחשש האמיתי אינו מפני יוון, שאי השארותה בגוש כשלעצמה הינה חסרת משמעות, אלא מפני הדבקות - התפשטות תהליך שיביא לפרישתן של מדינות נוספות מהגוש ולהתפרקותו.

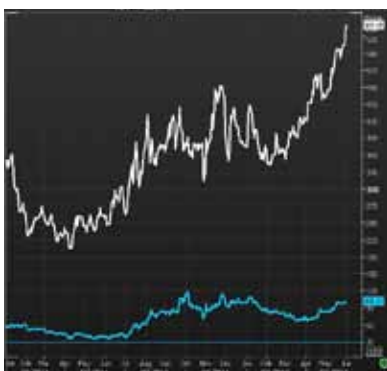
ה-CDS של יוון חסר כל משמעות, ראה את שנתת המחיר, והוא מצביע על חדלות פרעון (ראה טבלה 6).

כדי להדוף את החששות מפרישה של יוון הזרים הבנק האירופאי המרכזי ה-ECB, 100 מיליארד יורו ליוון כצעד חירום לסיוע למערכת הבנקאית ביוון, שסובלת מבריחת כספים מיוון לבנקים בגרמניה. בריחת הפיקדונות, הן של חברות והן של משקי הבית, מגבירות את החשש למשבר פיננסי. יחס החוב לתוצר של יוון עומד על 160% (לשם השוואה, בישראל: 74% בלבד!). שיעור האבטלה כ-20% (בישראל: פחות מ-7%). המשק היווני ממשיך להתכווץ,

הכלכלה הישראלית צלחה את המשבר הפיננסי הגלובלי של סתיו 2008 בהצלחה ונראה שגם למשבר הנוכחי המשק הישראלי ערוך בצורה טובה יחסית והפעלה הולמת של מדיניות מוניטארית ותקציבית יאפשרו למשק לצלוח גם אותו בהצלחה

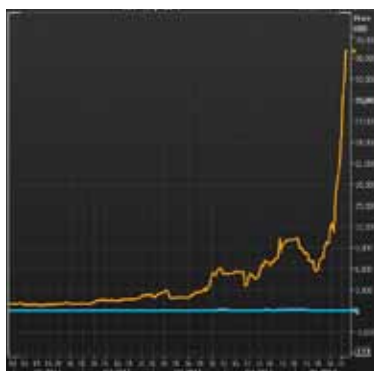
טבלה 7 < ה-CDS של ספרד

01/01/2011 - 25/05/2012



טבלה 6 < ה-CDS של יוון

26/12/2010 - 13/03/2012



טבלה 5 < דרוג חוב מדינה בגוש היורו





כדי להדוף את החששות מפרישה של יוון, הזרים הבנק האירופאי המרכזי 211 מיליארד יורו ליוון כצעד חירום לסייע למערכת הבנקאות

ההתמודדות עם המשבר מחייבת פעולות לטווח ארוך ופעולות לטווח קצר. לטווח הקצר טיפול בנזילות המערכת הבנקאית כדי למנוע משבר פיננסי, ולטווח הארוך נדרש איחוד פיסקלי. עד כה הטיפול בטווח הקצר הפחית באופן ניכר את ההסתברות למשבר פיננסי. פעולות אלה כללו:

- איתות ברור של ה-ECB ומדינות האיחוד כי יעשו הכל למניעת משבר פיננסי באירופה.
- ה-ECB הפעיל תכנית הלוואות, LTRO, להזרים למערכת הבנקאות האירופאית למעלה מטריליון יורו.
- הקמת מנגנון פיקוח בנקאי - המהווה צעד לקראת איחוד בנקאי שעשוי להוביל לאיחוד פיסקלי.
- לכן בעת כתיבת שורות אלה הערכתי היא כי יעשו פעולות נוספות של הקלה בתכניות הצנע ושל הרחבה מוניטארית ותקציבית מעודדות צמיחה. במקרה זה, לתר חיש הקל תהיה הסתברות גבוהה יותר ונמתין שנים אחדות עד להתעצמות המשבר הבא. משבר החובות באירופה ימשך על פני כל העשור השני שלהמאה העשרים ואחת.
- הכלכלה הישראלית צלחה בהצלחה את המשבר הפיננסי הגלובלי של סתיו 2008. נראה שגם למשבר הנור כחי המשק הישראלי ערוך בצורה טובה יחסית והפעלה הולמת של מדיניות מוניטארית ומדיניות תקציבית יאפי שרו למשק לצלוח גם אותו בהצלחה. ❁

- ובכך יעיבו עוד יותר על המערכת הבנקאית הספרדית.
- גידול חד בחוב החיצוני.
 - תחזית לצמיחה שלילית.
 - הורדת דרוג האשראי.
 - עולה החשש כי ספרד תגיע לחדלות פירעון. כפועל יוצא עליה בתשואות של אג"ח ספרד וב-CDS.
 - החשש מפני משבר פיננסי בא לידי ביטוי בקיטון היקף הפקדונות בבנקים הספרדים והעברתם לבנקים אחרים. קיטון זה מתון ביחס לקיטון בבנקאות היוונית. לממשלה הספרדית אין מספיק כסף כדי לחלץ את המערכת הפיננסית והיא תזדקק לסייע חיצוני.

המשבר באירופה לאן?

ההתרחשויות בכלכלות העולם מצביעות על כך, כי העולם כולו כבר נגוע במשבר האירופי. השאלה היא לאן יתפתח המשבר ומה תהייה ההשלכות על הכלכלה היראלית (שערי חליפין, יצוא, צמיחה כלכלית, שיעור האבטלה) ועל הכלכלה הפיננסית (שוקי ההון והכסף). היורוסטאט, Eurostat, לשכת הסטטיסטיקה של הנציבות האירופאית מעריך כי 25.751 מיליון איש ואישה בגוש היורו היו מובטלים בספטמבר 2012. זהו שיעור אבטלה של 11.6%, שיא מאז הקמת גוש היורו. בארה"ב עמד שיעור האבטלה בספטמבר 2012 על 7.8%. שיעור האבטלה הגבוה ביותר נרשם במדינות מוכות החוב: ספרד, שבה נרשם בספטמבר שיעור אבטלה של 25.8%, ויוון, שבה נרשם שיעור אבטלה של 25.1%. נתון מדאיג נוסף הוא שיעור אבטלת צעירים מתחת לגיל 25 בגוש היורו, 23.3% מהצעירים מחוסרי עבודה.

קברניטי אירופה חייבים לאותת כי יעשו הכל על מנת למנוע משבר פיננסי באירופה. קיץ 2012 מזכיר את סתיו 2008. השווקים עצמם מאותתים מידי פעם על חששות, כאשר הפעם החוב הריבוי של מדינות גוש היורו החליף את המשכנתאות כנכסים המסוכנים והרעילים. הבריחה מהפיקדונות עוד לא בעיצומה והבנק המרכזי האירופאי, כמו הפדרל רזרב בארה"ב, מנסה להרגיע את השווקים בנזילות נדיבה, אך איכות הביטחונות של הבנקים יורדת ויש המתקרבים לחדלות פירעון. בארה"ב, יור הפדרל רזרב בן ברננקי השיק בספטמבר 2012 תוכנית הרחבה כמותית שלישית (QE3) שכוללת רכישות אג"ח ממשלתיות ואג"ח מגובות משכנתאות בהיקף של מאות מיליארדי דולרים, כמו גם התחייבות שריבית הבסיס במשק האמריקני תיותר ברמה אפסית אל תוך 2015.

קברניטי גוש היורו חייבים לגלות נכונות לחדש את ההון של הבנקים ולהבטיח את יציבות המערכת הפיננסית. תרחישי המשבר הם: אירופה במיתון, נטישת יוון את גוש היורו, נטישת יוון ומדינות נוספות, קריסת גוש היורו. אם תהיה נטישה של גוש היורו אי אפשר יהיה לחזות את היקף ההידבקות והפאניקה הפיננסית, ממש כפי שלפשיטת הרגל של ליהמן ברדרס היו השלכות לא צפויות.