



השנה הכלכלית תש"ע הייתה 10 - ותשע"א?

# משחק סכום אפס

שנת תש"ע הייתה בעולם שנה כלכלית פחות גרועה מקודמתה, אך עדיין לא טובה במיוחד • בישראל הייתה שנת תש"ע שנה עשר למשק הישראלי, עם הצמיחה הגבוהה ביותר במערב • אולם, אחרי הטלטלות בכלכלות העולם בתחומים השונים דומה שאנו עומדים כעת בפני שלוש מערכות עיקריות חדשות • קיימת סכנה שגוש היורו יתפרק, מתחילה שנה קריטית לכלכלת ארה"ב, וכבר החלה "מלחמת מטבעות" שעלולה לגרום לכולם להפסיד • כי מה שטוב למדינה אחת, המפחיתה את ערך המטבע שלה, רע למדינה אחרת - ועלול להביא למה שניתן לכנות "משחק סכום אפס" • **ד"ר אריה נחמיאס** מנתח את מה שהיה ומה שצפוי בכלכלה העולמית והישראלית • התקווה: שגם תשע"א תהיה, כקודמתה, "שנה עשר"

## ה־GIPSI חזרו לכותרות

זוכרים את מדינות ה־GIPSI - ראשי התיבות של יוון, אירלנד, פורטוגל, ספרד ואיטליה, המדינות שצברו חובות וגרעונות תקציביים ענקיים בעקבות משבר 2008 ועומדות במרכז משבר החובות של גוש היורו? הבעיות הכלכליות והפיננסיות לא נפתרו שם. שוב עלה החשש באשר ליכולתה של אירלנד לעמוד בתשלומים המתחייבים לצורך חילוץ שלושת הבנקים שהלאימה. אירלנד הגישה תוכנית צנע הכוללת קיצוץ תקציבי של 15 מיליארד יורו על פני ארבע שנים. בניגוד ליוון, האירים נטלו על עצמם במהירות ובהסכמה את הצורך בצנע מחמיר כדי להתייעל, להתאושש ולחזור לצמיחה. אך כעת מסתבר שזה לא מספיק, וגוברים החששות שמא המדינה לא תוכל לעמוד בהחזר חובותיה. חששות אלה הובילו את פקידי האיחוד האירופאי, קרן המטבע העולמי מית והבנק האירופאי המרכזי לנהל דיונים בדבלין, לגבי חבילת סיוע להצלת כלכלת אירלנד.

## תספורת לאג"ח של מדינה שנקלעה לקשיים

בתחילת תשע"א מתעוררות שוב הערכות שמא גוש היורו נמצא בסכנת התפרקות, כאשר פורטוגל עצמה - שדירוג האשראי שלה כבר הופחת בסוף חודש דצמבר 2010 - מאיימת לעזוב את הגוש. גרמניה יצאה בהצהרה כי לא רק משלמי המיסים בגרמניה ובאירופה צריכים לשאת בנטל החובות של ה־GIPSI, שואלצות להסתייע בכספי קרנות החילוץ האירופאיות, אלא גם מחזיקי קי האג"ח של אותה מדינה. קרי, תספורת לאג"ח של מדינה שנקלעה לקשיים. אם לא די באלה, קרנות ההשקעה של ממשלות נורבגיה ורוסיה הודיעו, כי לא ישקיעו באג"ח של ספרד ושל אירלנד. האיום של משבר החובות באירופה, שהיכה בעוצמה רבה את ה־GIPSI, עדיין לא הוסר, ומטיל צל כבד על שנת תשע"א.

## ארה"ב וה־2QE

בארה"ב הובילו ההתאוששות והצמיחה האיטיות של הכלכלה האמריקאית את הבנק המרכזי, ה־FED, להגדיל את כמות הכסף במשק האמריקאי כדי להמריץ את הכלכלה. ה־2QE הם ראשי התיבות של Second Quantitative Easing. ההרחבה המוניטרית הראשונה יצאה לדרך עם פרוץ משבר 2008, וסייעה להפחית את הריבית לצרכנים ולרוכשי הבתים. בשילוב עם המדיניות הפיסקלית המרחיבה היא חילצה את המשק האמריקאי משלושת ה־D (Debt, Deflation, Depression), וסייעה לבלימת ההאטה הכלכלית וליציאה מהמיתון. אולם המשק האמריקאי עדיין שרוי בהתאוששות ובצמיחה איטית, והדבר אילץ את ה־FED להכריז על סבב חדש של הרחבה כמותית. ההרחבה המוניטרית השנייה, שהוכרזה בתחילת תשע"א, תתבצע באמצעות רכישת אג"ח ממשלתיות בשווי של 600 מיליארד דולר, רכישות שפריסתן

תש"ע חלפה עברה, ותשע"א נכנסה בסערה. תש"ע הסתיימה בספטמבר 2010, שנתיים מאז "ספטמבר השחור" של סתיו 2008 - סתיו שנכנס לדפי ההיסטוריה כסתיו שבו הכלכלה העולמית והמערכת הפיננסית הגלגו בלידת קרסו וגרמו לכך ששנת 2008 הייתה השנה הגרועה ביותר במונחי הכלכלה הגלובלית הריאלית מאז השפל הגדול של המאה הקודמת (1929). לא בכדי נקרא המשבר "משבר המאה", שכן הוא היה חמור יותר וגרוע יותר בכל קנה-מידה כלכלי ופיננסי מהמשבר של 1929.

כלכלה הישראלית הייתה שנת תש"ע עשר למשק הישראלי, שהמשיך לצמוח בקצב מהיר יחסית - ולמעשה בקצב הגבוה ביותר בעולם המערבי. ברבעון השני צמח התוצר המקומי הגולמי בשיעור מעולה של 4.6%, וברבעון השלישי של 2010 צמח גם כן בשיעור גבוה - ב־3.8%. ברבעון הרביעי דווח על צמיחה שנתית של 7.8%, בהנחה שהנתון נכון מדובר בצמיחה חסרת תקדים. זאת, לצד התאוששות איטית יותר של כלכלות מרכזיות בעולם, למרות מדיניות מוניטרית ופיסקלית מרחיבה שנקטו בהן.

## מטרות-העל של המדיניות התקציבית

בניגוד לכלכלות אלו הגיבה הכלכלה הישראלית במהירות למדיניות המוניטרית שהנהיג בנק ישראל, ובנוסף לצמיחה המהירה יחסית, שיעור האבטלה במשק הישראלי הוא נמוך, 6.2%, לעומת שיעורי אבטלה באירופה ובארצות הברית אשר נעים סביב 10%. בתחילת תשע"א הונחו על שולחן הכנסת חוק התקציב וחוק ההסדרים לשנים 2011 ו־2012. תקציב המדינה לשנת 2011 יעמוד על סכום שיא של 348.1 מיליארד שקל, והוצאות ממשלה יעמדו על 271.2 מיליארד שקל. בשנת 2012 יגדל התקציב ל־365.9 מיליארד שקל, והוצאות הממשלה יסתכמו ב־284.2 מיליארד שקל. התקציב הדו-שנתי וחוק ההסדרים הלווה נדונו בוועדות הכנסת, ולאחר שהוכנסו בהם שינויים ומה שקרוי "התאמות", בהתאם לדרישות סיעות הכנסת, אושר התקציב סופית בסוף חודש דצמבר. שר האוצר, ד"ר יובל שטייניץ, שהניח את התקציב הדו-שנתי על שולחן הכנסת, ציין כי מטרות-העל של המדיניות התקציבית, אשר מוצאת את ביטוייה בתקציב, הן צמיחה, הגדלת התעסוקה והקטנת האבטלה.

המשק הישראלי נכנס למשבר הכלכלי של סתיו 2008 עם נתונים מאקר-כלכליים חיוביים. אחרי 5 שנים של תנאים מאקר-כלכליים שתורגמו לצמיחה כלכלית גבוהה של כ־5% לשנה הוא צלח את המשבר טוב יותר מכל הכלכלות בעולם. לשנת תשע"א נכנס המשק הישראלי עם נתונים כלכליים חיוביים, ונאחל לעצמנו שתשע"א תסתיים אף היא עשר.

לשם כך יידרו מקבלי החלטות במשק הישראלי לשלב מדיניות מוניטרית, מדיניות תקציבית, ומדיניות מתואמת ומשולבת.

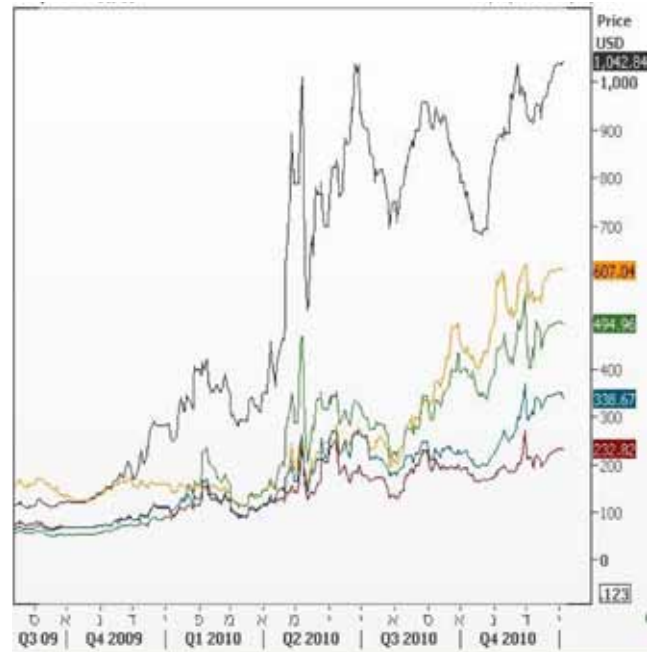
כדי שהכלכלה  
הגלובלית  
תתאושש,  
מדינות צריכות  
דווקא לשתף  
פעולה במקום  
להפחית את ערך  
המטבעות שלהן,  
אחרת, במצב  
הכלכלי הגלובלי  
של התאוששות  
ממשבר חמור  
וחריף, פריצת  
מלחמת המטבעות  
תבטיח שכולם  
יפסידו



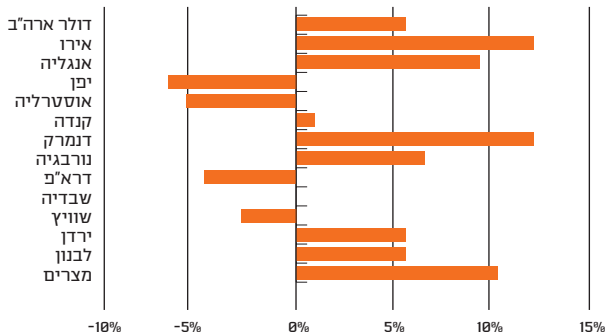


## תרשים 1 < חוזי ביטוח על אג"ח ה־GIPS מפני חדלות פרעון (CDS)

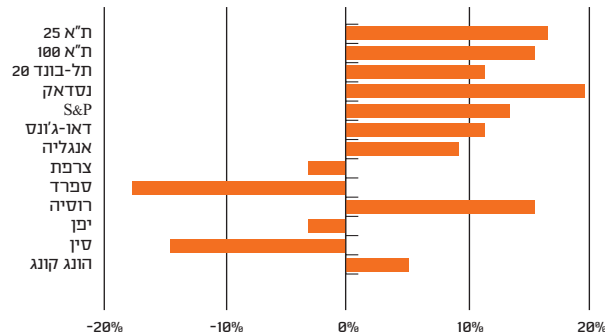
בין התאריכים: 30.1.2011-14.8.2009



## תרשים 2 < השינוי בשערים היציגים בשנת 2010



## תרשים 3 < השינוי במדדי המניות בשנת 2010



מות שלה, שיאפשרו לה להמשיך ולהמריץ את כלכלתה. בשלהי תש"ע ירד ערך הדולר, נוכח הציפיות כי ההרחבה הכמותית תגרום לירידת ריבית. כשהריבית נמוכה, המטבע פחות אטרקטיבי למשקיעים זרים, ולכן שוק מט"ח מהמר נגד הדולר ועל מטבעות אחרים במדינות שבהן הריביות גבוהות יותר, כמו ישראל וברזיל. ברזיל היא מדינה ש"סובלת" מהתחזקות המטבע שלה.

### מלחמת המטבעות

נגזרת נוספת של משבר 2008 היא הניסיון של המדינות בעולם להמריץ את כלכלותיהן על ידי הפחתת ערך המטבע. קל להבין, על רקע המשבר הגלובלי, מדוע מדינות מקוות ששערי מטבע רצויים יובילו להתאוששות כלכלית באמצעות עידוד היצוא. שכן, פיחות בערכו של המטבע המקומי מגדיל את כושר התחרות של היצואנים המקומיים, וזאת משום שהוא מניב להם תמורה גדולה יותר במונחי המטבע המקומי.

וכך, שורה של מדינות החלה להתערב בשוק המט"ח שלהן, בין במישרין, על ידי רכישת מט"ח, ובין בעקיפין, באמצעים מינהליים ובאמצעות מיסוי, כלים המושגים על תנועות הון בין מדינות.

**לדוגמה:** בנק ישראל רוכש מט"ח מעת לעת. למעשה רכש הבנק כבר יותר מ-40 מיליארד דולרים (!!!) מאז

צפויה עד אמצע תשע"א. קצב הרכישות של האג"ח הממשלתיות יהיה כ-75 מיליארד דולר בחודש. הרחבה מוניטרית זו ננקטה, כאמור, כדי להמריץ את הכלכלה האמריקאית, וה־FED נקט אותה כיוון שהריבית לטווח קצר נמוכה (0%-0.25%), ואין מקום להפחיתה עוד יותר. ההקלה המוניטרית תזרים נזילות לשווקים, ומטרתה היא להרחיב את רמת ההשקעות במשק, ולעודד את הצריכה הפרטית, שהיא הקטר הכלכלי של המשק האמריקאי. כמו כל צעד כלכלי, גם צעד זה כרוך בסיכון, שכן יש בו כדי לעודד לחצים אינפלציוניים בגין הגידול בכמות הכסף. השאלה המרכזית היא, מתי ינקוט ה־FED פעולה הפוכה, צמצום מוניטרי, דבר שחייב להתרחש בשלב מסוים כדי למנוע משבר כלכלי חמור. צפוי שתהליך זה יתרחש בסוף תשע"א ובתחילת תשע"ב, שתהא שנה קריטית לכלכלה בארה"ב וממילא לכלכלות העולם.

### שוק מט"ח מהמר נגד הדולר

הכלכלה האמריקאית נמצאת בשלבי התאוששות מהמשבר של 2008, והמחווונים המאקרו-כלכליים מגלים סימנים חיוביים של חזרה לצמיחה, הנשענת על גידול הצריכה הפרטית. נוסף לכך את היותה הכלכלה הגדולה בעולם ואת ההישענות של כלכלות אחרות בעולם על הביקושים המקומיים, את הטכנולוגיה, החדשנות והיזם



**אירלנד הגישה תוכנית צנע הכוללת קיצוץ תקציבי של 15 מיליארד יורו בארבע שנים. בניגוד ליוון, האירים נטלו על עצמם במהירות ובהסכמה את הצורך בצנע מחמיר, כדי להתייעל, להתאושש ולחזור לצמיחה. אך כעת מסתבר שזה לא מספיק**

### תרשים 4 < שערים יציגים - בנק ישראל

שינוי באחוזים	שער המטבע 31.12.10	שער המטבע 1.1.10	
6%	3.549	3.775	דולר ארה"ב
13%	4.7379	5.4417	אירו
10%	5.4928	6.1112	אנגליה
-7%	4.3602	4.0864	יפן
-6%	3.6113	3.3981	אוסטרליה
1%	3.5547	3.6028	קנדה
13%	0.6357	0.7312	דנמרק
7%	0.6064	0.6553	נורבגיה
-5%	0.5344	0.5103	דרא"פ
0%	0.5288	0.5304	שבדיה
-3%	3.7882	3.6672	שוויץ
6%	5.0145	5.3282	ירדן
6%	0.0236	0.0251	לבנון
11%	0.6114	0.6883	מצרים

### תרשים 5 < מדדים נבחרים

שינוי באחוזים	מדד 31.12.10	מדד 1.1.10	
16%	1326	1145	ת"א 25
15%	1224	1064	ת"א 100
11%	271	244	תל-בונד 20
19%	2217	1860	נסדאק
13%	1257	1115	S&P
11%	11577	10428	דאו-ג'ונס
9%	5899	5412	אנגליה
-3%	3804	3936	צרפת
-17%	9859	11940	ספרד
15%	2418	2106	רוסיה
-3%	10228	10546	יפן
-14%	2808	3277	סין
5%	23035	21872	הונג קונג

**בשלהי תש"ע ירד ערך הדולר נוכח הציפיות שהרחבה הכמותית תגרום לירידת ריבית. כשהריבית נמוכה, המטבע פחות אטרקטיבי למשקיעים זרים, ולכן שוק מט"ח מהמר נגד הדולר ועל מטבעות אחרים במדינות שבהן הריביות גבוהות יותר, כמו ישראל וברזיל**

שער החליפין הריאלי, וככל שמדינות רבות יותר מתערבות בשוק המט"ח, כן מתאפסת השפעת ההתערבות, והעלות הכלכלית שלה גוברת על תועלתה. במלחמת מטבעות עולמית כולם יפסידו, והצמיחה העולמית תיפגע. במרכז של מלחמת המטבעות נמצאות סין וארה"ב, שכלכלותיהן תלויות זו בזו - סין בצרכן האמריקאי ויפן בארה"ב, אשר מממנת את הגירעון העצום שלה (רכישת אג"ח ממשלת ארה"ב). כל אחת מהכלכלות הללו דואגת לעצמה. ארה"ב חוששת מאבטלה, סין חוששת מייסוף המטבע שלה, היואן, וממשבר כלכלי שעלול לנבוע כתוצאה מכך. בסיבוב הראשון במערכה זו התבטאות הסינים כלפי הדולר הוביל לה להיחלשותו, ההרחבה המוניטרית 2QE הקטינה עוד יותר את אטרקטיביות ההשקעה באג"ח האמריקאי. כתוצאה מכך שינתה סין, בסיבוב השני, את מדיניותה, והפעם היא מעדיפה את חיזוק הדולר והיחלשות היורו. בפתחן של השנים תשע"א ו-2011 לא נותר לנו אלא לאחל לעצמנו שקובעי המדיניות ברחבי העולם לא יסכנו שוב את היציבות העולמית, יתמרצו את הצמיחה בכלכלות שלהם, קרי, יגדילו את הביקושים המצרפיים שלהם באמצעות מדיניות תקציבית, וכתוצאה מכך תתחדש הצמיחה העולמית, וייסוף המטבע יתרחש באופן טבעי. התקווה - שגם תשע"א תהיה עשר. ☞

חודש מארס 2008, כאשר הנהיג הנגיד, פרופסור סטניו פיישר, את מדיניות רכישת הדולרים - תחילה 25 מיליון דולר ביום, אחר כך 100 מיליון דולר ביום, ולאחר מכן כמויות משתנות מדי פעם, אפילו עד קרוב למיליארד דולרים של רכישה ביום אחד! כמו כן, לצד הרכישות בוחן משרד האוצר את ביטול הפטור ממס למשקיעים זרים, וכבר ביטל את הפטור ממס על רווחי הריבית. ברזיל, דרום קוריאה ותאילנד הגיעו למסקנה, שלא די בהתערבות בשוק המט"ח, ואף הטילו מס על השקעות של זרים באג"חים, כדי לצמצם את זרימת ההון הזר במטרה לבלום את התחזקות המטבע המקומי. אולם, פחות של מטבע אחד הוא ייסוף של מטבע אחר. וכך, מה שטוב למדינה אחת, רע למדינה אחרת. זהו משחק סכום אפס. וכדי שהכלכלה הגלובלית תתאושש, מדינות צריכות דווקא לשתף פעולה במקום להפחית את ערך המטבעות שלהן. אחרת, במצב הכלכלי הגלובלי של התאוששות ממשבר חמור וחורף, פריצת מלחמת המטבעות תבטיח שכולם יפסידו.

**התבטאות הסינים הביאה להיחלשות הדולר** הספרות הכלכלית-מימונית וההיסטוריה הכלכלית מצביעות על כך שמדינה אינה יכולה להשפיע לאורך זמן על