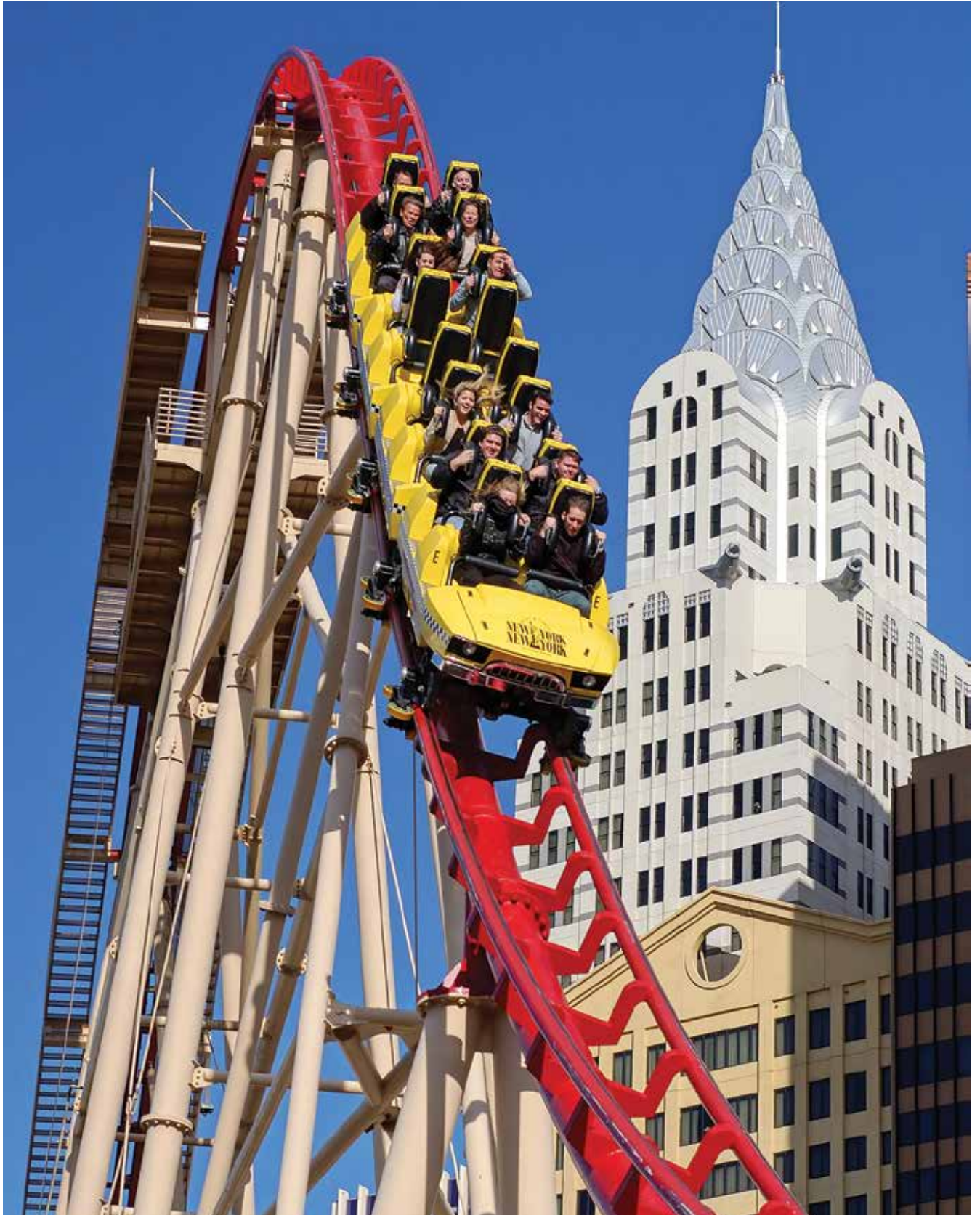




האוניברסיטה  
הפתוחה

עסקים





עולם בטלטלה: על כלכלה, פוליטיקה, גלובליזציה ומה שביניהן

# רוצים להפסיד כסף

מצב כזה לא זכור בעולם המודרני: אנשים מפקידים את כספם בבנק מתוך ידיעה שברibית שלילית הם יפסידו חלק מכספם • הסיבה חדשה גם היא: אין כמעט אפיק שבו אפשר לשים את הכסף בבטחה ולצפות לרווחים • **ד"ר אריה נחמיאס** מנתח את המצב הלא נורמאלי שנוצר בעולם הכספים - הריבית נמוכה מאוד, הצמיחה נמוכה מאוד והאינפלציה נמוכה מאוד • כל אלה יוצרים מפת סיכונים רחבת היקף, שלא נודעה במחוזותינו בעבר. 2017 לאן?

מאת ד"ר אריה נחמיאס

ריבית שלילית, ההשפעות עשויות להיות הרסניות לכלכלה הפיננסית ולכלכלה הריאלית. בתחילת חודש אוגוסט 2016, רק חודשיים לאחר ההכרעה הבריטית על הפרידה מאירופה, החליט הבנק המרכזי הבריטי (BoE) על הורדת הריבית לרמה של 0.25% והוציא מסר לבנקים המסחריים הבריטיים לגלגל את הורדת הריבית ללקוחות. בנוסף רמז בהודעתו כי עד סוף השנה צפויה הורדת ריבית נוספת, שתתקרב לריבית אפסית. הבנק המרכזי הבריטי אף הרחיב את תכנית הרכישות ב־60 מיליארד ליש"ט - לרמה של 435 מיליארד ליש"ט.

במהלך חודש אוגוסט 2016, חברת PSP השוויצרית (חברה בת של אלוני חץ) שמחזיקה נדל"ן מניב בציריך ובז'נבה ומעת לעת מגייסת כסף בבורסת שווייץ, גייסה 125 מיליון פרנקים שווייצריים (כחצי מיליארד שקל) בהנפקת אג"ח בבורסת שווייץ בריבית של 0%, כאשר הפירעון יהיה בעוד 7 שנים וללא ביטחונות. כלומר הציבור השווייצרי וויתר על השימוש בכסף ודחה את השימוש בו לעוד 7 שנים, ותמורת הוויתור לא מבקש פיצוי. הריבית: 0%.

כאמור, לא רק בשווייץ ובאיחוד האירופי מתרחשת האנומליה של ריבית שלילית. בחודש פברואר 2016 הנפיקה ממשלת יפן אג"ח בהיקף של 19.5 מיליארד דולר בריבית שלילית של 0.024%. גם בגרמניה, הכלכלה החזקה ביותר באירופה, הריבית שהנהיג הבנק המרכזי (ECB) היא אפס. בתחילת חודש יולי 2016, הנפיקה ממשלת גרמניה אג"ח

בעקבות המשבר הפיננסי הגלובאלי של סתיו 2008 (ראו גיליון 6) נכנס העולם לניסוי כלכלי גלובאלי שמקדמת דנא. שלא היה שכמותו. שמונה שנים חלפו מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, שמונה שנים של הרחבה מוניטרית מאסיבית שמובילים הבנקים המרכזיים בעולם. כלכלה ריאלית חלשה שהתפתחה בגין המשבר, הובילה את נגידי הבנקים המרכזיים להשית הרחבה כמותית והורדת ריבית לריבית אפסית ואף שלילית. בשנת 2016 התעצמה ההרחבה המוניטארית במרבית המשקים המובילים בעולם על רקע סביבת אינפלציה נמוכה.

הריבית השלילית על פיקדונות, שמשמשת בארגז הכלים המוניטריים של בנקים מרכזיים בעולם, כמו באיחוד האירופי, ביפן, בשוודיה ובשווייץ, יצרה אנומליה בשווקים הפיננסיים ומפרה את אחד מכללי היסוד במודל הכלכלי שמניח שהריבית כתופעה אוניברסלית היא חיובית, שכן החלטת השקעה היא בחירה בין צריכה בהווה לבין צריכה בעתיד. תמורת הוויתור על הצריכה בהווה ודחייתה לתקופה עתידית דורשים לקבל פיצוי - ריבית. פיצוי זה משקף שתי השפעות:

פריון של מוצרים כלכליים והעדפת זמן. אולם, הניסוי הכלכלי שלא היה כמותו מעולם, משמעותו שכאשר הבנקים המסחריים מפקידים כסף בפיקדון יומי הם משלמים לבנק המרכזי, ואת ההוצאה הזו הם מגלגלים ללקוח. ככל שאנומליה זו מתמשכת וככל שמדינות נוספות יעשו שימוש בכלי מוניטרי של

**הציבור השווייצרי יותר על השימוש בכסף ודחה את השימוש בו לעוד 7 שנים. תמורת הוויתור לא מבקשים השווייצרים פיצוי. הריבית: 0%**

**על מלכודת הריבית מעיבה עובדה ברורה - מאזני הבנקים המרכזיים גדלו, לעיתים בנכסים בעייתיים, הצמיחה בעולם נמוכה והאינפלציה נמוכה מאוד. כל זה מגביר את החשש מהתנפחות בועות כלכליות חדשות שהתפוצצות תובילן למשברים נוספים**

בהיקף של 5 מיליארד יורו בריבית שלילית של 0.05%.

### העמקת הריבית השלילית על פיקדונות

הכלכלות המקרטעות באירופה בשילוב עם משאל העם בבריטניה, שתמך בעזיבתה את האיחוד האירופי, יצרו את האנומליה שבה משקיעים מעדיפים להשקיע את כספם באג"ח של גרמניה ולהפסיד מדי שנה 0.05%, מאשר להשקיע את כספם בחלופות אחרות שנתפסות בעיניהם כמסוכנות הרבה יותר. העדר הצמיחה הכלכלית בעולם, מלחמת המטבעות והריבית האפסית מיטיבים עם ההנפקות הממשלתיות וגם עם הנפקות הקונצרניים.

בשלהי הכריז נגיד הבנק האירופי המרכזי (ECB), מריו דראגי, על חבילת תמריצים מוניטאריים - המשך הרחבה כמותית, דרך רכישת אג"ח בשוק, הפחתת ריבית הבסיס והעמקת הריבית השלילית על פיקדונות. כל זאת בגין צמיחה נמוכה ואינפלציה נמוכה בהרבה מאינפלציית היעד של 2%, שאליה שואפים הבנקים המרכזיים. ההרחבות הכמותיות ושערי ריבית אפסיים מותרים בידי המדינות כלי מדיניות יחיד לעידוד היצוא והצמיחה - שער החליפין והחלשת המטבע. וכך זירת **מלחמת המטבעות העולמית** (ראו גיליון חורף 2011) ממשיכה להיות פעילה.

נגידי הבנקים המרכזיים - ג'נטילן, נגידת ה-FED, הבנק המרכזי בארה"ב, וגם מריו דראגי, נגיד ה-ECB, חוזרים ודוחים את תאריכי היעד לשינוי במדיניות המוניטארית ולהעלאת הריבית. חודשים ארוכים לימדו את השווקים הלוקאליים והגלובאליים, כי תאריכי היעד נהפכו לגמישים מאוד ונדחים מחודש לחודש. רק בדצמבר 14, הודיע ה-FED על העלאת הריבית ברבע אחוז. מאז משבר 2008 זו הפעם השנייה בלבד שבה הריבית עולה ועדיין מעמידה אותה בשיעור אפסי של 0.75%.

שמונה השנים שחלפו מאז המשבר הפיננסי הגלובלי של סתיו 2008 מאופיינות במשבר מתמשך בכלכלה הריאלית ועדיין לא ברור כיצד יסתיים הניסוי הכלכלי של ריבית שלילית והרחבות כמותיות. ניסוי זה, שנמשך זמן רב, מסוכן מאוד ויצר מלכודת. אמנם מטרתו היא עידוד הפעילות הכלכלית הריאלית ויצירת אינפלציה חיובית של כ-2%, אולם איש לא יודע מה יהיו תוצאות הניסוי. וכך נוצרה מלכודת של ריבית אפסית. אם הרבית תמשיך להישאר בסביבה הנמוכה ואף השלילית אזי האנומליות בשווקים הפיננסיים יתעצמו. אם יחל תהליך של עליית ריבית

מהיר, חברות ופרטיים יתקשו מאוד למחזר חובות ולפרוע חובות וזה עלול להוביל לחדלות פירעון ופשיטות רגל.

על מלכודת הריבית מעיבה עובדה ברורה - מאזני הבנקים המרכזיים גדלו, לעיתים בנכסים בעייתיים, הצמיחה בעולם נמוכה והאינפלציה נמוכה מאוד. עובדה זו מגבירה את החשש של התנפחותן של בועות כלכליות חדשות שהתפוצצותן תוביל למשברים נוספים.

נוסיף לכך את המציאות שבה היבשת האירופית נתונה ללחצים גדולים, איומי ההגירה והטרור מתגברים והמדינות האירופיות לא מסוגלות להגן על גבולות היבשת בכלל והמדינות בפרט. ההתרחשויות הפוליטיות במדינות השונות שנגזרות מציאות זו מגבירות ומעצימות את החשש לטלטלה עולמית. התמיכה במפלגות לאומניות שמתנגדות למהגרים ולאיחוד האירופי מתחזקת. הפוליטיקאים המובילים במדינות אירופה השונות, כמו גם דונלד טראמפ, בעת שהיה מועמד לנשיאות בארה"ב, טענו שהעולם נעשה לא יציב ומאיים, ומדינות חפצות חיים אמורות לבנות חומות כדי לבודד עצמן מאיומים אלה.

### מפלגות פופוליסטיות הכפילו את התמיכה בהן

טיעונים אלה נשענים גם על שנאת זרים וסייעו בבחירת ממשלת ימין לאומית בהונגריה ובפולין ושימשו את טראמפ במירוץ לנשיאות בארה"ב. מפלגות אירופיות פופוליסטיות שמקדמות טיעונים שכאלה הכפילו את התמיכה בהן מאז תחילת שנות האלפיים, והן הקימו ממשלות או שותפות קואליציוניות בתשע מדינות אירופיות.

"הברקזיט", האירוע שהוביל את בריטניה לנטוש את האיחוד האירופי, מהווה אף הוא צעד אנטי גלובלי. ההצבעה שנערכה בחודש יוני, לנטוש את מועדון הסחר החופשי, נשענה על טיעונים דומים. החדשות המתפרצות על בסיס יומי, של אלימות ואירועי טרור על ידי קבוצות אסלאמיות רדיקאליות ברחבי הערים האירופיות, מחזקות את הטלטלה בעולם ואת הטיעונים האנטי-גלובאליים. בעקבות כך מתעצמת תחושת חוסר הביטחון, שיש בה כדי לחזק ניצחון בבחירות של פוליטיקאים שהאג'נדה שלהם היא אנטי גלובלית, הסתגרות וניתוק המדינה משאר העולם.

בתחילת ספטמבר 2016 גברה המפלגה הלאומנית-השמרנית בגרמניה על מפלגתה של קנצלרית גרמניה, אנג'לה מרקל, בבחירות מקומיות וזאת שנה לפני הבחירות הכלליות בגרמניה. המפלגה הלאומנית השמרנית ניהלה קמפיין נגד מדיניות

**החדשות המתפרסמות על בסיס יומי, של אלימות ואירועי טרור על ידי קבוצות איסלמיות רדיקליות ברחבי הערים האירופאיות, מחזקות את הטלטלה בעולם ואת הטיעונים האנטי-גלובאליים**



**אם האיחוד האירופאי  
יתפרק וארה"ב  
תתכנס לתוך  
עצמה, הגלובליזציה  
שהתעצמה בעשורים  
האחרונים תיסוג  
לאחור והפוליטיקאים  
בוני חומות הבידוד  
יובילו לעולם עני יותר  
ומסוכן יותר**

2016 (עד חודש יולי) ובמקביל התחזיות לצמיחה  
עודכנו כלפי מטה. איור 1 מציג את תחזית הצמיחה  
ל-2016 ול-2017.

וכך בשנת 2017 ינסו באירופה להתמודד בצמיחה  
הנמוכה ובאבטלה הגבוהה. בארה"ב התמונה  
הכלכלית חיובית יותר. החשש ממיתון התפוגג וקצב  
ההתרחבות בפעילות הכלכלית במשק האמריקאי  
ממשיך להיות איתן. אולם, העלאת הריבית בארה"ב,  
שכבר החלה, עלולה בעתיד להידחות שוב וזאת  
נוכח האטה כלכלית בסין, היחלשות הכלכלות של  
רוסיה, הודו וברזיל, והסיכון הגדול ביותר ב-2017 -  
התפרקות גוש היורו.

ואצלנו - היבשת האירופית היא שותפת הסחר  
הגדולה של ישראל ואם האיחוד האירופי יתפרק יהיו  
לכך השפעות מרחיקות לכת על הכלכלה הישראלית  
וגם, סביר מאוד להניח, על נושאי מדיניות וביטחון.  
הממשלה בישראל עוסקת בהישרדות פוליטית  
על חשבון הכלכלה. התוצר בשנת 2016 צפוי לצמוח  
ב-3.2%. קצב זה דומה לקצב בשנתיים האחרונות.  
אמנם התחזית לצריכה הפרטית וליצוא עודכנה  
כלפי מטה, אך התחזית לקצב הצמיחה של הצריכה  
הציבורית עודכנה כלפי מעלה. התוצר ב-2017 צפוי

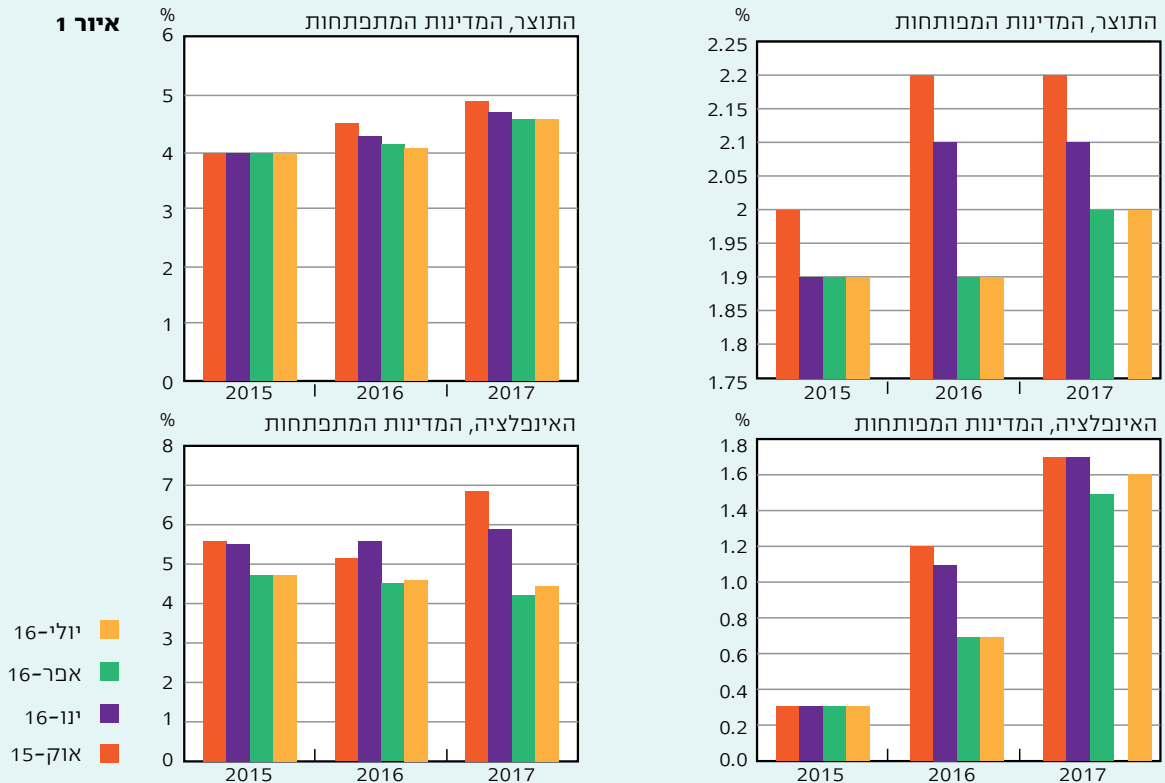
ההגירה והדלת הפתוחה למהגרים. התמיכה הגוברת  
במפלגות לאומניות והגברת החומות בין מדינות הן  
הסיכון החמור ביותר לעולם הכלכלה החופשית!  
ככל שהמדינות תבודדנה עצמן ותיצורנה חומות  
בידוד גבוהות יותר, רמת החיים תיפגע יותר, הכלכלות  
הריאליות יתכווצו והעוני והאבטלה יתעצמו עוד.

אם האיחוד האירופי יתפרק וארה"ב תתכנס  
לתוך עצמה, כפי שטראמפ הכריז השכם והערב,  
הגלובליזציה שהתעצמה בעשורים האחרונים תיסוג  
לאחור והפוליטיקאים בני חומות הבידוד יובילו  
לעולם עני יותר ומסוכן יותר.

### צרפת עלולה גם היא לנטוש את האיחוד

בני חומות הבידוד כבר גרמו לנזקים. התחזיות  
הן שבריטניה תחווה מיתון, האיחוד האירופי עלול  
להתפרק, בצרפת מפלגת הימין הקיצוני, שמתנגדת  
להגירה, צברה תאוצה תחת הנהגתה של מארי לה  
פאן, בחירתה של מארי לה פאן כנשיאה של צרפת  
בשנה הבאה עלולה לגרום לצרפת ללכת בעקבות  
בריטניה ולנטוש את האיחוד!  
בכלכלה הריאלית העולמית קצב הצמיחה של  
הפעילות הכלכלית העולמית התמתן במהלך שנת

איור 1





היבשת האירופית היא שותפת הסחר הגדולה של ישראל ואם האיחוד האירופי יתפרק יהיו לכך השפעות מרחיקות לכת על הכלכלה הישראלית



2016, אשר מהם עולה כי התמ"ג העסקי (חישוב שנתי), ירד בשיעור של 0.4% לאחר עלייה של 2.9% ברבעון הקודם ועלייה של 2.7% ברבעון השלישי בשנת 2015. עלייה של 4% בהוצאה לצריכה פרטית (חישוב שנתי), עלייה של 7.5% בהשקעות בנכסים קבועים (למעט אוניות ומטוסים), לאחר עלייה של 10.3% (בחישוב שנתי).

העלייה בהשקעה בנכסים קבועים משקפת עלייה של 8.9% בהשקעה בבנייה למגורים, עלייה של 8.4% בהשקעה במוצרי קניין רוחני ויצרנות בהשקעה בבנייה שלא למגורים ועבודות בנייה אחרות. לעומת

לצמוח ב־3.5%. קצב הצמיחה ב־2017 צפוי אם כך, לעלות יחסית לקצב בשנת 2016 וזאת בעיקר בזכות השיפור ביצוא, ללא יהלומים וחברות הזנק. לעומת זאת, קצבי הגידול של הצריכה הציבורית וההשקעות - בניכוי השקעות חריגות שמקורן ביבוא בלבד - צפויים להיות מתונים ולהשפיע לכיוון התמתנות הצמיחה ב־2017 בפועל.

### תקציב וחוק הסדרים דו־שנתי מורחב כפיצוי

הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה פרסמה בסוף הקיץ את נתוני החשבונות הלאומיים לרבעון הראשון של



**המנגנון שנדרשים  
כעת במשרד ראש  
הממשלה ובאגף  
התקציבים לקבוע,  
בתקציב דו-שנתי  
ל-2018-2017,  
הינו במטרה למנוע  
שתקציב דו-שנתי  
יחזיר אותנו למקרה  
העגום של 2012. אז  
הסתיים התקציב  
הדו-שנתי היחיד  
שהיה בישראל ובעצם  
בעולם בגירעון כפול  
מהמתוכנן**

מיליארד ש"ח. 446.8 מיליארד ש"ח ב-2017 ו-460 מיליארד ש"ח ב-2018.

בהעברת התקציב אישרה ועדת הכספים הקצבות פוליטיות של 236 מיליון ש"ח למטרות נבחרות של חכ"ם בודדים, וכן קיצוץ רוחבי של 1.8% בכלל תקציבי משרדי הממשלה שמשמעותו פגיעה בשירותים חברתיים חיוניים. למשל, הקיצוץ במשרד הבריאות לבדו עומד על 26.5 מיליון ש"ח. וכך קשה להבין מדוע ממשלה שקובעת מדיניות פיסקלית (סדרי עדיפויות לאומיים), נדרשת לשלם עמלת אישור תקציב לאנשי שטח של מפלגת השלטון.

המנגנון שנדרשים ראש אגף התקציבים ומנכ"ל משרד ראש הממשלה לקבוע הינו במטרה למנוע חזרה על המקרה העגום של 2012. אז הסתיים התקציב הדו-שנתי היחיד שהיה בישראל (ובעולם בכלל, למעט בבחריין!) בגירעון כפול מהמתוכנן, כ-4%, שהסתכמו ב-39 מיליארד שקל.

ובעת הזו עוסקת הממשלה בציון בהישרדות פוליטית על חשבון הכלכלה, הביטחון, המדיניות וכור ההיתוך החברתי. העולם כמקרה בתחום הכלכלי ודומה שבישראל מופגנת אדישות כלשהי.

הודעת ה-FED בחודש דצמבר להעלאת הריבית ברבע אחוז ושבעקבותיה צפויה העלאת ריבית בארה"ב לעלות 3 פעמים נוספות במהלך 2017 צפויה להוביל להעלאת הריבית גם בישראל בסוף 2017, לראשונה מזה שנים. זה 20 חודשים עומדת הריבית הבסיסית של בנק ישראל על השיעור הנמוך ביותר אי-פעם - 0.1% לשנה. העלאת הריבית בארה"ב עשויה לסייע ליצוא הישראלי ב-2017.

זאת, ההשקעה בכלי תחבורה יבשתיים לצרכים עסקיים ירדה ב-16.1% וההשקעה במכונות וציוד ירדה ב-3.4% בחישוב שנתי. בסך הכל הייתה עלייה, אך באופן מתון יותר, בזמן שהמשק זקוק לגידול בסעיף זה, לצורך תמיכה בצמיחה עתידית. כמו כן, נמדדה ירידה של 12.9% בייצוא הסחורות והשירותים. המגמה ברורה וידועה ונובעת בעיקרה מהשקל החזק ומהירידה בהיקף הסחר העולמי, התמתנות הצמיחה בסין, למשל. נרשמה גם ירידה של 1.7% בהוצאה לצריכה הציבורית.

והיכן הממשלה? אמנם מדובר על האומדן הראשון וצפוי ככל הנראה תיקון לקראת הנתון הסופי, אך בכל מקרה מדובר על נתונים מדאיגים, בעיקר נוכח אוזלת ידה של הממשלה בתמיכה בצמיחה במשק ועידוד הסקטור העסקי.

וכך במשק הישראלי, דווקא בתקופה של אי ודאות גוברת בכלכלה העולמית, שבה נדרשים קובעי מדיניות לנקוט צעדים מהותיים ואפקטיביים במטרה לתמוך בכלכלה, בפגישה קצרה במיוחד בתחילת חודש מאי הכריעו ראש הממשלה בנימין נתניהו ושר האוצר משה כחלון בסוגיה שמעסיקה את המשרדים שלהם כבר חודשים. הם קבעו, בניגוד לעצת כמעט כל הכלכלנים והפוליטיקאים, כי תקציב המדינה הבא יהיה דו-שנתי, לשנים 2017-2018 בהתאם להסכמים הקואליציוניים. תקציב המדינה וחוק ההסדרים לשנים 2017-2018 אושרו סופית במליאת הכנסת, בקריאה שנייה ושלישית, סמוך לשעה אחת בלילה של יום חמישי 22.12.2016. התקציב אושר ברוב של 60 מול 48. לשנתיים הקרובות יעמוד התקציב על 906.8

## איור 2

