

אבשלום בן צבי

יבשת על פרשת דרכים: משבר החוב באירופה

בהתמודדות עם משבר החוב, נראה שהאיחוד האירופי מתכוון לנקוט בצמצום תקציבי חריף ובחילוץ של המגזר הפיננסי על חשבון האזרחים והמדינות החלשות

גביית מסים. את החוב החיצוני הנקוב במטבע זר, יכולה הממשלה לפתור באמצעות פחות יזום - הפחתת הערך של המטבע שלה ביחס למטבע הזר. הפיחות היוזם מעודד את ענפי הייצוא שלה, שהוצאותיהם המקומיות (שמחירן נקוב במטבע המקומי שערכו הופחת) יורדות ביחס להכנסותיהם מחוץ למדינה (שמחירן נקוב במטבע הזר). המכירות המוגברות שלהם מכניסות את המטבע הזר שבאמצעותו משולם החוב. מאז הקמת גוש האירו וביטול המטבעות הלאומיים נמצאות המדינות החברות בו במצב בו הן אינן יכולות לנקוט בצעדים אלה כדי לשלם את החוב שלהן מכיוון שניהול המטבע עבר למוסדות גוש האירו. הצטרפות הכלכלות החלשות של אירופה לגוש האירו הביאה לעליית מחירים

מרכיב משמעותי במשבר החוב באירופה, שנסיבותיו שונות בכל מדינה, נובע מהמצב הייחודי שנוצר עם הקמת גוש האירו: ממשלות המנהלות מדיניות כלכלית לאומית ללא היכולת לנהל מטבע עצמאי. על מנת להבין את העניין, חשוב להדגיש פרט בסיסי ביותר: **חוב של מדינה אינו דומה לחוב של אדם פרטי או חברה והדרכים לניהולו שונות.** החוב הפנימי של המדינה לאזרחיה - וגם חובות חיצוניים שערכם נקוב במטבע שלה - ניתנים להחזרה בקלות יחסית, מכיוון שהממשלה מסוגלת להדפיס את הכסף בו היא משלמת את החוב (היא עושה זאת באמצעות רכישת אג"ח ממשלתיות ע"י הבנק המרכזי של המדינה), או לכסות אותו באמצעות

אגרות חוב (אג"ח):

ניירות ערך שהמדינה מוכרת בהבטחה לשלם בחזרה את ערכם עם ריבית לאחר זמן נקוב. בעת שיש רושם שכלכלת המדינה יציבה, התשואה על אגרות החוב תראה מובטחת ויהיה ביקוש לאגרות החוב גם בריבית נמוכה. אם יש חששות ליציבותה הכלכלית של המדינה, היא תידרש למכור אותן בריבית גבוהה.



צילום: Teemu Mäntynen

פרועה של המערכת הבנקאית שלה לאחר שהוסרה ממנה הרגולציה, הודיעה שהיא ערבה לפיקדונותיהם של אזרחיה בלבד. ראו מאמרו של דורון טימור בגיליון זה) לא ניתן לגבות את החוב אלא אם מגייסים צבא על מנת להחרים נכסים בכוח. אם יוון או אחת המדינות החייבות האחרות היתה מודיעה על הפסקת תשלום חובותיה מספר בנקים אירופיים גדולים היו נאלצים למחוק את התחייבויותיה מתיק הנכסים שלהם והיו ניצבים למעשה בפני פשיטת רגל. הצורך למנוע את פשיטת הרגל של חלקים משמעותיים במגזר הפיננסי של הכלכלות החזקות של אירופה הוא שהוליד את תוכניות החילוץ השונות המתיימרות "לסייע למדינות החייבות".

התוכנית להצלת הבנקים

על מנת להגן על המגזר הפיננסי שלהן מפשיטת רגל, מובילות גרמניה וצרפת מהלכים לחילוץ המדיניות החייבות. החלקים המוכרים של מאמצים אלה הם ה-European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) וה-European Financial Stability Facility (EFSF), שני גופים זמניים שגייסו ביחד סכום של כ-500 מיליארד אירו, מתוכם הושקעו כבר כ-190 מיליארד בתוכניות החילוץ לפורטוגל ולאירלנד (שמקור החוב שלה הוא בחילוץ המגזר הפיננסי שלה בידי הממשלה מתוך הריסות הבועה שיצר). גוף נוסף וקבוע שמוקם בימים אלה על מנת להחליף את שני הגופים הזמניים הוא ה-European Stability Mechanism (ESM), שצפוי לגייס <<<

נתונים אלה מעידים על שתי נקודות מטרידות בהתנהלותו של המגזר הפיננסי. הראשונה היא שבשנים 2000-2008 נוצר שפע הון שחיפש אפיקים להשקעה, גם אם היו פחות בטוחים מבחינה ריאלית. הנקודה השנייה והמשמעותית יותר היא שהלוואות אלה ניתנו בריבית נמוכה מכיוון שהגופים המלווים סמכו על החוסן הכלכלי של גוש האירו כבטוחה להחזר ההלוואה. במילים אחרות, הם הניחו שגם אם המדינות יקלעו לקשיים בהחזר החוב, המחויבות ההדדית של חברות גוש האירו תאלץ את הכלכלות החזקות בתוכו לערוב לחובן של הכלכלות החלשות. הגופים הפיננסיים ביצעו מדיניות הלוואה חסרת אחריות מתוך הנחה שבמקרה כשל, יאלצו ממשלות אירופה לקחת את האחריות על עצמן. הימור זה - המבוסס על עיקרון "גדול מוכדי ליפור" - הוכיח את עצמו בקנה מידה גדול.

את מי צריך להציל?

בשנת 2010 נחשף היקף החוב האמיתי של יוון, לאחר שהתברר שנעזרה בבנק ההשקעות גולדמן-סאקס ובשורה של בנקים נוספים מוול סטריט על מנת להציג מצג-שווא של גודל חובותיה, ככל הנראה עוד מהשנים בהן רצתה להוכיח שהיא עומדת בתנאים לקבלה אל גוש האירו. גולדמן-סאקס, מצידם, קנו ביטוחים כנגד ירידת הערך של אגרות החוב של יוון, ובכך הרוויחו הון עתק כאשר נחשף מצב החוב האמיתי.

כאשר נחשפו היקפי החוב הגדולים של המדינות השונות באירופה, התברר שהבעיה האמיתית נמצאת במקום אחר. כאשר אדם פרטי מודיע על פשיטת רגל, ניתן לעקל את רכושו. כאשר מדינה מודיעה על חדלות פירעון (כדוגמת איסלנד, שעם התפוצצות הבועה הפיננסית שיצרה התנהלות

"גדול מוכדי ליפור":

ההצדקה של רבות מממשלות המערב לסייע מחלטני נרחב לגופים פרטיים. לפי עיקרון זה על המחשלה להציל גופים פרטיים גדולים (בעיקר בתחומי פיננסים והתשתיות) שכן אם יקרוסו תגרם פגיעה כוללת בכלכלה.



(שכן הן איחדו את שוק הסחורות שלהן עם כלכלות חזקות בהרבה) ולייסוף של המטבע שלהן (שכן הן עברו למטבע חזק יותר), מה שפגע ב"יתרון היחסי" שהיה להן אל מול הכלכלות החזקות, ושחק את רווחיות ענפי הייצור והתיירות שלהן.

מדיניות המגזר הפיננסי נמצאת בליבו של משבר החוב

השחיקה ברווחיות, לצד מגמות להפחתת מס החברות (שנמשכות ביוון גם היום!) שהקטינו את הכנסות המדינה, יצרו גירעונות תקציביים במדינות החלשות בגוש האירו, אותם הן כיסו במידה רבה באמצעות הלוואות שגייסו בשוק ההון הפרטי. במקרה זה, הכניסה לגוש האירו פתחה למדינות אלה דרך לגייס אשראי זול. מאז הצטרפותן לגוש האירו (וגם בתקופה המקדימה) צנחו התשואות על **אגרות החוב** שלהן לרמה דומה לזו של אגרות החוב של הכלכלות החזקות באירופה, למרות שהפערים הריאליים ביניהן לא השתנו, מה שאפשר להן לגייס אשראי בקלות. תשואות אלה זינקו שוב החל משנת 2008, כאשר המשבר הפיננסי פגע **בצד הריאלי** של כלכלות אלה, מה שהקשה על מחזור החוב ע"י לקיחת הלוואות חדשות.

אבשלום בן צבי הוא חבר קיבוץ משעול של תנועת המחנות העולים // דוא"ל: avshalombz@gmail.com // אתר: observpost.wordpress.com



של 489 מיליארד אירו ל-523 בנקים. הלוואה זו ניתנה בתנאים חריגים למשך 3 שנים בריבית שנתית של אחוז בלבד. הלוואה זו תאפשר לבנקים לשלם חובות של 200 מיליארד אירו שצריכים להיפרע בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2012, בלי להביא למחנק אשראי. התקווה היא שאת הכסף הנותר ישקיעו הבנקים באג"ח של מדינות אירופה ובכך יקטינו את התשואה עליהן (ועדיין ירוויחו יפה על פער הריבית). גל הלוואות נוסף חולק בסוף חודש פברואר, בהיקף של 529.5 מיליארד יורו.

צעדים אלה נועדו ככל הנראה לפתור בעיות מידיות של הבנקים, אך ספק אם הם מהווים פתרון ארוך טווח. הבנקים מעמידים, כערבון לקבלת הלוואות, אג"ח של מדינות אירופה שרכשו וסכומי כסף שגייסו באמצעות הנפקת אג"ח של עצמם. כלומר, הם מגייסים הלוואה על סמך ביטחונות שהם למעשה החוב שלהם עצמם.

בסיכומו של דבר, נראה שעיקר משמעותן של פעולות החילוץ הוא העברת החוב

המדינות לוקחות על עצמן חוב על מנת לשלם עבור ההלוואות האבודות שהבנקים שלהן חילקו, כך שהחוב עובר מהמגזר הפיננסי הפרטי אל המחשלות והגופים הציבוריים של האיחוד האירופי

כ-500 מיליארד אירו נוספים. כל הכסף הזה נע בכיוון אחד: תשלום החובות של הממשלות המצויות במשבר ע"י כסף שמגייסות חברות האיחוד האירופי. המשמעות היא שמדינות אלה לוקחות על עצמן חוב על מנת לשלם עבור ההלוואות האבודות שהבנקים שלהן חילקו, כך שהחוב עובר מהמגזר הפיננסי הפרטי אל המחשלות והגופים הציבוריים של האיחוד האירופי. עד סוף שנת 2011 רכש הבנק האירופי חובות בעייתיים בהיקף של 211.5 מיליארד אירו, ובכך החליף נכסים בעייתיים תמורת כסף טוב, כך שכיום סך המאזן של הבנק מגיע ליותר מפי 30 מההון והרזרבות הבטוחות שבבעלותו. במקביל, מתנהלת תוכנית חילוץ משמעותית הרבה יותר בפרופיל נמוך בהרבה. ממשלות אירופה חוששות מקריסת הבנקים עקב חובות אבודים, וגם ממחנק אשראי שעלול להיווצר עקב קשיי הבנקים ולפגוע בכלכלה הריאלית. כדי להקטין חשש זה, חילק הבנק האירופי המרכזי בחודש דצמבר 2011 הלוואות ענק חסרת תקדים בהיקפה



הבעייתי מידי המגזר הפיננסי הפרטי אל המגזר הציבורי, תוך כדי הגברת המינוף וגידול בהיקף הכללי של החוב.

איך מרוקנים את הבועה?

אירופה ניצבת בפני אתגר גדול של "ריקון" הבועה בלא שתתפוצץ בקריסה פיננסית שתביא למשבר חמור בכלכלה הריאלית. מהן הדרכים שבהן ניתן לעשות זאת?

ראשית, ישנה אפשרות שנראה שאינה רצויה מבחינת ממשלות גרמניה וצרפת, של פירוק גוש האירו, בין אם ע"י יציאה של המדינות החייבות וחזרתן לניהול מדיניות מטבע עצמאית, או אפילו ע"י יציאה של גרמניה שתחזור לנהל מטבע חזק אל מול האירו שייחלש. מהלך כזה יאפשר לכלכלות החלשות, גם אם יבחרו להימנע משיטת חוב חד-צדדית, לנהל מדיניות מטבע שתפחת את המטבע שלהן ביחס לשאר אירופה ובכך תצמיח את הכלכלה שלהן ותשפר את יחס החוב-תוצר שלהן.

שנית, ריכוז הנכסים הבעייתיים בידי הבנק האירופי המרכזי פותח דרך לפתרון המשבר באמצעות ניהול מדיניות מוניטרית אירופית. דבר זה ידרוש ככל הנראה שינוי באמנת ליסבון שאוסרת על הבנק האירופי "להדפיס כסף" על מנת לכסות גירעונות תקציביים של המדינות החברות בגוש האירו (אך לא מונעת ממנו "להדפיס כסף" על מנת לחלק אותו כהלוואה למגזר הפרטי). אם יעשה השינוי הזה, תוכל אירופה לנהל חוב הנקוב במטבע אותו היא מפיקה,

מינוף:

היחס בין הלוואות לבין נכסים קיימים של גוף כלשהו. על בעל הון שיש ברשותו מיליון דולר ולווה 9 מיליון דולר כדי להקים עסק של עשרה מיליון דולר אומרים כי הוא מחונף בשיעור של 1 ל-10. מינוף גבוה יוצר סיכון רב מכיוון שאין נכסים באמצעותם ניתן להחזיר את ההלוואה במקרה של הפסדים.

הימית (BAL TIC DRY INDEX), המשקף מאז 1985 את הביקוש לחומרי גלם בתעשייה וזכה למוניטין כמדד המאפשר תחזית לעתיד המשק, ירד בחודש ינואר ב-65%.

חוב לאומי צריך לפתור ע"י צמיחה שמקטינה את היחס בינו לבין התוצר. נתיב המדיניות עליו פוסעת אירופה כרגע, לעומת זאת, יוביל למיתון ארוך טווח שיתפשט גם אל הכלכלות החזקות יותר, כשהוא מלווה באבטלה עמוקה וקיצוץ בשירותים החברתיים ונכפה ע"י גורמים חיצוניים לחברה. מיתון כזה יכה מכה קשה במעוז הסוציאל-דמוקרטיה באירופה ויהווה כר צמיחה פורה לרגשות תסכול מהמערכת הפוליטית הדמוקרטית של מדיניות האיחוד האירופי והסכמותיו, שעלולים להתבטא בהתחזקות רגשות לאומניים ולהתנקז אל האפיק היחיד שבו מדיניות כלכלית מרחיבה נחשבת ל"לגיטימית" תמיד - השקעה בתעשיית נשק ובניית צבא לקראת ובמהלך מלחמה. ///

והריבית עליו תצנח, בדומה לריבית על אגרות החוב של ארה"ב ואנגליה הנמצאות בשפל גם כאשר חובן בשיא. השימוש בכל אחת משתי הדרכים האלה צריך להיות מלווה בצעדים לריסון המגזר הפיננסי הפרטי, שצריך "לשלם את המחיר" על חלקו באחריות למשבר. צעדים ראשוניים בכיוון ניתן לראות בהצהרות על הצעדים להטלת מס על עסקות פיננסיות קצרות טווח וביוזמות רגולטוריות נוספות.

שלישית, והיא אופציה בעייתית אך נראה שלכיוונה צועדים, היא כפייה הדוקה של מדיניות תקציבית על מדינות אירופה, כך שהן יאבדו למעשה חלק ניכר מריבונותן לטובת מנגנוני השליטה של האיחוד האירופי וקרן המטבע העולמית. צעד זה יאפשר אולי להביא להקלת משבר החוב, אך הוא כרוך בתשלום מחיר כבד בפגיעה במערכת הדמוקרטית של מדינות אירופה, שיכולתן לנהל מדיניות תקציב נשללת, ונכפות עליהן גזרות כלכליות. דרך רביעית שנגזרת מהדרך השלישית והיא בעייתית מכולן, היא ניסיון לצמצם את היקף החוב באמצעות צמצום בצד ההוצאה הציבורית והגדלת צד ההכנסה דרך הפרטה ומכירת נכסים. דרך זו - המתאימה להתנהלות של אדם פרטי שחייב כסף - הינה הרסנית כאשר מנהלים אותה בכלכלה לאומית. ההפרטה תעשיר בעיקר את המגזר הפרטי והאוליגרכים שיצמחו בזכות הרווחים מנכסי הציבור המופרטים, אך הקיצוצים ואבדן מקורות ההכנסה עלולים להוביל למיתון שיגדיל שוב את היחס בין החוב לתוצר, וכך יישמר משבר החוב. צילו של המיתון כבר נראה באופק. מדד עלות ההובלה