

20.07.10,

כלכליסט

דעות |

בארץ

נבואה שמגשימה את עצמה המשבר האחרון יצר שני מחנות של כלכלנים החלוקים ביניהם סביב סוגיית הגרעונות ונזילות הבנקים. מי ינצח? מי שישכנע את המשקיעים בצדקתו

אסף רזין

שנות התשעים יצרו בקרב הכלכלנים וקובעי המדיניות אמונה שנתגלתה סוף כל סוף המדיניות המקרו כלכלית המייצבת, אחריה חיפשו הכל במשך עשורים. ולראיה - חלה התמתנות בתוצר ושיעור האינפלציה יוצב ברמת אינפלציה נמוכה.

אינפלציה יציבה ונמוכה הוצגה כיעד יחיד. בנקים מרכזיים התמקדו באינפלציה, כי עליה יש להם השפעה ישירה.

לפי המודל הניאו-קיינסיאני, הרי שאינפלציה קבועה ונמוכה היא אכן המדיניות האופטימלית מכיון שהיא מספקת בטווח הארוך גם תעסוקה כמעט מלאה.

המדיניות המוניטרית התרכזה בכלי אחד,

הריבית קצרת הטווח. ההנחה המקובלת: כל שנדרש היה להשפיע על הרמה הנוכחית ועל צפי השוק לעתיד של כל הריביות קצרות הטווח בתוואי הצפוי לעתיד. כל שאר הריביות במשק, ארוכות וקצרות, המחירים והפעילות הכלכלית, כולם יושפעו בהתאם כי כאשר שוק ההון מתפקד היטב, קיימים יחסי ארביטרז' בין הריביות של הטווח הקצר והטווח הארוך, ובין ריביות על החוב הממשלתי והחוב פרטי. מספיק לכן לקבוע ריבית לטווח קצר, ולהשפיע בהתאם על ציפיות האינפלציה, כך שכל שאר הריביות במשק ייקבעו ברמה הרצויה .

במקביל, המדיניות הפיסקאלית העצמאית פינתה את קדמת הבמה ויועד לה רק תפקיד משני. בין הסיבות לכך היו הספקנות בנוגע להשפעת מדיניות פיסקאלית על מחזור העסקים, ספקנות המבוססת על שיקולים הקשורים בשקילות ריקרדו. לא ניתנה תשומת יתר גם למייצבים הפיסקלים האוטומטיים (כגון מס הכנסה פרוגרסיבי, תשלומי אבטלה, וכו') לפעול.

התגובה המוצלחת לנפילת שוק המניות בשנת 1987, להתרסקות קרן הגידור, LTCM, והתמודדות המדיניות הכלכלית עם התפוצצות בועת הטכנולוגיה, Dotcom, הן שחיזקו אצל המקרו כלכלנים את התפישה כי אמנם עקרונות המדיניות המוניטרית אותם פיתחו הם אלה שמסוגלים להביא ליציבות בכלכלה: המדיניות מסוגלת להתמודד כראוי גם עם פקיעתן של בועות מחירים שעשויות להתחולל מדי פעם בשווקים פיננסיים, שווקי מניות, נדל"ן וכל מה שעתיד לבוא .

אולם במשבר האחרון ההסכמה הרחבה נעלמה והופיעו שני מחנות.

נתבונן בשאלת הגרעון התקציבי שעולה על 10% תוצר בארה"ב, ביפן ובחלק מאירופה .

מחנה אחד של כלכלני המאקרו טוען כי אם לא יחול היפוך מהיר במגמה, גרעונות שכאלו יובילו לעליה בשיעורי הריבית ולדחיקה של ההשקעה הפרטית והצריכה הפרטית (crowding out). לכן, במקום להביא להמרצה של הפעילות הכלכלית, הגרעונות יובילו למיתון חדש שיגיע יחד עם התפרצות אינפלציה.

לא כך, טוען המחנה השני. המיתון והעדר ביקוש מצדיק את קיומם של גרעונות, במיוחד כאשר השפעת המדיניות המוניטרית על הביקושים מנוטרלת. אין סכנת אינפלציה. הגרעונות הגדולים הכרחיים על מנת להימנע מדפלציה. דיכוי הגרעונות יחזק כוחות הדוחפים לדפלציה בכלכלה ויוביל למיתון נוסף ועמוק יותר .

לגבי המדיניות המוניטרית יזהיר המחנה הראשון שיצירת כמויות גדולות מאוד של נזילות (גודש פיקדונות הבנקים אצל הבנק המרכזי) היא הדרך הבטוחה ביותר לאינפלציה, וממליץ לבנקים המרכזיים לתכנן "אסטרטגיית יציאה".

המחנה השני טוען שהגידול בסך הנכסים הנזילים של הבנקים המסחריים במאזן הבנק המרכזי האמריקאי משקף בסך הכל את העובדה שהבנקים המסחריים אוגרים כספים על מנת לשפר את המאזנים שלהם כדי שיוכלו לחדש את פעילות מתן האשראי. ברגע שהכלכלה תתחיל

להתאושש יוכלו הבנקים המרכזיים לצמצם את
גודש הנזילות הזה באותה מהירות שבה הם
הזרימו נזילות למשק עם פרוץ המשבר. הסיכון
לאינפלציה הוא אפסי. גם כאשר קיימת סכנה
אמיתית של סחרור דפלציוני, כמו ביפן של שנות
ה-90, יצירת ציפיות אינפלציוניות היא כשלעצמה
מדיניות האצה של הפעילות הכלכלית.

האם למחלוקת בין המחנות יש השפעה על המשקיעים?

אם ציבור המשקיעים יאמין למחנה הראשון, שיש
לחשוש מאינפלציה עתידית, הוא יבחר למכור
אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח. כתוצאה מכך,
מחירי האגרות ירדו והריבית תעלה. התחזית של
המחנה הראשון תתגשם כתוצאה מציפיות
שמגשימות את עצמן.

לעומת זאת, אם המשקיעים יבחרו להאמין
לתפישה של המחנה השני, הם יטו דווקא לרכוש
אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח רבות, וכך יאפשרו
לממשלה לממן גרעון ולהוציא כספים ללא עליית
ריבית. הגרעון בתקציב יתרום כשלעצמו
להתאוששות הכלכלה - כפי שצופה המחנה
השני שאמנם כך יקרה. הציפיות שוב יגשימו את
עצמן גם במקרה הזה.

מה אומרים הנתונים? הריבית על אג"ח
ממשלתיות לטווח ארוך בארה"ב ממשיכה זה
כשלוש שנים להיות נמוכה. אין סימנים לדאגה
מצד משקיעים לגבי החוסן הפיסקלי של
הממשלה, או לציפיות לאינפלציה. להיפך, עדיין
קיימת סכנה של ירידת מחירים כמו ביפן.
הנתונים לפי שעה נותנים תמיכה בתפישת
המחנה השני.

