

24.27x35.33	1/3	8 עמוד	מוסף כלכליסט	04/06/2015	48144899-7
המרכז הבינתחומי הרצליה פרופ' אלכס מין - 84260					



08
פרופ' נוריאל רוביני
מנסה להיות אופטימי

08
כשהמערכת מתנדנדת
פרופ' נוריאל רוביני בתמונת מצב כלכלית מטרידה, על ההתמודדות הלא מספקת עם המשבר הכלכלי הבא / אורי פסובסקי

אורי פסובסקי

אכלתם אותה, השאלה עד כמה

שבע שנים אחרי המשבר הפיננסי הגדול פרופ' נוריאל רוביני כבר מזהה את זרעי המשבר הבא. בראיון בלעדי למוסף כלכליסט מסביר הסופרסטאר הכלכלי איך הבנקים המרכזיים מצאו את עצמם במלכוד שהם מתקשים לצאת ממנו, ולמה זה לא ייגמר טוב, כמעט בכל תרחיש אפשרי

אל המשבר, ומקשה עליה להתרומם מאז: החובות. "לפני המשבר של 2008 היתה הצטברות משמעותית של חובות פרטיים של משקי הבית, התאגידים והמ" ערכת הפיננסית. אחרי המשבר היה גידול בחובות הממשלתיים. השנים האחרונות עמדו בסימן הורדת רמת החוב, כלומר פחות הוצאה ופחות צריכה ויותר חיסכון. לא היה מה שיניע את גלגלי הצמיחה, וזו הסיבה לכך שעד לאחרונה ההתאוששות הכלכלית היתה כל כך אנמית."

שבע שנים אחרי המשבר, האם הכלכלה העולמית עומדת סוף סוף לחזור לשגרה?

"אכן היתה התאוששות כלכלית ברוב הכלכלות המפותחות – ארצות הברית, בריטניה, יפן ואירופה. מדינות שונות נמצאות בשלבים שונים של ההתאוששות הכלכלית. בתחילת השנה רוב האנשים חשבו שארצות הברית ובריטניה יצמחו מהר ואילו אירופה ויפן יתאפיינו בצמיחה חלשה, אבל המדיניות המוניטרית האגרסיבית של הבנק האירופי המרכזי זי הובילה להתאוששות כלכלית חזקה יותר בגוש היורו, ולעומת זאת יש אכזבה מסוימת מהנתונים הכלכליים הערכניים בארצות הברית.

"כך שיש התאוששות. אבל מצד שני, לדעתי פור" טנציאל הצמיחה בכלכלות המתקדמות נמוך יותר ממה שהיה לפני המשבר, וזאת בגלל שלושה גורמים: הודקנות האוכלוסייה (שמוכילה לירידה בשיעור העובדים מסך האוכלוסייה – א"פ), השקעות מועטות מדי במפעלים חדשים או בהקמת קווי ייצור חדשים

והרחבות מוניטריות, או בשמן העממי "הרפסת כסף". למי שלא שם לב, שטף הכסף הזה תרלק בשנים האחרונות חגיגה בשווקים, שלא לומר בועה, והתקווה של הבנקים המרכזיים, או בעצם ההימור שלהם, היתה שהכלכלה תתאושש מהר מספיק כך שיוכלו לעצור את המסיבה הזאת לפני שתצא משליטה. לחלופין, הם מקווים שיוכלו לעצור את הבועות בשווקים באמצעות מה שנקרא כלים מאקררוציבותיים, שמי טרתם לחזק את עמידות המערכת הפיננסית בפני זעזועים, כמו למשל מגבלות הון או דרישות נזילות. אבל החשש של רוביני הוא שזו תקווה ותו לא.

רוביני יגיע לישראל בשבוע הבא, עם שורה ארוכה של קובעי מדיניות, מנכ"לים ואנשי עסקים מהעולם, להשתתף בכנס הרצליה ה-15, שנערך על ידי המכון למדיניות ואסטרטגיה (IPS) במרכז הבינתחומי, ברא" שות פרופ' אלכס מינץ. בראיון איתו הוא מנסה להיות ריאליסט בנוגע להצלחת ההימור של הבנקים המרכזיים ומציין כי תוצאותיו יתבררו בשנים הקרובות. עם זאת, אם הוא ייכשל, קובע רוביני, "זרעי הבועה הבאה" נטמנים, וכבר אפשר לשרטט קווים לדמותו של המשבר הבא.

ההתאוששות של ארצות הברית מאכזבת

נקודת הפתיחה של השיחה עם רוביני היא המש" קולת הארדיה שגדרה את הכלכלה העולמית למטה

פרופ' נוריאל רוביני לא אוהב שמכנים אותו "ר"ר רום". רוביני, המלמד בבית הספר למינהל עסקים של אוניברסיטת ניו יורק, קנה את עולמו כשהיה בין היחידים שהצליחו לחוות את המשבר הפיננסי ולהזויר עוד ב-2006 שארצות הברית ניצבת בפני מיתון עמוק של "פעם בחיים". מאז הוא היה לסופרסטאר כלכלי שפורס את ניתוחיו בפורומים הנחשבים בעולם, וגם היום הוא נודע בזכות תחזיותיו הקרירות וארשת פניו העגמומית, ומכאן הכינוי "ר"ר רום. לדעתו של רוביני הדרך הנכונה להתייחס אליו היא כריאליסט: "להיות ריאליסט", מסביר רוביני בראיון בלעדי ל"מוסף כלכליסט", "זה אומר שאתה צריך לנסות להסתכל באופן אובייקטיבי לא רק על נתוני-על של הכלכלה הגלובלית, אלא גם על מצבן של מדינות ספציפיות. לאמור את הסיכויים והסיכונים ולהסתכל על תרחישי הקיצון. להבין מהי האינטראקציה בין ההתפתחויות הכלכליות, המדיניות הממשלתית והשווקים, ולבצע הערכת מצב יומיומית בשקלול כל הנתונים. זו לא שאלה של להיות אופטימיסט או פסימיסט. הנקודה היא להבין את ההתפתחויות."

ומהן ההתפתחויות כעת בכלכלה העולמית? לפי רוביני אנחנו נמצאים כעת בעיצומו של הימור ענק שנטלו הבנקים המרכזיים, כולל בנק ישראל. כדי להתמודד עם המשבר ולשקם את הכלכלה, אלה הציפו את העולם בכסף זול באמצעות הורדת ריבית

25.59x33.93	2/3	9 עמוד	כלכליסט - מוסף כלכליסט	04/06/2015	48144952-7
המרכז הבינתחומי הרצליה פרופ' אלכס מין - 84260					

רוביני. "אם ננסה לרסן את הבוטות באמצעות העלאת ריבית אנחנו עלולים להרוג את ההתאוששות הכלכלית"

אורי פסובסקי
במסע בין
בכירי הכלכלה
העולמית

נכסים ואשראי. אנחנו אולי לא במקום הזה עדיין, וכרגע אנחנו רואים רק בעבוע במחירים, אבל אם המדיניות של הקלה מאור אגרסיבית תמשיך או שנה או שנתיים מהיום אנחנו עלולים להיות במצב שבו יש כמות משמעותית של בוטות נכסים ואשראי."

האם המדיניות של הבנקים המרכזיים שגויה? "לא בהכרח. כאשר יש סכנה של רפלציה במגדרי הסחורות והשירותים ויש צמיחה חלשה, הכלכלה הריאלית מצריקה מדיניות מוניטרית אגרסיבית." הפער בין הכלכלה הריאלית לשווקים מורגש היטב בישראל, שבה דור שלם רואה את השכר שלו קפוא ואת מהירי היורר ממריאים מהוץ להישג ידו.

"זה לא רק ישראל. את אותן תופעות אפשר לראות בקנדה, בריטניה, שווייץ, נורבגיה, פינלנד, אסיה, הונג קונג, סינגפור, סין. ישראל היא עוד דוגמה לכלכלה שבה המדיניות המוניטרית, גם אם היא הכרחית לנסות לעודד צמיחה ולמנוע דפלציה, הובילה לבעבוע במחירים בשוק הנדל"ן."

צעדי מדיניות לייצוב פיננסי לא עבדו עד כה

משקי הבית שרואים את חלום הרירה חומק להם מבין האצבעות הם כמובן לא היחידים שמרגישים את הפער

המשך בעמ' 10

"כבר כעת המחירים של מגוון נכסים עולים עוד ועוד. אם היציאה מרמות הריבית האפסיות תהיה מאוד אטית אז הסיכון הוא ששוב ייווצרו בוטות נכסים ואשראי"

בשנים האחרונות, וירירה בקצב צמיחת הפריזון. אגב, גם גורמים אלו הם חלק מההסבר להתאוששות האנטי מית של הכלכלות השונות מסביב לעולם."

הכלכלות אולי מתאוששת באופן אנטי, אבל השווקים שוברים שיאים. בתהילת השנה דיברת על האפשרות שאנחנו ניצבים בפני "אם כל הבורעות" לאהר עליות בשוקי המניות והאג"ח מסביב לעולם שהושפעו ממדיניות הריבית הנמוכה.

"אי אפשר להתעלם מכך שהרבה כלכלות נמ"צאות במצב חלש של צמיחה נמוכה, אינפלציה נמוכה ואפילו סכנה לרפלציה – גם בכלכלות המתקדמות וגם בחלק מהשווקים המתעוררים. גם בישראל יש לחצים דפלציוניים. התגובה של הבנקים המרכזיים, בניסיון להימלט מהחולשה הכלכלית ומדפלציה, היא מדיניות מוניטרית די אגרסיבית שיצרה נזילות. אבל במקום שזו תתמרץ את הכלכלה הריאלית, הרבה ממנה התגלגלה לעליית מחירים של נכסים, בין אם מדובר בנדל"ן, מניות, אג"ח או אשראי."

"אגב, זו גם היתה אחת המטרות של הבנקים המרכזיים – לבנות מחדש את העושר, כלומר להעלות את ערך המניות וגם את ערך הנדל"ן במדינות שבהן היתה התרסקות במשבר הפיננסי. אבל זה בקלות יכול להתגלגל לבוטות נכסים ואשראי. כבר כעת המחירים של מגוון נכסים עולים עוד ועוד, ואם היציאה מרמות הריבית האפסיות תהיה מאור אטית, או אם תהיה אפילו הקלה מוניטרית נוספת, אז הסיכון הוא ששוב יצטרך יותר מרי מינוף ויווצרו בוטות

24.81x33.93	3/3	10 עמוד	כלכליסט - מוסף כלכליסט	04/06/2015	48144994-3
המרכז הבינתחומי הרצליה פרופ' אלכס מין - 84260					



הפגנה בניו יורק במשבר של 2008. "מה שאנחנו רואים כעת זה חזרה על מה שקרה בשנים 2006-2008, אנחנו חזרים בוועה"

הטובין יכול להוביל אפילו לאינפלציה גבוהה יותר במחירי הנכסים".
 אז מהי הסבירות לתרחיש השפיר?
 "ככנות, קשה לומר, כי זו הפעם הראשונה שבה הבנקים המרכזיים עושים שימוש בכלים המאקרו-יציבותיים האלה".

הנזילות שהגיעה למקומות לא נזילים

לכל הניתוח הזה רוביני הוסיף בטור שפרסם השבוע עור סיבה לראגה: חוסר נזילות פתאומי בשווקים. זוהי כבר סיבה טכנית לראגה, שטמונה באופן שבו השווקים מתפקדים. חלק ניכר מהנזילות שיצרו הבנקים המרכזיים, הוא מסביר, זרמה לאפיקים לא נזילים, שקשה לסחור בהם, כמו קרנות אג"ח או הלוואות פרטיות.

ביום שבו הריביות יתחילו לעלות, הוא מזהיר, הניסיון של ערר המשקיעים לצאת מההשקעות האלה עשוי להוביל להתרסקות. או בניסוחו המרגיע של רוביני: "השילוב בין נזילות ברמת המאקרו לבין חוסר נזילות בשווקים הוא פצצת זמן".

בראיון הקודם של "כלכליסט", כבר לפני המש שנים, דיברת על הצורך גם במדיניות המוניטרי-ממשלתית, ולא רק בהורדת ריבית. אבל ברוב המדור נות זה לא קורה. למה?

"במצב של חולשה בכלכלה, השקעות בתשתיות ציבוריות יכולות לא רק להגדיל את הביקוש המצ-רפי אלא גם להגדיל גם את הצמיחה הפוטנציאלית. עם זאת, הפעלת המדיניות המוניטרית המרחיבה בשנים האחרונות מלווה בחסמים פוליטיים על השקעות, ואימוץ איראולגיה של צנע תקציבי, שמנעו השקעות כאלה".

בעבר אמרת שלא הופתעת מהמשבר, כי מוש-ברים כאלה הם חלק מהדנ"א של הקפיטליזם. האם משהו בהתרחשויות של השנים האחרונות בכל זאת שינה את ראיית העולם שלך?

"בשנים האחרונות אנו עדים לעלייה באי-שוויון בהכנסות ובעושר. בלי קשר לשאלה אם זה דבר מוסרי או לא, יש גם טיעון כלכלי נגד עלייה באי-שוויון. כי עלייה באי-שוויון משמעותה הסתת הכנסה מאנשים עם הכנסה נמוכה או בינונית שיש להם נטייה שולית גבוהה לצרוך, לאנשים עם שווי נטו גבוה, שנוטים לצרוך פחות ולחסוך יותר. זה פוגע בצמיחה, ומחריף חלק מחוסר האיזונים בכלכלה העולמית, לצד חוסר היציבות הפוליטית והחברתית שיוצר האי-שוויון".

"השימוש שעשו מדינות בכלים מאקרו-יציבותיים לא מאוד הצליח. בכל פעם שמשתמשים בהם הפוליטיקאים צועקים שמקשים על אנשים להגיע לבעלות על דירה. בנוסף, לכלים האלה יש אפקטיביות מוגבלת והשפעה מסוימת מאוד"

שכרור אבל הוא שלכלים האלה יש אפקטיביות מוגבלת והשפעה מסוימת מאוד".

ומהי המשמעות בעצם אם הכלים המאקרו-יציבותיים לא יעבדו?

"אם המדיניות המאקרו-יציבותית לא עובדת אז אין ררך לצאת טוב מההשפעות השליליות שיוצרת המדיניות המוניטרית שנוקטים הבנקים המרכזיים ומזינה את הבעות. אגב, אם ננסה לרסן את הבעות באמצעות העלאת ריבית, אנחנו עלולים להרוג את ההתאוששות הכלכלית, את שוק האג"ח ואולי גם את המערכת הפיננסית – כי הבעה עשויה להתפוצץ ולא להתרוקן באטיות".

אז לאן הניתוח הזה מוביל?

"בתרחיש השפיר יותר, הכלכלה תתאושש במירה מספקת כך שאפשר יהיה להתחיל לסיים את המדיניות המוניטרית המרחיבה, וכך לשלוט בחלק מהבעות שבשוקי הנכסים בעולם. אבל אם זה לא יקרה, והמדיניות המאקרו-יציבותית לא תעבור, מה שאנחנו רואים כעת זה חזרה על מה שקרה ב-2006-2008: מוזנים בוועה, במהלך שמסתיים בהתרסקות ומצוקה כלכלית ופיננסית. עכשיו אנחנו זורעים את זרעי הבעה הבאה. כך שנראה שאנחנו חוזרים על העבר".
 "התרחיש השפיר יותר", מבהיר רוביני, "הוא התרחיש הקשה יותר. כל הבנקים המרכזיים שמנסים להשיג יציבות כלכלית ופיננסית, וזה לא רק הפר, ניצבים כיום בפני אותן בעיות – הכלכלה האמיתית והשווקים הפיננסיים נעים בכיוונים נפרדים. אין אינפלציה במחירי הטובין, אבל יש אינפלציה במחירי חירי הנכסים. והניסיון להוביל לאינפלציה במחירי

בין הכלכלה הריאלית לחגיגה בשווקים. גם קובעי המדיניות מורעים אליו היטב, ועושים כמיטב יכולתם כדי למנוע ממנו להתרחב יותר מדי.

לרעתו של רוביני, לא ברור אם הם עושים מספיק: "כנגד עיניהם של קובעי המדיניות עומרות שתי מטרות. מצד אחד התאוששות כלכלית חזקה, יצירת מקומות עבודה, צמיחה ושמירה על יער האינפלציה, ומצד שני יציבות פיננסית. כדי להשיג את שתי המטרות האלה הם משתמשים בשני כלים: מדיניות מוניטרית עבור הכלכלה הריאלית והאינפלציה, ומדיניות מאקרו-יציבותית כדי להימנע מהשפעת הבורעות על המערכת הפיננסית", אומר רוביני.

גם בישראל השילוב מוכר: הוררות ריבית, שנוע"רו לתמוך בכלכלה הריאלית, להשיג את יער האינפלציה ולחזק את השקל, לצד מגבלות על נוטלי המשכנתאות והבנקים בניסיון לרסן את השתוללות מחירי הנר"ח, וכן בניסיון להגן על הבנקים והמערכת הפיננסית כולה בתרחיש שבו בוועה מחירי הנר"ח מתפוצצת.

"הבעיה", ממשיך רוביני להסביר את הקשיים בהימור הגרול, "היא שהשימוש שעשו מדינות בכלים מאקרו-יציבותיים לא מאוד הצליח. בכל פעם שמשתמשים בהם הפוליטיקאים צועקים שמקשים על אנשים להגיע לבעלות על דירה. בנוסף, אין היסטוריה רבה לשימוש בכלים אלו, ולא עושים בהם שימוש מספק, כך שלא יורעים לגמרי מהי האפקטיביות שלהם. מה

הכלכלן הפרוע

חתיכות שפנויות לדרינק? "יש לי חיים פרטיים"

נוריאל רוביני אינו רק כלכלן מוביל אלא יותר מכן: הוא סלבריטי. בתור שכזה יש לו 344 אלף עוקבים בטוויטר, שיכולים לעקוב אחר מסעותיו האינסופיים ברחבי הגלובוס: מלונדון לבייג'ינג, לניו יורק, לרומא, לושינגטון וחזרה חלילה.

ברצמבר האחרון, למשל, רוביני כבש את הכותרות לאחר ששלח בטעות הודעה פרטית כציוץ פומבי לכל עוקביו: "יקרתי, היה מקסים לדאוג אותך אתמול בערב. אני בשיקגו לעסקים, ויש לי ערב חופשי. מכירה חתיכות שפנויות לארוחה או דרינקים? ערכני אותי".

"אני רווק ורצייתי לצאת. מה הביג דיל? אני לא חייב להצדיק שום דבר", הוא אומר עכשיו. "בכל מקום בעולם שאני מבקר בו אני פוגש אנשים מעניינים חדשים. קרוב לוודאי שזה נאיבי מצדך, אבל באמת יש לי חיים פרטיים".

ובכל זאת, נרמזה שהצלחת ליצור קמגוריה יהודית: אדם שירוע גם בכלכלן עולמי מוביל וגם במי שירוע ליהנות מהחיים.

"גדלתי באיטליה, ואני נוסע בעולם. תמיד התעניינתי באמנות, תרבות, בידור, ואני מאמין שאדם יכול להיות מאוד רציני לגבי המקצוע שלו והעבודה שלו – אבל שיהיו לו גם תחומי עניין אחרים. אני אוסף אמנות, ואני גם מאוד אוהב אמנות במה. הייתי בפתחת הביאנלה בנוב-ציה, ראיתי שישה סרטים בפסטיבל קאן, ובכל מקום שאני מגיע אלין אני אוהב לפגוש לא רק פקידים או אנשים מהמגזר הפיננסי והתאגדי, אלא גם אינטלקטואלים".