

## משבר החובות באירופה

מאת : רן אמיתי - "כרמים שוקי הון

בחודשים האחרונים עלתה בעיית החזר החובות רמה נוספת בעולם. אם בעולם פיננסי של אחרי קריסת בנק ההשקעות "ליהמן ברדרס" היה קושי לחברות למחזר חובות (כי חובות כידוע לא מחזירים אלא מגלגלים...) הרי שכיום מי שמתקשים למחזר חובות אלו המדינות שעד לאחרונה נחשבו ללוות בטוחות.

בשנים האחרונות מדינות שונות התמודדו עם החובות הריבוניות שלהן ולכל אחת היה סיפור משלה. ומי שמושכת את תשומת הלב כעת היא אירופה. מדינות כמו ספרד, איטליה, פורטוגל ואירלנד ובראשן יון הגיעו למצב שמשקיעים בעולם לא רוצים להלוות להן כספים מתוך מחשבה כי הן לא יוכלו לעמוד בהחזרים של ההלוואות.

איך מגיעים למצב כזה ?

כנראה ששורש הבעיה נעוץ בהסכמי האיחוד האירופי עצמם. האיחוד האירופי נועד לאחד מדינות אירופאיות שונות, עם טעמים ומנהגים שונים ולהכפיף להנהגה אחת, בדומה לארצות הברית. מטרת האיחוד היא ליצור גוש כלכלי ופוליטי שינצל את היתרונות הטמונים בו בצורה טובה יותר. אולם בעוד שבארה"ב האיחוד בין המדינות הוא מלא באיחוד האירופי יש חורים... כמו בגבינה שוויצרית (שלא הצטרפה לאיחוד האירופי).

האיחוד האירופי איחד את המערכת המוניטרית של המדינות החברות בו, כלומר, לכל מדינות האיחוד נקבע מטבע אחד (האירו) ושערי הריבית נקבעים ע"י הבנק המרכזי של האיחוד (בראשות טרישייה). אולם, דבר חשוב אחד ניטל המדינות החברות באיחוד והוא היכולת להדפיס כסף !

אם בעבר גרמניה יכלה להדפיס מארקים גרמניים ולעמוד בכל החזר הלוואה (ע"י הדפסה בלתי פוסקת של מארקים גרמניים) הרי שכעת גרמניה תלויה ביכולת היצור שלה כדי "להרוויח" כסף בכדי לשלם את חובותיה. גרמניה לא יכולה להדפיס אירו כמה שתרצה אלא תלויה בניהול נכון של הכנסותיה והוצאותיה הן לצורך מימון תוכניות חברתיות וכלכליות והן למחזור חובות. כלומר האיחוד האירופי לא סגר את הדלת של האיחוד הפיסקלי והדלת הזו פרוצה.

המצב באירופה מאוד מזכיר ניהול חשבון של משפחה. משפחה לא יכולה להדפיס כסף ולכן היא יכולה לעשות שימוש או בהכנסותיה (משכורות, מתנות, זכייה בלוטו וכו) או בכספי הלוואות. הלוואות ניתן לקבל עד גבול מסוים ואז צריך להחזיר וכאשר אין מספיק הכנסות בכדי לכסות את החובות מתחילות הצרות...

זה בדיוק מה שקרה ביון (וביתר המדינות החלשות שבאירופה). תנאי שכר מופרזים בסקטור הציבורי, הטבות כלכליות לסקטורים שונים, גירעונות תקציביים והתמכרות לצריכה הובילו את המשק היווני לייצר פחות ולצרוך יותר (להיכנס למינוס...). בדיוק כמו הסיפור של המשפחה.

נוצר מצב חדש בעולם בו חברות שונות נמצאות בנזילות גבוהה ממדינות. למשל, כאשר ארה"ב נדרשה להעלות את תקרת החוב שלה נותרו לה כ 70 מיליארד דולר בקופתה ואילו לחברת אפל היו באותו זמן כ 74 מיליארד דולר...

כעת האיחוד האירופי עסוק עד מעל הראש בכדי לטפל באיזון של הממשלות הסוררות. הן ע"י קיצוץ משמעותי בתקציבים של הממשלות הן ע"י מתן הלוואות והן ע"י תספורות של החובות.

המשמעות של תספורת היא כמובן הפסד של מחזיק האג"ח. מרבית מחזיקי האג"ח של יוון הם בנקים אירופאים בגרמניה וצרפת וממשלות מהמזרח ובראשן סין. ושוב חוזרים לסיפור חוזקם של הבנקים. בכדי שכלכלה תתאושש יש צורך בבנקים חזקים שנותנים הלוואות בכדי לממן את התרחבות הכלכלה אולם אם הבנקים יפסידו הון על אחזקתם באג"ח יווני יהיה להם פחות אמצעים לממן התרחבות כלכלית וחוזר חלילה. על מנת לקבל פיצוי על הלוואות מסוכנות המשקיעים דורשים תשואה גבוהה יותר על ההשקעה. למשל על מתן הלוואה ליוון דורשים המשקיעים תשואה של 25% לשנה. על הלוואה לאיטליה דורשים 5.6% לשנה ואילו פחות מ 2% על הלוואה לממשלת ארה"ב. הסיכון של הבנקים לחובות האירופאים לא סר מעיני המשקיעים. מתחילת השנה ירד מדד הבנקים בישראל בכ 33%. ואילו מדד ת"א 25 ירד בכ 23%. כתוצאה מכך משכו משקיעים בישראל מעל ל 20 מיליארד ₪ מהשוק ובכך החריפו את הירידות באפיקים השונים ובמיוחד בתחום האג"ח הקונצרני בישראל. מהבולטים בירידות החדות ניתן למנות את קבוצת IDB, שהאג"ח שלה נושקות לתשואה של כ 14%.

כפועל יוצא לכך עודף התשואה הנדרש ע"י המשקיעים בישראל על השקעה באג"ח קונצרני לעומת השקעה באג"ח ממשלתי (המכונה "המרווח") עלה בחודשיים האחרונים מרמה של 1% לרמה של כ 3%. העלייה במרווח משקפת את חששות המשקיעים מחוסר הוודאות בעולם ומהשלכות שליליות אפשריות על הפעילות הכלכלית בישראל.

דוגמא נוספת לעליה במרווח אפשר לראות באג"ח 13 של קבוצת דלק. לפני כחודשיים התשואה על האג"ח הייתה כ 4.9% ואילו כיום ניתן לקבל על אותה אג"ח תשואה של 7.8%. עליה בתשואה זו הסבה למשקיעים שהחזיקו באג"ח הפסד (על הנייר) של כ 16%. נכון לעכשיו הבעיות הכלכליות שאירופה וארה"ב מתמודדות איתן לא קיימות בישראל. לישראל אין חשיפה משמעותית לחובות האירופיים ואין גירעונות תקציביים לא נשלטים. ההיפך הוא הנכון, דרוג האשראי של ישראל עלה לאחרונה לרמה של A+ ובכך ביטא את האחריות התקציבית והמוניטרית של האוצר הישראלי ובנק ישראל (מותר לנו להיות גאים על כך!).

ניתן להעריך כי פתרון סוגית החוב האירופאי יפתר בקרוב ויביא לנורמליזציה בתמחור הסיכון על הלוואות בשווקים. ויתכן שהשווקים ידרשו בעתיד הנראה לעין תשואות נמוכות יותר על הלוואות מאשר כיום. מצב זה עשוי לגרור גל עליות בשווקים הן במניות והן באג"ח.