



13.12.2004

סין והשפעתה על שוק המט"ח העולמי

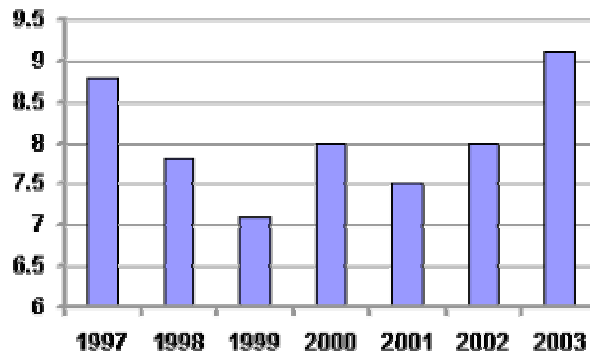
בשנים האחרונות, התרגלנו לרעיון כי מה שקורה בסין הוא חשוב מאוד ומשפיע על כל הכלכלה העולמית. אולם הרעיון שסין מהווה גורם חשוב גם בשוק המט"ח העולמי – ואולי אפילו הגורם בה"א הידועה – הוא חדש הרבה יותר. אף על פי כן, היום כבר לא ניתן להתכחש לעובדה הזאת.

האירוניה בכך היא שהמטבע של סין אינו סחיר בשווקים. הרנמינבי, לפי שמו הרשמי, או היואן, כפי שנהוג לכנותו (הרנמינבי הוא המטבע, והיואן זו היחידה בה נקובה המטבע – משהו דומה לאבחנה בין "שטרלינג" לבין "לירה"), אינו מטבע עובר לסוחר, אלא נשאר מוגן על ידי מערך של פיקוח ומגבלות האוסרים על העברתו אל מחוץ למדינה. שער נקבע לפני קרוב לעשור בתחום נידוד צר מאוד, סביב הרמה של 8.28 יואן לדולר אמריקני. משטר זה, השלכותיו והסיכויים לשינוי בו, הפכו למוקד העניין של כלכלנים ואנשי עסקים בכל רחבי העולם. מה גרם למצב הזה? במילים אחרות, מה קורה בסין ומה צפוי שם?

כדי לענות על שאלות אלו, יש להבחין בין גורמים פנימיים, הנובעים מהתפתחות הכלכלה הסינית, לבין גורמים חיצוניים, ובראשם ההתפתחויות בכלכלת ארה"ב. כמובן ששתי קבוצות הגורמים משפיעות אחת על השנייה, אבל לצורך הבנת הדינאמיקה שנוצרה בשווקים, כדאי להתייחס לכל קבוצה בנפרד.

נתחיל אפוא במה שקורה בסין עצמה: התופעה הבולטת במהלך השנה הנוכחית היא החלטתה של הממשלה להאט את קצב הצמיחה המהירה, שהגיע לרמה שנתית של יותר מ-10%. כפי שניתן לראות בתרשים 1, מאז המשבר בכלכלות אסיה שפרץ ב-1997, היה קצב הצמיחה בסין "מתון", לפחות ביחס לקצב שנרשם בשנים שקדמו למשבר. ניתן לראות כי גם לאחר תחילת התאוששות הכלכלית במדינות אסיה ב-1999, נפגעה סין מהשפעת ההאטה בארה"ב שארעה בעקבות התפוצצות בועת ההיי-טק.

תרשים 1: קצב צמיחת התמ"ג הסיני, 1997-2003
שינוי שנתי באחוזים



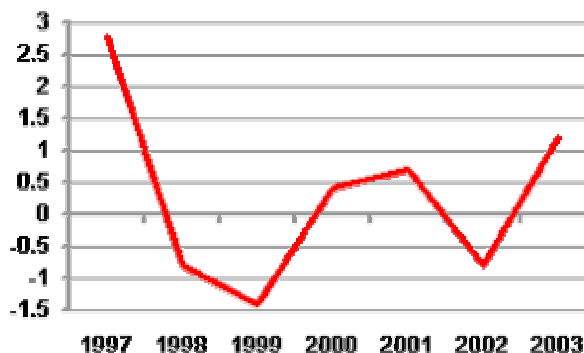
המקור: קרן המטבע הבינלאומית



רק ב- 2002 חזר המשק הסיני לקצב צמיחה מהיר מאוד, בין השאר הודות להצטרפותה של סין ל- WTO (ארגון הסחר העולמי) בשלהי 2001. שיעור הצמיחה הגיע לשיא במחצית הראשונה של השנה הנוכחית, אולם הקצב המהיר יצר השפעות שליליות שחייבו את הרשויות הסיניות לנקוט בצעדים לריסונו. יחד עם זאת, היה עליהם לפעול בזהירות, מפני שהאטה חריפה מדי של קצב הצמיחה אל מתחת לרמה של 5-6% עלולה להגביר את שיעור האבטלה במשק באופן ניכר, ולהוביל להחרפת המתחים החברתיים בין אזורים שונים של המדינה.

החשש מפגיעה במשק הינו הסיבה לכך שהממשלה נמנעה מפעולה כלשהי עד אמצע השנה. אולם האצת הצמיחה, על רקע התאוששות כללית בכלכלה העולמית, הציחה עלייה מסוכנת בשיעור האינפלציה. זאת, לאחר תקופה של כחמש שנים, מאז 1998, בהן הייתה סין נתונה לסכנה או מציאות של דפלציה (ראו תרשים 2). מגמה זו השתנתה ב-2003 והמחירים חזרו לעלות, אלא שתוך זמן קצר הפך קצב עלייתם לאיום ממשי. כאשר במהלך הקיץ האחרון, חצה קצב האינפלציה את רמת ה-5% השנתית, לא נשארה לממשלה ברירה אלא לפעול כדי לצנן את המשק.

תרשים 2: שיעור האינפלציה בסין, 1997 – 2003
באחוזים לשנה



המקור: קרן המטבע הבינלאומית

מדיניות הצינון בוצעה תוך שימוש בדרך המקובלת על הממשלה הסינית, כלומר – תכתיבים ממשרדי הממשלה בבייג'ינג. מסתבר כי גם לאחר למעלה מ-25 שנים של רפורמות בכיוון פתיחת המשק, נשארה סין מדינה מנוהלת מלמעלה ומבחינת ניהול המשק קיימת רתיעה משימוש בכלים הנשענים על כוחות השוק.

היה ברור כי הגורם המרכזי בהתחממות היתר של המשק הוא ההשקעות, המתבצעות בהיקף אדיר. לכן התגובה הראשונה הייתה להפסיק או לצמצם את תוכניות ההשקעה הגדולות, בתשתיות ובמפעלים, המתבצעות ברובן לפי תכתיבי הממשלה המרכזית והממשלים האזוריים. אולם נראה שגישה זו לא הצליחה להשיג צינון מבוקר של המשק – או אולי היא הצליחה יתר על המידה, בכך שהיא איימה לקטוע את הצמיחה לגמרי. ההנחיות הביורוקרטיות פעלו "לכל הרוחב" ובלי אבחנה, כאשר מה שהיה דרוש היה אמצעי שיבלום השקעות לא רצויות מבלי לחנוק השקעות מועילות.



אמצעי כזה קיים רק במשטר כלכלי הנשען על כוחות השוק, במסגרתו מגיבות פירמות לאיתותים המתקבלים דרך מנגנוני מחירים. אכן באוקטובר, הפעיל הבנק המרכזי את כלי השוק העיקרי – שיעור הריבית, שהוא מחיר הכסף במשק. ההחלטה להעלות את שיעור הריבית ב-27 נקודות בסיס הפגיעה מאוד את השווקים הבינלאומיים, דווקא מפני שהיא סימנה מעבר לשימוש בכוחות השוק.

אולם ייתכן כי הצעד היותר חשוב שנקט אז היה הסרת התקרה על שיעור הריבית המוטלת על הלוואות בנקאיות, במקום שיעור אחיד לכל סוגי הלווים. משטר הריבית האדמיניסטרטיבית מהווה אחת הסיבות העיקריות למצבה הרעוע של מערכת הבנקאות הסינית מפני שבמסגרתו העדיפו הבנקים, הנמצאים בבעלות המדינה, להעניק הלוואות למפעלים הגדולים שבבעלות המדינה, או למפעלים פרטיים שלבעליהם קשרים במנגנון הממשלתי. לעומת זאת, ליזמים פרטיים בעלי מפעלים קטנים ובינוניים לא הייתה נגישות למקורות מימון בנקאיים – והם גם לא יכלו לשלם ריבית גבוהה יותר כדי להשיג מימון, מפני שלבנק נאסר לגבות ריבית בשיעורים דיפרנציאליים.

במקביל, עם התגברות האינפלציה, פחת מאוד כוח המשיכה של הפיקדונות בבנקים, לאור רמת הריבית הנמוכה שיכלו הבנקים להציע למפקידים.

העלאת הריבית באוקטובר, יחד עם יצירת האפשרות לגבות פרמיות סיכון שונות מלווים שונים, מאותות על שינוי במדיניות הן לטווח הקצר והן לטווח הארוך. בטווח הקצר, ההעלאה תגבה את הצעדים האדמיניסטרטיביים שכבר נקטו ותפעל לצמצם את כמות האשראי במשק, ובכך להוציא את האוויר מהבועה הספקולטיבית שהתפתחה בתחום ההשקעות. במקביל, היא אמורה להגביר את החיסכון ולהפחית את הצריכה השוטפת, המלבה את האינפלציה. בטווח הארוך יותר, יצירת מנגנוני אשראי המבוססים על הערכת כושר הפירעון ורמת הסיכון של כל לווה מהווה צעד חיוני בהבראת מערכת הבנקאות ובהכנת המשק הסיני לפתיחה כלפי העולם, בתחום הפיננסי כמו גם בתחום סחר החוץ.

אבל אסור להסתכל רק על המערכת הפיננסית הרשמית, מפני שההישענות על מנגנונים בירוקראטיים יצרה עיוותים גדולים במערכת. כמעט מובן מאליו שמשטר האשראי שנכפה על הבנקים הביא להתפתחות של מערכת בלתי פורמלית של אשראי אפור. במערכת זו פועלים גופים גדולים ומסחריים – כולל כאלה שקבלו אשראי ממקורות רשמיים במחיר הנקוב, ומכרו אותו לגורמים עסקיים אחרים תמורת מרווח הולם.

גם משקי הבית הצטרפו לאחרונה למערכת זו, בניסיון לשפר את התשואה השלילית, במונחים ריאליים, שהוצעה להם בבנקים הרשמיים עבור חסכונותיהם. התוצאה הייתה זרם הולך וגדל של כספים, ממקורות מקומיים, הבורח מהמערכת הרשמית ומזין את הפעילות הספקולטיבית בהשקעות ריאליות, שהביאה את המשק למצב של חימום יתר. כספים מקומיים אלה הצטרפו לזרם שני של כסף שנשפך לתוך המשק הסיני מבחוץ. כאן אנו מגיעים לקבוצת הגורמים השנייה שהפכה את סין למוקד העניין בשוק המט"ח העולמי – ההתפתחויות מחוץ לסין.

נתחיל בציון העובדה כי קיימת תחושה ההולכת וגוברת, לפיה ערך המטבע הסיני נמוך מדי והוא חייב לעבור תיקון כלפי מעלה (כלומר ייסוף). תחושה זו מביאה לתנועה גדולה של "כסף חם" לתוך המשק



הסיני. הערכה זו ניזונה ממציאות בינלאומית שבה סין עומדת תחת לחץ גובר מצד ארה"ב ואירופה, לערוך שינוי במשטר החליפין שלה.

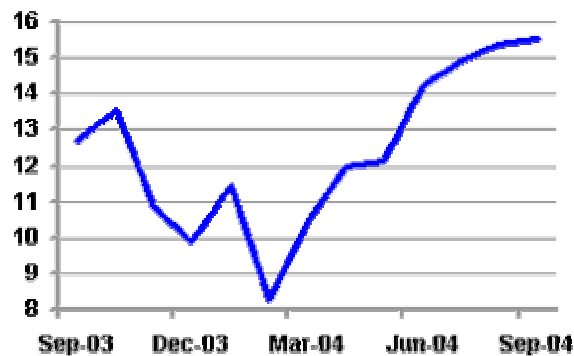
המטרה הסופית של השינוי המוצע היא הסרת המגבלות ומנגנון הפיקוח סביב המטבע, והפיכתו למטבע בר המרה חופשית לכל צורך ועניין. יעד זה מקובל גם על הממשלה הסינית, אך לכל הדעות הוא צריך להיות מושג במסגרת תהליך הדרגתי שיתפרס על פני תקופה. אולם, הלחץ הגובר של המדינות המפותחות אינו קשור ליעד הסופי, אלא מכוון להשיג ייסוף מיידי בשער היואן וקביעת שער החדש במסגרת רצועת ניוד רחבה יותר מזו הנוכחית. זאת מפני שדאגתן של המדינות המפותחות איננה לעזור לסין להתקדם ולהשלים את המשק שלה, אלא לעזור לארה"ב מול הקשיים שלה, ההולכים וגוברים.

קיימת הסכמה כללית בעניין הצורך הדחוף לאפשר לדולר האמריקני לאבד מערכו כלפי כל המטבעות החשובים בעולם, כצעד הכרחי בהפחתת הגירעון המסחרי העצום, הגורם לניפוח הדרגתי של הגירעון במאזן התשלומים האמריקני לממדים מפלצתיים.

ואמנם, מאז 2002, הדולר נמצא במגמת ירידה, שהלכה וגברה במהלך 2003 ושהתחדשה לאחרונה, לאחר הפוגה ממושכת מאז הרבעון הראשון של 2004. אולם ירידה זו התבצעה כמעט כולה מול המטבעות האירופאים, ובמידה פחותה בהרבה מול הין היפני. מאידך, היואן הסיני נהנה משער מקובע לדולר, כך שמולו הדולר לא פוחד כלל, בעוד שהיואן נהנה בעקיפין מירידת הדולר ביחס למטבעות האירופאים.

מצב זה, ככל שהוא נוח לסינים, הופך בלתי נסבל לאמריקנים ולאירופאים. צמיחתה המהירה של כלכלת סין הפכה אותה לשחקן בעל משקל גדול במערך העולמי, כאשר הן הייצוא והן הייבוא של סין רושמים שיעורי גידול דרמטיים. אמנם נכון, הסחר הסיני הכולל אינו מאופיין בעודף גדול. אבל האלמנט הבולט ביותר בו הוא העודף ההולך ותופח מול ארה"ב (ראו תרשים 3). לאור חשיבותה הגוברת של סין במערך הסחר הכולל של ארה"ב, ועל רקע הצורך בהיחלשות כללית של הדולר, ברור כי חייב לחול פיחות בדולר גם ביחס ליואן, כחלק אינטגרלי מהמהלך הכולל של ירידת הדולר בעולם.

תרשים 3: העודף המסחרי של סין מול ארה"ב, ספטמבר 2003 – ספטמבר 2004
נתונים חודשיים, מנוכי עונתיות, במיליארדי דולרים



המקור: US Trade Administration



למעשה, למשקל של סין בתחום הסחר והשפעתה בתחום המטבעות יש חשיבות גדולה אף יותר ממה שעולה מהנתונים הנ"ל, בגלל השפעתה על כל אזור מזרח אסיה. צמיחת סין יצרה מצב שבו מרבית הכלכלות האזוריות – כולל אפילו זו של יפן, שעדיין גדולה מזו של סין במידה ניכרת – הפכו להיות תלויות בסין וההתפתחויות בה. גם המטבעות שלהן מושפעים, בצורה עקיפה אך ממשית, מהתנהגות היואן: שכנותיה של סין אינן יכולות לאפשר למטבעות שלהן לרשום ייסוף מול הדולר אם היואן אינו עובר ייסוף מקביל, מפני שאז מעמדן התחרותי ייפגע.

לכן, מבחינת ארה"ב ואירופה, קיים הכרח לשכנע את סין לבצע ייסוף, הן בגלל משקלה העצמי והן בגלל שסירובה בעניין זה משליך על התנהגות כל אזור מזרח אסיה. בהקשר לגודלו הרצוי של הייסוף הדרוש, קיימים חילוקי דעות גדולים, אבל אלה רק מוסיפים לפעילות הספקולטיבית המתרחשת סביב היואן, כאשר התנועה בשוק היא בכיוון אחד – נגד הדולר. הדברים הגיעו עד למצב שבו חלפנים סיניים מסרבים לקבל דולרים מתיירים, מפני שהשוק רווי במטבע אמריקני הנמכר על ידי גורמים מקומיים תמורת יואן.

כאשר "כולם" מוכרים דולרים, מתבקשת השאלה – מי קונה. התשובה לכך ברורה וידועה: הבנק המרכזי של סין (PBOC – People's Bank of China) הוא הרוכש היחידי כמעט. כתוצאה מכך, הרזרבות שלו במט"ח הולכות ותופחות בקצב עצום וכדי לעשות שימוש בכסף, הבנק נאלץ לרכוש אג"ח של ממשלת ארה"ב. כל זאת כדי לשמר את המדיניות של שער חליפין קבוע ברמה של 8.28 יואן לדולר.

במהלך 2003 ועד לסוף הרבעון הראשון של 2004, גם הבנק המרכזי של יפן פעל באגרסיביות כדי למנוע ייסוף גדול בשער הין היפני, ולשם כך ביצע הבנק של יפן את מסע ההתערבות הגדול ביותר בהיסטוריה של השווקים הפיננסיים, שהסתכם בקרוב ל-150 מיליארד דולר ברבעון הראשון של 2004 בלבד! גם כאן, הדולרים שנרכשו שימשו לרכישת אג"ח ממשלתי בארה"ב. כתוצאה מכך, הפכו הבנקים המרכזיים של יפן, סין וגם של טיוואן והונג קונג, לרוכשים העיקריים של אג"ח של ממשלת ארה"ב, בעוד גורמים פרטיים הולכים ונסוגים משוק האג"ח הממשלתי לאור התשואות הנמוכות שניתן להשיג שם, והסיכון הכרוך בהחזקת דולרים.

בפועל, הבנקים המרכזיים האסיאתיים הפכו למממנים העיקריים של הגירעון התקציבי הגדול של ממשלת ארה"ב. במידה ובנקים אלה ישנו את מדיניותם, הן הדולר ייפול והן המחירים בשוק האג"ח ירדו, כך שהם יספגו הפסד כפול. מאידך, ככל שיתמידו במדיניות שלהם, הם יגדילו את החשיפה שלהם למטבע האמריקני ולאג"ח אמריקני, כך שנפילה עתידית תפגע בהם עוד יותר.

לכן אין להתפלא על כך שרמת העצבנות בשווקים הולכת וגוברת. באשר ליפנים, הם הפסיקו להתערב בשוק מאז חודש מארס, ולאחרונה ישבו בחיבוק ידיים בעוד הין היפני התייקר ביותר מ-10% מול הדולר. אבל הסינים מחויבים לתמוך במטבע שלהם, בגלל מדיניות שער החליפין שקבעו לעצמם. מצב כזה יוצר שיטפון של מכירות של דולרים מצד גורמים בתוך סין ומחוצה לה, כמתואר לעיל.



מה צפוי לקרות?

העמדה הרשמית של ממשלות ובנקים מרכזיים בכל העולם, היא שבשלב מסוים – כנראה במהלך החצי הראשון של 2005 – יחליטו הרשויות הסיניות לבצע ייסוף קטן, במטרה להסיר את הלחץ ולהרגיע את השווקים. עמדה זו מקובלת, בינתיים, על מרבית בתי ההשקעות הגדולים.

אולם קיים תסריט הרבה פחות נוח לרשויות ולמוסדות הפיננסיים הגדולים, לפיו הלחץ של "הרחוב" – ובמיוחד של פירמות ועשירים פרטיים בתוך סין – יאלץ את הממשלה לשנות את המדיניות שלה, הרבה יותר מהר ממה שהתכוונה. לפי תפיסה זו, יתברר גם שהרשויות הסיניות אינן חכמות כפי שנהוג לצייר אותן בתקשורת המערבית, והן בוודאי לא כל-יכולות. בתסריט זה, מדובר בסכנה שהדברים ייצאו מכלל שליטה, שהסכר ייפרץ ושמשטר החליפין הסיני הקיים יתמוטט. במצב כזה, היואן יתחיל לעבור סדרה של התייקרויות, שבמצטבר יביאו להעלאה משמעותית בשערו ביחס לדולר וגם ביחס לאירו. תסריט זה אינו דמיוני אלא נשען על התקדים של עלייתו המטאורית של הין היפני מול הדולר בשנות השבעים.

מי שמאמין ביכולתם של בנקים מרכזיים ושל ממשלות לנווט את המערך המקומי שלהם, וביחד את המערך העולמי, יכול להניח שהכול יבוא אל מקומו בשלום, בצורה הדרגתית ובלי זעזועים. אולם מי שאינו שותף לאמונה זו ביכולותיהם של גורמים רשמיים, ו/או מי שפועל על פי הרקורד השלילי של התקדימים ההיסטוריים של ניסיונות להכתיב לשווקים איך להתנהג, צריך לצפות להתפתחויות מסעירות הרבה יותר, שבמרכזן יעמוד תהליך ייסוף משמעותי של היואן הסיני ושל המטבעות הנלווים לו.

נכתב עבור IFTRIC ע"י פינחס לנדא