

פרק 42 ❏ קיסר אדום: שי, החוב וסכסוך הסחר

<http://media.blubrry.com/greatgame/greatgame.blog/wp-content/uploads/2019/07/42-שי-החוב-וסכסוך-הסחר-42.mp3>

להורדת הפרק ❏ [קישור](#).

להאזנה ב-itunes: [קישור](#).

להאזנה ב-spotify: [קישור](#).

וגם ב-youtube: [קישור](#).

ערך את הפרק והלחין את המוסיקה ❏ [גיא שילה](#).

בפרק הקודם ראינו איך התערבות ממשלתית במשק הסיני ב-2008 יצרה בועת חוב שהיקפה ורעילותה אין איש יודע. בפרק היום נראה כיצד שי והנהגת המפלגה ניסו לפתור את הבועה ואיך סכסוך הסחר עם טראמפ שיבש הכול. בואו נתחיל.

ב-2012 שי ג'ינפינג קיבל לידיו כלכלה על מערכת החיאה. קודמו בתפקיד, הו ג'ינטאו, דאג שהכלכלה הסינית לא תכנס למיתון בעקבות המשבר הכלכלי של 2008 ע"י הזרקה מאסיבית של אשראי למשק. הממשל המרכזי הקציב ישירות מיליארדים לתשתיות ובנייה וחשוב יותר הסיר את החסמים על הממשלות המקומיות והחברות הממשלתיות ללוות. הסרת החסמים אפשרו להן ללוות עוד ועוד, והן השקיעו את הכסף בכל מה שיעזור להן להשיג את יעדי הצמיחה של הממשל המרכזי. התוצאה? חוב עצום לשתייהן, חוסר יעילות בהשקעת המשאבים ושוק נדל"ן רותח.

שי ג'ינפינג וההנהגה החדשה של סין עמדו בפני בעיה כפולה: כל ניסיון לטפל בחוב ובחוסר היעילות בכלכלה ישפיע על הצמיחה הכלכלית. טיפול אגרסיבי מדי ❏ לדוגמה סגירה במכה אחת של כל החברות הממשלתיות הלא רווחיות ❏ יפגע בצמיחה, יביא גל פיטורין ועלול לעורר פאניקה כוללת במשק הסיני, הסתערות על הבנקים וקריסה של המערכת הפיננסית.

זכרו ❏ הלוואות ניתנו ללא הערכת סיכון נכונה, מושפעות מאופטימיות בנוגע לצמיחת המשק ומחירי הנדל"ן (ששימשו פעמים רבות כערבות להלוואות) ומהציפייה שבמקרה של פשיטת רגל, הממשלה תכסה את החוב. הלם למערכת, פגיעה באופטימיות, יצירת אווירה של פחד וחוסר יציבות ❏ כולם יכולים להביא למשבר פיננסי רחב היקף בכלכלה הסינית. הנהגת המדינה הייתה

חייבת למצוא דרך להקטין את החוב, מבלי לגרום להלם בכלכלה או לפגוע בצמיחה.

הממשל המרכזי פנה לעשות זאת בשלוש דרכים: ראשית, הרסן הושם מחדש על הממשלות המקומיות. לא עוד לקיחת הלוואות ללא הגבלה, בטח לא לקיחת הלוואות דרך כלי מימון מקומיים (LGFV). שנית, הממשל המרכזי אפשר לחברות ממשלתיות לפשוט את הרגל. לא עוד הצלה אוטומטית של כל חברה ממשלתית. שלישית, הממשל המרכזי הטיל רגולציות חדשות על שוק הנדל"ן במטרה לצנן אותו וצמצם ספקולציות. כפי ששי ג'ינפינג עצמו אמר בנאום שלו ב-2017: "דיור נועד למגורים, לא ספקולציות".

החל מ-2015 הממשל הקדיש מאמצים הולכים וגדלים לטיפול בבעיית החוב של המשק הסיני, מטיל את מלוא כובד משקלו על הממשלות המקומיות, על הבנקים ועל החברות הממשלתיות. פחות ופחות הלוואות ניתנו ויותר ויותר חובות לא נפרעו. אבל כמו בכל מקרה אחר שהמפלגה הקומוניסטית ניסתה להנדס את השוק, היא גילתה שהשוק מגיב בצורה שונה ממה שרצתה.

שובו של הרסן

נתחיל עם הממשלות המקומיות. עד 2008 הממשלות המקומיות היו תחת פיקוח הדוק של הממשל המרכזי, שמנע מהן להנפיק אגרות חוב ישירות והגביל את יכולת ההלוואה שלהן דרך כלי מימון מקומיים [מקור]. בתגובה למשבר הכלכלי של 2008 הממשל הנפיק בעצמו אגרות חוב לממשלות המקומיות ואפשר להן ללוות דרך כלי המימון המקומיים. מרגע בו הותרה הרצועה הממשלות המקומיות החלו ללוות עוד ועוד, מנצלות את הגישה הנוחה לאשראי והלוואות בשביל להשקיע הון בפרויקטים בשטחן ובחברות הממשלתיות שלהן. בסוף 2015 הן כבר צברו חוב עצום של כ-2 טריליון דולר, רובו דרך כלי מימון מקומיים [מקור].

בסוף 2014 הממשל החדש, בהנהגתו של שי, [פרסם סדרה של תקנות](#) שבביל להסדיר את הדרך בה ממשלות מקומיות יכולות ללוות. לראשונה הותר לממשלות מקומיות להנפיק באופן ישיר אגרות חוב לצרכי שירותים ציבוריים ופרויקטים מניבי רווח כמו כבשי אגרה. במקביל נאסר עליהם להמשיך ולהשתמש בכלי מימון לשם גיוס כספים. בנוסף הממשל המרכזי הבהיר שהוא לא יפרע את החובות של גורמים מקומיים, במיוחד לא של כלי המימון.

המטרה של הממשל המרכזי בתקנות הללו היא להסדיר את החוב המקומי. אם הממשלות המקומיות ישתמשו רק בהנפקת אג"ח, לממשל המרכזי יהיה קל יותר לעקוב אחריות החוב של המחוזות ולאן החוב הזה מופנה. הדבר גם יאפשר לממשל המרכזי לוודא שאף מחוז לא מגיע לרמת חוב שעלולה לסכן את כל המשק הסיני.

בשביל להגיע להסדרה של החוב המקומי, הממשל הטיל את מלוא כובד משקלו לחסל את כלי המימון המקומיים. באוגוסט וספטמבר 2014 הממשל המרכזי הבהיר ושב והבהיר שממשלות מקומיות אינן יכולות לגייס חוב בשום דרך אחרת למעט הנפקת אג"ח. הוא גם הבהיר שממשלות מקומיות אינן יכולות, ללא אישור מראש מהממשל המרכזי, להבטיח שחוב כלשהו יפרע בכל

תנאי. הממשל המרכזי רצה שכלל החוב שנצבר ע"י כלי המימון יומר באג"ח ויאפשר לממשל המרכזי שליטה טובה יותר על הממשלות המקומיות [מקור]. אתם כבר יודעים לאיפה זה מתקדם.

הממשל המרכזי אפשר לממשלות המקומיות להנפיק אג"ח, אך בכמות שנקבעה ע"י הממשל המרכזי. אותה כמות לא התאימה להון שהיה דרוש לממשל המקומי להגיע ליעד הצמיחה השנתי שלו. אז מה הוא עשה? לווה כמובן מהבנקים ע"י כלי המימון שלו, או עבר להשתמש בכלים פיננסיים אף פחות מפוקחים של "בנקאות הצללים" (Shadow Banking) הסינית [מקור]. המלחמה של שי נגד החוב המקומי רק דחפה את המחוזות לקחת חוב בצורות עוד יותר מסוכנות.

בשביל להסביר למה זה קרה, שווה לנו להסתכל על הסיטואציה מנקודת מבטו של מושל מחוז. נניח ואתם המושל של ס'צ'ואן (Sichuan), מחוז במרכז סין. יעד הצמיחה שהציב לכם הממשל המרכזי הוא 8% השנה, מה שאומר שתצטרכו להגדיל את התמ"ג שלכם בכ-300 מיליארד יואן. טוב, מה הברירות שלכם? אתם יכולים לקוות שהאזרחים במחוז יכפילו לפתע את הצריכה שלהם ויקפיצו את התמ"ג שלכם. אבל הסבירות שזה יקרה, בטח בתוך שנה, היא נמוכה. האפשרות השנייה והיותר בטוחה שלכם היא פשוט להשקיע עוד 300 מיליארד יואן בכלכלה המקומית, להקים כבישים, רכבות ומחסנים. הסיבה שאתם כל-כך רוצים לעמוד ביעד הצמיחה היא משום מערכת התמריצים ששם הממשל המרכזי: מי שעומד ביעד הצמיחה מקבל בונוסים, מי שנכשל עלול למצוא את עצמו ללא תעסוקה [מקור].

אז יש לכם תמריץ מאוד חזק לעמוד ביעד הצמיחה. עד 2015 יכולתם בקלות ללוות דרך כלי מימון את הכסף שהייתם צריכים, להשקיע אותו ולהגיע ליעד הצמיחה. אבל עכשיו אתם עומדים מול התקנות החדשות של הממשל המרכזי, שמגבילות אתכם רק לאג"ח בכמות שהממשל המרכזי קובע וכמובן שהממשל המרכזי קובע כמות קטנה מהכסף שאתם צריכים, כי בכל זאת היעד של הממשל המרכזי הוא להקטין את החוב המקומי. אז מה אתם עושים?

אפשרות אחת היא להיכנס לדיונים מול הממשל המרכזי להגדלת המכסה לאג"ח או התקציבים שאתם מקבלים. אם אתם בוחרים באופציה הזו יהיה פשוט יותר אם כבר תחסכו לבייג'ין את העבודה ותתפטרו מרצון. למה? כי אתם: א' לא תעמדו ביעד הצמיחה (אתם תבזבזו חצי שנה רק בדיונים) ו-ב' אתם מודים בעצם הבקשה שאתם לא יכולים לעמוד ביעדים הלאומיים מבלי להיות טפילים על גבה של הממשלה. אז בשביל מה אתם טובים? לחמם את הכיסא?

אפשרות ב' היא למצוא עוד דרכים להשיג את הכסף, חוץ מהנפקת אג"ח. הרי אתם תהיו בבעיה רק אם יתפסו אתכם. ישנם כמה פתרונות: אתם יכולים להמשיך וללוות דרך כלי המימון. למרות שהממשל המרכזי הזהיר מפני הלוואה להם, הקשרים שלכם עם הבנקים (שבכל זאת מאוישים בפקידי ממשלה) יאפשרו לכם להשיג הלוואות. אתם גם יכולים לסווג מחדש הלוואות ולהעלים אותן מהמאזן שלכם. אתם לדוגמה יכולים לסווג מחדש הלוואה ממשלתית כהון פרטי במיזם

בבעלות משותפת, פרטית-ממשלתית [מקור]. כמובן שיש סיכון בהמשך צבירת חוב לא מכוסה, אבל היי [?] זו בעיה לאני העתידי שלכם ולממשל המרכזי. האני הנוכחי שלכם רוצה את הבונוס שלו.

הדרך היחידה שנותרה לממשל המרכזי להשתלט על החובות של הממשלות המקומיות, היא להתיר את מה שעד לפני כמה שנים נחשב כבלתי-אפשרי: פשיטת רגל של גופים ממשלתיים.

פשיטות רגל בעלייה

ב-2015 חברות סיניות לא הצליחו לשלם חוב באגרות חוב בהיקף של כ-10 מיליארד יואן. ב-2018 ההיקף כבר הגיע ל-116 מיליארד יואן [מקור]. בין החברות שלא הצליחו לשלם את חובותיהן היו גם חברות ממשלתיות. 2018 למען האמת עשתה היסטוריה [?] זו הייתה השנה הראשונה בה חברה ממשלתית לא הצליחה לשלם את חובותיה מאז 1998 [מקור]. הדבר בא במקביל לקריאה של הממשל המרכזי לממשלות מקומיות לאפשר לחברות לא יעילות להכריז על פשיטת רגל ולהקל את העול על הכלכלה הסינית [מקור].

הממשל המרכזי רוצה להראות עם חדלות הפרעון של חברות ממשלתיות שהוא לא מתכוון להמשיך ולאפשר להן לגייס חוב כאילו הן מכוסות ע"י הממשלה. הוא גם רוצה לשלוח מסר למשקיעים שלא להלוות את כספם לחברות הממשלתיות וע"י עידוד פשיטת רגל של חברות הוא רוצה לייעל את המשק.

הבעיה שמה שהממשל המרכזי באמת השיג כאן הוא משחק "צ'יקן" פיננסי מול המשקיעים. ב-2018 סה"כ אגרות החוב שלא שולמו ע"י חברות הממשלתיות היה 3.8 מיליארד יואן [מקור]. החוב שממשלות מקומיות צברו הוא 2 טריליון יואן. ברור למשקיעים ולממשל המרכזי שבעוד הוא יכול להתנער מחוב קטן יחסית, חוב ששווה ל-2% מהתמ"ג הוא משהו שהממשל לא יכול שלא להציל משום ההשפעה השלילית שלו על המשק הסיני. ככל שהחוב גדול יותר, כן גדל הסיכוי שהממשל המרכזי יכסה אותו. כלומר אם אתם כבר בוחרים להשקיע בגוף ממשלתי בסין, עדיף להשקיע בזה עם החוב הגדול יותר, לא הקטן יותר. במקום להזהיר משקיעים להלוות לכלי מימון, הממשל המרכזי עודד את אלו שכבר מושקעים בהם להגדיל את השקעתם.

התקררות בשוק הנדל"ן

בואו נעשה סיכום קצר. מול הממשלות המקומיות הממשל המרכזי העמיד שני תמריצים מנוגדים: מצד אחד הממשל המרכזי מצפה מהן לעמוד ביעדי הצמיחה. מצד שני הוא דורש מהן שלא יגייסו את הכסף הדרוש להם ע"י יצירת חובות דרך כלי מימון וכלים אחרים של בנקאות הצללים הסינית. התוצאה היא או שהממשלות המקומיות מוצאות דרכים אחרות לגייס את הכסף, או שהצמיחה במחוזות נפגעת ואז הממשל המרכזי משחרר את אחיזתו על הממשל המקומי [מקור].

בניסיון להתנער מחובות שצברו ממשלות מקומיות וחברות ממשלתיות, לא ברור אם הממשל המרכזי הצליח במשימה שלו. כן, לראשונה מזה שני עשורים ב-2018 חברות ממשלתיות לא עמדו בתשלום החוב שלהן. אך החברות הללו לא היו מספיק גדולות בשביל לפגוע ביציבות המשק. הממשל המרכזי עדיין לא הוכיח שהוא מוכן לתת לחברה ממשלתית גדולה למות. הוא כן הראה אבל שהוא מוכן לתת לחברות פרטיות, גם גדולות, למות וזה עוד יחזור אליו כמו בומרנג, אבל בואו לא נקדים את המאוחר.

הדרך השלישית בה ניסה הממשל המרכזי לטפל בבעיית החוב היא לצנן את שוק הנדל"ן. כאן דווקא הוא נחל הצלחה. ע"י הטלת מיסים חדשים על קרקעות ודירות, איסור על קניית דירות להשקעה, הוספת רגולציות על פיקוח מחירים ואפילו יישום של מעין "מחיר למשתכן" [מקור] הממשל הצליח ב-2018 לייצב את מחירי הדירות בערים מרכזיות ולצמצם את הגידול במספר הדירות הנמכרות בשוק [מקור]. הוא גם הצליח לעשות זאת מבלי לגרום לקריסת מחירים, דבר שעלול היה להפוך למשבר פיננסי בסיני.

שי ג'נפינג היה יכול לרשום לעצמו לפחות הצלחה אחת במאבק נגד בעיית החוב במדינה. אבל אז בא טראמפ.

ברבור ושמו דונאלד

שי ג'נפינג לא יודה בכך בפומבי, אך בינו לבין עצמו הוא יודע שסכסוך הסחר עם ארה"ב פגע במשק הסיני פגיעה מערכתית. לא רק שהוא פגע בניסיון של הממשל המרכזי להקטין את בעיית החוב, הוא חשף שבעתות משבר מי שישפוג את מירב הנזק יהיה המגזר הפרטי, המפתח של סין לצמיחה ארוכת טווח.

בשביל להסביר למה אני מתכוון, אנחנו צריכים לבחון איך סכסוך הסחר שינה את היחסים בין ארבעת השחקנים הכלכליים של סין. לפני הסכסוך, הממשל המרכזי כיוון את מירב מאמציו להשתלט על הממשלות המקומיות והחברות הממשלתיות. הוא רצה להדק את יכולת ההלוואה שלהן ולהכריח אותן להיפטר מחוב רעיל.

סכסוך הסחר פגע בייצוא הסיני, מה שאומר פגיעה בצמיחה הסינית. במצב כזה הממשל המרכזי לא היה יכול להמשיך ולהדק את אחיזתו, מפני שזו הייתה פוגעת בהשקעה במשק ועלולה הייתה לגרום למיתון כלכלי. הממשל המרכזי נאלץ לא רק לשחרר את אחיזתו, אלא להסיר חלק מהמחסומים ששם בשנים הקודמות. הוא עודד מחדש השקעה בחברות ממשלתיות [מקור], שופך כסף למגזרים הלא יעילים של המשק כמו ענף הבניין בשביל להשיג את אחוזי הצמיחה הדרושים לו [מקור]. הממשל המרכזי גם העביר מסר חדש לגופים הפיננסיים במדינה שהמטרה אינה עוד "לצמצם את המינוף" אלא "לוודא את היציבות של נתוני המקרו" [מקור]. אפילו בענף הנדל"ן, המקום היחיד בו הממשל רשם הצלחה משמעותית, אנליסטים העריכו שהממשל יסיר רגולציות בשביל לאפשר עלייה מחודשת במחירי הדיור [מקור]. האיום במיתון כלכלי הכריח את הממשל המרכזי לחזור ולתמוך בממשלות המקומיות והחברות הממשלתיות, טעות דומה למה שעשה

ב-2008. רק שחקן אחד לא הצטרף לחגיגה: החברות הפרטיות.

החברות הפרטיות ספגו ירידות ברווחים בעקבות סכסוך הסחר, אך הן לא זכו לתקציבים מן הממשל המרכזי. בעוד הקונצרנים הממשלתיים [דיווחו בסוף 2018 על עלייה של 10% ברווחים](#), המגזר הפרטי ראה שיא בחברות שלא יכלו לשלם את החובות שלהן. סכסוך הסחר עם ארה"ב חשף השלכה לא צפויה של המאמצים להקטין את החוב [הבנקים הממשלתיים המשיכו להלוות לחברות ממשלתיות](#), בעודם מונעים אשראי מחברות פרטיות [\[מקור\]](#). הסיבה היא ברורה [הבנקים מעריכים שהממשלה תחזיר להם את החוב במקרה של חדלות פרעון של חברה ממשלתית](#). אין להם את אותה הבטחה במקרה של חברה פרטית. בעוד הממשל ניסה להקטין את החוב של המגזר הממשלתי, מה שהוא עשה בפועל הוא חנק את המגזר הפרטי. הפגיעה הכלכלית מסכסוך הסחר רק האיצה את הקריסה של חברות פרטיות, שנאלצו להכריז פשיטת רגל מפני חוסר יכולת ללוות. במקרים מסוימים חברות ממשלתיות קנו את החברות הפרטיות שנכנסו לקשיים, תהליך הפוך לתהליך ההפרטה שהיה בשנות ה-90 [\[מקור\]](#).

קשה להפריז בחשיבות של התפשטות המגזר הממשלתי על חשבון המגזר הפרטי. כפי שראינו בפרק על השחקנים הכלכליים בסין, החברות הפרטיות מובילות בכל מדד על פני החברות הממשלתיות. הן יעילות יותר, יצרניות יותר ועם חובות נמוכים יותר. התכווצות של המגזר הפרטי בהכרח מביאה לירידה ביעילות הכלכלית של סין וביכולת של בייג'ין להשיג צמיחה בת-קיימא לאורך זמן.

סכסוך הסחר עם ארה"ב פגע במאמצי הממשל להקטין את החוב במשק הסיני, חיזק את החברות הממשלתיות ופגע בחברות הפרטיות. לכן לא הופתעתי [כששי ג'ינפינג הסכים](#) בוועידת ה-G20 ביפן לחזור לשולחן הדיונים סביב הסכם הסחר עם ארה"ב. שי מבין שכל עוד סכסוך הסחר מתנהל, סין לא תוכל לבצע את השינויים המבניים שכה דרושים לכלכלה שלה.

סיכום

הכלכלה הסינית סובלת מבעיות רבות, אולי רבות מדי. ממשלות מקומיות נאלצות כל הזמן לחפש דרכים חדשות לגייס כספים, יוצרות חוב חבוי ומסוכן. חברות ממשלתיות, על אף חוסר יעילותן, דוחקות הצידה חברות פרטיות שמתקשות להשיג מימון ואשראי. הממשל המרכזי מנסה ללא הועיל גם להמריץ את הכלכלה בשביל להשיג צמיחה וגם להקטין את המינוף בה בשביל להקטין את החוב שלה.

כיצד שי ג'ינפינג יצליח לפתור את כל הבעיות הללו? טוב, הוא יכול לנסות ולפתור בעיה מבנית אחת בכלכלה שנמצאת בשורש של רובן. אבל בשביל להסביר אותה אנחנו חייבים גם לדבר על התוכנית הטכנולוגית השאפתנית של סין - "Made In China 2025". על התוכנית, ועל הבעיה, נדבר בפרק הבא. תודה לכם על ההקשבה.