

לקחים לבנקאות מרכזית מהמשבר הפיננסי האחרון¹

סטנלי פישר

בעבודתי כבנקאי מרכזי אני נעזר רבות בהיכרותי עם ההיסטוריה של הבנקאות המרכזית בעולם. אירועים רבים שמתרחשים כיום מזכירים אירועים שחלו בעבר, והכרת הלקחים מהעבר מסייעת לנו בעיצוב המדיניות בהווה. דוגמה בולטת היא של בן ברננקי, שהכיר את הלקחים והטעויות בטיפול במשבר הגדול של שנות ה-30 מהמחקר שלו, וידע לטפל במשבר הפיננסי האחרון באופן שונה ויעיל יותר מהאופן שבו ניסו לטפל בו בשנות ה-30. אנו, הבנקאים המרכזיים, חשבנו בפרוץ המשבר שאנו עומדים לחוות שוב מיתון גדול כמו בשנות ה-30, שבו שיעור האבטלה בארה"ב הגיע ל-25%. איני בא לטעון שהמצב כעת טוב, אולם במשבר הנוכחי האבטלה בארה"ב הגיעה ל-10% ולאחר מכן התחילה לרדת, ואני בטוח שהמצב היה שונה לגמרי לולא פעל ברננקי על פי הידע שצבר מהמחקר שלו.

תרומה חשובה להבנה שלנו את הקשר בין המשברים הפיננסיים השונים בהיסטוריה באו מצדם של שני החוקרים ריינהארט ורוגוף. אלו שני חוקרים יוצאים מן הכלל, וההתקפה שהייתה עליהם לאחרונה לגמרי אינה נכונה ואינה הוגנת. כשהייתי סטודנט קראתי כמעט כל מילה שכתב פול סמואלסון. בכתביו סיפר סמואלסון על עימות קשה בין כלכלנים בשבדיה, ועל נחישותו לתרום לכך שעימות כזה לא יקרה בקהילייה הכלכלית בארה"ב, גם אם יש בה ויכוחים עזים בין המחנות השונים. עימות כזה באמת לא התרחש בארה"ב בתקופתו, וזה לא יהיה נכון לקיים עימות כזה כעת.

במהלך המשבר העולמי האחרון ראינו שני שינויים עיקריים בכלכלה העולמית: הראשון הוא החלפת התפקידים בין ה-G7 ל-G20, כלומר העברת השליטה בכלכלה העולמית מהקבוצה המצומצמת של המדינות המתועשות לקבוצה גדולה יותר של כלכלות גדולות, חלקן מתפתחות. ברור שקשה יותר לתאם עמדות בין עשרים שרי אוצר לעומת שבעה שרי אוצר. השינוי השני הוא הקמת ה-Financial Stability Board, שהפך להיות הגוף המרכזי בפיקוח על המערכת הפיננסית העולמית. גוף זה שולח כל יום כמויות גדולות של הוראות והנחיות למפקחים הפיננסיים השונים. בתפקידי אני חותם על הוראות אלו אשר נשלחות לבנקים בישראל, בהתאמות הנדרשות, ואני מתרשם עד כה שהתוצאות של תהליך זה נראות מוצלחות. עם זאת, לא נוכל לדעת אם אכן המהלך משיג את מטרתו עד שלא נהיה עדים שוב למשבר שיהווה מבחן לחץ אמיתי על המערכת הפיננסית. במהלך המשבר הנוכחי סברתי שהלקח החשוב ביותר שלמדנו ממנו הוא האופן שבו ניתן להפעיל את המדיניות המוניטרית בסביבת ריבית אפסית. ישנו מחקר שמראה שההרחבה הכמותית בארה"ב הצליחה להשפיע על השווקים באותו אופן שבו היה משפיע המשך הפחתת ריבית, לו ניתן היה להמשיך את ההפחתה. בהמשך למדנו על החשיבות שבפיקוח "מאקרו יציבותי" – הפיקוח על

המערכת הפיננסית כולה כמקשה אחת. הבנו שלא מספיק לפקח על כל מוסד פיננסי בנפרד, וצריך לשאול את עצמנו מהן האינטראקציות בין המוסדות השונים. קיבלנו דוגמה לכך מיד לאחר קריסת בנק ההשקעות ליהמן בראדרס, כאשר מוסד פיננסי לא גדול במיוחד גרם להשפעה שלילית חדה מאוד על המערכת הפיננסית והריאלית בעולם כולו. בהמשך ראינו שיותר ויותר לכלכלנים מבינים שלבנק מרכזי יכול להיות יותר מיעד אחד, ושהמסקנה האלגברית של טינברגן שעל פיה אם יש לבנק רק כלי אחד הוא יכול להשיג רק יעד אחד אינה נכונה, משום שאם יש לבנק פונקציית תועלת עם מספר יעדים הוא יכול למקסם את התועלת הזו בין היעדים האלו. באותו אופן אני לא מאמין בכך שכל גוף צריך שיהיה לו רק יעד אחד.

תובנה חשובה נוספת מהמשבר היא שחשוב מאוד לשבור את הקשר ההדוק שהתקיים עד כה בין משבר פיננסי לבין ההתפתחות של החוב הממשלתי – עד כה היינו עדים לדינמיקה שבה משבר בנקאי מביא להתערבות של הממשלה, מה שמביא לגידול בחוב הציבורי ולמשבר פיסקלי. האיחוד המוניטרי האירופי מנסה לטפל בזה כעת על ידי הקמת גוף בנקאי מאוחד שיוכל להלוות ישירות לבנקים ולא לממשלות. אם הם יצליחו לעשות זאת ייתכן שנדע לטפל טוב יותר במשברים פיננסיים מבלי שהם יתפכו למיתון ריאלי. מה ראינו בקפריסין? בין אלו שעיצבו את חבילת הסיוע בקפריסין היה רצון להביא לכך שהמשקיעים בבנקים ישלמו על הנזק למערכת, ולא ממשלת קפריסין. לכן הם ניסו להחיל את עלות חדלות הפירעון על מחזיקי ההתחייבויות של הבנקים. זה היה מקובל לגבי בעלי מניות, היה מקובל פחות באיגרות חוב, ועוד פחות בפיקדונות. בקפריסין טיפלו בבעלי המניות אבל לבנקים לא היו איגרות חוב, ולכן ניסו להחיל את העלות גם על בעלי הפיקדונות. בתחילה התכוונה ממשלת קפריסין להטיל את העלות על כל המפקידים, כולל בעלי הפיקדונות המבוטחים. בסופו של דבר הפרלמנט הקפריסאי לא הסכים לכך, וההסכם הסופי היה שאלו שהיו להם פיקדונות מבוטחים לא יישאו בנזק, ואילו בעלי פיקדונות לא מבוטחים יישאו בנזק של עד 40% משווי הפיקדון שלהם. העובדה שרוב בעלי פיקדונות אלו היו זרים בוודאי הקלה. בכל אופן, ראינו פה תקדים – שבו בעלי פיקדונות נדרשים לשאת בעלות של משבר בנקאי.

בעשרים השנים האחרונות התפתחה גישה למדיניות מוניטרית שעל פיה הבנק המרכזי צריך להתור להשגת יעד האינפלציה. עם הזמן הפכה אמונה זו לכמעט דתית, אך את מקומו של יעד האינפלציה תפס יעד האינפלציה הגמיש. ואולם, בארה"ב החוק מגדיר לבנק המרכזי מנדט כפול, ועל פיו עליו לתת אותו משקל לפעילות הריאלית ולאיןפלציה. הפדרל רזרב הפתיע לאחרונה כאשר הודיע שימשיך עם ההרחבה הכמותית עד ששיעור האבטלה יגיע ל-6.5%, ובתנאי שהאינפלציה הצפויה לא תעלה על 2.5%. הם עשו זאת למרות הנטייה הטבעית של כל בנקאי מרכזי להשתדל לא לתת יעדים כמותיים ביחס למשתנים ריאליים. אני הופתעתי מכך שהפד מוכן לתת תחזית למדיניות המוניטרית לטווח של יותר משנתיים, משום שבדרך כלל קשה לנו מאוד לחזות את ההתפתחויות בטווחים כאלו. אולם, קיינס כתב שהכלכלנים מקלים על עצמם מאוד כאשר הם מספרים לכולם שכאשר הסערה תעבור הים ישקוט. העולם שבו אנו צריכים לטפל הוא העולם של הרבעונים הקרובים, ולא רק העולם של אחרי שוך הסערה. הבנקים המרכזיים נוטים להתמקד ביעד האינפלציה משום שקל יותר לחזות שבטווח ארוך נתייצב על אינפלציית היעד, וקשה יותר לחזות את ההתפתחויות בתמ"ג ובאבטלה. אני סבור שהעובדה שהבנק המרכזי המכובד בעולם קבע לעצמו, ללא בקשה מהממשלה, יעד כמותי לפעילות הריאלית, תגרום גם לבנקים מרכזיים אחרים לנקוב ביעדים כאלו. זה יסבך את החיים של הבנקאים המרכזיים, אבל בשביל זה משלמים לנו.

הפד משתמש לאחרונה במונח Forward guidance. אני התרשמתי שלביטוי זה יש בספרות שני מובנים שונים, הראשון הוא שקיפות לגבי הציפיות של הבנק המרכזי לגבי העתיד, הן מהמודלים

והן מתחושות הבטן של הבנק המרכזי. אולם לי נראה שהפד סבר שזהו מכשיר נוסף כדי להשפיע על השוק. כלומר, הפד מודיע שהוא מאמין שבעוד שנתיים שיעור האבטלה ירד או שהריבית תעלה, מתוך ניסיון להשפיע על ההתרחשויות בפועל. אולם, הבנק המרכזי לדעתי חייב להגיד את האמת, זו שעולה מהמודלים ומההערכות שלו. גם אנחנו בבנק ישראל משתדלים לא להגביל את עצמנו. בעבר חשבתי שכדאי שנשלה רמזים לשווקים שאנו סבורים שנשנה את הריבית בקרוב. אולם לעתים קרובות מדי גיליתי שכשהגיע מועד ההחלטה דעתי השתנתה, ושעדיף היה לא לשלוח רמז כזה. הסיבה שאנו מקבלים החלטת ריבית כל חודש היא שהנסיבות משתנות לעתים קרובות. בכל אופן, הפד אימץ מדיניות של Forward guidance, ועד כה הוא מצליח בה.

יש התומכים בהגדרת יעד של תמ"ג נומינלי. אני חושב שזה מאוד לא מעשי. הנתונים שאנו מקבלים על התוצר הנומינלי הם מאוד לא יציבים. יש שינויים של אחוזים שלמים בין האומדנים השונים לתמ"ג של רבעון או שנה מסוימים. מסיבה זו אני חושב שאין סיבה להשתמש בתוצר הנומינלי כיעד.

הרבה אנשים שואלים את עצמם מתי יצאו הבנקים המרכזיים הגדולים ממדיניות ההרחבה הכמותית שבה הם נוקטים כעת. אנו זוכרים שב-1994 התחיל הפד להעלות ריבית לאחר תקופה ארוכה של הפחתות ריבית, וביום שבו זה קרה היו זעזועים גדולים בשווקים הפיננסיים בעולם. גם הפד זוכר זאת, ויודע שאם יתחיל למכור כמויות גדולות של אג"ח ייגרמו זעזועים חדים במחירים בשווקים. לכן יש לפד כלי נוסף שנותן לבנקים זכות להפקיד פיקדונות בבנק המרכזי. הפד יוכל להשתמש בריבית על פיקדונות אלו לטווחים ארוכים בלי צורך למכור איגרות חוב. וכן, יהיו לכך השלכות על גודלו של המאזן של הפד, וגם זו סוגיה מעניינת מאוד.

ביפן מתכוונים להגדיל את שיעור הצמיחה של הבסיס המוניטרי במשך שנתיים, לנקוט בהרחבה פיסקלית למרות שיעור החוב הציבורי הגבוה מאוד, ולבצע שינויים מבניים במשק. אם היפנים יצליחו לבצע את כל אלו מבלי שתהיינה לכך השלכות חמורות על האינפלציה, היציבות הפיננסית ועוד, יהיה לקהיליית המקרו כלכלנים העולמית מקרה בוחן מעניין שנצטרך ללמוד אותו.

אנו צפויים, אם כן, לשינויים במדיניות המוניטרית העולמית. אני מתגעגע לימים של טרם המשבר שבהם היינו נפגשים פעם בחודש לקבוע את הריבית ובכך מסיימים את תפקידנו לאותו חודש. אולם, בימים אלו אנו מוצאים את עצמנו מתרוצצים במהלך החודש ומחפשים את החורים שעלינו לסתום בבית כדי למנוע את כניסת מי השיטפונות. אני מאמין שבעוד שנים מספר, ואני מסרב לנקוב במספר מדויק, נחזור לסביבה נורמלית יותר. לדעתי החיים שלנו, וגם ספרי הלימוד שלנו, יהיו יותר מסובכים ופחות ברורים. עם זאת, אם נכיר בכך שיש הרבה אי ודאות והרבה דברים שאנחנו לא מבינים, עבודתנו תהיה קלה יותר.