

תיבה ג'-2: הקלה כמותית – התערבות הבנק המרכזי בשוק האג"ח הממשלתיות

1. הקדמה

ירידת הריבית המוניטרית לרמה כמעט אפסית מקשה על ביצוע הרחבה במסגרת מדיניות מוניטרית מסורתית. לפיכך, על רקע משבר הקורונה נקט השנה בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, צעדי מדיניות לא מסורתיים, וביניהם "הקלה כמותית" (Quantitative Easing, QE), שבמסגרתה הוא רכש אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח בשוק המשני.¹ מספר מדינות הפעילו תוכניות מסוג זה בעקבות המשבר הפיננסי הגלובלי של 2008, ומדינות נוספות עשו כך ב-2020, בגלל משבר הקורונה. בתיבה זו נתאר את מטרות השימוש בהקלה כמותית ככלי להרחבה מוניטרית,² כולל ממצאים כמותיים מהעולם, וכן נסקור מספר סיכונים פוטנציאליים הכרוכים בהרחבה כזאת.

2. ערוצי השפעה

כאשר הריבית המוניטרית קרובה לגבולה התחתון, בנקים מרכזיים עשויים לנסות להשפיע ישירות על התשואות לטווחים הבינוניים והארוך באמצעות רכישת אג"ח ממשלתיות. את השפעתן של הרכישות מקובל לחלק לשני ערוצים עיקריים: "ערוץ האיתות", המשפיע בעיקר על התוואי הצפוי של הריבית המוניטרית, ו"ערוץ התאמת תיק הנכסים", המשפיע בעיקר על המרווח שבין תשואת האג"ח לבין הריבית המוניטרית הצפויה לשרור בממוצע במהלך חי האג"ח.

דרך ערוץ האיתות רכישת אג"ח ממשלתיות ארוכות בידי הבנק המרכזי מורידה את עקום התשואות, משום שהיא גורמת לציבור להאמין כי הבנק המרכזי יעלה את הריבית מאוחר יותר או לאט יותר מכפי שהוערך קודם לכן. ההסבר המקובל לכך הוא שהעלאת הריבית המוניטרית בקצב מהיר מזה שמחירי האג"ח מגלמים תביא לירידה של ערך, ולכן בנקים מרכזיים שרכשו כמות גדולה של אג"ח ארוכות יימנעו מהעלאת ריבית כזאת.³

ערוץ התאמת תיק הנכסים (Portfolio rebalancing channel) כולל מספר תת-ערוצים, שדרכם רכישת האג"ח הממשלתיות מביאה לירידה בתשואות לא עקב ירידת התוואי הצפוי של הריבית המוניטרית, אלא עקב השפעה על המרווח שמעל תוואי זה. אחד מאלה הוא ערוץ ה-Duration risk: הירידה של כמות האג"ח הארוכות שמחזיקים המשקיעים בשוק, לאחר שהבנק המרכזי רכש חלק מהן, מקטינה את סיכון המח"ם, ולכן פרמיית הסיכון שהם ידרשו על נכסים אלה תהיה נמוכה יותר. תת-ערוץ נוסף שעשוי להביא להשפעה של הרכישות על המרווח הוא ערוץ ה-"Safety": אחד המניעים של משקיעים להחזיק באג"ח ממשלתיות הוא השימוש בהן כבטוחות לעסקאות רבות בשוק. כאשר הבנק המרכזי רוכש אג"ח ממשלתיות הוא מקטין את ההיצע שלהן בשוק, ולכן מביא לעליית המחיר שמשקיעים מוכנים לשלם עבורן, ובהתאם לכך – לירידת התשואה הנדרשת עליהן.

בין אם הירידה בעקום התשואות הממשלתי נובעת מערוץ האיתות ובין אם היא נובעת מערוץ התאמת תיק הנכסים, מספר מנגנונים עשויים להעצים את השפעתה על התשואות ועל הריביות האחרות בשוק: ראשית, ככל שירידת העקום תביא לשיפור בפעילות הכלכלית, היא תתרום לירידה בסיכון האשראי של פירמות ומשקי בית; שנית, ככל שעליית מחירי האג"ח תקל על מגבלות ההון של מתווכים פיננסיים שונים, הם יוכלו להגדיל את היקף האשראי שהם מעמידים.

¹ תוכנית דומה הפעיל בנק ישראל גם במהלך 2009. כלי נוסף שבנק ישראל הפעיל השנה היה רכישה של אג"ח קונצרניות. תיבה זו לא תדון ברכישות אג"ח מסוג זה.

² רכישות אג"ח עשויות לסייע גם במקרים של מצוקת נזילות נקודתית בשווקים.

³ אמנם מקובל לטעון שבנקים מרכזיים לא צריכים להתחשב בשיקולי רווח והפסד בניהול המדיניות המוניטרית, אולם נראה כי בפועל רבים מהם מייחסים חשיבות לרמת ההון העצמי שלהם, שכן הון עצמי נמוך מדי עלול לפגוע בעצמאותם. (כך, למשל, ירידה אל מתחת לרמת הון מסוימת עלולה לחייב הזרמת הון מהרשות הפיסקלית).

3. השפעות נאמדות של רכישות אג"ח ממשלתיות בעולם

מרבית הספרות מוצאת שרכישת נכסים בידי בנקים מרכזיים אכן הביאה לירידה ניכרת של תשואות האג"ח הממשלתיות הארוכות.⁴ באשר לערוץ ההשפעה על התשואות – נמצאו עדויות הן להשפעה דרך ערוץ האיתות והן להשפעה דרך ערוץ התאמת תיק הנכסים.⁵

שאלה מרכזית היא מה מידת ההתמדה של ירידת התשואות, שכן ירידה לזמן קצר בלבד לא צפויה לתמוך משמעותית בפעילות ובאינפלציה. ההכרעה האמפירית בשאלת ההתמדה אינה פשוטה: ככל שמתרחקים ממועד ההכרזה על תוכנית הרכישות או ממועד הפעלתה, כך קשה יותר לייחס את התפתחות התשואות דווקא לה. Bernanke 2020 מסיק, על סמך מכלול הממצאים בספרות, כי ההשפעה על התשואות הייתה ברובה מתמידה. שאלה מרכזית נוספת היא אם רכישות אג"ח אפקטיביות רק בזמנים של מצוקה פיננסית בשווקים, למשל כאשר מרווחי התשואות גבוהים, או גם בשגרה. הואיל וערוץ התאמת תיק הנכסים פועל דרך הקטנת מרווחי התשואות, סביר שהאפקטיביות של הרכישות דרך ערוץ זה תהיה חלשה יותר בתקופות שגרה, כאשר המרווחים נמוכים יחסית. עם זאת, D'Amico and Seida 2020 מצאו עדויות שלפיהן ההשפעה של רכישות האג"ח בארה"ב לא נחלשה כאשר המצב בשווקים הפיננסיים השתפר, וגם לא כאשר בוצעו סבבי רכישות נוספים. ממצאים דומים התקבלו גם במחקרים אחרים, ועדויות מחקריות מלמדות שההשפעה של רכישות הנכסים לא נחלשת במידה ניכרת בתקופה של רגיעה בשווקים הפיננסיים. להרחבה ראו Bernanke 2020 וכן Gagnon 2016.

באשר להשפעה על משתנים נוספים, מספר מחקרים מצאו כי ירידת התשואות של האג"ח הממשלתיות הביאה לירידת התשואות של האג"ח הפרטיות, לעלייה של מחירי המניות ולפיחות שער החליפין.⁶ מעבר לכך מצאו רוב המחקרים בנושא כי לתוכניות ה-QE השונות הייתה השפעה חיובית על הפעילות ועל האינפלציה.⁷

4. סיכונים אפשריים של הקלה כמותית

במקביל להשפעות שתוארו לעיל, השיח האקדמי והציבורי כולל התייחסות גם לסיכונים אפשריים של הקלה כמותית. בסעיף זה נתייחס לעיקריים שבהם.⁸

סיכונים פיננסיים

כמו מדיניות מוניטרית קונבנציונלית, גם הקלה כמותית מורידה את עקום התשואות, ובכך עלולה לעודד נטילת סיכונים מעבר לרצוי – למשל מתוך "רדיפה אחר תשואה", בעקבות הורדת התשואה על אלטרנטיבות ארוכות-טווח סולידיות. עידוד נטילת סיכונים הוא אמנם אחד הערוצים שדרכם המדיניות המוניטרית תורמת להרחבת הפעילות, אך המדיניות נדרשת לאזן בין עידוד ביקושים לבין שמירה על יציבות המערכת הפיננסית. מבחינה זו מעניין לציין דווקא יתרון מסוים של הקלה כמותית על פני מדיניות מוניטרית קונבנציונלית: שלא כהשפעתה של מדיניות קונבנציונלית,

⁴ לדוגמה, (2011) Gagnon et al., (2011) Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, (2016) Gagnon וכן (2018) Kuttner. בהקשר עדכני יותר, ראו (2020) Hartley and Rebucci.

⁵ ראו (2014) Bauer and Rudebusch וכן (2011) Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen.

⁶ ראו (2010) Neely ו-(2011) Gagnon et al.

⁷ מסקירת 54 מחקרים על ידי Fabo et al. (2020) (על ארה"ב, בריטניה וגוש האירו) עולה כי רכישת אג"ח בהיקף של 1% תוצר הביאה בממוצע לגידול מצטבר של 0.14% ברמת התוצר, ושל 0.12% ברמת המחירים. מהתוצאות עולה כי קיימת שונות ניכרת בין מדינות, בין תכניות שונות באותה מדינה ולעיתים גם בין מחקרים שונים שבוצעו על אותה תכנית. הממצא העיקרי של העבודה הוא שמחקרים שבוצעו על ידי חוקרים בבנקים מרכזיים הציגו בממוצע אפקטים חזקים יותר מאלו שבוצעו בידי חוקרים מהאקדמיה.

⁸ סעיף זה מבוסס בחלקו על (2020) Bernanke, שם מתוארים הסיכונים שבכירי ה-Fed עסקו בהם במסגרת דיוניהם על תוכניות ההקלה הכמותית.

ההשפעה של הקלה כמותית ממוקדת בחלקו הארוך של העקום; לכן היא מביאה להשטחת שיפועו (כלומר מקטינה את המרווח שבין התשואות הארוכות לקצרות). בכך היא מקטינה את חשיפת מאזני הבנקים לחוסר התאמת מח"ם (maturity mismatch), הנובע משימוש של הבנקים המסחריים בהתחייבויות קצרות טווח לשם העמדת אשראי ארוך טווח. Bernanke 2020 מציין כי בסיכומו של דבר נראה שלתוכניות ההקלה הכמותית הייתה עד כה השפעה מיטיבה על גופים פיננסיים, בלי שזו התבטאה בנטילת סיכונים עודפים.

השפעה על תפקוד השוק

סיכון נוסף הוא שהתערבות הבנק המרכזי בהיקף גדול תביא לצמצום היקף המסחר של שחקנים פרטיים, ובכך תפגע במנגנון ה-"price discovery" ובניזילות בשווקים שבהם הבנק התערב.⁹ משיקולים כאלה, מציין Bernanke 2020, תוכניות רכישה כוללות לרוב גם מגבלות ביחס להיקף ההחזקה באג"ח מסוג נתון או למועד פדיון מסוים. השפעה נוספת שיש לתת עליה את הדעת היא צמצום עתידי של מאזן הבנק המרכזי. בין אם המאזן מצטמצם באופן אוטומטי, כשהאג"ח שבידי הבנק מגיעות לפדיון,¹⁰ ובין אם הבנק מוכר את האג"ח בשוק, יש לוודא שההיקף והעיתוי של צעדי הצמצום יהיו כאלה שלא ישפיעו לרעה על תפקוד השווקים.

עצמאות הבנק המרכזי ומשטר יעד האינפלציה

היציבות של משטר יעד אינפלציה נשענת על הפרדת רשויות, הכוללת עצמאות של הבנק המרכזי. העיסוק בתוכניות הקלה כמותית מלווה בדיון על סיכונים לעצמאות הבנק המרכזי משתי סיבות. ראשית, רכישות אג"ח מביאות להתרחבות מאזן הבנק. זו מביאה עמה חשיפה לסיכונים ריבית ושערך (כלומר להפסדי הון עקב עלייה לא צפויה של עקום התשואות).^{11,12} יש חשש שהפסדים משמעותיים יצריכו התערבות פיסקלית, אשר עלולה לאיים על עצמאות הבנק המרכזי.^{13,14} שנית, הקלה כמותית מוזילה את העלויות של מימון גירעונות ממשלתיים. הוזלת העלויות של מימון הממשלה אמנם יכולה להיות תוצאה נלווית של חתירת הבנק המרכזי לעמידה ביעדיו, ובראשם יעד האינפלציה, אולם יש סיכון שמימון הגירעונות יהפוך לשיקול בפני עצמו ("דומיננטיות פיסקלית"), כך שייפגע האמון ביכולתו של הבנק המרכזי לשמור על ערך המטבע, ויגדל הסיכון להתפרצות אינפלציונית.

מהניסיון העולמי שהצטבר נראה שהשימוש בתוכניות QE לא הביא, עד כה, לערער יציבותה של המערכת הפיננסית, לפגיעה משמעותית בתפקוד השוק או להתפרצויות אינפלציוניות. כמו כן נראה שלא נפגעה עצמאות הבנקים המרכזיים או יכולתם להפעיל את המדיניות הנדרשת.

⁹ המונח price discovery מתייחס ליכולת של שחקנים בשוק להגיע להסכמה על המחיר הנכון של נכס, ואחד הביטויים שלו הוא המהירות שבה אינפורמציה חדשה מגולמת במחירו.

¹⁰ מקובל שפדיון אג"ח ממשלתי מלווה בהנפקה מקבילה כחלק מ"גלגול" החוב – הנפקת חוב חדש כנגד החוב שהגיע לפדיון. פדיון אג"ח שמחזקת בידי הבנק המרכזי ו"גלגול" מחדש, משמעם גידול פתאומי של היקף האג"ח שמוצע בשוק.

¹¹ הפסד פוטנציאלי כזה אף עלול להרתיע את הבנק המרכזי מהעלאת הריבית גם כשהתנאים המקרו-כלכליים מצדיקים העלאה כזאת.

¹² למרות זאת חשוב להבין שהפסדים של הבנק המרכזי אין פירושם הפסדים לציבור או למשק בכללותו. כפי שמתאר (Bernanke 2020), הציבור מגודר באופן טבעי מפני הפסדים כאלה של הבנק המרכזי, שכן אלו ממילא ייווצרו רק כאשר יחול מפנה, והפעילות הכלכלית תתרחב. המשמעות של התפתחות כזאת היא שהמדיניות המוניטרית למעשה השיגה את יעדה, והתרחבות הפעילות הכלכלית מלווה, ככל הנראה, גם בגידול של הכנסות הציבור ושל בסיס המס, אשר יקזזו את ההפסד המאזני של הבנק המרכזי. במילים אחרות: הדיון בהפסדי הבנק המרכזי רלבנטי בגלל הפוטנציאל לחצים שונים על הבנק, ולא משיקולים כלכליים גרידא.

¹³ Bernanke (2020) מציין חששות מפורשים של חלק מחברי ה-Fed מפני איום על עצמאותו כתוצאה מרכישת נכסים בהיקפים גדולים.

¹⁴ החשש שהבנק המרכזי יאלץ להחזיק כמות נכסים גדולה מאוד מוזכר לעיתים כטיעון בעד גישה מקובלת של יישום תוכניות QE – הגדרת יעד כמותי לסך האג"ח שיירכשו. האלטרנטיבה שלפיה הבנק המרכזי יכריז על תשואת מטרה ויקנה את כמות האג"ח הנדרשת כדי להשיג אותה ("Yield curve control") עלולה להצריך התערבות בהיקפים גדולים מאוד.

מקורות

Bauer, Michael and Glenn D. Rudebusch (2014). "The signaling channel for Federal Reserve bond purchases", *International Journal of Central Banking*.

Bernanke, Ben S. (2020). "The new tools of monetary policy", *American Economic Review* 110, no. 4, 943–983.

D'Amico, Stefania and Tim Seida (2020). "Unexpected Supply Effects of Quantitative Easing and Tightening". FRB of Chicago Working Paper, 2020-17.

Fabo, Brian, Martina Jančoková, Elisabeth Kempf and Luboš Pástor (2020). "Fifty Shades of QE: Conflicts of Interest in Economic Research". No. w27849. National Bureau of Economic Research.

Gagnon, Joseph E. (2016). "Quantitative easing: An underappreciated success", PIIE Policy Brief 16.

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache and Brian Sack (2018). "The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases", *24th issue (Mar 2011) of the International Journal of Central Banking*.

Hartley, Jonathan S. and Alessandro Rebucci (2020). "An Event Study of COVID-19 Central Bank Quantitative Easing in Advanced and Emerging Economies". No. w27339. National Bureau of Economic Research.

Kuttner, Kenneth N. (2018). "Outside the box: Unconventional monetary policy in the great recession and beyond", *Journal of Economic Perspectives* 32, no. 4, 121–246.

Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorgensen (2011). "The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy". No. w17555. National Bureau of Economic Research.

Neely, Christopher J. (2010). "The large scale asset purchases had large international effects". St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, Research Division.