סטנלי פישר, נגיד בנק ישראל

בנקאות מרכזית במעבר: גישות חדשות למדיניות

13 ביוני 2013, Armourers' Hall, לונדון

פרופ' סטנלי פישר, נגיד בנק ישראל, נשא הרצאה כחלק מסדרת "הרצאות הזהב" (Golden Series) של הפורום הרשמי למוסדות מוניטריים ופיננסיים (OMFIF) בלונדון. האירוע התקיים ב-13 ביוני ומנחה ההרצאה היה גבריאל סטיין, היועץ הכלכלי הראשי של OMFIF.

הרצאתו של פישר, *בנקאות מרכזית במעבר: גישות חדשות למדיניות,* התמקדה בלקחים שהופקו לגבי המדיניות המוניטרית ותפקידה המשתנה של הבנקאות המרכזית כתוצאה מהמשבר. פישר קרא להגברת הדגש על יציבות פיננסית מערכתית, להגברת התיאום בין גופי הרגולציה, ולקביעת יעדי אינפלציה גמישים כמסלול הנכון לעתיד.

תקציר הדיונים

תמיכה ביעדי אינפלציה גמישים

'אין אתאיסטים בשוחות'

פישר הדגיש כי במשבר פיננסי, בנקים מרכזיים מגלים נכונות ונטייה רבה יותר לנקוט אמצעים קיצוניים. פישר דיבר על לקחי המשבר, בהתמקד על הלקחים שהופקו בנוגע למדיניות המוניטרית ותפקידה המשתנה של הבנקאות המרכזית.

פישר הסביר כי לפני המשבר הפיננסי, ספרי הלימוד הסבירו כי מרגע ששיעורי הריבית מגיעים לאפס, קובעי המדיניות חייבים לפעול דרך המדיניות הפיסקלית. אולם המשבר הוכיח כי מדיניות מוניטרית – בהגדרתה הרחבה – עדיין יכולה להשפיע על הכלכלה, אפילו כאשר מגיעים לגבול התחתון של ריבית אפסית.

עדויות אמפיריות הראו כי פעולות של הקלה כמותית להגדלת הנזילות אכן השפיעו על מחירי הנכסים, לרבות שער החליפין. יתרה מכך, בנקים מרכזיים פעלו כעושי שוק של מוצא אחרון בשווקים פיננסיים מסוימים.

יציבות פיננסית מערכתית, לא 'מקרו-יציבותית'

פישר אמר כי אף שפרידמן ושוורץ ייחסו את השפל הגדול לכישלון בהגדלת היצע הכסף, בן ברננקי בעבודתו דווקא הדגיש את קריסת מנגנון האשראי. יש בכך כדי להבליט את הקריטיות של המשך התפקוד של צד האשראי.

הרגולציה התחזקה, ובהקשר זה צוינו במיוחד הוראות באזל III והפורום ליציבות פיננסית שהוחלף על ידי המועצה ליציבות פיננסית (FSB). ועם זאת, עדיין לא ידוע עד כמה אפקטיביים יהיו שינויים אלה במשברים פיננסיים עתידיים.

פישר הסב את תשומת הלב לשימוש המופרז והשגוי במונח 'מקרו-יציבותי' (macroprudential). התפיסה של מדיניות מקרו-יציבותית מתייחסת לקשרי גומלין מערכתיים ולאופן ההתמודדות עמם, אולם אמצעים רבים המתוארים כמקרו-יציבותיים דומים יותר לתקנות הרגולציה משנות השישים והשבעים, המתמקדים בשווקים ספציפיים מסיבות של ניהול המערכת הפיננסית ברמת המיקרו. יש בכך כדי להסוות את סוגיית הליבה, והיא הטיפול של הבנקים המרכזיים ביציבות פיננסית מערכתית.

תיאום מוגבר בין הרגולטורים

דרוש תיאום מוגבר בין הרגולטורים. בישראל, מדובר במפקח על הבנקים שנמצא בבנק ישראל, ברשות ניירות ערך, ובממונה על שוק ההון ועל מוסדות כספיים אחרים שאינם בנקאיים הפועל כאגף באוצר.

האתגר העיקרי טמון בכך שהרגולטורים פועלים על פי כללים שונים, ובנוסף קיים אי רצון מבני וכללי לוותר על זכויות יתר מסוימות לטובת המערכת. במקרה של ישראל, שיתוף פעולה בין הבנק המרכזי למשרד האוצר בפרט יכול לסלול את הדרך לקידום השמירה על היציבות הפיננסית.

פישר התייחס למודל של הבנק אוף אינגלנד כמודל מבטיח, שטמונה בו יכולת רבה יותר יחסית להגיע להסכמות ולעורר נכונות לשתף מידע. לדברי פישר, צמצום עצמאות הבנק המרכזי שתיגרם ביחס לשמירת היציבות הפיננסית היא בלתי נמנעת כמעט, והיא אינה יוצרת בעיות מיוחדות כל עוד הבנק המרכזי שומר על עצמאותו בקביעת מדיניות מוניטרית – ללא ספק דעת מיעוט בקרב אנשי בנקים מרכזיים.

פישר ציין כי המשבר גם שפך אור על הקשר בין משברים פיננסיים למשברים פיסקליים. בעיות פיסקליות מובילות לעתים לבעיות במגזר הבנקאי. אך במקרים רבים משבר פיננסי מוביל לקשיים במימון הציבורי, מכיוון שהממשלה מתערבת במטרה למנוע קריסה של מוסדות כספיים שהייתה גורמת הפסדים גדולים למפקידים.

קשר כזה ניכר, לדוגמה, במשבר האחרון באירלנד. נהיה ברור כי עלינו לפתח מנגנונים שינתקו, או לפחות יחלישו, את הקשר בין משברים פיננסיים למשברים פיסקליים.

מספר מכשירים פותחו בניסיון לנתק את הזיקה הזו ולצמצם את הסבירות שיווצר חוסר יציבות דומה בעתיד. במובן מסוים, המגזר הפרטי הוכנס למערכת כמלווה של מוצא אחרון.

הדבר בלט במיוחד במשבר האחרון בקפריסין, כאשר פיקדונות שלא היו מבוטחים חולצו כדי להפחית את הביקוש להון הציבורי. מחשבה רבה הוקדשה לחיזוק המנגנונים לפתרון מצבי משבר, בפרט באמצעות קביעת קדימויות ברורה עבור סוגים שונים של נושים.

אמנם הבהרת מקומם של נושים בנקאיים שונים בדירוג הקדימויות תסייע להפחית את הנטל על התקציב הציבורי, אך אין לשער שניתן יהיה להפחית את התערבויות המגזר הציבורי עד לאפס מבלי לגרום נזק ליציבות הפיננסית. בנוסף, כמו במקרים של איסלנד וקפריסין, אפשר שיהיה הכרח להפעיל בקרות פיקוח על ההון כדי לצמצם את השפעות המשבר הפיננסי. עם זאת, ודאי נוכל להצליח יותר בניהול משברים פיננסיים ממה שהיה במקרים רבים בשנים האחרונות.

יעדי אינפלציה גמישים

לא פעם נטען כי מאחר שלרשות בנקים מרכזיים עומד מכשיר אחד ויחיד – שיעור הריבית, או כמות הכסף – עליו לקבוע רק יעד מדיניות אחד, והוא שיעור האינפלציה. בפועל זה מעולם לא היה נכון, מכיוון שכל בנק מרכזי, בין אם הוא משתמש ביעדי אינפלציה ובין אם לאו, נותן את דעתו להשפעת מדיניותו גם על התוצר ועל התעסוקה. עובדה זו נלקחה בחשבון בפיתוח הגישה של יעדי אינפלציה גמישים.

בפועל, בנקים מרכזיים בוחרים תוואי זמן לאינפלציה ולתוצר (או תעסוקה), כך שההבדל בין גישת המנדט הכפול של הפדרל ריזרב ובין יעדי אינפלציה גמישים הוא קטן יחסית. בשני המקרים, קובעי המדיניות פועלים לגבי אופק של שנתיים עד שלוש שנים, עם עין פקוחה לעתיד הרחוק יותר.

פישר טען שהגישה של יעדי אינפלציה גמישים, הבנויה סביב מערך יעדים תלת-צדדי של מדיניות מוניטרית – ראשית, שמירה על יציבות מחירים, כהגדרתה על ידי הממשלה, שנית, תרומה ליעדים אחרים של מדיניות ממשלתית, בפרט צמיחה ותעסוקה, ושלישית, תרומה ליציבות הפיננסית – היא עדיין הדרך הנכונה עבור המדיניות המוניטרית.

מן החזית

אחרי המיתון הגדול

גבריאל סטיין, יועץ כלכלי ראשי, OMFIF

הרצאת נגיד בנק ישראל פישר במסגרת *הרצאות הזהב* נתנה לא מעט "מזון למחשבה". אולי המעניין מכול הוא שחלק מטיעוניו קוראים תיגר על מה שכבר התקבע כדעה מוסכמת על המשבר – החל בדעה המקובלת מאוד שאיש לא צפה את המשבר (המוכר גם בכינוי "שאלת המלכה"). כפי שאמר פישר, השאלה הנכונה הייתה צריכה להיות: מדוע התעלמו מהאזהרות הרבות?

נקודה נוספת שהוזכרה הייתה הטענה העולה שוב ושוב כי הבנקים המרכזיים התמקדו באופן מופרז על יעדי האינפלציה ויציבות המחירים והתעלמו מההשלכות של צמיחת התוצר.

לדברי פישר, כל הבנקים המרכזיים מודעים לשקלולי התמורות בין צמיחה ויציבות מחירים, ומביאים את שניהם בחשבון בבואם לקבוע מדיניות מוניטרית.

אבל זה היה בעבר. המעניין יותר הוא מה שהיה לפישר לומר על העתיד. אחד הדברים שהוא הבהיר למן ההתחלה הוא שבעתיד יהיו גם יהיו משברים פיננסיים.

האם מאמצינו להגברת הרגולציה – כמו הסכמי באזל III או המועצה ליציבות פיננסית – יספיקו כדי להפחית את ההסתברות למשברים אלה? זאת לא נוכל לדעת.

הדבר יקרה למרות מבחני הקיצון או תרגילים אחרים שמנסים למדוד סיכונים עתידיים. גם לא נוכל לדעת אם מכשירים חדשים שנועדו להפחית את פגיעותם של בנקים, כמו אג"ח תלויים להמרה (CoCos), באמת עובדים, אלא לאחר שהם ייכנסו לפעולה.

לדעה זו השלכות על הגישה הכללית למדיניות מקרו-יציבותית. זו הפכה מכבר לאחת מ'מילות הבאז' של הארכיטקטורה הפיננסית לאחר המשבר. אולם, כפי שציין פישר, פיקוח מקרו-יציבותי ורגולציה אינם נטולי בעיות. ראשית, מפני שהאינטראקציה שלהם עם המערכת הפיננסית עשויה בעצמה לייצר חוסר יציבות.

שנית, מפני שיש פיתוי עז להשתמש במילה 'מקרו-יציבותי' בצורה גמישה ביותר, כך שמשמעותה היא כל דבר שנרצה – בעיקר כדי להצדיק התערבויות מפורטות שאין להן דבר, ואף חצי דבר, עם יציבות פיננסיות.

האם משמעות הדבר שבנקים מרכזיים ורשויות פיננסיות צריכים להימנע מהניסיון להסדיר ולייצב את השווקים? לא. משמעות הדבר שהם חייבים לנהוג במידה מסוימת של ענווה בריאה כלפי מה שניתן או לא ניתן להשיג באמצעות רגולציה ומניעה, ולהיות מודעים להשלכות בלתי רצויות שהן בלתי נמנעות.

בנוסף, אין זה אומר שבנקים מרכזיים ורשויות פיננסיות צריכים להימנע מפעולה לנוכח משבר. אדרבא, בין דברי הביקורת שהושמעו נגד סר מרווין קינג נאמר שחששותיו לייצור 'בהלת מוסר' מנעו מבנק אנגליה לנקוט מעשים כאשר המשבר פרץ.

במילותיו של פישר: במצבי קיצון אל תהיה טהרן. עד כמה יצליח העולם לעמוד במשבר הפיננסי הבא – הדבר יהיה תלוי במידה רבה במידת האימוץ של לקחים אלה.



לפרטים נוספים על דוחות וסיכומים של OMFIF בנושאים דומים, נא לפנות אל [editorial@omfif.org](mailto:editorial@omfif.org).

Official Monetary and Financial Institutions Forum, One Lyric Square, London W6 0NB

Tel: +44 (0)20 3008 5262

Fax: +44 (0)20 3008 8426

www. [omfif.org](http://omfif.org)

Registered in England and Wales 7032533