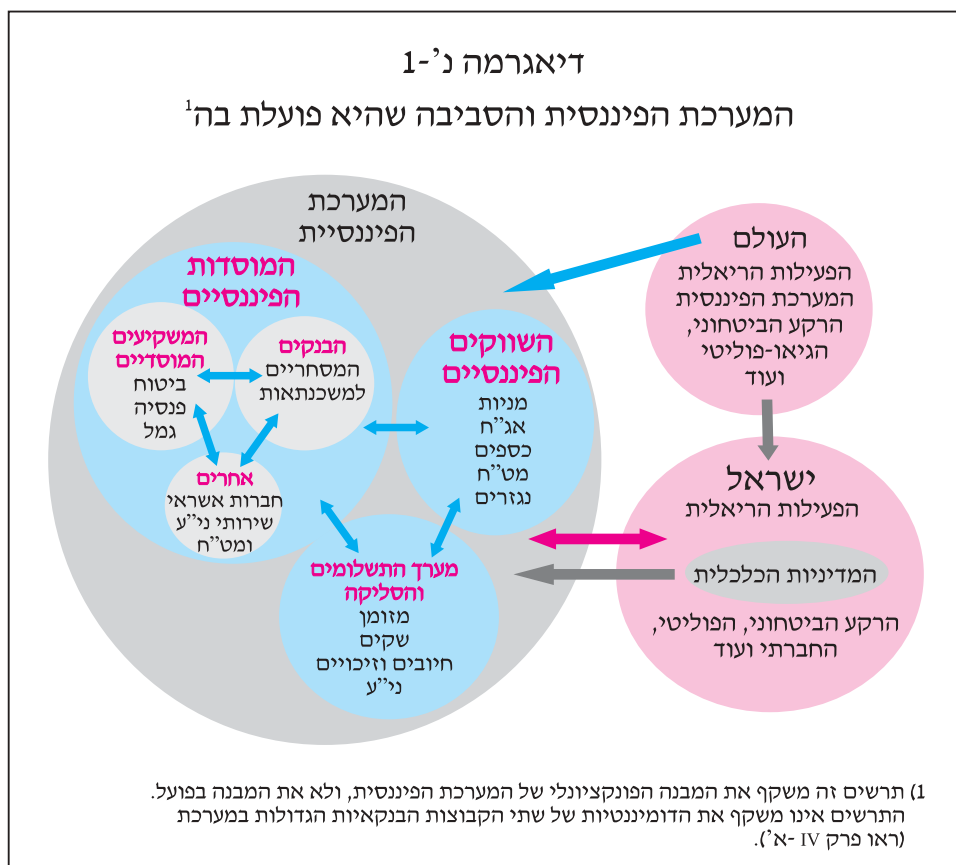


נספח: שמירת היציבות הפיננסית - רקע¹

א. מושגים עיקריים

1. יציבות פיננסית

המונח **יציבות פיננסית** מתייחס לפעולתה התקינה של המערכת הפיננסית ולהעדר משברים ושיבושים פיננסיים, אולם טרם נוסחה הגדרה מוסכמת – לא בספרות ולא ברשויות ובגופים הבין-לאומיים העוסקים בנושא. ההגדרה הכללית של מערכת פיננסית יציבה היא מערכת המתפקדת באופן תקין ויעיל, המאפשר למצות את פוטנציאל הצמיחה של המשק. בהתייחס למוסדות הפיננסיים המשמעות היא שקיימת מידה רבה של ביטחון ביכולתם של המוסדות הפיננסיים המרכזיים לעמוד בהתחייבויותיהם



1 נספח זה מבוסס, בין היתר, על טיוטה של "דוח יציבות פיננסית" לשנת 2002 (לא פורסם) ועל המאמר: יאיר חיים, ניצן שנער ובנצי שרייבר, **יציבות פיננסית: מושגים, מסגרת ניתוח ותפקיד הרשויות**, בנק ישראל, סוגיות במטבע חוץ, דצמבר 2003. למען נוחיות הקורא, הכתיבה כאן היא לפי נושאים, ללא פירוט של הכתוב בעבודות ובמאמרים השונים וללא הפניות ספציפיות (שחלקן מצויות במאמר הנזכר).

החוזיות, ללא התערבות או סיוע חיצוני. בהתייחס לשווקים הפיננסיים המשמעות היא, שהשחקנים בשווקים יכולים לסחור בנכסים פיננסיים במחירים המשקפים את הכוחות הכלכליים הבסיסיים במשק (fundamentals) - מחירים שאינם משתנים מהותית אם לא חל שינוי בגורמים הבסיסיים.

הגדרות בנושא חדש הן מטבען הגדרות ראשוניות, המותירות מקום לשאלות רבות. עם זאת, כדאי לשים לב למספר מאפיינים משותפים להגדרות שונות, המופיעות בספרות: הדגש מושם ביציבות **המערכת בכללותה** ובקשר בינה לבין הפעילות הריאלית במשק, ולא ביציבות של רכיב אחד בזה או מוסד בודד כשלעצמם. יציבות פיננסית אינה מתפרשת כהעדר שינויים (או כשינויים קטנים בלבד) במחירי נכסים פיננסיים, גם לא כהעדר פשיטות רגל של בנקים ומוסדות פיננסיים; תנודות ושינויים במחירי הנכסים, ואפילו שינויים חדים בהם כאשר מגיע מידע מהותי חדש ובלתי צפוי הם חלק מהתפקוד התקין של השווקים הפיננסיים; גם פשיטות רגל מעת לעת של מוסדות קטנים או הפסדים משמעותיים למוסדות גדולים הם חלק מהתפקוד הנורמלי של המגזר הפיננסי, והם חשובים ליצירת "משמעת שוק". מאפיינים אלה מעידים על המורכבות של נושא היציבות הפיננסית ועל האתגר של הגדרת הקו המפריד בין התפתחויות ומצבים נורמליים למצבים חריגים, הפוגעים ביציבות.

2. המערכת הפיננסית

המושג יציבות פיננסית מתייחס, כאמור, למערכת הפיננסית בכללותה, על כל רכיביה ותפקידיה. (דיאגרמה נ-1). המערכת הפיננסית מורכבת משלושה חלקים ראשיים:

- **מערכת המוסדות הפיננסיים**, שבמרכזו המגזר הפיננסי, הכולל את מערכת הבנקאות ואת המשקיעים המוסדיים (לפנסיה, ביטוח וגמל), ולצדו גופים פיננסיים אחרים (חברות להשקעה, חברות אשראי, קרנות נאמנות, מנהלי תיקים, חתמים, יועצים וכו').

- **השווקים הפיננסיים** - שוקי הכספים, המט"ח, המניות, האג"ח והנגזרים (כל סוגי ניירות הערך והמכשירים הסחירים).

- **מערכת התשלומים והסליקה** - מערכות לסליקה של שקים, הוראות תשלום, חיובים וזיכויים, שטרות וניירות ערך בין בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים לבין עצמם ובינם לבנק המרכזי.

המערכת הפיננסית עוסקת בתיווך בין חיסכון להשקעה, ובתוך כך עליה למלא מספר תפקידים חשובים במשק: צירוף משאבים כלכליים והעברתם על פני זמן ומקום, הקצאת מקורות, חלוקה וניהול של סיכונים, הפעלת מערך התשלומים והסליקה, קביעת מחירים לנכסים פיננסיים - מחירים המספקים לציבור מידע על מאפייני הנכסים. המערכת הפיננסית מצמצמת את ההוצאות הכרוכות בביצוע עסקאות פיננסיות ומקלה על הצדדים בהן, ובכך מבטיחה הקצאה יעילה יותר של מקורות במשק ותורמת להגברת ההשקעות והצמיחה.

רכיבים ותפקידים אלה של המערכת הפיננסית מקנים לה מקום מרכזי בכל משק, כפי שמשתקף בקשרי הגומלין האמיצים בינה לבין הסביבה שהיא פועלת בה: ראשית, היא מושפעת מאוד מרמת הפעילות הריאלית, ותפקודה משפיע על הפעילות הריאלית; שנית, היא מושפעת מהמדיניות המקרו-כלכלית והפיננסית ומהווה ערוץ תמסורת דו-כיווני בין המדיניות לציבור. נוסף על כך קיימת תלות הדדית בין רכיביה השונים

של המערכת ובין השחקנים בה, ותלות זו משפיעה על תפקוד המערכת בכללותה. על רקע זה ברור מדוע תפקודה התקין של המערכת הפיננסית ויציבותה חיוניים להתפתחות המשק ולמיצוי פוטנציאל הצמיחה שלו.

3. משברים ושיבושים פיננסיים

המונח **משבר פיננסי** מתייחס למיגוון מקרים של **שיבושים חמורים** במערכת הפיננסית - התמוטטות של מוסדות פיננסיים ושל מחירי נכסים פיננסיים, שפגעו ברציפות הספקת השירותים הפיננסיים, גרמו הפסדים משמעותיים למוסדות פיננסיים, לפירמות או למשקי הבית, ונזק ריאלי למשק. אין הגדרה מוסכמת למידת החומרה של שיבושים במערכת הפיננסית ההופכת אותם ל"משבר פיננסי", אך מבחינת היציבות הפיננסית, הדגש הוא בשיבושים שיש בהם כדי לגרום נזק למשק.

משברים ושיבושים פיננסיים פוגעים בפעילות הריאלית של המשק, והדבר מתבטא בהפסדים למשקי בית ולחברות עסקיות, בפשיטת רגל של חברות רבות, באובדן תוצר ובגידול האבטלה. לפי מחקרים שונים, אובדן התוצר במשברים פיננסיים הגיע בממוצע לשיעור של 15%, ומשך הזמן שנדרש לחזרה אל קצב הצמיחה הרגיל של התוצר נע בין שנה וחצי לשש שנים. היקף עצום זה של נזקים נובע ממקומה המרכזי של המערכת הפיננסית במשק מודרני ופתוח לעולם.

ניתן להבחין בין שלושה סוגים עיקריים של משברים פיננסיים: **משבר בנקאי** - פשיטת רגל של בנק גדול או מספר בנקים; **משבר מטבע** - פיחות חריג בערך המטבע המקומי, שבדרך כלל כרוך בהיפוך של תנועות הון, או בבעיות בפירעון החוב החיצוני ובמימון הגירעון במאזן התשלומים; **התנפצות של "בועה"** - התמוטטות במחירים של נכסים פיננסיים, שהתנפחו בשלב הקודם. משבר פיננסי עלול להכיל רכיבים של שניים מסוגים אלה או של שלושתם. כך, משבר בנקאי ומשבר מטבע מתרחשים לעיתים יחד, ונהוג לכנותם "משברים תאומים" (twin crises); כאלה היו למשל - המשבר במקסיקו ב-1994 והמשבר בתאילנד ב-1997.

במשברים פיננסיים מתממש בדרך כלל **סיכון מערכתי** (systemic risk), כלומר פגיעה במספר מוסדות פיננסיים יחד, בענף פיננסי שלם או ברכיבים שונים של המערכת הפיננסית². הסיכון המערכתי משמעותי מאוד במערכת פיננסית, מפני אופיה של הפעילות הפיננסית והקשרים הענפים בתוכה - פעילויות זהות, משלימות או תחליפיות, חשיפות דומות לסיכונים ולזעזועים, קשרים עסקיים, קשרי הון, בעלות וניהול וקשרי נזילות בתוך מערך התשלומים ועוד. ככל שקשרים אלה הדוקים יותר גובר החשש שמוסדות ייפגעו במקביל, שבעיות במוסד פיננסי אחד יגלשו למוסדות אחרים, או שבעיות ברכיב אחד של המערכת הפיננסית יגלשו לרכיבים אחרים. תגובת שרשרת בלתי נשלטת זו בין מוסדות ורכיבים שונים במערכת הפיננסית, שנהוג לכנותה **'הדבקה'** (contagion), היא מאפיין יסודי של מערכת פיננסית ומקור מובנה לחוסר יציבותה.

2 כאשר יש ריכוזיות גבוהה מאוד במערכת הפיננסית או באחד מרכיביה - למשל, כשמוסד פיננסי אחד או שניים מרכזים את מרבית הפעילות הפיננסית - פגיעה במוסד בודד עלולה להיות דומה לפגיעה במערכת כולה. (זו הסיבה שהרשויות נחלצות למנוע את קריסתו של מוסד פיננסי שהוא "גדול מכדי להניח לו ליפול" - "too big to fall").

הסיכון המערכתי וההדבקה מתעצמים עקב תלותם של מוסדות פיננסיים באמון הציבור והאפשרות שהציבור יגיב באופן גורף על בעיות במוסד בודד או ברכיב מסוים על בסיס הנחה - נכונה או שגויה - בדבר קשרי גומלין ענפים בינם לבין רכיבים אחרים.

הסיכון המערכתי וההדבקה בולטים במערכת הבנקאות, מפני המאפיינים המבניים של פעילותה: הנזילות הגבוהה של התחייבויות הבנקים (פיקדונות של הציבור הרחב) והתשואה המובטחת עליהן, שבאופן מובנה אין כנגדם מספיק נכסים נזילים בעלי תשואה מובטחת. לפיכך קשיי נזילות באחד הבנקים או הפסד חלק משמעותי מהונו - ולפעמים רק שמועות על כך - מביאים ל"הסתערות" (run) גם על בנקים אחרים. אך סיכונים מערכתיים קיימים גם ברכיבים אחרים של המערכת הפיננסית - המשקיעים המוסדיים, השווקים הפיננסיים ומערך התשלומים והסליקה - והתממשותם עלולה להשליך גם על הבנקים³. יתר על כן, בעולם של תנועות הון חופשיות וגלובליזציה, גבולות גיאוגרפיים שוב אינם מחסום בפני התפשטות משברים פיננסיים ממדינה למדינה. שני המשברים שנזכרו לעיל, במקסיקו ב-1994 ובתאילנד ב-1997, התפשטו למדינות שכנות, המשבר ברוסיה ב-1998 התפשט למדינות שכנות ואף השפיע על השווקים הפיננסיים במדינות ברחבי העולם - מתעוררות ומפותחות, כולל ישראל.

הנטייה הרווחת היא להתייחס למשבר פיננסי כאל אירוע נקודתי, המזוהה עם הופעת השיבושים במערכת הפיננסית, אף שבדרך כלל אירועים מסוג זה הם רק השלב הגלוי של תהליך משברי ממושך, בן כמה שלבים: בדרך כלל, שורשיו של משבר פיננסי נעוצים בתשתית רעועה של המערכת הפיננסית, כלומר במבנה לא תחרותי ולא יעיל די הצורך של מערך המוסדות והשווקים הפיננסיים ומבנה מעוות של התמריצים לשחקנים במערכת (גופים פיננסיים זרים ומקומיים, חברות ומשקי בית), בין היתר, כתוצאה ממדיניות כלכלית ופיננסית לא הולמת. תשתית רעועה כזאת מגבירה את הפגיעות של המערכת לזעזועים מחוץ לה, בהניעה את השחקנים בה ליצור חשיפות יתר לסיכונים פיננסיים ולבנות תיקי נכסים והתחייבויות פיננסיים בעלי הרכב לא אופטימלי ולא מאוזן. תוצאה זו מגבירה את הרגישות של המערכת לזעזועים חיצוניים לה - רגישות שבעטיה הופעתו של זעזוע חיצוני גוררת תגובות חריגות במערכת הפיננסית, המשבשות את תפקודה עד כדי משבר פיננסי.

ב. תפקידי הרשויות בשמירת היציבות הפיננסית

לנוכח חשיבות תפקודה התקין של המערכת הפיננסית לשגשוגו של המשק ועל רקע מאפייני המערכת וניסיון המשברים הפיננסיים בעולם, ברור מדוע תמיד היה ויהיה לרשויות המדינה תפקיד בשמירת היציבות הפיננסית. שינויים מהותיים במערכת הפיננסית, ברמה המקומית או הבין-לאומית, הביאו בעשור האחרון לשינוי בתפיסת תפקידן של הרשויות בשמירת היציבות הפיננסית, לשינויים מואצים בתפקידי הבנקים המרכזיים והרשויות העוסקות בכך במדינות רבות, ואף לשינויים בתפקידם של ארגונים בין-לאומיים. נסקור להלן חלק משינויים אלה.

3 דיון מפורט יותר בסיכונים המערכתיים, בהדבקה ובקשרי גומלין בין רכיבים שונים של המערכת הפיננסית, עם דוגמאות למשברים פיננסיים, ראו בפרק III.

1. השינויים בתפיסת תפקידן של הרשויות

מספר תהליכים גלובליים, שחלקם קשורים זה בזה, הביאו לשינויים מהותיים במערכת הפיננסית העולמית בשני העשורים האחרונים⁴: פחת השימוש בהוראות (נזילות) לבנקים ככלי מוניטרי, והדגש עבר לכלי שוק; התחוללה מהפכה בתחומי המידע, התקשורת והמחשוב; גברו תהליכי הדה-רגולציה, הליברליזציה והסרת החסמים בתוך המערכת הפיננסית במדינות רבות, וגבר תהליך הגלובליזציה והאינטגרציה בין משקים בכלל ובין השווקים הפיננסיים בעולם בפרט. השינויים במערכת הפיננסית התבטאו, בין היתר, בתהליך מואץ של העמקה פיננסית (financial deepening), כלומר של גידול הפעילות הפיננסית מעבר לגידול הפעילות הריאלית; בגידול משקלו של התיווך החוץ-בנקאי על חשבון התיווך הבנקאי; בטשטוש הגבולות בין ענף הביטוח לבנקאות, בהתפתחות ושכלול של שווקים פיננסיים שהפכו לרכיב מרכזי במערכת הפיננסית; בהתגברות השימוש במכשירים פיננסיים מורכבים, המגלמים בתוכם סיכונים שקשה למדוד אותם. שינויים מהותיים אלה יצרו מערכת פיננסית מורכבת ואינטגרטיבית ברמה המקומית והגלובלית. התהוו קונגלומרטים פיננסיים גדולים, העוסקים כמעט בכל סוגי הפעילות הפיננסית, ברמה המקומית והעולמית, וטושטשו קווי ההפרדה בפעילות בין סוגים שונים של מוסדות פיננסיים.

שינויים אלה העצימו שלושה מקורות לפגיעות של המערכת הפיננסית המקומית והמשק: התערערות יציבותם של מוסדות פיננסיים חוץ-בנקאיים - בעיקר של חברות ביטוח וקרנות פנסיה, אך גם של מוסדות אחרים; פגיעה בתפקוד של השווקים הפיננסיים - בעיקר של שוקי המטבע והמניות; שיבושים במערכות פיננסיות במדינות אחרות - בעיקר בשוקי ניירות הערך בחו"ל, המקושרים לשווקים המקומיים. מקורות פגיעות אלה הידקו את קשרי הגומלין בין רכיבי המערכת, בין המערכת לבין הפעילות הריאלית, וכן בינה לבין המדיניות הכלכלית, וגם את הקשרים בין המערכות הפיננסיות במדינות שונות. כתוצאה מכך גברו הסיכונים המערכתיים והובלט ההיבט המקרו-כלכלי והבין-לאומי של היציבות הפיננסית. הסיכונים האמורים התממשו בעשור האחרון והתבטאו במשברים פיננסיים בין-לאומיים, שכללו פגיעה ברכיבים שונים של המערכת, תוך הדבקה, בחלק מהמשברים, בין מערכות פיננסיות במדינות שונות ונזקים ריאליים משמעותיים למשקים רבים (למשל המשברים במקסיקו, בתאילנד וברוסיה, שנזכרו לעיל).

התפתחויות אלה שינו את התפיסה לגבי תפקידן של הרשויות בשמירת היציבות הפיננסית. גברה המודעות למספר תובנות: שמדיניות פיסקלית ומדיניות מוניטרית נאותות, יציבות מחירים ופיקוח יעיל על הבנקים הם הכרחיים, אך כיום כבר אינם מספיקים לשמירת היציבות הפיננסית; שמשברים פיננסיים גורמים נזקים ריאליים גדולים; שיש צורך בראייה אינטגרטיבית של יציבות המערכת הפיננסית - הן של הבנקים, המוסדות חוץ-בנקאיים והשווקים, והן של המערכות המקומית והעולמית. תובנות אלה תרמו להכרה שהרשויות צריכות לראות בשמירת היציבות של המערכת הפיננסית יעד נפרד, עם דגש בין-לאומי ומקרו-כלכלי.

4 תהליכים דומים התרחשו במערכת הפיננסית העולמית גם בתקופות קודמות, אך כאן ההתמקדות היא בתקופה האחרונה, שיש לה גם מאפיינים ייחודיים. גם בישראל התרחשו תהליכים דומים בשני העשורים האחרונים.

את היעד האסטרטגי של כל הרשויות העוסקות במערכת הפיננסית ניתן להגדיר כ"הגנת הצרכנים" של השירותים הפיננסיים, שהם למעשה כל משקי הבית והחברות - הגנה שמשמעותה הבטחת רציפות, יעילות ותמחור הוגן של השירותים הפיננסיים והבטחת הנכסים הפיננסיים. זאת במטרה להגדיל את הרווחה ולמצות את פוטנציאל הצמיחה של המשק. באופן מסורתי, הפונקציות העיקריות להשגת יעד זה, המצויות במדינות מפותחות⁵, הן: הסדרה ופיקוח על יציבות המוסדות הפיננסיים לסוגיהם (prudential regulation and supervision), ביטוח פיקדונות, מסחר הוגן וגילוי נאות בשירותים פיננסיים (business and market conduct) והגבלים עסקיים. שינוי התפיסה הוביל להוספת פונקציה של "יציבות פיננסית", שהיעד שלה לקדם את יציבות המערכת הפיננסית בכללותה, ובמיוחד לחזק את העמידות שלה, כלומר את יכולתה לספוג זעזועים מהסביבה שהיא פועלת בה ולצמצם את התפשטותם של זעזועים בתוכה. ראוי לשים לב לשלוש משמעויות חשובות של הוספת פונקציית היציבות הפיננסית: ראשית, פונקציה זו אינה מחליפה את הפונקציות הקיימות, אלא משלימה אותן, בהוסיפה את הפן המערכתי של היציבות, שהוא המטרה של פונקציית ההסדרה והפיקוח על המוסדות הפיננסיים; שנית, כמו הפונקציות האחרות, גם פונקציית היציבות הפיננסית משרתת בסופו של דבר את היעד האסטרטגי של "הגנת הצרכנים", במובן של מניעת משברים פיננסיים, הפוגעים ברציפות בהספקת השירותים הפיננסיים ובערכם של הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור; ושלישית, שמירת היציבות הפיננסית לא צריכה לבוא על חשבון היעילות והתמחור ההוגן; כדי לתרום ליעילות, להגביר את משמעת השוק ולהפחית את האחריות של הרשויות כלפי מוסדות פיננסיים בודדים, על הרשויות לפעול להגברת התחרות ולהקטנת הריכוזיות במערכת הפיננסית. אך זאת לא במחיר של פגיעה ביציבותה של המערכת הפיננסית בכללותה, בעטייה של תחרות פרועה ("cut throat competition").⁶

להשגת המטרה של שמירת יציבות המערכת הפיננסית פועלות הרשויות בשני מישורים:

(א) **מניעה** - יצירת תשתית כלכלית ופיננסית נאותה והתאמה מתמדת שלה להתפתחויות (שינויים בתשתית ורפורמות), כדי לחזק את העמידות של המערכת הפיננסית לזעזועים ולמנוע התפתחות של משבר. נוסף על מדיניות מקרו-כלכלית בסטנדרטים בין-לאומיים מקובלים וחקיקה המסדירה את תחומי היסוד של הפעילות הכלכלית והפיננסית, תשתית נאותה כוללת: מבנה תחרותי של המוסדות הפיננסיים, שווקים משוכללים, מערך תשלומים וסליקה בזמן אמת, מבנה מאוזן וניטרלי של התמריצים, הסדרה של הפעילות הפיננסית, פיקוח נאות על המערכת הפיננסית, תוך

5 בעוד שהפונקציות קיימות כמעט בכל מדינה, יש הטרוגניות רבה בין מדינות במבנה הרשויות ובחלוקת התפקידים ביניהן - הטרוגניות שהולכת וגדלה בשנים האחרונות, בגלל המגמה המסתמנת לשנות את מבנה הרשויות בהתאם להתפתחויות במערכת הפיננסית.

6 דיון קצר זה ביעד האסטרטגי של הרשויות ובקשר בין היציבות הפיננסית לפונקציות האחרות אינו יכול למצות את הנושא המורכב, המתמקד בעוצמה ובתנאים לקיומה של תחליפיות (trade-off) בין תחרות ויעילות ליציבות ובדילמות שהיא מציבה בפני הרשויות, המשפיעות במדיניותן על מבנה המערכת.

תיאום בין הרשויות השונות, מיסוי לא מפלה בין נכסים פיננסיים, כללי גילוי נאות וכללי חשבונאות המגבירים את השקיפות של הפעילות והסיכונים הפיננסיים.

(ב) **תגובה** - נקיטת צעדים המכוונים לבלימת הדרדרות למשבר פיננסי, במקרה שמתרחשים זעזועים ומתחילים שיבושים במערכת, ואם המשבר כבר פרץ - ניהול באופן הממוזער את נזקיו למשק. צעדים אפשריים הם: הזרמת נזילות למוסד בודד או למערכת, התערבות בשווקים, טיפול במוסדות בעייתיים, גם כ"מתווך הוגן", והתאמות חריגות בריבית ובמדיניות הפיסקלית והפיננסית⁷.

2. השינויים בפועל בעולם

(א) השינויים בתפקיד של ארגונים בין-לאומיים

על רקע התהליכים שתוארו לעיל, ארגונים בין-לאומיים, ובראשם קרן המטבע הבין-לאומית (ה-IMF), הבנק העולמי והבנק לסילוקין בין-לאומיים (ה-BIS), הרחיבו את תחומי העיסוק שלהם, והם עוסקים כיום בהיבטים רבים של היציבות הפיננסית, ביניהם: פיתוח מדיניות להגברת היציבות הפיננסית וכלים לטיפול משברים פיננסיים; בניית **מסגרת לניתוח** של התפתחויות ביציבות הפיננסית ומערך **אינדיקטורים** למעקב, המיועדים לשמש את הרשויות במדינות השונות ואת הגופים הבין-לאומיים על ידי יצירת תשתית מידע פומבית (הרחבה על פעילות ה-IMF בנושא זה ראו בתיבה נ' -1); פיתוח מערכת התרעה בפני משברים פיננסיים (EWS - Early Warning System); תכנון המבנה של המערכת הפיננסית הגלובאלית וניטור התפתחויות בה; לימוד ומחקר של הגורמים למשברים פיננסיים ושל תהליכי המשבר; גיבוש תקנים בין-לאומיים לתשתית הפיננסית, ובמיוחד לפרסום מידע ושקיפות, לפיקוח על מוסדות פיננסיים ולמערך התשלומים והסליקה.

הארגונים הבין-לאומיים עוסקים בנושאים אלה, בין היתר, באמצעות **מסגרות בין-לאומיות משותפות** להם ולבנקים מרכזיים מובילים, ובראשן הפורום ליציבות פיננסית (FSF - Financial Stability Forum), שהוקם בחסות ה-BIS ומתאם את הטיפול הבין-לאומי בנושאים השונים. משלחות משותפות מטעם קרן המטבע הבין-לאומית והבנק העולמי מבקרות בשנים האחרונות במדינות שונות, בוחנות באופן שיטתי ומקיף את היציבות הפיננסית בהן, וכותבות דוחות מיוחדים, שחלקם מתפרסמים, הכוללים המלצות לשיפור התשתית הפיננסית (FSAP - Financial System Assessment Program). דוחות מסוג זה כבר נכתבו על כשמונים מדינות, וגם על ישראל, ב-2001. (את תמצית המסקנות וההמלצות לישראל ראו בתיבה IV-ב').

⁷ לעיתים אי נקיטת צעדי תגובה היא הדרך העדיפה לשמירת היציבות הפיננסית, במיוחד בהתחשב בהשפעה השלילית של עצם נקיטת צעדים על התנהגות השחקנים בעתיד (moral hazard). גם החלטה על אי נקיטת צעדים מחייבת מעקב וניתוח של ההתפתחויות ושקילת העלות והתועלת של צעדים אפשריים.

תיבה נ'1: יציבות פיננסית – מסגרת ניתוח ואינדיקטורים של קרן המטבע הבין-לאומית

כחלק מעיסוקה הנרחב ביציבות הפיננסית, ועל בסיס תפיסתה לגבי המעקב והניתוח הרצויים בנושא, הגדירה קרן המטבע הבין-לאומית באמצע 2001 שתי רשימות של אינדיקטורים ליציבות פיננסית (FSI – Financial Stability Indicators) – רשימה של אינדיקטורים בסיסיים ורשימה של אינדיקטורים מומלצים*, שחלקן עתיד להפוך לתקן בין-לאומי מחייב לפרסום נתונים בתחום זה. לפיכך חשוב להבין את המסגרת שהתוותה הקרן לניתוח היציבות הפיננסית ואת מקומם של האינדיקטורים בה, אף שמסגרת זו היא עדיין בתהליך גיבוש**.

המסגרת לניתוח היציבות הפיננסית מכילה ארבעה רכיבים:

1. הערכת הסבירות לזעזועים (likelihood of shocks);
2. הערכת הפגיעויות (vulnerabilities) של המגזר הפיננסי לזעזועים;
3. ניתוח ערוצי ההשפעה של המגזר הפיננסי על המשק (macro-financial linkages);
4. הערכת ההשפעה של הזעזועים (דרך המגזר הפיננסי) על הפעילות הריאלית.

מסגרת ניתוח זו מבוססת על תפיסה שלפיה ניתוח של יציבות פיננסית נועד להעריך את ההשפעה הפוטנציאלית של התממשות סיכונים שהמגזר הפיננסי חשוף להם על המשק. רכיבים אלה של הניתוח ניתן לראות כשלבים בהתפתחותו של תהליך משברי: זעזועים, על רקע פגיעויות וחשיפות של המגזר הפיננסי, פוגעים בהלימות ההון של המוסדות הפיננסיים ומערערים את יציבות המגזר הפיננסי. הפגיעה במגזר הפיננסי גורמת נזקים במשק, דרך ערוצי השפעה שונים. ראוי לציין גם שהפגיעה במשק חוזרת ומשפיעה על המגזר הפיננסי.

האינדיקטורים ליציבות הפיננסית של הקרן, משתלבים כולם ברכיב השני של הערכת הפגיעויות של המגזר הפיננסי. אינדיקטורים אלו מסווגים לשלוש קבוצות: קבוצה אחת מודדת את החשיפה הישירה של הבנקים לסיכונים פיננסיים שונים – סיכוני אשראי, סיכוני שוק וסיכוני נזילות. הקבוצה השנייה מבטאת את החשיפה העקיפה של הבנקים לסיכונים באמצעות האשראי לציבור, ומתמקדת במנוף הפיננסי ובחשיפות של החברות במגזר העסקי ובנטל החוב של משקי הבית. האינדיקטורים בקבוצה השנייה משמשים גם לאיתות מוקדם על התערערות היציבות של המגזר הפיננסי. הקבוצה השלישית נועדה להעריך

* רשימת האינדיקטורים מובאת בלוחות נספח III-ב'1 ו-III-ב'2, המציגים גם נתונים על ישראל.

** מבוסס על שני ניירות עבודה של הקרן:

Financial Soundness Indicators (SM/03/175) (May 14, 2003);

Financial Soundness Indicators – Background Paper (SM/03/176) (May 15, 2003).

את יכולתה של מערכת הבנקאות **לספוג הפסדים**, ומתמקדת בהלימות ההון שלה וברווחיותה. להערכת הפגיעות של המגזר הפיננסי יש להשתמש, נוסף על האינדיקטורים, גם במידע רחב על ההסדרה והפיקוח, התשתית הפיננסית, תפקוד השווקים, רשת הביטחון ודרכי הפעולה של המדיניות המוניטרית, וכן במידע על מבנה המגזר העסקי.

להערכת שלושת הרכיבים האחרים במסגרת הניתוח דרושים נתונים ומידע מסוגים אחרים, שאינם כלולים ברשימות האינדיקטורים: לרכיב הראשון - הערכת הסבירות של זעזועים מקרו-כלכליים ושל זעזועים במחירי הנכסים - יש צורך בנתונים מהשווקים הפיננסיים, באינדיקטורים להתרעה מוקדמת ובנתונים מקרו-כלכליים. אשר לרכיב השלישי - ערוצי ההשפעה של המגזר הפיננסי על המשק מגוונים; ביניהם גישתו של המגזר הפרטי למימון השקעות, עושר הפרטים, ובמיוחד הפיקדונות שבסיכון, תפקיד הבנקים כערוץ תמסורת למדיניות המוניטרית וממנה והחזקות הבנקים במכשירי חוב ממשלתיים. לניתוח ערוצי ההשפעה ועוצמתם יש צורך במידע רב על שיעורי הריבית ועל מירווחי האשראי וכן בנתונים מוניטריים ומקרו-כלכליים אחרים, למשל על מבנה החוב הממשלתי והפרטי. לרכיב הרביעי - הערכת ההשפעה על הפעילות הריאלית - יש צורך בנתונים המתארים את הסביבה המקרו-כלכלית: הפריזון והשינוי בשכר, שער החליפין הריאלי, הצמיחה בעולם והמדיניות המקרו-כלכלית.

אף שתפיסת היציבות הפיננסית של הקרן ותחומי העיסוק בה בפועל הם רחבים ומקיפים את כל המערכת הפיננסית, הרי שמטעמים מעשיים, מסגרת הניתוח והאינדיקטורים, המוצגים לעיל, מתמקדים בשלב זה בהערכת יציבותה של המערכת הבנקאית בלבד. ניתוח מלא של יציבות פיננסית מחייב גם הערכה של זעזועים, המאיימים על המשק לא רק באמצעות הבנקים, אלא גם באמצעות הרכיבים האחרים של המערכת. כגון היפוך תנועות הון ומשברי מטבע (מעבר לחשיפה של הבנקים), משברים בשוקי המניות ואיגרות החוב, משברים בתחום הפנסיה והביטוח ושיבושים במערך התשלומים והסליקה. יתר על כן, יש להתייחס לכל חלקיה של המערכת הפיננסית וכן למערכת בכללותה, כפי שמתחייב מעצם הגדרת תחום היציבות הפיננסית. לפיכך יש להעריך את השפעתם של זעזועים חיצוניים למערכת הפיננסית - זעזועים ריאליים ואחרים במשק וזעזועים מכל הסוגים בעולם - על המערכת כולה, וכן את השפעתם של זעזועים פנימיים, הנוצרים בתוך אחד או יותר מרכיביה של מערכת זו, על המערכת כולה.

(ב) שינויים בתפקידי הבנק המרכזי במדינות שונות

בין השינויים שהוכנסו בתפקידי הרשויות במדינות שונות, כדי להתאימם לשינויים במערכת הפיננסית, בולטת המגמה של הפקדת הטיפול ביציבות הפיננסית בידי הבנקים המרכזיים, ורבים מהם עוסקים כיום בהגדרת המטרות, האמצעים ודפוסי הפעולה שלהם בנושא. לבנק המרכזי מעמד חשוב בכל הקשור לשמירת היציבות הפיננסית, מעמד

הנובע מתפקידיו בתחומי יציבות המחירים והמדיניות המוניטרית⁸, מערך התשלומים והסליקה, ההתערבות בשווקים הפיננסיים והספקת הנזילות למערכת הפיננסית גם בשעת חירום, שער החליפין ושוק המט"ח, ובחלק מהמדינות גם בתחום הפיקוח על הבנקים ומוסדות אחרים. העיסוק בתפקידים אלה גם מקנה לבנק המרכזי את ההון האנושי המתאים ואת המיומנות הדרושה לניתוח היציבות של המערכת הפיננסית בכללותה ולניתוח קשרי הגומלין עם הפעילות הריאלית ועם המדיניות הכלכלית.

הדוגמה המפורסמת ביותר למגמה של הפקדת הטיפול ביציבות הפיננסית בידי הבנק המרכזי, היא אנגליה: במסגרת שינויים רחבים במבנה הרשויות ותפקידיהן, מאז 1997, קיבל הבנק המרכזי אחריות פורמלית ליציבות המערכת הפיננסית בכללותה והקים אגף נפרד לטיפול בנושא. האגף עוסק במעקב, ניתוח מחקר ומדיניות בנושא היציבות הפיננסית, תוך תיאום מלא, המוסדר פורמלית, עם הרשות המרכזית החדשה לשירותים פיננסיים (Financial Services Authority) ועם משרד האוצר. האגף מפרסם "דוח יציבות פיננסית" בתדירות חצי-שנתית, ובו ניתוח של התפתחויות ביציבות הפיננסית ומאמרים.

אנגליה אינה היחידה; בנקים מרכזיים רבים התאימו את עיסוקם לטיפול ביציבות הפיננסית: לפי סקר שערך לאחרונה הבנק המרכזי ההולנדי⁹, הבנקים המרכזיים בכל מדינות OECD רואים עצמם אחראים ליציבות הפיננסית, ללא תלות בהגדרה הפורמלית של תפקידם, ובמרביתם שיתוף הפעולה בין הבנק המרכזי לרשויות הפיקוח מוסדר באופן פורמלי. 22 מתוך 30 הבנקים המרכזיים במדינות OECD מפרסמים דוח תקופתי על היציבות הפיננסית. סקירה בין-לאומית שערכנו לגבי תפקידי בנקים מרכזיים בנושא היציבות הפיננסית ב-17 מדינות, המובילות בטיפול ביציבות הפיננסית, שרובן שייכות ל-OECD, מעלה את הממצאים העיקריים הבאים:

(1) לכל הבנקים המרכזיים שנבחרו יש תפקיד פורמלי ביציבות הפיננסית - בפחות ממחציתם ההגדרה הפורמלית של התפקיד מתייחסת ליציבות המערכת הפיננסית בכללותה¹⁰, וביותר ממחציתם היא נגזרת מתפקידים אחרים הקשורים ביציבות הפיננסית.

(2) בכמחצית מהבנקים המרכזיים יש פונקציה נפרדת בכפיפות ישירה לדרג הבכיר בבנק (הנגיד, המשנה, הוועד המנהל), העוסקת ביציבות פיננסית - מעקב, ניתוח, מחקר ומדיניות.

8 מאחר שמטרתו העיקרית של הבנק המרכזי היא שמירה על יציבות המחירים, מתעוררות שאלות בדבר קשרי הגומלין בין מטרה זו לבין המטרה של שמירת היציבות הפיננסית, ובמיוחד לגבי הקשר בין המדיניות המוניטרית והיציבות הפיננסית. כללית, ניתן לומר ששתי המטרות מתלכדות, אך ייתכנו מצבים שבהם הפעלת מדיניות להשגת אחת מהן עלולה לפגוע באחרת (trade-off). דבר המציב דילמות בפני מנהלי המדיניות המוניטרית והפיננסית.

9 Oosterloo Sander and Jakob de Haan, *A Survey of institutional Framework for Financial Stability*, Occasional Studies, De Nederlandsche Bank, 2003.

10 אנגליה, שבה נקבע כי הבנק המרכזי יהיה אחראי ליציבות המערכת הפיננסית, היא חריגה; ביתר המדינות הניסוח פחות מחייב: הבנק המרכזי יתרום/ יקדם/ יתחשב ביציבות המערכת הפיננסית. זאת משום שבידי הבנק המרכזי לא נתונות מלא הסמכויות לשמירת היציבות הפיננסית.

- (3) רק שישה (כשליש) מהבנקים המרכזיים שנבחרו גם מפקחים על הבנקים, ושלושה מהם עושים זאת במסגרת תפקידם כרשות פיקוח מרכזית; ברוב המדינות יש רשות פיקוח מרכזית נפרדת.
- (4) בכל המדינות שלגביהן יש לנו מידע שיתוף הפעולה בין הבנק המרכזי לרשויות הפיקוח מוסדר באופן פורמלי.
- (5) מרבית הבנקים המרכזיים מפרסמים "דוח יציבות פיננסית" נפרד, ורק מיעוטם - כחלק מדוח אחר של הבנק. הדוחות עוסקים בדרך כלל בהתפתחויות בבנקאות, בביטוח, בשווקים הפיננסיים ובסביבתם, במערך התשלומים והסליקה ובאיתנות הפיננסית של המגזר העסקי, והם כוללים לרוב גם מאמרים בסוגיות הקשורות ביציבות הפיננסית.

ג. שמירת היציבות הפיננסית בישראל

1. הרשויות העוסקות במערכת הפיננסית

הפונקציות השונות הקשורות ביעד האסטרטגי של "הגנת הצרכנים הפיננסיים" בכלל ושמירת היציבות של המערכת הפיננסית בפרט - כפי שהוגדרו לעיל - מתחלקות בישראל, כמו במדינות אחרות, בין רשויות שונות. נציג להלן את הרשויות העיקריות העוסקות במערכת הפיננסית ואת תפקידיהן.

משרד האוצר מייצג בנושאים הכלכליים והפיננסיים את הגוף המבצע העליון - הממשלה - ומתוקף תפקידו זה יש לו סמכות עליונה לחקיקה ולהסדרת התשתית של המערכת הפיננסית. בפועל, גם המדיניות הפיסקלית ומדיניות המס קשורות ליציבות הפיננסית, ואגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר עוסק בהסדרה ותיאום לגבי שוק ההון ובהסדרה ופיקוח על עסקי הביטוח, קרנות הפנסיה, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות ובשמירה על יציבותם.

בנק ישראל - בחוק בנק ישראל הנוכחי אין התייחסות ישירה למונח יציבות פיננסית, אך נכתב בו, כי מתפקידו של הבנק: "...להסדיר ולכוון את מערכת המטבע ומערכת האשראי והבנקאות... ייצוב ערכו של המטבע בישראל ומחוץ לישראל". "ועדת לוי", שעסקה בתפקידי בנק ישראל, הציעה, כי לתפקיד של שמירת יציבות המחירים יתווסף תפקיד עיקרי בנושא היציבות הפיננסית, ואף ניסחה אותו בטיטת הצעת חוק: "תפקיד עיקרי נוסף של הבנק הוא לדאוג לפעילותה הסדירה של המערכת הפיננסית, במגמה להבטיח את יציבותה". בפועל תפקידו של בנק ישראל מקיפים תחומים רבים הקשורים ליציבות הפיננסית: אחריות ליציבות המחירים והפעלת מדיניות מוניטרית, רישוי, הסדרה ופיקוח על הבנקים ושמירת יציבותם, תפעול והסדרה של מערך התשלומים והסליקה, הספקת נוזלות גם בעת חירום (lender of last resort), מעקב אחר שוק מטבע החוץ וסמכות להפעלת פיקוח על מט"ח. לאחרונה הוקם בבנק "תחום היציבות הפיננסית", כפי שמפורט בהמשך.

הרשות לניירות ערך - לפי חוק ניירות ערך, הרשות לניירות ערך אחראית ל"שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך". בפועל, הרשות עוסקת בהסדרה ופיקוח על מנהלי תיקים, יעצי השקעות, הבורסה וקרנות נאמנות, במתן היתר לתשקיפים ובמעקב אחר דיווחי חברות ציבוריות, ושותפה במוסד לתקינה בחשבונאות.

גופים אחרים - נוסף על שלוש הרשויות העיקריות שנמנו לעיל, יש גופים אחרים שתפקידיהם קשורים ליציבות המערכת הפיננסית, ביניהם: הממונה על ההגבלים העסקיים, המפקח על המחירים במשרד התעשייה והמסחר (הגנת הצרכן), מוסד לתקינה חשבונאית, היחידה להלבנת הון במשרד המשפטים, רשות החברות והבורסה (שלמרות היותה גוף פרטי, קובעת כללים לחבריה ומפקחת עליהם).

2. תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל

על רקע התהליכים בעולם וב ישראל ולנוכח תפקידיו של בנק ישראל, כמתואר לעיל, מינה נגיד הבנק כבר באמצע 2001 צוות בין-מחלקתי זמני שלמד את נושא היציבות הפיננסית. בעקבות עבודת הצוות החליט הנגיד על הקמת גוף חדש, כפוף למשנה לנגיד, לטיפול בנושא, וביוני 2003 החל לפעול "תחום היציבות הפיננסית". תפקידו של הגוף החדש הוא לקדם את יציבות המערכת הפיננסית בישראל, בכללותה, באמצעות הערכת מצבה, המלצות למדיניות ותיאום עם מחלקות אחרות בבנק ועם רשויות אחרות העוסקות בנושא. עיסוקיו של גוף זה הם:

- איסוף נתונים, מידע והערכות על רכיבים שונים של המערכת, ויצירת תשתית של מאגרי נתונים ומידע עליה, לצורכי מעקב ומחקר;
- לימוד ומחקר של הידע בנושא לשם פיתוח שיטות לניתוח המערכת;
- ניתוח אינטגרטיבי של מצב המערכת והתפתחויות בה וגיבוש הערכה לגבי האיומים העיקריים על המשק, הגלומים בפעילותה;
- המלצות למדיניות, כלומר הצעות לצעדי מנע - רפורמות ושינויים לחיזוק התשתית של המערכת, והתאמות במדיניות המוניטרית, הפיסקלית והפיננסית - ולצעדי תגובה לשם בלימת התפשטות זעזועים במערכת וניהול משברים;
- שמירה על קשרים הדוקים ושיתוף פעולה עם גורמים אחרים העוסקים בנושא וקידום התיאום ביניהם;
- הפצת ידע ופרסומים בנושא היציבות הפיננסית - בבנק, לרשויות, לציבור ולגורמים בין-לאומיים.

בדומה לבנקים מרכזיים במדינות רבות, "תחום היציבות הפיננסית" בבנק ישראל החל בפרסום "דוח יציבות פיננסית" תקופתי. הדוח, המבוסס על נתונים המצויים במאגרים של מחלקות אחרות בבנק ישראל ושל גופים אחרים, ממקד ומרכז את תוצאות העבודה בתחום. הדוח הוא ערוץ מרכזי להפצת הידע בנושא ולקידום הדיון ביציבות המערכת הפיננסית, בקרב הרשויות והציבור הרחב. "תחום היציבות הפיננסית" מייחס חשיבות רבה לשיתוף הפעולה והתיאום עם גורמים אחרים העוסקים במערכת הפיננסית, לרבות החלפת נתונים, מידע, ניתוחים, הערכות והצעות למדיניות ועבודה משותפת.