

נערכים למשברי העתיד

סטנלי פישר*

בסימפוזיון של השנה שעברה, תחת הכותרת "שימור היציבות במערכת פיננסית משתנה", היה לי הכבוד לשאת את נאום הסיום, וסיימתי בתחזית הבאה: "אך אם הרשויות בארה"ב ובחול"ל יפעלו במהירות ובדרך נאותה לייצוב המצב הפיננסי, אפשר שהצמיחה תתחדש כאשר נשוב וניפגש כאן בשנה הבאה".

והנה אנו כאן, כעבור שנה, ודומה שהצמיחה אכן מתחילה להתחדש.¹ אחרי פשיטת הרגל של ליהמן בראדרס פעלו הרשויות בארה"ב ובחול"ל, ובמיוחד הבנקים המרכזיים, במהירות באופן הולם וברוב המקרים באופן נאות, כדי לייצב את המצב הפיננסי. אך דרכה של הכלכלה העולמית בין 2008 לאוגוסט 2009 הייתה רצופת מהמורות, חסרת ודאות, ולעתים אף מפחידה. יתר על כן, למרות סימני ההתאוששות המעודדים, עדיין מוקדם להכריז על קץ המשבר הכלכלי. משימות רבות עוד נכונות לנו, ובתוכן הבראת מערכות הבנקאות. יש סיבות טובות – אף כי לא חד-משמעיות – לחשוש כי ההתאוששות לא תהיה ברמה הנדרשת. ובכל זאת אפשר להכריז כי שיאו של המשבר מאחורינו, וכי סימניה הראשונים של הצמיחה הגלובלית הופיעו מוקדם ביחס לציפייה הכללית לפני תשעה חודשים.

אירוע זה, המיתון הקשה ביותר במדינות המפותחות מאז השפל הגדול, יותיר ללא ספק צלקות גדולות במשקים – במערכות הפיננסיות, בהון הציבורי, במדיניות הכלכלית, בכלכלה, ואף מעבר לכך. בשיאו, ברביע הרביעי של 2008 וברביע הראשון של 2009, פירנס המשבר מאמרים אפוקליפטיים בדבר אורכו ועומקו של המיתון והאפשרות שאנו עומדים בפני שידור חוזר של השפל הגדול, אודות עתיד הקפיטליזם, בדבר שקיעת המערב והעברת מרכז הכובד של הכלכלה העולמית ומנהיגותה אל המדינות המתעוררות, במיוחד סין, בדבר ירידת תפקידו של הדולר, רפורמה במערכת הפיננסית הבין-לאומית, רפורמה בכלכלה ועוד.

* נגיד בנק ישראל. מאמר זה הוכן להרצאת ארוחת הצהריים בסימפוזיון השנתי ה-33 של בנק הפדרל ריזרב של קנזס סיטי בנושא "יציבות פיננסית ויציבות מקרו-כלכלית", שנערך בג'קסון הול, ואיומינג, ב-21 באוגוסט 2009. ברצוני להודות למרווין קינג על הערותיו והצעותיו המועילות ביותר ולג'ושוע שנק ופיליפ יחלזון מבנק ישראל על הסיוע.

¹ בין יתר המדדים, נרשמו התייצבות בתחזיות הצמיחה של קרן המטבע הבין-לאומית ל-2009 ועלייה בתחזיות הצמיחה לגבי כל האזורים ל-2010.

מרתקים וחשובים ככל שיהיו נושאים אלה, בחרתי להתמקד בנושאים צרים יותר של מבנה כלכלי ומדיניות, הקשורים לשאלה כיצד להפחית את תדירותם של משברים עתידיים ולמתן את היקפם. לפני המשבר היה נהוג להעלות שתי סיבות עיקריות, קשורות ביניהן, לחששות מפני למיתון קשה: *חוסר איזון גלובלי* (*global imbalances*), שעמד בלב התחזיות העגומות במשך מספר שנים, והיה לחלק מההסבר לשיעוריה הנמוכים של הריבית הריאלית במהלך המחצית הראשונה של עשור זה; ו*שביריות פיננסית* (*financial fragility*), הנובעת בחלקה מבעת מחירי הדיו, ובחלקה מהמורכבויות והרגישויות של מבנה-העל הפיננסי שנבנה סביב מימון משכנתאות. החששות הנוגעים לשביריות הפיננסית הלכו וגברו בשנים שלפני המשבר, אך לא עד לרמה שהיה בה כדי לחולל שינויים משמעותיים בהתנהגות הרשויות או בהתנהגותו של רוב המגזר הפיננסי הפרטי.

הן השביריות הפיננסית והן חוסר האיזון הגלובלי תרמו למשבר, ובדיון שלי על האמצעים הנדרשים להפחתת תדירות המשברים ולמיתון היקפם, אעסוק בשניהם – בסוגיות הפיננסיות והשלכותיהן על הפיקוח הפיננסי, על הממשל התאגידי ועל הבנקאות המרכזית, ובחוסר האיזון והמערכת הבין-לאומית. התגובות למשבר התמקדו במגזר הפיננסי, ובו אתחיל.

I. ממשל רגולטורי ותאגידי – רפורמות במגזר הפיננסי

בניגוד לרוב המשברים הפיננסיים בעשור הקודם, שהחלו בשווקים המתעוררים, משבר זה פרץ במרכז המערכת הפיננסית הגלובלית – בארצות הברית – והתפשט כלפי חוץ. כפי שביטא זאת גיירמו אורטיז, נגיד הבנק המרכזי של מקסיקו, באוגוסט 2007: "הפעם זה לא אנחנו". על כן, הרפורמות הנחוצות להפחתת תדירותם ועומקם של משברים פיננסיים חייבות להתחיל במרכז. המשבר הניב פרץ של דוחות הממליצים על רפורמות נרחבות במערכת הפיננסית.² כדוגמה לא אקראית, דוח של G30 בשם *Financial Reform: A Framework for Financial Stability* (ינואר 2009) הציג 18 המלצות, המקובצות תחת ארבע כותרות: (i) "ביטול פערים ונקודות תורפה בכיסוי של הרגולציה והפיקוח הכלל-מערכתיים"; (ii) "שיפור האיכות

² ממשלות בריטניה וארה"ב, ונשיאות האיחוד האירופי פרסמו כולן דוחות בנושא רפורמות במגזר הפיננסי. ראו: US Department of the Treasury, *Financial*; HM Treasury, *Reforming financial markets*, July 2009; *Regulatory Reform*, June, 2009, ומסקנות הנשיאות של מועצת האיחוד האירופי, 19 ביוני 2009, המאמצות במהותן את המלצות המסמך: *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 בפברואר 2009, בדבר הקמת מועצת לסיכון מערכתי אירופי, שהיו"ר שלה ייבחר על ידי חברי המועצה הכללית של הבנק המרכזי האירופי (ECB). ראו גם: דוח של G-30: *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 2009; מסמך הרשות לשירותים פיננסיים בבריטניה: *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, March 2009; מסמך הרשות לשירותים פיננסיים בבריטניה: *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, March 2009; מסמך הוועדה לפיקוח על שווקים פיננסיים: *The Global Financial Crisis: A Plan for*, May 2009. הפרסום האחרון כולל טבלה המשווה את 57 המלצותיה עם המלצות דוחות אחרים, עמ' 221-225; סדרת דוחות בסוגיות רגולטוריות מהפורום ליציבות כלכלית (FSF), החל במסמך המוקדם והחשוב של הפורום, בשם: *Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008; מסמך של G-20: *Declaration on Strengthening the Financial System*, April 2009, המבוסס בחלקו על המלצות ועדת איסינג (Issing Committee) כפי שפורסמו במסמך: *New Financial Order*, February, 2009; ופרסום של ה-IMF: *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, February 2009.

והאפקטיביות הרגולציה והפיקוח הכלל-מערכתיים";³ (iii) "חיזוק מדיניות מוסדית ותקנים, בדגש מיוחד על תקנים לממשל, לניהול סיכונים, להון ולנזילות"; וכן (iv) "חיזוק שקיפותם של שווקים ומוצרים פיננסיים, תוך שיפור התיאום בתמריצים לניהול סיכונים ולנוהג זהיר. מן ההכרח לחזק את התשתית התומכת בשווקים אלה ולעשותה עמידה יותר בפני כשלים פוטנציאליים, גם של מוסדות כספיים גדולים".

רגולציה ופיקוח על המערכת הפיננסית

רגולציה כלל-מערכתית. הדוחות העוסקים ברפורמה במערכת הפיננסית מצביעים על הצורך ברגולציה כלל-מערכתית, ורבים מטילים אחריות זו על הבנק המרכזי.

דוח משרד האוצר האמריקני (עמ' 11) מגדיר פיקוח כלל-מערכתי (macro prudential supervision) כפיקוח המתייחס לסיכונים הנשקפים למערכת הפיננסית בכללותה, וממליץ להטיל את האחריות לרגולציה מסוג זה על מערכת הבנק המרכזי, הפדרל ריזרב. כדי להקנות לפדרל ריזרב את היכולת למלא תפקיד זה, הדוח מציין (עמ' 10) כי צריכה להיות לו הסמכות לפקח על "כל פירמה פיננסית שהשילוב של גודלה, מינופה, וקשריה ההדדיים (interconnectedness) עלול להציב איום בפני היציבות הפיננסית במקרה שהפירמה תיכנס למצב של כשל (Tier 1 FHC) [...] ללא קשר לשאלה אם הפירמה מחזיקה בבעלותה מוסד לפיקדונות שהוא מבוטח". זאת ועוד, התקנים לשם זהירות (prudential standards) החלים על חברות אלה צריכים להיות קפדניים יותר ושמרניים יותר מאלה החלים על חברות פיננסיות אחרות, והפיקוח עליהן צריך לחול על החברה האם ועל כל החברות הבנות שלה.⁴

בניגוד לכך, דו"ח משרד האוצר הבריטי (פרק 6) נוטה להסס בהטלת אחריות זו, אף כי מתקבל הרושם כי בסופו של דבר הוא יטיל אותה על הרשות לשירותים פיננסיים (FSA), הרגולטור המאוחד של המערכת הפיננסית.⁵ בפיתוח הטיעון שלו בדו"ח מציין משרד האוצר הבריטי (עמ' 91) כי שורר קונצנזוס בין-לאומי רחב בדבר חובתם של הבנקים המרכזיים לשמור על עצמאותם ולחתור לאינפלציה יציבה, וכי על רגולטורים לחתור, ברמת המיקרו, לרגולציה זהירה המבוססת על סיכונים. ואולם, בשל הזיקה בין יציבות פיננסית ליציבות מקרו-כלכלית, על שני הגופים לעבוד יחד באופן הדוק כדי להבטיח יציבות מקרו-כלכלית. עוד מודגש בדו"ח, לגבי כלי פיקוח כלל-מערכתיים, כי "יש לפתח ולהסכים [על כלים אלה] ברמה הבינלאומית וליישם בדרך אחידה כדי למנוע ארביטראז' בין תחומי שיפוט ופיקוח" (עמ' 92).

מה עשויים להיות כלים אלה? בין הכלים האפשריים נציין את ריבית הבנק המרכזי וכלים שמטפלים ישירות בקצב יצירת האשראי ובסיכון הכולל של המערכת הפיננסית, לרבות

³ אחת ההמלצות תחת כותרת זו קשורה לשיפור התיאום הרגולטורי והפיקוחי הבין-לאומי, נושא חשוב שבו אני עוסק בנאום זה רק על קצה המזלג.

⁴ אולם הדוח מסבך את המסר בהוספת הדברים הבאים: "חברות הנתונות לפיקוח פונקציונלי וחברות בנות המהוות מוסדות לפיקדונות של חברת החזקות פיננסית (Tier 1 FHC) ימשיכו להיות כפופות לפיקוח ורגולציה בעיקר מצד הרגולטור הפונקציונלי או הפיקוח הבנקאי, לפי המקרה" (עמ' 11).

⁵ בניגוד לכך, דוח **המפלגה השמרנית** "From Crisis to Confidence: Plan for Sound Banking" (יולי 2009) מציע לבטל את ה-FSA ולהטיל את האחריות על פיקוח בנקאי ופיקוח כלל-מערכתי על הבנק המרכזי של אנגליה.

שיעורי ההון והמינוף. נוסף על אלה ניתן להשתמש בכלים רגולטורים ספציפיים יותר ו/או להחיות את השימוש בכלים כאלה, המשפיעים על המערכת הפיננסית, כגון רמה מקסימלית ליחס האשראי להון, המינוף ותנאי משכנתאות אחרים, דרישות ביטחונות, ותקנות אחרות שנקבעו אחרי השפל הכלכלי הגדול ואחרי מלחמת העולם השנייה, ומאז חדלו להשתמש בהן או ביטלו אותן.

הוויכוח לגבי רגולציה כלל-מערכתית קשור קשר הדוק לנושא שעלה לדיון שוב ושוב בכנסים אלה – כיצד על הבנק המרכזי להגיב למחירי נכסים, ובמיוחד למה שנראה כבועות במחירי נכסים. דיון זה לקה בשלושה עיוותים. ראשית, אם מציגים את הנושא כך שהבעיה היא כיצד לנפץ את הבועה כאשר הכלי היחיד שעומד לרשות הבנק המרכזי הוא הריבית, קל מדי לטעון שאין לעשות דבר עד שהבועה תתפוצץ מעצמה; השאלה הכללית יותר היא, אם על שיעור הריבית להגיב למחירי הנכסים ולמצב הפיננסי באופן כללי יותר, ויש טיעון משכנע בעד תשובה חיובית. שנית, אין סיבה להגביל את כלי המדיניות של הבנק המרכזי לשיעור הריבית לבדו. ניתן להוסיף לארגז הכלים שלו כלי פיקוח כלל-מערכתיים. ושלישית, השאלה הנכונה היא לא מה על הבנק המרכזי לעשות, אלא אילו פעולות צריכות הרשויות לנקוט כדי לשמר את היציבות הכלכלית ולקדם צמיחה. הצורך ברגולציה כלל-מערכתית אכן קיים, והשאלה שבה עלינו לדון היא מה הם ההסדרים המוסדיים האופטימליים להגשמת מטרה זו.

מבחינה היסטורית, הפיקוח נבנה לאורך קווים מגזריים – מפקח על הבנקים, מפקח על חברות הביטוח, וכן הלאה.⁶ בתקופה האחרונה ראינו גישה פונקציונאלית, במיוחד בהבחנה בין פיקוח לשם זהירות (בקרטר סיכון) לבין פיקוח על ההתנהגות העסקית (לשם הגנה על המשקיע ועל הצרכן). במודל כפל הפסגות ההולנדי, הפיקוח הכלל-מערכתי שוכן בבנק המרכזי, ואילו הפיקוח על התנהגות העסקית של המוסדות הפיננסיים הוא בידי ארגון נפרד, מחוץ לבנק המרכזי. במודל האירי שתי הפונקציות מצויות בידי הבנק המרכזי.⁷ באוסטרליה הפיקוח המערכתי והפיקוח על ההתנהגות העסקית הם בידי ארגונים נפרדים, שניהם מחוץ לבנק המרכזי. כפי שכבר צוין, בבריטניה, הרשות לשירותים פיננסיים (FSA) אחראית לפיקוח על כלל המערכת הפיננסית, ונמצאת מחוץ לבנק המרכזי. בארצות הברית תפקידי האחריות הפיקוחית מפוזרים במידה רבה בין גופים שונים, קיימים פערים במערכת, והתיאום ביניהם כרוך בקשיים; תוכניתו של משרד האוצר האמריקאי חותרת לטפל בכל הבעיות האלה.

ספק בעיניי אם קיים מודל אחד מיטבי. בישראל הפיקוח על הבנקים פועל בחסות בנק ישראל, ואני מוצא כי נוכחות המפקח על הבנקים וזרימת המידע ממחלקתו חיוניים להתמודדותנו עם המשבר הנוכחי. לזרמי המידע חשיבות מכרעת, ועובדה פשוטה היא שבתוך ארגון, מידע זורם ביתר קלות מאשר בין ארגונים שונים – וזוהי אחת הסיבות לנהל פיקוח כלל-מערכתי במסגרת הבנק המרכזי. אלה שלא חיו בבירוקרטיות עשויים לטעון כי ודאי ניתן להבטיח זרימת מידע מהירה ומדויקת בין מוסדות. ייתכן שהדבר אפשרי, אך זהו אינו הכלל – אי אפשר להפריז בחשיבותו של זרימת מידע מדויקת ובזמן, לשם קבלת החלטות מדיניות בעתות משבר.

⁶ אני מצטט כאן מתוך נאום הסיום שלי מהשנה שעברה.

⁷ ליתר דיוק, הארגון מוכר בשם "הבנק המרכזי והרשות לשירותים פיננסיים באירלנד" (Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

קיימת גם השאלה הקריטית כיצד לתאם בין החלטות של מדיניות מוניטרית להחלטות של מדיניות פיקוח כלל-מערכת. יש מקרים – כפי שהיו בשנים האחרונות – של התנגשות בין שיקולי ייצוב האינפלציה לשיקולי יציבות מערכתית. מקבלי ההחלטות חייבים למצוא את האיזון. אם האחריות ליציבות הפיננסית נתונה בידי הבנק המרכזי, הוא המחליט באיזו דרך יימצא האיזון. אחרת, מישוהו אחר צריך לעשות זאת. מי? זה עשוי להיות הארגון המופקד על המדיניות הכלל-מערכתית, אך כפי שנאמר בדוח משרד האוצר הבריטי, רגולטורים פיננסיים נוהגים "לחתור לרגולציה כלל-מערכתית המבוססת על סיכונים". אם אין מפקידים את האחריות להחלטה בידי הבנק המרכזי, היא תגיע לידי האוצר. מצב זה ככל הנראה אינו רצוי, מאותה הסיבה שעל הבנק המרכזי לשמור על עצמאותו.

המסקנה לדעתי היא כי יש לתת בידי הבנק המרכזי את האחריות, ואת הכלים, לעשות את העבודה ברמה הכלל-מערכתית. במקרה של ארה"ב, הצעת משרד האוצר מקנה לפדרל ריזרב את הסמכות להפעיל רגולציה על מוסדות בעלי חשיבות מערכתית, וזהו חלק מהדרוש לו כדי למלא את תפקידיו ברמה הכלל-מערכתית; אולם לא ברור אילו כלי מדיניות נוספים – כגון פיקוח על יחסי ההון במוסדות הפיננסיים – ייתנו לו.

גודלה ומורכבותה של המערכת הפיננסית חייבים להוות שיקול בקביעת מבנה המערכת הרגולטורית, שכן בניהול של כל ארגון גדול קיימים חסרונות לגודל, ולפיכך הטיעון בעד רגולטור יחיד האחראי על המערכת בכללותה יהיה ברוב המקרים חזק יותר במשק קטן. מלבד זאת סביר שהמערכת הפוליטית תנהג בזהירות בנוגע להקניית כוח רב מדי למוסד עצמאי יחיד כלשהו. לפיכך הגיוני שהפיקוח הבנקאי במשק גדול, כמו זה של ארה"ב, יישאר מפוזר בין מספר מוסדות, אף שהדבר מחייב תיאום, ולמרות הקושי הכרוך בניהול התיאום הזה.

במשק קטן, כמו ישראל, אפשר להפקיד את האחריות על פיקוח כלל-מערכתי בידי הבנק המרכזי, ולהטיל על מוסד או מוסדות אחרים את האחריות לפיקוח על ההתנהגות העסקית של המוסדות הפיננסיים.⁸ חוק בנק ישראל החדש, שאנו מקווים כי יעבור בכנסת בזמן הקרוב, מציין תמיכה ביציבות הפיננסית כאחת משלוש המשימות העיקריות של הבנק, ואנו מאמינים שהיכולת של בנק ישראל לתמוך ביציבות הפיננסית תתחזק על ידי יישום המודל ההולנדי לפיקוח על המגזר הפיננסי, מודל אשר לפיו כל הפיקוח הכלל-מערכתי מופקד בידי הבנק המרכזי.

באשר לשאלה אם יש "לפתח ולהסכים [על כלי פיקוח כלל-מערכתי] ברמה הבין-לאומית וליישם בדרך אחידה כדי למנוע ארביטראז' בין תחומי שיפוט ופיקוח" – כפי שנטען בדוח האוצר הבריטי, הדבר רצוי, אולם רק אם ניתן ליישמו במהירות; אין זמן להמתין ומדינות צריכות להתחיל לנסח את גישותיהן הלאומיות לפיקוח כלל-מערכתי, תוך כדי חתירה לתיאום בין-לאומי בו-זמנית.⁹

יחסי הון ונזילות. סביר לשער, וגם רצוי, שיחסי ההון הנדרשים ברחבי העולם יועלו לאור המשבר, וכי יוגבר הדגש על הנדבך הראשון של ההון (Tier I capital). המודל הספרדי של יחסי הון אנטי-מחזוריים צובר תמיכה רחבה, וסביר שיישם במדינות נוספות, דבר אשר יסייע לייצב את מחזור

⁸ הפיקוח על ההתנהגות העסקית יכול להתנהל בארגון אחד או להתחלק בין היבטי ההתנהגות הנוגעים לקשרי צרכנים לבין אלה הנוגעים לקשרי משקיעים.

⁹ לסיכום מתומצת של הסוגיות הנוגעות לתיאום בין-לאומי ולפתרונות אפשריים – ראו:

"Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management", IMF, February 2009, pp.19-21

העסקים.¹⁰ למעשה, המודל הספרדי מתייחס לרכיב האנטי-מחזורי בהון הבנק כרזרבה המיועדת לשימוש בתקופות של שפל, שתפקידה לאפשר לבנקים להמשיך להלוות במקרה של הרעה במצב הכלכלי.

לנוכח הלחצים המתמידים ממוסדות פיננסיים למצוא דרכים להפחית את דרישות ההון, לרבות באמצעות פעילויות חוץ-מאזניות, יהיה על הרגולטורים לעמוד על המשמר במשחק החתול-והעכבר שבין המפקח למפוקח, כדי לוודא שיחסי ההון לא ידוללו בפועל כתוצאה מחדשנות פיננסית ולחצים פוליטיים.

נוסף על הגדלת יחסי ההון, יש לשער שהרגולטורים ינהיגו דרישות ליחסי נזילות. הניסיון, בין היתר מהשנה שעברה, מלמד כי יש לקבוע יחס נזילות, וכי טווח הנכסים המוגדר כנזיל צריך להיות קטן. גם בתחום זה רצוי להגיע להסכמה ותיאום ברמה הבין-לאומית, אך הרגולטורים בכל מדינה אינם צריכים להמתין להסכמה בין-לאומית בטרם ינהיגו דרישה ליחסי נזילות.

מוסדות פיננסיים יתלוננו, קרוב לוודאי, כי העלאת יחסי ההון והנהגת יחסי נזילות פורמליים יגדילו את העלות של עשיית עסקים ויהיו הגדלות מס בפועל. לנוכח ההוכחה החיה, בשנה שעברה, לשברירותן של המערכות הפיננסיות שניצבו בפני אובדן ביטחון הציבור, והעובדה שהישרדותן תלויה בגיבוי ובפעולה של ממשלות – בשנה האחרונה בקנה מידה מסיבי – ראוי בהחלט שפירמות פיננסיות יידרשו לבטח את עצמן כנגד משברים עתידיים על ידי החזקת כמות נוספות של הון ונזילות.

גדול מכדי ליפול, מנגנוני פירוק, וסיכון מוסרי. ניסיון השנה שעברה סיפק הבהרה נחוצה ביותר לתפיסה המכונה "גדול מכדי ליפול" (too big to fail). כמה מן השמות הגדולים בתולדות העולם הפיננסי נעלמו כלא היו (כמו ליהמן בראדרס), מספר חברות מצויות בתהליך של חיפוש דרך לסיים את קיומן (כגון AIG), רבות לא היו שורדות לולא סיוע ממשלתי (כגון Citigroup), ורבים מבעלי המניות ספגו הפסדים גדולים ביותר.

סביר להניח שהצורך להוכיח כי הרשויות אינן מוכנות להציל כל מוסד פיננסי גדול – במילים אחרות, לבטל את השפעות ההתנהגות הפיננסית לפי דוקטרינת "גדול מכדי ליפול" – היה בין השיקולים בהחלטה שלא להציל את ליהמן. הבהלה הכלל-עולמית שחוללה קריסתה של ליהמן הובילה באופן ישיר, כעבור יומיים, להחלטה להעניק סיוע מסיבי ל-AIG, צעד שיצר את הרושם שתפיסת "גדול מכדי ליפול" עודנה חיה ובעטת. אולם האמת היא, שאם חלק כלשהו מ-AIG ישרוד, לא יהיה זה אותו המוסד באופן שניתן לזהותו, ובעלי המניות של AIG המקורית לא יכסו את השקעתם; במילים אחרות: המוסד כשל. בדומה למקרה זה, רובה של Citigroup נמצא כעת בבעלות המדינה, ובעלי מניותיה מהמגזר הפרטי ספגו הפסדים נכבדים ביותר.

אם כן, באיזה מובן היו מוסדות אלה גדולים מכדי ליפול? בשלושה מובנים לפחות. ראשית, בעלי פיקדונות במוסדות הרלוונטיים לא נענשו משמעותית: ככל שהמשבר הפיננסי העמיק, הממשלות העניקו ערבויות רחבות ביותר לפיקדונות בבנקים, או לכל הפחות הרחיבו

¹⁰ ראו את דוח הוועדה המשותפת של הפורום ליציבות כלכלית ושל קבוצת העבודה לסוגיות הון בנקאי של ועדת באזל לפיקוח על הבנקים: Reducing Procyclicality Arising from the Bank Capital Framework, March 2009; and FSF, Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System, April 2009.

במידה רבה את התוכניות הפורמליות לביטוח פיקדונות. הדבר היה בלתי נמנע ומתבקש, מפאת הצורך למנוע בהלת משיכות. שנית, מחזיקי אג"ח ברוב המוסדות הפיננסיים שקיבלו סיוע ממשלתי ושרדו בצורה כלשהי, לא סבלו. העניין כאן היה למנוע בהלת משיכות על החוב הבנקאי, שהייתה מתבטאת בירידות כלל-מערכתיות גדולות עוד יותר של ערך החוב הבנקאי, ובהגברת הקשיים לבנקים בגיוס משאבים דרך הנפקת אג"ח. הסוגיה של מעמד החוב הבנקאי במשברים עתידיים לא נפתרה עדיין, אך טעונה פתרון; ואכן, במדינות מסוימות שבהן חובות הבנקים קיבלו ערבויות ממשלתיות, צריך לגבש דרכים לצאת מערבויות אלה. ושלישית, חברות רבות שכן שרדו נזקקו לשם כך לסיוע המדינה: הן קיבלו את ההזדמנות לשקם את הון, ודומה כי חלקן כבר מצויות בעיצומו של תהליך זה. דברים אלה אינם מתקבלים בשוויון נפש על ידי הציבור, אשר חש, כך נדמה, כי בעלי החברות ועובדיהן המתוגמלים ביותר היו צריכים לשלם מחיר גבוה יותר; זאת אף על פי שרבים מן המנהלים ובעלי השכר הגבוה איבדו חלק ניכר מהונם כתוצאה מירידת ערך המניות והאופציות של מוסדותיהם, אשר בהן הם החזיקו.

ליהמן לא היתה חברה גדולה במיוחד. למרות זאת, היות שבפעולותיה היו מעורבים גופים בכל רחבי ארה"ב ובמערכות הפיננסיות הגלובליות, קריסתה חוללה נזק רחב ממדים. על רקע זה, הקטגוריה של "מקושר מכדי ליפול" התווספה לזו של "גדול מכדי ליפול". זוהי קטגוריה נחמדה, אבל הלקח האמיתי איננו לגבי "גדול" לעומת "מקושר"; אלא לגבי הניסיון לגבש אומדן מציאותי של העלויות והתועלות של דרכי פעולה חלופיות כאשר אנו ניצבים בפני מוסד במצוקה.

כתוצאה מן המשבר קיימת כיום הבנה רחבה יותר כי המפתח להתמודדות עם מוסדות פיננסיים במצוקה הוא זה של *מנגנוני פירוק (resolution mechanisms)* – מנגנונים לפירוק חברה במצוקה בצורה מסודרת, כפי שנוהגת הרשות הפדרלית לביטוח פיקדונות בארה"ב (FDIC) בבנקים כושלים. כפי שניסחה זאת שילה באייר,¹¹ "...הפירוק יתרכז בשימור הנזילות ובפעילויות המרכזיות של הארגון, כך שיהיה ניתן להגיע לפתרון עבור הישות בצורה מסודרת מבלי לגרום שיבושים בתפקוד המערכת הפיננסית. בעלי המניות ומחזיקי האג"ח יספגו הפסדים, וההנהלה הבכירה תוחלף. ללא משטר כולל לפירוק ניהול לחזור על התגובות הנקודתיות והיקרות של השנה שעברה".

אילו היה מנגנון פירוק שמיש עבור ליהמן, הגוף המופקד על הפירוק יכול היה להשתלט על החברה – והוא היה מקבל גישה לכספים הדרושים לכך – והתחייבויותיה של החברה היו הולכות ופוחתות במהלך הזמן. גישה כזאת הייתה יקרה הרבה פחות מקריסתה של ליהמן. מרווין קינג תיאר את הצורך במנגנון פירוק יעיל כאשר אמר שיש לבקש מכל פירמה פיננסית לכתוב צוואה – מסמך המציין כיצד יחולקו נכסיה במקרה של מותה.

התנהל גם דיון נרחב בשאלה כיצד להתמודד עם חברות פיננסיות גדולות מאוד, לרבות חברות גדולות מאוד יחסית לגודל המשקים שבהם הן פועלות, כמו במקרה של הבנקים האיסלנדיים, או שני הבנקים השווייצריים הגדולים. ברור, כך נדמה, שמוטב למדינות להגביל את גודלם של מוסדות פיננסיים ספציפיים יחסית לגודל המשק, הן כדי להפחית את העלויות למשק עקב קריסת חברה, והן כדי לצמצם את הפגיעות הכוללת של המערכת הפיננסית לקריסה של חברות מסוימות. אחת הדרכים לעשות זאת היא לחייב בנקים גדולים, או בעלי חשיבות מערכתית, לדאוג ליחסי הון גבוהים יותר. הרשויות השווייצריות מעודדות באופן ברור את

¹¹ בעדותה בפני ועדת הסנאט לבנקאות, לדיור ולעניינים עירוניים, 23 ביולי 2009.

הבנקים הגדולים במדינה להגדיל את כמות ההון שלהם. האם על הרשויות להשתמש במנגנוני פיקוח אחרים למטרה זו? זוהי סוגיה אחרת המונחת על השולחן.

אפילו בכלכלות הגדולות ביותר יש מקום לרפות את ידיהם של מוסדות פיננסיים מהתרחבות מופרזת. ברור כי קיימים יתרונות לגודל בבנקאות מסחרית עד לנקודה מסוימת, אך פחות ברור אם אותם יתרונות לגודל ממשיכים להתקיים בבנקים הגדולים ביותר – ועלויות ההתמודדות עם קריסה של בנק גדולות ככל שהבנק גדול יותר. ברור אף פחות אם קיימים יתרונות למיגוון (economies of scope) באופן משמעותי במגזר הפיננסי: אין עדויות רבות לטענה שהשקפת "המרכול הפיננסי", ששימשה כדי להצדיק את ביטולו של חוק גלאס-סטיוגל בארה"ב, מביאה לידי מתן שירותים פיננסיים יעילים וזולים יותר. ואף שבנקים להשקעות הפכו לבנקים מסחריים במהלך השנה האחרונה, כדי לקבל גישה לשירותיו של הפדרל ריזרב, דומה כי אין תועלת כלכלית משמעותית – ולבטח קיימים חסרונות כלכליים פוטנציאליים – בשילוב פעילויות של מסחר בקנה מידה רציני עם בנקאות מסחרית רגילה.¹²

לסוגיה זו – השאלה מהו המבנה היעיל ביותר עבור מוסדות פיננסיים ומערכות פיננסיות – יש חשיבות מרכזית לשאלה מהי הדרך הטובה ביותר לפקח על המערכת הפיננסית בשנים הבאות, בהתחשב בעובדה שמוסדות פיננסיים עלולים לקרוס כתוצאה מאובדן ביטחון הציבור בהם, וכי העלויות של כשלים אלה עלולות להיות בסדר גודל מקרו-כלכלי. בשלב זה מובן מאליו, כך נדמה, שעלינו לחזור למבנה המערכת הפיננסית שהיה ערב המשבר. אולם עלינו לחשוב בהיבט רחב יותר, לרבות האפשרויות שדרושים שינויים מבניים רדיקליים יותר, למשל על ידי הגבלה קפדנית על המסחר של מוסדות פיננסיים במכשירים שבבעלות הבנק (proprietary trading) או על ידי צורות אחרות של בנקאות צרה יותר.

עד כה נראתה התקדמות מועטה מדי בדרכים להתמודד עם קריסתו של בנק בין-לאומי גדול. הבעיה העיקרית היא איזו מדינה או אילו מדינות נוטלות על עצמן את האחריות לטפל בהשלכות שלאחר הקריסה. אחת האפשרויות היא לדרוש ממוסדות פיננסיים בעלי פעילות בין-לאומית להפעיל חברות בנות בצורת ישויות חוקיות נפרדות בכל מדינה, כך שכל חברה בת תפורק במדינה שבה היא פועלת.¹³

לסיום, בעניין סיכון מוסרי: נושא זה עשוי לעלות כסוגיה מרכזית בתכנון המערכת הפיננסית ובפיקוח עליה. אף קובע מדיניות אינו רוצה להיות במצב שבו החשש מפני סיכון מוסרי יוצר את הדילמה אם לנקוט פעולה יקרה מאוד למשק כדי ללמד אנשים מסוימים לקח, או לעשות דבר שעלול לעודד התנהגות בלתי רצויה בעתיד. הן בתכנון המערכת והן בפעולתה עלינו לעשות כל שלא ידינו כדי שלא להעמיד את מקבלי ההחלטות במצב כזה. אם בכל זאת מצאנו את עצמנו במצב כזה, הרי זה מאוחר מדי – שכן טעות היא לגרום נזק חמור ובלתי מוצדק לאנשים רבים כדי ללמד לקח את המעטים.

¹² דוח ה-G-30 ממליץ (עמ' 59) "להגביל מוסדות בנקאיים גדולים ובעלי חשיבות מערכתית בפעילותם במכשירים בבעלות הבנק, הכרוכים בסיכונים גבוהים במיוחד [...] יש לאסור בדרך כלל על חסות מימונית וניהול מאגרי הון פרטיים ממוזגים [...] ולהגביל מסחר במכשירים בבעלות הבנק בקנה מידה גדול באמצעות דרישות הון ונזילות קפדניות".

¹³ ראו: Michael Pomerleano, "Ring-fence cross-border financial institutions", *Financial Times*, <http://blogs.ft.com/economistsforum/>.....August 10, 2009

ממשל תאגידי

אמנם טבעי הוא שקובעי המדיניות יתמקדו בשיפור הפיקוח והרגולציה, אך המחדלים הגדולים שהביאו למשבר היו אלה של הנהלות המוסדות הפיננסיים. ההנהלות, ובמיוחד מנהלי הסיכונים ברמת המטה, כשלו במשבר בגדול, והכישלון הזה מטריד יותר מכישלונם של הרגולטורים, שכן אל לנו לצפות כי הרגולטורים, באמצעות משאביהם המצומצמים ועם המגבלות האינהרנטיות על כמות המידע שהם מקבלים ומסוגלים לגייס, יצליחו יותר ממנהלי הסיכונים בתאגידים להבין מהם הסיכונים העומדים בפני המוסד הפיננסי ולשלט בהם.

גיון קיי (John Kay) הביע לאחרונה את הדעה שבנקים מודרניים הם מסובכים מכדי להיות מנוהלים על ידי בני תמותה.¹⁴ מתוך קבלת דעה זו כאתגר ולא כקריאת ייאוש, אדון בקצרה ברפורמות הפוטנציאליות בתחומים של ניהול סיכונים ותגמול, תוך התבססות בעיקר על דוח שהוכן לאחרונה עבור הממשלה הבריטית על ידי סר דייוויד ווקר (Sir David Walker) ועל דוח ה-OECD מיוני 2009 בנושא ממשל תאגידי.¹⁵

ניהול סיכונים בתאגידי. דוח ווקר מתמקד בדירקטוריון כאמצעי העיקרי לשיפור הממשל התאגידי. הוא ממליץ (עמ' 81) על הקמת ועדת דירקטוריון לסיכון, שפעולתה נפרדת מוועדת הביקורת, "ואחריותה לפקח ולייעץ לדירקטוריון בעניין חשיפות שוטפות של הישות לסיכון ובעניין אסטרטגיית סיכון עתידית". ועדה מבצעת לעניין סיכונים תיזדרש לפעול במסגרת פרמטרים והגבלות אשר ייקבעו על ידי ועדת הדירקטוריון לסיכון.

הדוח ממליץ למנות מנהל סיכונים ראשי (Chief Risk Officer), אשר יפעל באופן עצמאי לחלוטין מן היחידות העסקיות השונות, וידווח ישירות למנכ"ל¹⁶ ולוועדת הדירקטוריון לסיכונים, ואשר "יש להקנות לו הן מעמד והן גמול המשקף את חשיבותו המרכזית של התפקיד" (עמ' 84). מעבר לחיזוק יכולתו של הדירקטוריון לפקח על הסיכונים, נחוץ גם לחזק את ניהול הסיכונים בתוך התאגידי. מנהלי סיכון פנימיים צריכים להיות בלתי תלויים ביחידות העסקיות האחרות וזקוקים לגיבוי מלא של ההנהלה ושל הדירקטוריון כדי למלא את תפקידם, בשל הלחצים העזים שהסביבה התחרותית של חברה פיננסית גדולה מפעילה על מנהלי הסיכון. "אמרו פשוט לא" – קל לומר, אך קשה לבצע, כאשר המשמעות היא למנוע מעמיתך עמלה, עסקה או השקעה בעלות פוטנציאל לרווחיות גבוהה במיוחד.

מנהלי הסיכון הפנימיים שפגשתי במשך חיי הקצרים במגזר הפרטי היו אנשים מיומנים מבחינה טכנית. ייתכן שהופעל עליהם לחץ להסכים לעסקאות מסוכנות. אך מה שחסר באותו מקרה שהייתי עד לו, הוא מישהו שישתכל על הסיכונים בראייה כלל-מערכתית, מישהו שיש לו היכולת לשאול שאלות קשות על האפשרות שיחולו שינויים קיצוניים בסביבת השוק – ואז לגרום להנהלה לעשות משהו בנידון.

¹⁴ "Our banks are beyond the control of mere mortals", *Financial Times*, July 8, 2009

¹⁵ המסמך *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, הוכן עבור ראש ממשלת בריטניה ומשרד האוצר הבריטי ביולי 2009. ראה גם: OECD, *Corporate Governance and the*; Financial Crisis: Key Findings and Main Messages, June 2009; וכן: FSF, *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, April 2009.

¹⁶ בדוח צוין "CEO or FD", כאשר "FD" מציינ מנהל כספים (finance director).

יש כאן מצב עדין. אם מנהלי הסיכון נדרשים לייחס הסתברויות גבוהות לתרחישים קיצוניים, כגון אלה שהתממשו בשנה שעברה, היקף ההלוואות ונטילת הסיכונים באופן כללי יותר יקטנו באופן חמור ומסוכן. לא יהיה זה נכון או יעיל מצד ההנהלות של חברות פיננסיות או רגולטורים לדרוש ממוסדות פיננסיים להיות שונאי סיכון במידה רבה מדי בפעילויות ההלוואה שלהם ובפעילותם בשוק. אולם, אם מוסדות אלה אינם מקדישים תשומת לב ראויה לאירועים בעלי הסתברות סבירה אשר עלולים להשפיע לרעה על מצבם, הם תורמים לתנודתיות מופרזת ולמשברים.¹⁷

תגמול ונטילת סיכונים.¹⁸ במסמך "עקרונות למדיניות תגמול נאותות" (Principles for Sound Compensation Policies), מציין ה-FSF (עמ' 2-3) כי יש להתאים את התגמול לכל סוגי הסיכון; תוצאות התגמול חייבות להיות סימטריות לתוצאות הסיכון; לוחות הזמנים לתשלום הגמול חייבים להיות רגישים לאופק הזמן של הסיכונים; ותמהיל המזומנים, המניות וצורות התגמול האחרות חייב להתאים למערך הסיכונים.

שלוש הערות: ראשית, קשה מאוד להתאים את השכר לתמריצים ולביצועים, אולם חיוני שחברות ינסו להשתפר בתחום זה. שנית, העובדה שלאנשים יש אחריות מוגבלת בפועל, יוצרת אסימטריה המעודדת נטילת סיכונים מופרזת ללא קשר לצורה שבה משולם הגמול המותנה. שלישית, אחרי אסונות השנה שעברה והעלויות הגדולות של ההתערבות הממשלתית, על המגזר הפיננסי להשיב את ביטחון הציבור, והחזרה לצורות ולרמות הקודמות של תגמול עובדי המגזר כאילו דבר לא קרה איננה הדרך להשגת מטרה זו.¹⁹

הדיון הנוכחי על ממשל תאגידי מייחס חלק ניכר מן האחריות לשיפור הביצועים לדירקטוריונים של התאגידים. אולם אל לנו להפריז במה שהם והרגולטורים מסוגלים לעשות, שכן שניהם חסרים את המעורבות 'במשרה מלאה' בבעיות החברה שיש להנהלה. ביחס לניהול סיכונים ולתגמול וביחס לממשל תאגידי באופן כללי יותר, עלינו לצפות מהנהלות החברות לבצע את תפקידן כראוי, לא פחות מהדירקטוריונים ומגופי הרגולציה.

II תפקיד הבנק המרכזי

לא היה זה מיתון רגיל, וכמוהו גם מדיניות הבנקאות המרכזית ששימשה כדי להילחם בו. הפדרל ריזרב ובנקים מרכזיים מובילים אחרים מילאו תפקיד אקטיביסטי בתגובה למשבר, במיוחד בהתערבותם בשוקי הנכסים. השאלה היא אם פעולות הבנקים המרכזיים במשבר זה היו תגובה הולמת למשבר, ואם קווי המדיניות החדשניים שראינו בשנה האחרונה יובילו לשינויים ארוכי טווח בדוקטרינה ובהתנהגות של הבנקאות המרכזית.

¹⁷ פסקה זו מבוססת על ההנחה שקיים שיווי משקל של ציפיות רציונליות, שבו חברות נוטלות סיכונים סבירים ועושות רווחים בהתאם לסיכונים אלה.

¹⁸ ראו דוח ה-FSF: *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, April 2009. דוח OECD בנושא ממשל תאגידי, שם, כולל סיכום מצוין של הסוגיות הקשורות לנוהגי תגמול, קיימים ורצויים, מנקודת מבט של יציבות ויעילות פיננסיות. לדיון בתיאוריה המודרנית ראו, לדוגמה: Lucian Bebchuk and Jesse Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press 2004). ראו גם: "Equity Compensation for Long-Term Results", WSJ.com, June 16, 2009.

¹⁹ הערה בעניין זה ראו אצל: Lucian Bebchuk and Alma Cohen, "Back to the Good Times on Wall Street", WSJ.com, July 31, 2009.

מלכודת נזילות, הקלה כמותית והקלת אשראי. מדיניות ריבית האפס של הבנק המרכזי של יפן בשנות התשעים של המאה העשרים לוותה במדיניות של הקלה כמותית (quantitative easing, QE). הרעיון הפשוט של הקלה כמותית הוא שהבנק המרכזי רוכש נכסים כדי להגדיל את הבסיס המוניטרי, או מיצרף אחר.

במשבר הנוכחי, ככל ששיעור הריבית התקרב לרצפת האפס²⁰ בארה"ב, ביפן, במדינות האירו, בבריטניה, בקנדה, בישראל ובמדינות אחרות, החלו הבנקים המרכזיים ליישם מדיניות של הקלה כמותית, דרך רכישת נכסים. שיעורי הצמיחה של הכסף על הגדרותיו השונות היו מרשימים במדינות רבות, כאשר שיעורי הצמיחה של מיצרפים מוניטריים הקרובים לבסיס הכסף היו הגבוהים ביותר – לדוגמה, במקרה הישראלי, צמיחת ה-M1 ב-12 החודשים האחרונים הייתה 56%, בשעה שה-M2 (הכולל פיקדונות לזמן קצוב, אשר לנוכח שיעורי הריבית הנמוכים במיוחד על פיקדונות לזמן קצוב הועברו לחשבונות העו"ש, הנכללים ב-M1) צמח ב-18%.

הבנקים המרכזיים נאלצו להיאבק בשאלה מהי מידת ההקלה הכמותית שעליהם לבצע. אחת הגישות הייתה להשתמש בכלל טיילור כדי לחשב מה היה שיעור הריבית (השלילי) לפי כלל טיילור, ואז לחשב בכמה הייתה כמות רלוונטית כלשהי (נניח, בסיס הכסף) צריכה לגדול כדי להשיג שיעור ריבית זה. גישה נוספת הייתה להשתמש בצורה כלשהי של תורת הכמות. כהערה צדדית, אילו המדיניות המוניטרית הוגדרה במונחים של גידול הכמות של נכס כלשהו, כדוגמת הבסיס המוניטרי, הבנק המרכזי לא היה יכול, נוסף על כך, להכריז על שיעור ריבית נתון כעל ריבית הבנק. מסיבה זו, ככל הנראה, קבע הפדרל ריזרב את ריבית הבנק המרכזי כטווח.

במקרה שלנו, ובמקרה של רוב הבנקים המרכזיים האחרים המתקרבים לגבול האפס, הבנק המרכזי בכל זאת מכריז וקובע ריבית הקרובה לאפס. ריביות אלו משתנות כיום בשיעור שבין 25 ל-100 נקודות אחוז. הפסקנו להוריד את ריבית הבנק המרכזי בהגיעה ל-50 נקודות בסיס, על סמך ניתוח שלפיו הורדות נוספות היו משפיעות רק במידה מזערית על תנאי האשראי. מספר בנקים מרכזיים, בהם הפדרל ריזרב והבנק המרכזי של אנגליה, החלו בתוכניות לרכישת אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך. במקרה של בנק ישראל, היכן שבתחילת תוכניתו עקומי התשואה היו תלולים מאוד, המטרה הייתה להוריד את שיעורי הריבית הצמודים לטווח הבינוני על אג"ח ממשלתיות, שעליהם מתבססות הריביות למשכנתאות צמודות. להערכתנו, תוכניתנו, שנמשכה כארבעה חודשים²¹ והסתכמה במעט פחות מ-3 אחוזים מהתמ"ג (פחות מ-10 אחוז ממלאי המניות הרלוונטיות), הביאה להורדת הריביות בשיעור 30 עד 40 נקודות בסיס. כמו כן דומה שהייתה לתכנית השפעה על ריביות האג"ח הקונצרניות.

רכישות אג"ח ממשלתיות הובילו לחשש, או להאשמה, שהבנק המרכזי מממן את גירעון הממשלה ו"מדפיס כסף" לצורך זה. בנק ישראל גם התערב במשך למעלה משנה בשוק המט"ח, בתוכנית שהסתיימה מוקדם יותר החודש. קנינו 100 מיליון דולרים ביום (4-5 אחוזים בערך מהמחזור היומי), ובתוך כך הגדלנו את רזרבות המט"ח שלנו מ-27 מיליארדי דולרים ל-52

²⁰ בספרו *General Theory*, דן קיינס בתוכניתו של Gesell ליצירת שיעור תשואה שלילי על הכסף על ידי ביול של הכסף. ישנן ללא ספק תכניות אחרות להשגת אותה מטרה, אך נכון להיום דומה כי אין דרך מעשית להוריד את שיעור הריבית הנומינלי של הבנק המרכזי עד מתחת לאפס.

²¹ התוכנית הסתיימה בסוף יולי.

מיליארדים, גידול של כ-13 אחוז מהתמ"ג, ויחס הרזרבות לתמ"ג עומד כעת על כ-27%.²² רכישות אלו עוררו גם הן את החשש שאנו מדפיסים כסף ותורמים לאינפלציה.

ההתערבויות שלנו בשוק המט"ח נעשו הן מפני שחששנו זה זמן רב כי רזרבות המט"ח שלנו נמוכות מדי, והן מפני שלא רצינו להיכנס למיתון במשק שהיצוא שלו מסתכם בלמעלה מ-40 אחוז מהתמ"ג, עם שער חליפין מיוסף באופן משמעותי. כמו כן ציפינו שפיחות שער החליפין יתרום למניעת דפלציה, כפי שאכן קרה.²³

האם תוכניות בלתי סטנדרטיות אלו לרכישת נכסים "מדפיסות כסף"? ייתכן, אך לא בהכרח. הדבר תלוי בשאלה אם תוכניות אלו מעוקרות בשוליים, במובן זה שנקטות פעולות כדי לקזז את השפעותיהן על שיעור הריבית לטווח קצר, או על יעד כמותי מוניטרי או פיננסי נתון של המדיניות המוניטרית. האם הן תורמות לאינפלציה? זה היה חלק מהכוונה – הן נועדו להקל את התנאים הפיננסיים, ולעזור למנוע דפלציה. במקרה שלנו, וגם במדינות אחרות, המטרה של תכניות QE הייתה להעלות את האינפלציה מהשיעור השלילי שממנו חששנו. כאן הייתה חשיבות ליעד האינפלציה: יכולנו להסביר שאפילו בריבית אפס צפוי היה שהאינפלציה תהיה שלילית.²⁴ לפיכך יעד האינפלציה שלנו חייב אותנו לנהל מדיניות מוניטרית של הקלה כמותית, המכוונת להעלאת שיעור האינפלציה.

מלווה של מפלט אחרון. בשעה שבנקים מרכזיים אחרים שמו דגש במדיניות ההקלה הכמותית שלהם, הנגיד ברננקי תיאר למשך זמן מה את פעולות הפדרל ריזרב *מקלט אשראי* (*credit easing*), התערבויות בשווקים ספציפיים שאינם מתפקדים כרגיל, כגון שוק ניירות הערך המסחריים אחרי קריסת ליהמן ושוקי הנכסים המבוססים על משכנתאות אחרי התנפצות בועת מחירי הדיר.

התערבויות מסוג חדשני זה מתקרבות יותר לפונקציה של 'מלווה של מפלט אחרון' מאשר להקלה כמותית טהורה, במובן זה שהבנק המרכזי מלווה בשווקים שאינם מתפקדים או אינם פועלים כראוי, במידה רבה עקב אובדן האמון אצל שותפים פוטנציאליים לעסקאות. אולם אם אין מעקרים את הפעולות, הן כרוכות גם בהקלה כמותית במובנה הכללי יותר, במובן הרחבת המאזן של הבנק המרכזי.

מדיניות הקלת האשראי של הפדרל ריזרב וסדר הגודל שבו היא מיושמת מייצגים חידוש בפעולותיו של בנק מרכזי במשבר, חידוש שבגיניו תואר הפדרל ריזרב כיעושה שוק של המפלט האחרון. לא סביר שפעולות כאלה יידרשו בעתיד בשפל מחזורי רגיל, אולם הן משמשות כלי רב ערך אשר עשוי לשמש בהתמודדות עם בהלות פיננסיות בעתיד, ואשר עשוי להיכנס לשימוש במקרה ששווקים חשובים נעצרים, כפי שקרה במשבר זה.

²² זו היתה התערבותנו הראשונה בשוק המט"ח לאחר קרוב לעשר שנים, כאשר שער החליפין יוסף במהירות רבה במאוס 2008, בזמן שהיה כבר ברור כי המיתון בפתח. התוכנית החלה ברכישות יומיות של 25 מיליון דולרים, אולם כאשר שער החליפין של השקל מול הדולר צנח ביולי 2008, הגדלנו את הרכישות היומיות ל-100 מיליון דולרים. לאחר מכן פוּחַת שער החליפין מול הדולר במהלך ששת החודשים הבאים בשיעור 20 עד 25 אחוזים, והחזיר את שער החליפין הנומינלי והריאלי קרוב או מתחת לממוצע השנים 2003-2007.

²³ לארס סוונסון (Lars Svensson) העלה נימוק זה כאשר הציע דרך לצאת מהדפלציה ביפן בשנות התשעים של המאה העשרים. במשק קטן מדיניות כזאת קלה ליישום הרבה יותר מאשר במשק גדול שכבר יש לו עודף משמעותי בחשבון השוטף.

²⁴ בסופו של דבר, שיעור האינפלציה היה נמוך למשך ארבעה חודשים בלבד בתחילת השנה, ובמשך רוב שנה זו, לרבות העת הנוכחית, ושיעור האינפלציה ל-12 חודשים היה גבוה מ-3%, הגבול העליון של טווח יעד האינפלציה.

נוסף על כך סביר שבנקים מרכזיים ימשיכו לשמש בפונקציה הקלאסית של מלווה של המפלט האחרון, של מתן נזילות למוסדות במצוקה, עקב אובדן נזילות, או לשוק (צורה של QE). כפי שידוע היטב, ההבחנה בין קשיי נזילות לקשיי כושר פירעון עבור מוסד פיננסי צריכה לקבוע כיצד ינהג הבנק המרכזי. במקרה של בעיית נזילות הבנק המרכזי יכול לפתור את הבעיה של המוסד על ידי מתן הלוואה זמנית; במקרים של חדלות פירעון יש להשתלט על החברה ולבצע בה רה-ארגון, לעתים על ידי סגירתה. הטיפול במוסד חדל פירעון הוא בדרך כלל פעולה מעין-פיסקלית, עובדה שעוררה אי נוחות רבה כלפי פעולות הפדרל ריזרב במשבר הנוכחי. במקרה הישראלי, החוק מקנה לבנק המרכזי יד חופשית בהזרקת נזילות, אך כדי לפרק מוסד חדל פירעון הבנק המרכזי זקוק לאישור הממשלה.²⁵ עוד ידוע, כי בעיצומו של משבר, קשה לרוב להבחין בין מוסד חסר נזילות למוסד חדל פירעון, סוגיה שעולה על פני השטח בוויכוחים על חשבונאות של שיערוך למחירי השוק (mark-to-market accounting).

אחריות על היציבות הפיננסית. עסקתי עד כה בתגובה למשבר, תוך התמקדות-במשמטע בתקופה שלאחר קריסת ליהמן ברדירס. במהלך תקופה זו הבנקים המרכזיים נחלו הצלחה רבה ביותר. מקצתם נחלו הצלחה פחות מרשימה בתקופה שהובילה למשבר: הם לא זיהו פגיעויות פיננסיות או לא הגיבו עליהן. אין תשובה ודאית לשאלה אם אותם בנקים מרכזיים היו נוהגים אחרת אילו האחריות הפורמלית ליציבות הכלל-מערכתית כבר הייתה מוטלת עליהם; אילו הייתה להם אחריות כזאת, הייתה להם סיבה טובה יותר לפעול, ולכל הפחות למתן את השפעות ההפרזות הפיננסיות שנראו לעין כבר ב-2006.

קביעת יעדי אינפלציה. מה הן השלכות משבר זה על מדיניות הבנק המרכזי במשברים עתידיים? ובפרט, האם האקטיביזם של הבנקים המרכזיים בהתערבותם בשווקים הפיננסיים ובהורדת הריבית במהירות עד לאפס למעשה, לצד תפקידם האפשרי בשמירת היציבות הכלל-המערכת, שללו את ערכה של גישת יעדי האינפלציה כמדיניות מוניטרית?

התשובה הפשוטה ביותר היא שמפעם לפעם יכול להיווצר קונפליקט בין יעד האינפלציה של המדיניות המוניטרית לזה של יציבות כלכלית, ומכאן ייתכן כי הנוהג האחרון איננו עולה בקנה אחד עם גישה טהורה של יעדי אינפלציה. לדוגמה, נטען פעמים רבות כי מדיניות הריבית הנמוכה של הפדרל ריזרב, שנבעה מהמיתון של 2001, תרמה לבועת הדיוור בשנים שלאחר מכן. בלי לנקוט עמדה בסוגיה זו, סביר לטעון שאילו הוטלה על הפדרל ריזרב האחריות לא רק לאינפלציה ולצמיחה, אלא גם ליציבות הכלל-מערכתית, ייתכן שהוא היה מעלה את הריבית במהירות רבה יותר.

אולם, אין בהכרח חוסר עקביות בין יעדי אינפלציה גמישים ובין הפעולות שנדרשו מן הבנקים המרכזיים במשבר זה. מטרותיו של הבנק המרכזי, כפי שנוסחו בחקיקה מהשנים האחרונות בכל העולם, הן שלוש. לדוגמה, הרשו לי לצטט מתוך חוק בנק ישראל החדש, שיעבור, כך אנו מקווים, במושב החורף הקרוב של הכנסת:

- לשמור על יציבות מחירים, בהתאם לקביעת הממשלה.
- לתמוך במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, במיוחד צמיחה ותעסוקה, בתנאי שלא תהיה בכך פגיעה ביציבות המחירים לאורך זמן.

²⁵ אולם החוק אינו מציין שהממשלה תשלם בהכרח את עלויות הפירוק של בנק חדל פירעון.

- לתמוך בפעילות הסדירה של המערכת הפיננסית וביציבותה.²⁶

התנהגותם של בנקים מרכזיים עם יעדי אינפלציה במהלך משבר זה עלתה בקנה אחד עם הגישה של יעדי אינפלציה גמישים, כמתואר לעיל. מייד כאשר התברר, לאחר קריסת ליהמן, כי מדיניות התקדמו לעבר אינפלציה שלילית, גישת יעדי האינפלציה הגמישים הכתיבה שהמדיניות המוניטרית תהיה מרחיבה, ובכך תאמה את המטרה הראשונה וגם את המטרה השנייה של המדיניות. נוסף על כך, בנקים מרכזיים רבים היו מעורבים בניסיונות לחזק את היציבות הפיננסית, הן באמצעות הריביות הנמוכות במיוחד והן בהחלטותיהם לנקוט הקלה כמותית והקלת אשראי גם יחד.

התשובות לשאלות שהוצגו בתחילת חלק זה הן (i) כן, פעולות הבנק המרכזי במשבר זה היו ברובן לא רק נאותות, אלא גם הולמות בדרך חדשנית, בתגובה למשבר הכלכלי של 2007-2009 - אף כי פחות מכך בשנים המוקדמות שבהן התפתחו ההפרזות הפיננסיות; (ii) עבור אותם בנקים הפועלים תחת יעדי אינפלציה גמישים ויש להם אחריות לשימור היציבות הפיננסית ובידיהם הכלים לבצע את העבודה (לדוגמה, הודות לעובדה שהפיקוח על הבנקים פועל במסגרת הבנק המרכזי), לא סביר להניח שיחול שינוי משמעותי בדוקטרינה או בכללי המדיניות; (iii) לגבי אותם בנקים שעד כה לא הייתה להם אחריות ליציבות הפיננסית, ואשר יינתנו להם כלים לעבודה, סביר שיחולו שינויים בכללי המדיניות והדוקטרינות כדי לשקף את תפקידיהם החדשים; וכן (iv) יעדי אינפלציה גמישים ימשיכו לשמש גישה מוצלחת של מדיניות מוניטרית.

III. תיאום בין-לאומי – FSB

*הצהרה לחיזוק המערכת הפיננסית (Declaration on Strengthening the Financial System)*²⁷

של G-20, שפורסמה בפסגת לונדון ב-2 באפריל 2009, מרחיבה את הפורום ליציבות כלכלית (FSF) ומעניקה לו מנדט רחב ושאפתני²⁸ לקידום היציבות הפיננסית וכן "בסיס מוסדי מחוזק ויכולת משופרת כמועצה ליציבות פיננסית". בין המטלות העיקריות שעליהן מופקדת המועצה ליציבות כלכלית (FSB) ניתן למנות:

- הערכת פגיעויות המשפיעות על המערכת הפיננסית ופעולות זיהוי ופיקוח הדרושות לטיפול בהן;
- ניטור וייעוץ בעניין התפתחויות בשוק והשלכותיהן על המדיניות הרגולטורית;

²⁶ שתי הערות להסבר: (i) הגדרת הממשלה ליציבות מחירים היא כי שיעור האינפלציה צריך להישמר בטווח של אחוז אחד עד שלושה אחוזים; וכן (ii) הצעת החוק כוללת את הגדרת הביטוי "לאורך זמן" במשמעות שלפיה ועדת המדיניות המוניטרית מצפה להחזיר את שיעור האינפלציה לטווח היעד בתוך שנתיים. בפועל השתמש בנק ישראל באופק של שנה אחת כדי להגדיר את גמישות יעד האינפלציה.

²⁷ www.number10.gov.uk/Page18929

²⁸ לביקורת על המבנה הנוכחי של FSB ביחס למנדט שלו ראו: Masahiro Kawai and Michael Pomerleano, *International financial stability architecture for the 21st century*, <http://blogs.ft.com/economistsforum/2009/08/..., 02/08/2009>

- סקירות אסטרטגיות משותפות של עבודת פיתוח המדיניות הנעשית על ידי גופי תקינה בין-לאומיים ;
- קביעת קווים מנחים לפעולתם של חברי מפקחים (supervisory colleges) (קבוצת רגולטורים מהמדינות העיקריות שבהן מקיימת חברה פיננסית בין-לאומית נתונה את פעילותה, כאשר הקבוצה מופקדת על תיאום הפיקוח הבין-לאומי על אותה חברה)
- תמיכה בגיבוש תוכניות חירום לניהול משברים חוצי-גבולות ; וכן
- שיתוף פעולה עם קרן המטבע הבין-לאומית בניהול תרגילי התרעה מוקדמת (Early Warning Exercises) [...] לזיהוי הצטברות סיכונים מקרו-כלכליים ופיננסיים והפעולות הדרושות לטיפול בהם.

זוהי תוכנית שאפתנית במיוחד עבור ארגון המורכב ממפקחים שונים של מדינות G-20 ומספר מדינות נוספות, ואשר נעזר במזכירות קטנה בבנק לסילוקין בין-לאומיים (BIS). יש לציין שהמפקחים בתוך כל מדינה מתקשים פעמים רבות בתיאום פנימי. ימים יגידו אם התיאום ביניהם ישתפר בפורום הבין-לאומי המוצע על ידי ה-FSB ואם הם יצליחו להצביע על הבעיות ולהעריך מה הם הדברים שיש לעשותם. בהפקדת האחריות למעקב הבין-לאומי אחר מערכות פיננסיות בידי ארגון של מפקחים ממדינות שונות בעלי יחסים קולגיאליים בדרך כלל, החדירה קבוצת ה-G-20 חולשה פוטנציאלית למערכת המוצעת של המעקב הפיננסי הגלובלי. ימים יגידו גם באיזו דרך ה-FSF "ייוסד מחדש עם בסיס מוסדי מחוזק ויכולת מורחבת" כמו ה-FSB.

ה-FSF עשה עבודה מצוינת בהפקת דוחות איכותיים בנושאי רגולציה ופיקוח. אולם משימות המעקב – הערכת הפגיעויות המשפיעות על המערכת הפיננסית וזיהוי הפעולות הדרושות לטיפול בהן – תובעניות הרבה יותר. תובענית אף יותר היא משימת הפיקוח על הפעולות שמדינות אמורות ליישם כדי לטפל בפגיעויות הללו. מפליא שבהגדרת משימות ה-FSB, ה-G-20 מזכיר את קרן המטבע הבין-לאומית רק בהקשר של התרגילים המשותפים להתרעה מוקדמת, ולא בהקשר של המעקב והפיקוח על כללי המדיניות לחיזוק המערכות הפיננסיות הלאומיות והבין-לאומיות.

IV. תפקידה של קרן המטבע

כחלק מתגובתם למשבר, החליטו מנהיגי G-20 בהתכנסותם ב-2 באפריל 2009 להגדיל במידה משמעותית את המשאבים הפיננסיים העומדים לרשות ה-IMF, לאפשר לקרן למלא תפקיד נמרץ יותר בסיוע למדינות שנפגעו באורח קשה מן המשבר הפיננסי הגלובלי, ולצייד את הקרן להתמודד עם משברים פוטנציאליים עתידיים. הם קידמו בברכה גם את מכשיר ההלוואה החדש של הקרן, ה-FCL (Flexible Credit Line), שנועד לספק נזילות למדינות בעלות מדיניות ומסגרות מדיניות חזקות. שני שינויים אלה הם בעלי משמעות, והם יסייעו להתמודד עם משברים עתידיים.

רפורמות משמעותיות בניהול הפנימי של הקרן גם הן בעיצומן, והמטרה היא לאפשר למדינות מתעוררות, במיוחד ל-BRICs (ברזיל, רוסיה, הודו וסין), לטול חלק גדול יותר במכסות הקרן ובהחלטות הקרן. זהו חלק מתהליך ההכרה בשינוי מרכז הכובד של הכלכלה הגלובלית.

אולם התהליך לא יהיה קל, בעיקר מפני שמדינות שחלקן במכסות אמור לקטון אינן מגלות התלהבות מהשינויים.

ואולם, אין ברצוני להתמקד כאן בניהולה הפנימי של הקרן, חשוב ככל שיהיה לעתידם של שיתוף הפעולה והתיאום הבין-לאומיים. במקום זאת ברצוני להתמקד בסוגיית המעקב ובחוסר האזיון הגלובלי. אחרי כל משבר נשמעת קריאה לחיזוק המעקב שמנהלת ה-IMF על הכלכלה הגלובלית. לדוגמה, במנשר של IMFC מה-11 באוקטובר 2008, נכתב: "הוועדה מבקשת להדגיש את תפקידה המרכזי של הקרן בניהול מעקב, בהפקת אזהרות סיכון מוקדמות בצורה ברורה, אשר מסייעות למדינות החברות להבין את התלות ההדדית בין כלכלותיהן ומקדמות עקביות כלל-עולמית בתגובות המדיניות".

אין ספק שצריך לייחס חשיבות, אולי מרכזית, למעקב שמנהלת הקרן כדי להזהיר את המדינות החברות בדבר סיכונים הנשקפים להן. יש לשער כי אזהרות אלה יתקבלו ביתר רצינות ככל שהמעקב של הקרן יוכיח את עצמו, וזו הסיבה לחזקו. אולם פחות ברור אם אזהרות סיכון ברורות אכן יובילו למעשים. הרושם שמתקבל מהציטוט בפסקה הקודמת הוא שהדבר הדרוש למדינות כדי להניע אותן לפעול בזמן למניעת משבר הוא אזהרה נאותה על הסיכונים למשבר, או הבנה נאותה של יחסי התלות ההדדיים בזירה הבין-לאומית.

לא סביר שזו הבעיה. אזהרות הקרן לגבי סיכונים שעלולים לאיים על מדינת OECD ברוב המקרים אינם מפתיעים את קובעי המדיניות באותן מדינות. יש להם מומחים משלהם, וקרוב לוודאי שרבים מהם כבר השמיעו את אזהרותיהם בנוגע לסיכונים מסוימים. לדוגמה, לא ייתכן שהמומחים מכירים רק עתה בצורך בכל אותן רפורמות במגזר הפיננסי שהוצעו בגל הדוחות מהזמן האחרון. השאלה היא מה מדינות עושות בקבלן אזהרות. מניסיוני בקרן, שאין לי ספק כי הוא עדיין רלוונטי, קובעי המדיניות אינם עושים בדרך כלל דבר מלבד טענות שהצוות המקצועי של הקרן שמרני מדי, חסר דמיון מדי, ומפריז בחשיבות הסיכונים. והיות שאנו מדברים על הסתברויות, קשה להפריך טענה זו.

אנו נשאלים פעמים רבות, "מדוע לא הזהירו אותנו מפני המשבר הזה?" כן הוזהרנו, במובן זה שידענו כי קיים סיכון להתפתחותו של משבר גדול, אפילו אם זו לא הייתה דעת הרוב. קובעי מדיניות מטפלים בדרך כלל בסיכונים, לא בחוסר ודאות. אין אזהרות חקוקות באבן בעניין הזה, למעט אלו הנוגעות לתהליכים שאינם יכולים להימשך לעד. אילו נעשה ניתוח עלות-תועלת רצינוני, היה ודאי מתברר שצריך לנקוט מספר צעדים ממתנים כדי להתמודד עם בועת מחירי הדיור ועם משבר פיננסי אפשרי לפני 2007. אך זה לא קרה.

מדוע? חלקית מפני שתמיד יש מישהו המזהיר מפני אסון המאיים להתרחש, וקשה מאוד לשפוט עד כמה האזהרות מדייקות, בפרט אם הן שבות ועולות שנה אחר שנה; חלקית מפני שקשה לקחת את סיר הבשר מאנשים כשכולם נהנים; או, במילים אחרות, קשה להצדיק צעדים לא פופולריים להתמודדות עם מה שעל פניו נראה כסיכון בעל הסתברות נמוכה. וחלקית מפני שייתכן כי קובעי המדיניות פשוט שגו בקריאת המציאות²⁹ – שהרי תמיד יהיו הפתעות. זהו גורם

²⁹ במחשבה על סוגיה זו קראתי מאמרים על מחדלי מודיעין גדולים בעבר, כולל המתקפה בפרל הארבור ומלחמת יום כיפור. חלק מהלקחים העולים מספרות זו עשויים להועיל בחשיבה על קבלת החלטות מדיניות בנוגע לאירועים או איומים חסרי ודאות.

מפתח שעלינו להביא בחשבון ברפורמה של המערכת הפיננסית, על ידי התמקדות בחוסן שלה, בכוחה להתמודד עם אירועים בלתי צפויים.

ועתה, סוף-סוף, נפנה לחוסר האיזון הגלובלי. מדוע לא נעשה דבר בעניין חוסר האיזון הגלובלי לפני פרוץ המשבר? קרן המטבע הבין-לאומית הוקמה בחלקה, וכלליה תוכננו, כדי לטפל באסימטריה בין היכולת של המערכת הבין-לאומית להטיל משמעת על אותן מדינות שמגיעות לגירעונות במאזן התשלומים שלהן ואלה שפועלות בעודפים³⁰ – סוגיה שקיינס הכיר היטב מהתקופה שבין המלחמות. אם מדינה פועלת בגירעונות במאזן התשלומים, בשלב מסוים היא תיכנס לצרות ואז תוטל עליה משמעת. אם מדינה מייצרת עודפים, כל שהיא עושה³¹ הוא להמשיך לצבור רזרבות. אם היא תהיה מוכנה להמשיך ולעשות זאת, היא תוכל להמשיך באסטרטגיה זו לעד, או לפחות למשך זמן רב. אולם העודף הזה יבוא לידי ביטוי בגירעונות במקום אחר במערכת. קרן המטבע הבין-לאומית התנסתה במעקב רב-צדדי כדי לטפל בחוסר האיזון בחשבון השוטף בין סין לארה"ב. הניסיון הזה לא צלח. מה עוד נוכל לעשות לגבי תופעה זו? אפשר לנסות להגמיש את המערכת, וזה מה שעשה המעבר לשערי חליפין ניידים כאשר מערכת ברטון וודס המקורית התמוטטה. לחלופין, אפשר לנסות להקנות למדינות הרלוונטיות תחושה חזקה יותר של אחריות על המערכת הכלכלית הבין-לאומית, בהטילנו עליהן תפקיד חשוב יותר בניהול המערכת. אולם בעשותנו כך, עלינו גם לזכור ששום מדינה, כולל ארצות הברית, לא תשים את כל הדגש בקשריה עם מדינה גדולה בנושא של ניהול שער החליפין ביניהן. שום מדינה, כולל ארצות הברית, לא מתכוונת לבסס את כל קשריה עם מדינה חשובה כסין על סוגיית שער החליפין, חשובה ככל שתהיה מבחינה כלכלית.

משמע שאין לנו דרך מוצלחת לטפל בבעיית האסימטריה של לחצי ההתאמה בין מדינות של גירעון ועודף, הבעיה המונחת בבסיס חוסר איזון גלובלי. זהו מקור של חולשה ביכולתה של המערכת הבין-לאומית להפחית את תדירותם וחומרתם של משברים עתידיים.

V. הערות לסיום

כיצד ישפיעו הרפורמות המוצעות על תדירותם ועל חומרתם של משברים פיננסיים עתידיים? ניתן לחלק שאלה זו לשני חלקים. הראשון – האם העצה המוצעת כעת תשפיע באופן מהותי אם תיושם? השני – באיזו מידה תיושם עצה זו בפועל? תשובתי הטנטטיבית לשאלה הראשונה היא כי ההצעה בדבר פיקוח כלל-מערכתי ומיקומו בבנקים המרכזיים תשפר את יכולתנו להתמודד עם משברים; כי הצעות אחרות לשיפור הפיקוח והרגולציה על תאגידים פיננסיים – רובן אינן נידונות בהרצאה זו, אך כלולות, לדוגמה, בדוח ה-G30 – ישפיעו גם הן בדרך חשובה; כי שיפורים בממשל התאגידי, במיוחד בבקרת סיכונים, יסייעו; כי המטלות המוצעות ל-FSB החדש יהיו מועילות ביותר, אם יהיה ניתן ליישמן בשטח; וכי עדיין אין לנו תשובה כיצד להתמודד עם חוסר האיזון הנובע מהערכת-חסר של שער חליפין צמוד.

³⁰ אני מתבסס כאן על חומר שהוצג בנאום בפני הכנס האירופי של הוועדה התלת-צדדית בפאריז, ב-8 בנובמבר 2008.

³¹ מבוסס על ההנחה שניתן לעקר רכישות מט"ח.

והתשובה הטנטטיבית לשאלה השנייה היא, שייתכן כי נרגענו מוקדם מדי, בחשבנו שהמשבר חלף בשעה שהדבר רחוק מלהיות ודאי; כי בהתמודדות עם שברירות פיננסית עלינו לחשוב על רפורמה במבנה המערכת הפיננסית, וכן לטפל בחולשות שהובילו למשבר הנוכחי; כי יריבויות בין גופים עלולות למנוע רפורמות רצויות בפקוח על המגזר הפיננסי; כי הרפורמות המוצעות בתחום הממשל התאגידי עשויות לייחס משקל רב מדי ליכולתם של הדירקטוריונים של תאגידים לשלוט בהנהלה, ומשקל מועט מדי לצורך בשיפור ביצועי ההנהלה; כי המבנה הנוכחי של ה-FSB אינו הולם את המטרות שנקבעו, וכי המערכת הייתה מיטיבה יותר לפעול אילו ה-FSB היה קרוב יותר ל-IMF; כי אין לנו פתרון לחוסר האיזון הגלובלי; וכי עלינו להתמקד יותר במה שיידרש כדי לגרום לממשלות לשעות לאזהרות ולפעול למיגור סיכונים עתידיים, ולא להתמקד אך ורק בשיפור איכותן של האזהרות.

עלינו לזכור גם, כי כל משבר פיננסי שונה, כל אחד בדרכו, וכי בניסיון למנוע משברים עתידיים עלינו לא רק לתור אחר הגורמים למשבר הנוכחי, ולטפל בהם אלא גם לתור אחר אלה שעלולים לגרום למשברי העתיד ולטפל בהם.

ומילה אחרונה לסיום: למרות כל העניינים המטרידים הללו, אנו רושמים התקדמות חיובית ברמה הכללית.