



הרצאת המשנה לנגיד, פרופ' צבי אקשטיין,

בכנס בנק ישראל על המערכת הפיננסית, 11.3.2010:

לקחי המשבר למדיניות מוניטארית ויציבות פיננסית בישראל

בהרצאה היום אדון בארבע שאלות:

1. מהו המקור העיקרי למשבר?
 2. איך התמודדו עם המשבר?
 3. מהם הלקחים המרכזיים לישראל?
 4. איך נערכים בבנק ישראל להתמודד עם לקחים אלו?
- לחלק גדול של השאלות רק אוסיף סימני שאלה וגם אם אהיה נחרץ – ניתן להוסיף סימן שאלה גדול בסיום כל משפט.

1. מהו המקור העיקרי למשבר?

- גידול יתר של אשראי ראשוני ומשני בשוק האמריקאי ובמספר שווקים אירופאים (במיוחד אנגליה, אירלנד וספרד). אך לא בכל המדינות ולא במידה זהה.
 - האם זה חדש? לא! ראו את אירוינג פישר (אקונומטריקה 1933) או ספרם החדש של ריינהרט ורוגוף (2004-9). כמעט כל המשברים הפיננסיים במאה השנים האחרונות התבססו על מינוף יתר.
 - מה זה מינוף יתר? אשראי שגדל מעל 20% בשנה, ומגיע לשיעור יוצא דופן ביחס לנכסי הבסיס, או לתל"ג - כשדנים באשראי בכלל המשק. לדוגמא יחס אשראי לכלל המשק מהתל"ג של מעל 250%-300% הוא מינוף יתר.
 - מהו נכס הבסיס ששוק האשראי שלו כשל? נדל"ן. בכל המשקים שבהם יש כשל אשראי – כולל באשראי חוץ-בנקאי בישראל, ענף הנדל"ן הוא המקור למינוף יתר או תמחור לקוי.
 - מהן הסיבות לכך שנוצר משבר כה גדול?
- 1) כשל רגולטיבי בארה"ב ובמספר מדינות נוספות (במיוחד אנגליה, אירלנד וספרד) – אשר אפשר גידול יתר של האשראי. הכשל נבע משיטת הפקוח, מחוסר תאום בין מפקחים, ממעורבות פוליטית, מתפיסה שהשווקים מפקחים על עצמם, מקיום תחרות בין רגולטורים, מתפיסה שהשוק חכם מהרגולטורים וכו'. זה לא חדש. משבר ההאשראי והחיסכון בשנות השמונים בארה"ב כמעט זהה.
- 2) מה מיוחד היום? הנכסים, שהיו חסרי בסיס כלכלי איתן, נכנסו בכמויות גדולות ולא ידועות למאזני חלק גדול מהבנקים הגדולים, וכן היוו בסיס לשוק הכספים הבין בנקאי (בנקי השקעות) שנעשה מאוד נוזל.

3) זה גרם "להפתעה" ו"פחד" בשוקי הכספים הבין בנקאיים כבר מהתחלת המשבר (יולי 2007), ואחרי (Lehman Brothers) LB (ספטמבר 2008) זה גרם לפאניקה בשוק ההון כולו.

4) הטיפול במשבר מהתחלת המשבר ועד בר סטרנס ולמעשה עד LB, היה שגוי; לא נוצרה מדיניות עקבית וברורה. זה היה מקור לפאניקה. הריצה הפעם התמקדה בשוקי הכסף המוסדיים - השוק הבין בנקאי. שוק זה לא קיים אצלנו. מאידך, לא הייתה ריצה של מפקידים בודדים (קמעוניים) על הבנקים, כי הייתה להם ודאות, עקב קיומו של הסדר ביטוח הפיקדונות (FDIC), שנוצר כלקח מהמשבר הקודם ב-1929-33.

- מאז תחילת המשבר הוזכרו סיבות נוספות, ביניהן: הריבית הנמוכה וחוסר האיזונים בסחר הבינ"ל. אני בספק אם אמנם היו אלה סיבות מהותיות; הן היו תוצאה או גורם תומך למשבר. העובדה, שבחלק מהמדינות לא נפלו גופים פיננסיים גדולים (לדוגמא: אוסטרליה, קנדה וישראל), למרות שגם בחלקן הייתה ריבית נמוכה וחוסר איזון בסחר בינ"ל, תומכת בעמדתו. הכשל הוא ברגולציה הפיננסית, ובו אתמקד בהמשך.

2. איך התמודדו עם המשבר?

- במסגרת המדיניות של יציבות פיננסית: לפני LB לא הייתה בארה"ב ואירופה (כולל אנגליה) מדיניות ברורה ולא הוכנו תוכניות מגירה מלאות לטיפול במקורות המשבר. בארה"ב ננקטו כמה צעדים מהוססים ובאירופה כלל לא. על ישראל אדבר בהמשך. לא לקחו ברצינות את מחיקת הסב פריים ב HSBC בפברואר 2007. לא הכינו תוכנית לבר סטרנס ולא לכל מקרה אחר כמו LB. האמינו שתספיק עזרה מסויימת של הרגולטורים, והשוק יפתור את ה MESS. רק אחרי LB התגבשה מיידית מדיניות מתואמת של הבטחת יציבות פיננסית למערכת הגלובלית.
- במסגרת המדיניות המוניטארית: מ-7/2007 ועד LB המדיניות המוניטארית בארה"ב הייתה הססנית וביתר המדינות המובילות התעלמה מהמשבר. כשלכולם התברר עומק המשבר ב-10/2008, המדיניות המוניטארית בעולם נהייתה מתואמת, אגרסיבית ונכונה.
- המדיניות המוניטארית שננקטה על ידי הבנקים המרכזיים המובילים בעולם וזו בישראל הייתה דומה, אך מותאמת לצרכים של כל משק. היא הייתה אגרסיבית ועדיין היא כזו. היא התבססה על הידע שהצטבר מאז המשבר הגדול במחקר האקדמי ובניסיון המוסדי בעולם. במיוחד העבודות של פרידמן ושוורץ, ברננקי, וודפורד ורבים אחרים שהובילו למדיניות יעד אינפלציה מוצהר או מיושם בפועל. המודלים המוניטאריים של DSGE נחלו הצלחה. הגישה של ברננקי של הקלת אשראי (credit easing), שאחרים קוראים הקלה כמותית (QE), נחלה הצלחה. המדיניות שיש לגרום לעיגון ציפיות האינפלציה סביב היעד על ידי הרחבה מוניטארית והתערבות בשווקים בהם נוצרים מרווחי ריבית מיוחדים, הצליחה להחזיר לשוקי הכספים יציבות ונזילות ובכך לייצב את הפעילות הפיננסית והשפעת על הפעילות הריאלית. בעולם נדרשו לצעדים מרחיקי לכת. הם ננקטו בארה"ב, אירופה ואנגליה. בסיכום ביניים ניתן לומר – זה הצליח מעל המצופה. מרווחי

הריבית בשוק הכספים חזרו לרמתם שבתחילת המשבר. זה נכון לריבית בשוק בין בנקאי (מצומצם יחסית לעבר), בהנפקות אגח של חברות, איגוח משכנתאות ושוק ה-CP.

- בישראל נדרשנו לצעדים יוצאי דופן בשוק מט"ח ואג"ח ממשלתיות. אך על ההצלחה הזו נדון בדוח על הלקחים.

3. מהם הלקחים המרכזיים לישראל?

- בבנק ישראל, קרנית פלוג ואנוכי, מובילים כתיבת מסמך מקיף על לקחי המשבר. צופים לסיימו במהלך יוני. המסמך יהיה בסיס לעבודת הבנק וכן קו פעולה למערכת בשנים הקרובות.

- מה יהיה במסמך? תאור מדויק של איך המשק והבנק נכנסו למשבר. נתמקד בהערכות שלנו בבנק לפני המשבר ובמהלכו לגבי אירועים שקרו ולא קרו. נבחן את מערכת התאום עם האוצר והממשלה ונלמד מה היה נכון ומה יש לשפר. במסמך נדון גם בתוכניות השונות שגובשו ויושמו וכן אלו שלא יושמו בתחומי ההתערבות הלא-שיגרית של בנק ישראל בשווקים הפיננסיים (בתחום המט"ח וקניית אג"ח ממשלתיות), וכן - בתאום עם האוצר ורשות ני"ע, בתחומי שוק ההון ומדיניות פיסקאלית.

- כבר היום ניתן לציין, שבבנק ישראל נערכנו לפני המשבר לטיפול במשברים, כחלק מתפיסת עולם שהביא הנגיד לבנק מתחילת כהונתו. היערכות זו הייתה כוללת עם תרגולים, שיצרו בבנק תשתית עבודה מובנת והכנה טובה לטיפול במכלול אירועים.

- השינוי הארגוני בבנק, שהוכן ב 7-2006 ויושם ב-2008, יצר תשתית חדשה וטובה יותר להתמודדות עם המשבר ולשיתוף פעולה פנימי טוב ביותר. בעיקר, יש לציין את ריכוז ניהול המדיניות המוניטארית וניהול היתרות בחטיבת השווקים, את הארגון המחודש בתוך הפיקוח על הבנקים, את הקמת החטיבה למידע וסטטיסטיקה, המאחדת את הטיפול בכל הנתונים הכלכליים בבנק, וכן את ריכוז כל עבודת המחקר בתחומים הריאליים, היציבות הפיננסית והמדיניות המוניטארית בתוך חטיבת המחקר.

- אנו נערוך בישראל ועידה בינ"ל של בנקים מרכזיים בנושא הלקחים מהמשבר בפברואר 2011. לקח מרכזי שכבר נכנס לכל המסמכים שהוכנו בגופים המרכזיים העוקבים ומנחים מדיניות פיננסית בעולם (FSF, IMF, BIS של ה-20-G ועוד) הוא הצורך להקים ולחזק את תחום ה-Macroprudential - יציבות פיננסית מאקרו-כלכלית - בבנק המרכזי. למה בבנק המרכזי?

- (1) לבנק המרכזי יש, בהגדרה, את הכלי המרכזי לטיפול במשבר בשוק הכספים - אספקת נזילות, וכן את האחריות החוקית והתפעולית למערך התשלומים (RTGS, CLS). זה נכון לבנק ישראל כמו לכל הבנקים המרכזיים בעולם.

- (2) לבנק המרכזי - כולל ב"י - אחריות ונגישות לסטטיסטיקה הפיננסית של המשק, המאפשרת קבלת תמונה טובה על המערכת הפיננסית ועל הפעילות הפיננסית במשק - הן בראיה כוללת והן נתונים פרטניים.

- (3) בבנק ישראל יש חטיבת מחקר, שחלק מרכזי מעבודתה זה לעקוב ולבחון דרכים לקיום המטרה של הבנק כפי שמוגדרת בחוק - תמיכה ביציבות הפיננסית של המשק.

4) לבנק ישראל אחריות מלאה על תפקוד שוק המט"ח, שהוא מרכיב מרכזי לתקינות שוקי ההון והפעילות הריאלית במשק קטן ופתוח.

5) בבנק ישראל נמצא הפיקוח על הבנקים, האחראי ליציבות המוסדות, שהם הגורם הדומיננטי בשוקי ההון והכספים במשק ולכן ביציבות המערכת הפיננסית כולה.

4. איך נערכים בבנק ישראל להתמודד עם לקחים אלו?

- בבנק הוקם צוות מיוחד בראשות קרנית פלוג ואנוכי אשר בונה מערכת מחקר, ניתוח ומעקב אחר יציבות פיננסית מאקרו כללית (Macro Prudential).

- הצוות כולל כלכלנים מכל חטיבות הבנק: מחקר, שווקים, מידע וסטטיסטיקה ופיקוח על הבנקים. כמו כן, הצוות יעבוד בשיתוף עם רשות ני"ע והפיקוח על שוק ההון במשרד האוצר. כלומר, אנו מסתמכים על כוח האדם הקיים ביחידות השונות בתוך הבנק וכן בגופי הפיקוח הנוספים, ואיננו מתכוונים בשלב זה ליצור יחידה נפרדת וגדולה שעובדת בתחום זה.

- נוסף על החיסכון בעלויות - שהוא שיקול חשוב בגוף ציבורי כמו בנק ישראל, יש 4 סיבות להקמת צוות מיוחד ולא יחידה נפרדת:

1) יש לנצל את הידע הקיים והמצטבר ביחידות העוסקות בכך ישירות כדי לבנות מדיניות מאקרו פיננסית. המאקרו הוא סכום היחידות - ולכל גוף מפקח יש הרבה יחידות, והיחידה העוסקת במבט הכולל צריכה להיות מחוברת לפרטים בגופים השונים: פיקוח על הבנקים, אגף שוק ההון ורשות ני"ע.

2) יש ללמוד לעבוד ביחד. בין היחידה העוסקת במבט הכולל ובין הפיקוח המוסדי או הפונקציונאלי. למשל, איך שומרים על חלוקת מידע שאינה פוגעת במפקח וכן מרחיבים את הידע לגבי היציבות הכוללת?

3) אין היום מתודולוגיה ברורה על מהם המשתנים, המרכיבים המאקרו-כלכליים שמסמנים את הסכנות לכלל המשק, מלבד הגדרת גופים גדולים ומורכבים. מהם הנושאים להתמקד בהם? כל זה נמצא בהתהוות.

4) המטרה השלישית של הבנק בחוק בנק ישראל החדש היא לתמוך ביציבות הפיננסית, אך החוק אינו מטיל על בנק ישראל **אחריות** לשמירת היציבות. מדינות רבות (המובילה ביניהן - אנגליה) מתכוונות, כלקח מהמשבר, לתת לבנק המרכזי אחריות על היציבות הפיננסית. גם בהנחה שיוחלט להטיל על בנק ישראל אחריות לשמירת היציבות פיננסית, הדבר מעורר מספר שאלות: מהן הסמכויות שרצוי שיהיו לבנק כדי למלא את אחריותו? איך מתרגמים את האחריות והסמכויות ליכולת של היחידה בבנק העוסקת ביציבות מאקרו פיננסית לתת הוראות לשמירת היציבות הפיננסית ולמניעת משבר? איך מתרגמים זאת למדיניות בזמן משבר?

- כלומר, לפנינו סדרה ארוכה של שאלות פתוחות שיש לברר אותן ויקח זמן רב בעולם ובישראל להגיע להסכמות. קחו למשל, את המסמך האחרון של הכלכלן הראשי של ה-IMF, אולביה בלנשרד ושותפיו. אין ספק שחלק מההמלצות שלהם אינו מקובלות. במיוחד זו האומרת להעלות את יעד האינפלציה ל 4%. המסמכים על איך ומה יש לעשות נמצאים בהכנה וחלקם אף יוצא לדיונים בעולם. על בסיס מסמכים האלה, הידע

המצטבר והדיונים בבנק בנושא, אציג להלן רשימה ראשונה של נושאים שבהם נתמקד בשלב ראשון:

- (1) זיהוי ומעקב אחר גופים גדולים עם השפעה מערכתית ובמיוחד בניה של מערכת פיקוח מיועדת לגופים אלו וכן טיפול בגופים אלו בעת משבר. הנושא האחרון כבר הועלה על ידי פרופ' פישר והוא יצירת מערכת מתואמת של פירוק הגופים בצורה שלא תגרום לפאניקה ופגיעה בניהול שוקי הכספים וההון בעת לחץ ומשבר כולל.
- (2) הגדרה ומעקב אחר האשראי במשק לפי סקטורים (צרכני/עסקי) ענפים (נדל"ן), חברות, מוסדות פיננסים, ומכשירים פיננסים. כל זאת, יחסית לנכסי בסיס (תוצר, מחזורים, נכסים ראליים וכד')
- (3) מבחני לחץ למערכת הפיננסית כולה, תוך בניית תרחישי קיצון מאקרו-כלכליים שיהיו בנויים בתוך מבחני הלחץ של המוסדות השונים. מבחני הלחץ למוסדות יעשו על ידי גופי הפיקוח הייחודיים.
- (4) בחינה כוללת של מדיניות הנזילות בשווקים. בלנשארד ושותפיו ב IMF מעלים את האפשרות של הרחבת הגופים מעבר לבנקים אשר יש להם נגישות לנזילות המונפקת על ידי הבנק המרכזי. אנו החילנו במהלך כזה ללא קשר למשבר באמצעות כלי הריפו. כמו כן עולה שאלה לגבי מצב רצוי של נזילות בשווקים. לפני המשבר נהוג היה לחשוב שיש לפתח את השוק הבין-בנקאי ולכן יש ליצור מצב בו הבנקים וגופים מסחריים מנהלים שוק כספים ביניהם. השוק הזה היה במוקד המשבר. האם יש צורך ליצור מצב בו שוק מקיים מחזורים גדולים או שעדיף תמיד לשמור על פעילות מוגברת של הספקת נזילות ישירות על ידי בנק ישראל? כלומר ליצור עודפי נזילות ולא מחסור נזילות בשוק הבין בנקאי?
- (5) נושא מרכזי הוא פיתוח מדיניות לתמיכה ביציבות, התלויה במחזור העסקים. האם וכמה יש לשנות את דרישות הנזילות וההון עם השינוי המחזורי? היבט נוסף המתקשר לנושא זה הוא השימוש בכלי הפיקוח וההתאמה שלהם למצבים בהם מזהים "בועות" של נכסים (נדל"ן ומניות), למשל הטלת מגבלה על היחס בין היקף ההלוואה לבין ערך הנכסים.

זו רשימה ארוכה והמלאכה מרובה. נשמח לשמוע הערות ועצות ובמיוחד נקווה שנוכל להתמודד עם המשבר הבא טוב לא פחות מהמשבר הנוכחי. את המשבר הבא לא נמנע, אך אולי נמנע משבר שללא פיקוח נאות היה קורה. זאת לא נדע.