



לקחי המשבר העולמי לבנקים מרכזיים

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל*

בתקופת השפל הגדול ואחריו הגיעו בנקאים מרכזיים וכלכלנים רבים למסקנה שלא ניתן להשתמש במדיניות מוניטרית להמרצת הפעילות במשק כששיעור הריבית עומד למעשה על אפס, כפי שהיה בארה"ב בשנות ה-30 של המאה העשרים – מצב שזכה מאוחר יותר לכינוי "מלכודת הנזילות". בארה"ב, באותה תקופה, נפגעה גם המערכת הפיננסית פגיעה חמורה. רק בשנת 1963, עם פרסום *Monetary History of the United States* של פרידמן ושוורץ, החלה הקהילה המקצועית לקבל פה אחד¹ את הדעה המנוגדת, כי "ההתכווצות היא למעשה עדות לחשיבותם של כוחות מוניטריים"².

כעבור עשרים שנה, בשנת 1983, הציג בן ברננקי את הדעה שקריסת מערכת האשראי היא שהייתה המאפיין הקריטי של השפל הגדול³ – שהגורם העיקרי להתמוטטות מנגנון התמסורת המוניטרית במהלך השפל הגדול נעוץ בצד האשראי של מאזני הבנקים, בכישלון או באי היכולת להעמיד הלוואות בהיקף מספיק, ולא בהתנהגותו של היצע הכסף כשלעצמו. התזה של ברננקי צברה תומכים עם השנים, ולאחרונה, אחרי המיתון הגדול, ודאי הצטרפו אליהם עוד רבים.

בהרצאה זו אציג לקחים ראשוניים – עשרה במספר – לגבי המדיניות המוניטרית והפיננסית בעקבות המיתון הגדול. אני עושה זאת בחשש קל, משום שייתכן בהחלט כי מאוחר יותר יופיע לקח מספר אחת עשרה – כי הואיל ונדרשו לקהילה המקצועית חמישים שנה כדי להגיע להבנת מנגנון התמסורת של המדיניות שפעל בשפל הגדול, הרי שנתיים וחצי בלבד אחרי פשיטת הרגל של ליהמן ברדרס הן פרק זמן קצר מדי להפקת לקחים, ולו ראשוניים, מן המיתון הגדול. אך הרשו לי להצטרף למקהלה ולגשת למלאכה.

* מאמר זה היה הבסיס להרצאת ארוחת ערב בכנס בנק ישראל על לקחי המשבר העולמי, שנערך בירושלים ב-31 במרץ 2011. המאמר מסכם, בשינויים קלים, סדרת הרצאות שניתנו בחודשים האחרונים: נאום ברהמנדה בבנק המרכזי ההודי בפברואר 2011; הרצאה בכנס CEPR/ESI באיזמיר ב-28 באוקטובר 2010; והרצאה בכנס האגודה הכלכלית של קפריסין באוקטובר 2010. אני אסיר תודה לעמיתי בבנק ישראל, שעמם דנתי והתמודדתי עם סוגיות המדיניות המוניטרית בחמש השנים האחרונות, וליהושע שנק מבנק ישראל על הסיוע במחקר.

¹ הסתייגות זו מתייחסת לעובדה שחוקרים אחדים, למשל קלארק וורברטון (Clark Warburton), נתנו הדגישו השקפה זו עוד לפני פרסום עבודתם של פרידמן ושוורץ. (ראו לדוגמה, המאמרים שיצאו בהדפסה מחודשת בתוך: Clark Warburton, *Depression, Inflation, and Monetary Policy; Selected Papers, 1945-1953*, Johns Hopkins Press, 1963).

² Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963, p. 30.

³ Ben S. Bernanke, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, 73 (June 1983), pp. 257-76.

לקח ראשון: הגעה אל הגבול התחתון של ריבית אפס אינה מבשרת את סופה של מדיניות מוניטרית מרחיבה.

עד למשבר זה אמרו ספרי הלימוד שכאשר שיעור הריבית הנומילית מגיע לאפס, המדיניות המוניטרית מאבדת מהאפקטיביות שלה ונשארת רק המדיניות הפיסקלית כמכשיר מדיניות מרחיבה – המקרה הקיינסיאני הטהור. כיום ידוע לנו שישנם דברים רבים שהבנק המרכזי יכול לעשות כדי לנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה, אפילו לאחר שהוריד את הריבית שלו לאפס – כפי שעשו הבנקים המרכזיים של ארה"ב, בריטניה, יפן ומדינות נוספות במהלך משבר זה.

בראש ובראשונה ישנה המדיניות של *הקלה כמותית* – המשך רכישת נכסים על ידי הבנק המרכזי, אפילו כשריבית הבנק המרכזי היא אפס. אף שרכישות אלה אינן מפחיתות את שיעור הריבית בטווח הקצר, הן מגדילות את הנזילות. יתר על כן, באמצעות פעולות בנכסים ארוכי טווח, כפי שנעשה למשל בתכנית QE2, הבנק המרכזי יכול להשפיע על שיעורי הריבית ארוכי הטווח, ולא להיאלץ יכולה להיות השפעה נוספת על הביקוש של המגזר הפרטי לנכסים ארוכי טווח, ובכללם משכנתאות והשקעות תאגידיות.

במהלך המשבר נעשו מספר ניסיונות לחשב את היקפה של ההקלה הכמותית הנדרשת בנקודת זמן מסוימת. בחישוב זה השתמשו בכלל טיילור כדי לחשב מה אמור היה להיות שיעור הריבית (השלילי) בנסיבות הנתונות, הוסיפו לתוצאה אומדן של הגידול בהיצע הכסף, או בנכסי הבנק המרכזי, הדרוש בנסיבות רגילות כדי להוריד את שיעור הריבית בנקודת אחוז אחת, וכך חושב הגידול הנדרש בנכסי הבנק המרכזי. זוהי גישה הגיונית, אך עלינו לזכור שהיא מקישה על התנהגות כלכלית הרבה מעבר לטווח הניסיון שעליו נתבססה אמידתו של כלל טיילור⁴.

שנית, קיימת הגישה, שה-Fed ניסה, ללא הצלחה, לכנותה "הקלת אשראי" (credit easing) – פעולות המכוונות להחייאת שווקים מסוימים, שהקשיים בהם יצרו בעיות גדולות במערכת הפיננסית. לדוגמה: כששוק הניירות המסחריים בארה"ב קרס, נכנס אליו ה-Fed כקונה בהיקף גדול והצליח להחיות את השוק. תפקיד דומה הוא מילא בהבטחת המשך התפקוד של שוק המשכנתאות. במובן זה הפך ה-Fed לעושה שוק של מוצא אחרון⁵.

בשנת 1963 שאל ג'יימס טובין⁶, במאמר מפורסם, באילו נכסים צריך הבנק המרכזי לפעול בשוק הפתוח. תשובתו הייתה: בשוק ההון, כלומר בשוק המניות – משום שבדרך זו יכול הבנק המרכזי

⁴ Jan Hatzius, "The Specter of Deflation", in *US Economics Analyst – Goldman Sachs Global ECS Research*, March 2009.

⁵ מונח זה (market-maker of last resort) הוטבע בספרות על ידי וילם בויטר (Willem Buiter) ואן סיברט (Anne Siebert).

⁶ James Tobin, "An Essay on the Principles of Debt Management", in his *Essays in Economics*, Volume I, *Macroeconomics*, Markham Publishers (Chicago), 197

להפעיל את ההשפעה הישירה ביותר על עלות ההון, שנודעה מאוחר יותר כ-"Tobin's q", שבה ראה את המחיר העיקרי שבאמצעותו יכול הבנק המרכזי להשפיע על הפעילות הכלכלית. אף שבנקים מרכזיים פעלו מדי פעם בפעם בשוק המניות – ובלטה במיוחד פעילות הרשות המוניטרית של הונג קונג ב-1997 – דרך זו עדיין לא הפכה לגישה מקובלת לניהול מדיניות מוניטרית.⁷

לקח שני: החשיבות הקריטית של מערכת פיננסית חזקה ויציבה

זהו לקח שכולנו סברנו כי אנו מבינים זה מכבר – במיוחד מאז המשברים הפיננסיים של שנות ה-90 – אך חשיבותו המרכזית קיבלה משנה תוקף במשבר העולמי האחרון.

משבר זה היה ברבות מהמדינות המתקדמות – ביניהן ארה"ב, בריטניה ומספר מדינות נוספות באירופה – גרוע הרבה יותר מאשר במדינות המובילות של השווקים המתעוררים. לא כך אירע במשברים הפיננסיים של שנות ה-90 של המאה העשרים, ואין זה מצב שאני ציפיתי שיווצר אי פעם.

ההבדל המכריע בין מדינות שסבלו ממשברים עמוקים במיוחד לאלה שחוו במהלך המשבר התפתחות רגילה, פחות או יותר, של מחזור העסקים נעוץ במה שהתרחש במגזרים הפיננסיים של המדינות השונות. באותן מדינות שסבלו ממשברים במגזר הפיננסי התפתח משבר תוצר עמוק הרבה יותר.

בספרם החשוב "הפעם זה שונה" (*This Time Is Different*) מתעדים כרמן ריינהרט וקן רוגוף⁸ את העובדה שבמשך מאות בשנים, האטות כלכליות שכללו גם משבר פיננסי היו חמורות יותר מאלה שלא כללו משבר כזה. הדבר אינו מקרי, שכן קריסת המערכת הפיננסית לא רק מפחיתה את יעילותו של התיווך הפיננסי, אלא גם משפיעה השפעה קריטית על מנגנון התמסורת המוניטרית, ומכאן – על יכולתו של הבנק המרכזי למתן את השפעותיו הריאליות של המשבר.

אם המערכת הפיננסית אינה מתערערת, התגובה הסטנדרטית של מדינות מוניטרית אנטי-מחזורית – הורדת הריבית – מתבטאת בעידוד רכישתם של מוצרים בני קיימא, החל ממוצרי השקעה, המשך בדיוור, וכלה במוצרי צריכה בני קיימא. כך אירע במהלך משבר זה: במדינות רבות שלא סבלו ממשבר פיננסי, אך נקטו הורדה חדה של שיעורי הריבית כדי להתמודד עם ההשלכות השליליות של המשבר העולמי, נתחדשה הצמיחה במהירות רבה יותר מאשר במדינות אחרות, ועד מהרה התברר כי מחירי הנכסים, במיוחד מחירי הדיוור, עולים בהן במהירות. עם מדינות אלה נמנות אוסטרליה, קנדה, סין, ישראל, קוריאה, נורווגיה וסינגפור.

⁷ טיעון נגד שעולה לעתים הוא שפעולות כאלה יחייבו את הבנק המרכזי להתערבות מאוד פרטנית, משום שיהיה עליו להחליט נכסים של אילו חברות לקנות. עם זאת הוא יכול, פשוט, לרכוש מדי מניות רחבים.

⁸ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different*, Princeton University Press, 2009

השאלה הבאה היא מה יש לעשות כדי לשמור על מערכת פיננסית חזקה ויציבה. חלק מהתשובות לשאלה זו נמצאות במבול ההמלצות לגבי המגזר הפיננסי ולגבי רפורמות רגולטוריות שמגיע מוועדת באזל – אשר הורחבה ומקיפה עתה את כל מדינות G-20 ועוד כמה נוספות – ומהמועצה ליציבות פיננסית (Financial Stability Board; FSB).

ההמלצות נסבות במיוחד על דרישות ההון החלות על הבנקים, שאותן ממליצות ועדת באזל וה-FSB להעלות באופן חד, בין היתר על ידי הקשחת הדרישות להכרה בנכסים כהון ראשוני והון משני. המלצות נוספות עניינן במבנה התמריצים, בממשל תאגידי, בכדאיות של דרישות הון אנטי-מחזוריות, בניהול הסיכונים, במנגנוני פירוק – ובכלל זה כיצד לפרק מוסד פיננסי בעל חשיבות מערכתית (Systemically Important Financial Institution, SIFI), על פי רוב תאגיד בנקאי המנהל פעולות בין-לאומיות) – ובעוד נושאים רבים⁹. כן מושם דגש בפיקוח המערכתי ובמבנה הארגוני שלו, נושא שאליו אשוב בהמשך.

המלצות אלה הן הגיוניות, והשאלה העיקרית לגביהן היא אם וכיצד הן תיושמה, ואם לחצים פוליטיים ימנעו את יישומן ו/או יובילו להחלשתן ההדרגתית. כבר עתה יש מקום לדאגה, שכן אחדות מן ההמלצות אמורות להיות מיושמות רק ב-2019: פרק הזמן הארוך שיחלוף עד אז די בו כדי להשכיח מכולם מדוע שינויים כה מרחיקי לכת נחשבים לחיוניים, ומדוע הם אכן חיוניים. אלמנט אחד של הלחצים המנוגדים מתבטא בחשש שיש במדינות רבות, כי הבנקים יחמירו את דרישות ההון מהר מדי, שהרי הרחבת אשראי דרושה כדי לתדלק את ההתאוששות.

לקח שלישי: הצורך בפיקוח מקרו-יציבותי (Macropprudential Supervision)¹⁰

אין עדיין הגדרה מקובלת של מדיניות מקרו-יציבותית או פיקוח מקרו-יציבותי, אך המושג כרוך במהותו בשני אלמנטים: שהפיקוח נסב על המערכת הפיננסית בכללותה; ושהוא כרוך בקשרי גומלין מערכתיים. שני האלמנטים הללו באו לידי ביטוי במשבר הפיננסי העולמי, ובניתוחי המשבר הודגש לא אחת תפקידה של המערכת החוץ בנקאית ותפקיד השלכות הגלובליות של פשיטת הרגל של ליהמן.

אנו מדברים אפוא על רגולציה של המערכת הפיננסית ברמה רחבה מאוד, אשר חורגת מעבר לגבולותיה של המערכת הבנקאית. אנו חורגים מגבולות הפיקוח הבנקאי גם בהתייחסותנו

⁹ לדוגמה:

Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009, Group of Thirty, *Financial Reform – A Framework for Financial Stability*, January 2009 and HM Treasury, *A New Approach to Financial Regulation*, July 2010.

¹⁰ בחלק זה אני מתבסס במידה רבה על דברים שאמרתי בדיון פאנל בסימפוזיון של הבנק המרכזי של נורווגיה, "מהו בנק מרכזי מועיל", שהתקיים ב-18 בנובמבר 2010, דברים שעתידיים להתפרסם בסדרת המאמרים: Norges Bank Occasional Papers.

למכשירי מדיניות מקרו-יציבותית – ועל כן אנו עוסקים גם בסוגיה המחייבת תיאום בין רגולטורים שונים.

לא ברור אם הכללת האחריות ליציבות הפיננסית (או התרומה לה) בחוקים המודרניים של בנקים מרכזיים, כדוגמת אלה של ה-ECB, הבנק האנגלי ורבים אחרים, ביניהם בנק ישראל, משקפת את החששות שהובילו להדגשתו של פיקוח מקרו-יציבותי, או שמא היא משקפת בראש ובראשונה את תפקידו המסורתי של הבנק המרכזי כמלווה של מוצא אחרון. איש מבין אלה שקראו את דבריו של בגהוט (Bagehot) על פאניקה לא יכול לחשוב שהבנת הפוטנציאל של משברים מערכתיים היא בעיה חדשה. אולם חשיבותה גברה בגלל הדינמיקה של המשבר האחרון, כאשר בעיה שנתפסה בתחילה כניתנת לשליטה – משבר הסאב-פריים – התפתחה בהדרגה למשבר הפיננסי החמור ביותר מאז השפל הגדול, שמעורבים בו מכשירים פיננסיים המבוססים על משכנתאות, ואשר לאחר פשיטת הרגל של ליהמן חשפה אינטראקציות בין מוסדות כספיים, שהיו חזקות הרבה יותר ממה ששיערו קובעי מדיניות באותה העת.

אילו כלי מדיניות מקרו-יציבותית עומדים לרשות בנקים מרכזיים? בראש ובראשונה יש בידיהם כלים אנליטיים ויכולת להעלות את המודעות של קובעי המדיניות ושל הציבור לסוגיות קריטיות. אלה באים לידי ביטוי בדוחות על היציבות הפיננסית, שחלק מהבנקים המרכזיים מפיקים זה למעלה מעשור.

ומה באשר לכלים נוספים של מדיניות מקרו-יציבותית? בנקים מרכזיים תרים אחר כלים כאלה מאז המשבר הפיננסי האחרון, אך החיפוש לא נשא פרי במידה הראויה. מקצתם הגדירו דרישות הון אנטי-מחזוריות¹¹ ככלי של מדיניות מקרו-יציבותית, כנראה מפני שדרישות אלה משקפות הערכה מקרו-כלכלית, ומפני שהן חלות על המערכת הפיננסית בכללה. ובכל זאת, הן אינן מכוונות באופן ספציפי למיתון האינטראקציות המערכתיות, ועל כן לא ברור אם ניתן לראות בהן אבטיפוס של כלי מדיניות מקרו-יציבותית.

ברמה כללית יותר, דומה כי יש מספר כלים ייעודיים של מדיניות מקרו-יציבותית, וכי הכלים העיקריים שבנקים מרכזיים ומפקחים פיננסיים יוכלו להפעיל כדי להתמודד עם קשרי-גומלין מערכתיים יהיו המכשירים המקרו-יציבותיים המקובלים, או התאמות של כלים אלה.

בדומה למשקים אחרים שלא נקלעו למשבר פיננסי מקומי בתקופת המשבר העולמי נאלצה גם ישראל להתמודד אחרי המשבר העולמי עם האיום של בועת נדל"ן. מחירי הדיור, שהלכו וירדו במהלך למעלה מעשור, עלו בשנתיים האחרונות בכ- 40 אחוזים. מודל שוק הדיור של בנק ישראל מראה כי אף שהמחירים באמצע שנת 2010 לא היו גבוהים בהרבה מרמת שיווי המשקל שלהם בטווח הארוך, ברור שהמשך הקצב המהיר של עליית המחירים, השורר בזמן האחרון, יביא

¹¹ אף שדרישות הון אלו משתנות באורח פרו-מחזורי, הכוונה היא שהן תפעלנה נגד המחזוריות מבחינת השפעתן על המשק. לפיכך הן מוגדרות בדרך כלל כאנטי-מחזוריות.

אותם לרמה גבוהה מזו של שיווי המשקל. יתירה מזו, האווירה בשוק הדיור הולכת ונעשית דומה יותר ויותר לבועה, כולל התבטאויות בדבר צורך למהר ולקנות לפני שהמחירים יעלו עוד יותר.

כיוון שבשער החליפין נרשם ייסוף מהיר, העדיף בנק ישראל שלא להעלות את הריבית מהר מדי כל עוד הדבר ניתן. מאחר שהפיקוח על הבנקים נמצא בתוך בנק ישראל, דיוני המדיניות בבנק הניעו את המפקח לנקוט אמצעים שהעלו את שיעורי הריבית של המשכנתאות בלי להשפיע על שיעורי ריבית אחרים. אלה, לצד מסים ואמצעים נוספים שנקטה הממשלה, ולצד צעדים ממשלתיים להגדלת היצע הקרקעות לבנייה, החלו, כך נראה, להאט את קצב העלייה של מחירי הדיור – אף כי יחלוף עוד זמן עד שנדע אם אכן כך הדבר.

בהכרזתו על האמצעים החדשים הדגיש בנק ישראל שמדובר באמצעים מקרו-יציבותיים, וכי מטרתו היא להבטיח את היציבות הפיננסית. בנאומים הטעמנו כי האמצעים שלנו פועלים על הביקוש לדיור, וכי מוטב לנקוט אמצעים שיגדילו את ההיצע – ולכך אכן נועדו אחדים מהאמצעים שנקטה הממשלה מייד לאחר מכן.

במקרה זה, לשמחתנו, עמדו לרשות הבנק המרכזי אמצעי מדיניות שאפשרו לו לטפל ישירות במקור הפוטנציאלי של חוסר היציבות הפיננסית. יתר על כן, מאחר שהבנקים הם המקור העיקרי למימון הדיור, לא היה סביר שמוסדות אחרים שאינם מפוקחים על ידי הבנק המרכזי יעקפו את האמצעים של בנק ישראל. ובכל זאת, ידענו שיש דרכים טובות יותר לטפל בעלויות המחירים, וכי שיתוף פעולה עם הממשלה למטרה זו הוא הכרחי.

אפילו בבנק מרכזי המשמש גם מפקח על הבנקים עולות שאלות באשר לדרך הטובה ביותר לתיאום המדיניות המקרו-יציבותית. במקרה של בנק ישראל, שעדיין פועל לפי מודל של מקבל החלטות יחיד (אך בקרוב יחדל מכך, לאחר שיתחיל לפעול על פי חוק בנק ישראל החדש), היה קל יחסית לבצע את התיאום, משום שניתן היה לשתף את המפקח על הבנקים בפורום המוניטרי, שהוא מייצג ובלתי סטטוטורי, ולהשתמש בפורום שהורחב כגוף מייצג להחלטות מקרו-יציבותיות.

כללית, פיקוח מקרו-יציבותי עשוי לחייב פעולות מצד שני גופי פיקוח או יותר, ואז עולה הסוגיה מהי הדרך הטובה ביותר לתאם את פעולותיהם של הגופים האלה. מודל פשוט, שוודאי קוסם לאלה שלא עבדו במערכות ביורוקרטיות, הוא לדרוש מהמפקחים לשתף פעולה ולפתח יחד אסטרטגיה לטיפול בבעיות שיצוצו. אולם שיתוף פעולה בין שווים בסביבה כזאת הוא קשה, שלא לומר בלתי יעיל, קל וחומר בזמני משבר.

לפיכך חיוני להקים מנגנונים אשר יבטיחו שההחלטות על מדיניות מקרו-יציבותית תתקבלנה במהירות מספקת ויביאו בחשבון את האינטראקציות המערכתיות. השאלה מהו מבנה הפיקוח האופטימלי נדונה זמן רב לפני פרוץ המשבר האחרון; הרשות לשירותים פיננסיים בבריטניה

(FSA) נתפסת כאבטיפוס של יחידת רגולציה הנמצאת מחוץ לבנק המרכזי; המודל הדו-ראשי ההולנדי הוא אבטיפוס נוסף, ומודלים שונים של תיאום ואי-תיאום בין רגולטורים רבים הם מודלים פוטנציאליים נוספים.

סוגיית המבנה האופטימלי של הפיקוח התחדדה מאוד בעקבות המשבר הפיננסי, ולכישלוננו של ה-FSA במניעת משבר פיננסי בבריטניה הייתה השפעה קריטית על הדיון הציבורי. רפורמות משמעותיות הונהגו מאז בארה"ב, באירופה ובבריטניה. חוק דוד-פרנק (Dodd-Frank) האמריקני הטיל את האחריות לתיאום על ועדת רגולטורים בראשות שר האוצר. בבריטניה האחריות על כל הפיקוח הפיננסי מועברת בפועל לידי הבנק המרכזי של אנגליה, ואחריות זו תופקד בידי ועדת מדיניות פיננסית, שבראשה יעמוד הנגיד. מבנה הוועדה ופעילותה יתבססו על הניסיון של ועדת המדיניות המוניטרית, אולם יש לשער שיהיו הבדלים חשובים בין הוועדות בדרכי העבודה. במדינות אחרות, ביניהן צרפת ואוסטרליה, תיאום הפיקוח הפיננסי מתנהל במסגרת ועדה בראשות הנגיד.

בשלב זה ברור כי יהיו מבנים מוסדיים שונים ורבים לתיאום הפיקוח המערכתי, כי יהיה צורך ללמוד מהניסיון אילו הסדרים הם יעילים ואילו אינם יעילים – וסביר מאוד שהתוצאות יהיו תלויות בתנאים הייחודיים של כל מדינה.

כן סביר לשער, כי הבנק המרכזי ימלא תפקיד מרכזי בפיקוח על המגזר הפיננסי, בפרט בהיבטיו המקרו-יציבותיים, וכי במדינות רבות יועברו תחומי אחריות אל הבנק המרכזי.

לקח רביעי: התמודדות עם בועות

אחת מקרבנות המשבר הייתה הדוקטרינה של ה-Fed שלפיה על הבנק המרכזי להימנע מתגובה על מחירי נכסים ועל מצבים הנתפסים בעיניו כבועה, אלא לאחר שהבועה התנפצה. גישה זו מכונה "the mopping up approach" ("לנקות אחרי"), ומשמעה – להמתין עד שהבועה תתפוצץ, ואחר כך לנקות את הלכלוך.

הגישה נולדה בתקופת ההתרחבות והשגשוג של שוקי המניות בשנות ה-90 של המאה העשרים. כזכור לכולנו, אמר הנגיד גרינספן בנאום ב-1996, בעוד מדד הדאו ג'ונס עומד על 6,400 נקודות בקירוב, כי שוקי המניות מפגינים "התלהבות בלתי רציונלית" ("irrational exuberance"). למרות סמכותו של הנגיד לא עצרו השווקים את עלייתם אלא למשך ימים ספורים בלבד, ואז נתחדשה האמרת השערים, ובסופו של דבר הם חצו את רף 10,000 הנקודות.

ה-Fed זכה לשבחים מפי כול על שהניח לשווקים להמשיך ולגאות באותה תקופה, בהתבסס על מסקנתו כי שיעור צמיחתו של הפריזון עלה, וכי המשק עתיד לצמוח מהר יותר ממה שסברו בתחילה, בלי לגרום אינפלציה.

כאשר בועת הדוט-קום התפוצצה בשנת 2000, דומה היה כי גישת ה-"mopping up" נחלה הצלחה: ה-Fed הוריד את שיעורי הריבית במהירות, והמיתון היה קל יחסית. נדמה היה שהנוק קל בלבד. קיימת כמובן מחלוקת רבה בשאלה אם בבוא המיתון שמר ה-Fed על ריבית נמוכה מדי למשך זמן רב מדי, ובכך הניח את היסודות למשבר הבא – החמור הרבה יותר. אולם גם הטוענים כך אינם אומרים שהמשבר הבא היה תוצאה בלתי נמנעת של ההחלטה להימנע מניפוץ הבועה בסוף שנות ה-90.

אני סבור שבדיון על ה-"mopping up" הייתה הטעיה מסוימת. הבעיה נוסחה באופן כללי כך: "האם על הבנק המרכזי לנפץ את הבועה?". מי שהשיבו "לא" טענו שכדי לנפץ את הבועה צריך היה להעלות את הריבית בשיעור גדול עד כדי כך שהמהלך היה גורם למיתון חמור. אילו השאלה הייתה "האם על ה-Fed להגיב למחירי הנכסים על ידי קביעת שיעור הריבית?", יכול להיות שהתשובה הייתה "כן", אף כי סביר שהיא הייתה ניתנת מנקודת המבט של גישת יעדי האינפלציה, כלומר: אם מחירים מופרזים של נכסים היו צפויים להשפיע על הרמות העתידיות של המחירים או התוצר, בצדק היה הבנק המרכזי מביא אותם בחשבון בהחלטת הריבית.

לו נשאלה אותה השאלה היום, סביר להניח כי המענה היה מבוטא במונחים של פיקוח מקרו-יציבות, ובהתייחס לאפשרות שניתן להשתמש באמצעים רגולטוריים כתוספת להשפעות הריבית על מחירי הנכסים.

מההסכמה הכללית בדבר הצורך בפיקוח מקרו-יציבותי עולה בבירור שדוקטרינת ה-"mopping up" הולכת ונחלשת, אף כי ייתכנו נסיבות שבהן ניתן להצדיקה – בפרט גאות בשוק המניות, שלהתמוטטותו לא תהיינה השלכות משמעותיות על יתר המערכת הפיננסית.¹²

לקח חמישי: מלווה של מוצא אחרון ו"גדול מכדי ליפול"

ראיית הבנק המרכזי כמלווה של מוצא אחרון (lender of last resort) מקורה במורשת ארוכה ומכובדת, ובמשבר האחרון בנקים מרכזיים במספר מדינות אכן פעלו כמלווה של מוצא אחרון. הטיעון בעד השימוש בבנק המרכזי כמלווה של מוצא אחרון ברור במקרה של משבר נזילות – כזה שנוצר ממחסור זמני בנזילות, לרוב במצב של פאניקה פיננסית – אבל פחות ברור במקרה של משבר חדלות פירעון. ההבדל העיקרי הוא שבמקרה של משבר נזילות פעולה החלטית של הבנק המרכזי ברוח הגישה של באגהוט יכולה לפתור את הבעיה ללא עלות פיננסית ארוכת טווח למגזר הציבורי¹³; לעומת זאת, כשמוסד פיננסי הגיע לחדלות פירעון, התערבות לשינוי המבנה שלו עלולה להיות כרוכה בעלות פיננסית ארוכת טווח למגזר הציבורי – אף כי במספר משברים שבהם הבנק

¹² מצב דברים כזה מוצג לעתים כדי להסביר מדוע הגישה של "mopping up" הצליחה במיתון של 2001-02.

¹³ לפי שעה אנו מניחים בצד את סוגיית הסיכון המוסרי, שאליה נשוב בהמשך.

המרכזי והממשלה התערבו באופן מסיבי כדי להתמודד עם פאניקה, המגזר הציבורי יצא נשכר מן ההתערבות הזאת¹⁴.

כיוון שרווחי הבנק המרכזי עוברים במוקדם או במאוחר לידי הממשלה, כמעט לכל פעולה פיננסית שנוקט הבנק המרכזי יש השלכות פיסקליות. הדבר נכון במיוחד כשהבנק המרכזי מעורב בפעולות שמטרתן לתמוך ביציבות הפיננסית, כגון הספקת נזילות חירום לבנקים ספציפיים או למערכת הפיננסית בכללותה.

עקרונית, ההבחנה בין בעיות נזילות לבעיות כושר פירעון צריכה להנחות את פעולות הבנק המרכזי והממשלה בעת משבר. בישראל, לדוגמה, החוק קובע שהבנק המרכזי רשאי להתערב לפי שיקול דעתו כדי להתמודד עם בעיית נזילות, אך הוא זקוק לאישור משרד האוצר והממשלה כדי להשתלט על מוסד כספי חדל פירעון. אולם בפועל, ההבחנה בין בעיית נזילות לבעיית כושר פירעון כמעט לעולם אינה חדה וברורה בזמן משבר, ומה שנראה בתחילתו כמשבר נזילות יכול להפוך עד מהרה למשבר חדלות פירעון. קיצורו של דבר, יש צורך בשיקול דעת בכל שלב ושלב של משבר פיננסי – כמו בבנקאות מרכזית בכלל.

הבעיה המכונה "גדול מכדי לפול" (too big to fail) ובעיית הסיכון המוסרי (moral hazard), הקשורה אליה, הן סוגיות השבות ועולות בהתמודדות עם משברים פיננסיים. אם מוסד כספי נקלע לבעיית נזילות טהורה, אזי הבנק המרכזי, בתפקידו כשומר על היציבות הפיננסית, צריך לפעול כמלווה של מוצא אחרון לאותו מוסד נזקק. כאשר מוסד הוא "גדול" או "בעל קשרים הדדיים רבים" מכדי ליפול, מתעוררים קשיים מיוחדים: אם נניח לו לפול, יחמיר המשבר הפיננסי במידה משמעותית; החמרה כזאת תתבטא למשל – אם נתאר זאת בצורה דרמטית – בהפיכת מיתון (recession) לשפל (depression).

בעולם אידיאלי המערכת הרגולטורית והתחקית אמורה לפתח מנגנון פירוק המאפשר למוסד שנקבע כי הוא חדל פירעון להיכשל ולהתפרק בתהליך מסודר. עדיין לא חזינו בפעולתן של מערכות כאלה לגבי מוסדות פיננסיים גדולים (SIFI), אף כי אחד הלקחים המרכזיים מן המשבר האחרון היה הצורך לפתח מסגרת מסוג זה. הקשיים קיימים במישורים רבים, במיוחד לגבי בנקים בין-לאומיים, הפועלים בתחומי שיפוט רבים וכפופים למערכות חוק שונות ולמיגוון מסגרות ארגוניות (כגון סניפים לעומת חברות בנות). ועדת באזל והמועצה ליציבות פיננסית שוקדות על סוגיה זו, ורואות בה אחת המורכבות ביותר שעמן עליהן להתמודד.

סיכון מוסרי נוצר בדרך כלל כאשר ממשלות מתערבות כדי לעזור לייצב את המערכת הפיננסית – או בכל מערכת של ביטוח. במקרה של מלווה של מוצא אחרון החשש המוצדק הוא שעצם קיומו של מלווה כזה מעודד מוסדות פיננסיים ליטול יותר סיכונים, שכן הם יודעים כי במקרה חירום

¹⁴ מפתה לטעון שמשבר נזילות מוגדר כמשבר שבו המגזר הציבורי מפיק רווחים מהתערבותו; אולם הרווח של המגזר הציבורי תלוי באופן התמחור ובמבנה של התערבויותיו, כך שהשאלה מורכבת יותר.

הם יחולצו, כלומר יינצלו. השאלה כאן היא "מי הם 'הם'?" מקובלת – ובצדק – הדעה שכאשר מוסד פיננסי פושט רגל אין להציל את בעלי המניות¹⁵. בדך כלל מניחים שכדי לשמר את מנגנון התשלומים, צריך להציל בעלי פיקדונות עד לגודל מסוים של פיקדונות, אפשר עד לגובה ביטוח הפיקדונות – אף כי פעמים רבות, במשברים פיננסיים, הממשלה מספקת רשתות ביטחון הרבה מעבר למגבלות הרגילות.

הסוגיה הקשה ביותר נוגעת למחזיקי איגרות חוב. אם מוסד כספי פושט רגל, מחזיקי איגרות החוב צריכים להשתתף בהפסדים, והם אכן ישתתפו בהם. אף על פי כן, ממשלות מעניקות לעתים ערבויות לבעלי נכסים בנקאיים שאינם פיקדונות – למשל למחזיקי ניירות ערך קצרי מועד. מדוע? תשובה אפשרית היא שבעת משבר פיננסי ממשלות מוכנות להרחיק לכת כדי למנוע שיטפון של פשיטות רגל, שהסבירות כי יתפתח גבוהה אם למחזיקי איגרות החוב יהיה תמריץ לברוח. או, במילים פשוטות יותר: ייתכן שיהיה קשה להתוות את הגבול בין התחייבויות דמויות פיקדונות ובין התחייבויות דמויות מניות. מלבד זאת ניתן לטעון כי מרגע שהשווקים יבינו כי עלתה הסבירות שהערך של איגרות חוב – ובפרט של ניירות ערך קצרי מועד – יירד בעת משבר, סביר שעלויות המימון הבנקאי בזמנים רגילים יעלו.

סוגיה דומה עלתה לדיון לפני כעשור, כאשר קרן המטבע הבין-לאומית בדקה את האפשרות ליצור מנגנון להסדרי חובות ממשלתיים (Sovereign Debt Restructuring Mechanism; SDRM). באותה העת נטען שאמור להיות קל יותר להסדיר תנאי חוב ממשלתי מאשר חוב שהונפק בניו יורק, שם הדבר מחייב הסכמה של כל מחזיקי החוב העתידיים להיכנס להסדר. לפיכך הוצע שחוב ממשלתי יכלול סעיפי פעולה קולקטיבית (CACs (Collective Action Clauses), אשר יאפשרו אישור רק של רוב (או לפחות שיעור הקטן מ-100%) כדי לבצע הסדר חוב. סוגיה זו עוררה מחלוקת רבה ביותר, ולווים פוטנציאליים התנגדו בטענה שהכללת הסעיפים האלה תגדיל את עלויות המימון שלהם. בסופו של דבר התברר שסעיפי CAC כבר קיימים באיגרות חוב מסוימות שהונפקו בלונדון (אשר כונו British Trust Deed instruments), ודומה כי השפעתם על עלות המימון קטנה. מאז, מספר מדינות, בהן מקסיקו, כוללות סעיפי CAC באיגרות החוב שלהן, וככל הנראה אין לכך השפעות חשובות על עלות המימון.

במקרה של מוסדות פיננסיים, יש בנקים שהתחילו להנפיק הון מותנה - אלה הן איגרות חוב המומרות אוטומטית למניות כאשר מתקיים קריטריון אובייקטיבי כלשהו. בשנתיים האחרונות, הן Rabobank והן Lloyd's הנפיקו איגרות חוב מסוג זה. אף שזוהי גישה מפתה, הרי הדינמיקה המערכתית של מימוש איגרות חוב אלה בשעת משבר טרם עמדה במבחן המציאות.

ובכל זאת עלינו לזכור: אף שהון מותנה וצורות מימון אחרות שהופכות דומות יותר למניות בשעת משבר, ובאופן כללי יותר, התפתחותם של מנגנוני פירוק – כל אלה יסייעו להתמודד עם בעיות של

¹⁵ יש לשער שהדבר חל גם על מוסדות שאינם פיננסיים.

סיכון מוסרי, הרי עצם קיומו של מלווה של מוצא אחרון מעלה סוגיות של סיכון מוסרי. זה אכן נכון. אבל אין לנו דרך לקבוע שהתגובה האופטימלית לסיכון מוסרי היא להפסיק למכור ביטוח. אלא רק – שקיומו של סיכון מוסרי הוא אחד הגורמים שעלינו להביא בחשבון בכל מצב שבו המדינה מספקת צורות מפורשות או משתמעות של ביטוח, ממש כשם שיש להביאו בחשבון בחוזי ביטוח במגזר הפרטי, למשל בביטוח נגד שריפה.

לאחר שנאלצתי לקבל החלטות בסוגיות של סיכון מוסרי במספר משברים פיננסיים, הגעתי אל הכלל המנחה הבא: *אם מצאת את עצמך על סף הטלת עלויות מסיביות על המשק – דהיינו על אזרחי המדינה או על אזרחי מדינות אחרות – על ידי החשת בואו של המשבר במטרה למנוע סיכון מוסרי, זה מאוחר מדי. עליך להימנע מהפעולה שתטיל עלויות אלו.* במקום זאת עליך לחשוב היטב מראש כיצד המערכת תפעל במשבר, ולתת את הדעת לסבירות שתעמוד בפני ברירות כאלה, ועליך לעשות כל שביכולתך כדי לתכנן את המערכת כך שהסבירות הזאת תישאר נמוכה מאוד.

לקח שישי: חשיבותו של שער החליפין במשק קטן ופתוח

שער החליפין (הריאלי) הוא אחד משני משתנים מקרו-כלכליים חשובים במשק קטן ופתוח; השני הוא שיעור הריבית (הריאלי). אף בנקאי מרכזי במשק כזה לא יכול להיות אדיש לרמת שער החליפין. אך בניהול שער החליפין אין ברירות קלות.

ראשית, קיימת ההחלטה איזה משטר שער חליפין לבחור, החלטה הקשורה לשאלה של מגבלות על ההון. אם ניתן להגביל את זרימות ההון, ייתכן שמוטב למדינה לנסות ולקבע את שער החליפין הנומינלי שלה. למרות זאת, ובלי להיכנס לוויכוח הנושן על משטרי שער חליפין, אני מאמין שטוב יותר לפעול במשטר של שער חליפין גמיש ועם חשבון הון פתוח יותר.

"גמיש" אין משמעו שהמדינה לא צריכה להתערב בשוק המט"ח, או שחשבון ההון צריך להיות פתוח לחלוטין; משמעו שהמדינה אינה צריכה "לשרטט בחול" את גבול שער החליפין ולהכריז כי הוא "בל יעבר"; מדינות אינן צריכות לחייב את עצמן להגן על שער חליפין מסוים.

משתתפים בשוק אומרים פעמים רבות שהבנק המרכזי אינו יכול להתייצב נגד כוחות השוק. אולם עלינו להכיר באסימטריה שבין הגנה מפני לחצי פיחות לבין ייסוף המטבע. במקרה של לחצי פיחות השוק רוצה, בשער החליפין הקיים, יותר מט"ח. בידי הבנק המרכזי יש היצע מוגבל של מט"ח, ולכן הוא לא יכול לעמוד בלחצי השוק למשך זמן רב – אף כי, כפי שהראה המשבר האחרון, רזרבות מט"ח גדולות יכולות לעזור לבנק המרכזי להתמודד עם לחצי השוק, כמו בדוגמאות של ברזיל, קוריאה ורוסיה.

במקרה של לחצי ייסוף השווקים רוצים, בשער החליפין הקיים, יותר מטבע מקומי. הבנק המרכזי יכול לייצר כמות בלתי מוגבלת של מטבע מקומי – כלומר להתערב על ידי קניית המט"ח הזורם

לתוך המדינה. מובן שכדי למנוע אינפלציה יהיה עליו לעקר את כניסת המט"ח. אולם הדבר בר ביצוע, כפי שהוכיח בנק ישראל בשלוש השנים האחרונות.

במקרה של לחצי ייסוף הבנק המרכזי נדרש לאזן בין העלויות נטו של החזקת רזרבות נוספות ובין היתרונות שבמניעת ייסוף בלתי רצוי. זהו חישוב מורכב¹⁶, שהוביל לפיתוח כללים שונים להחזקת רזרבות: כשהחשבון השוטף היה הגורם הדומיננטי בשוק המט"ח, הכלל הוגדר במונחים של החזקת רזרבות השוות לערך של X חודשי יבוא; עתה, כשהחשבון הפיננסי חשוב לא פחות, "כללי האצבע" של החזקת רזרבות קשורים לזרימות הון, והם מבוססים באופן כללי על צורה כלשהי של כלל גרינספן-גידוטי, שלפיו הרזרבות של מדינה צריכות לכסות לכל הפחות את התחייבויות המשק לטווח הקצר שמועד פירעון חל במהלך השנה הבאה. המשבר האחרון הניע מדינות רבות להחליט על החזקת יותר רזרבות ממה שהיה מקובל עד אז. גם גורמים ייחודיים לכל מדינה יכולים להיות רלוונטיים. כך בישראל התחשב הבנק המרכזי במפורש במצב הגיאופוליטי שלנו בדיוניו על החזקת הרזרבות.

בנקאים מרכזיים נהגו לומר שיש בידיהם מכשיר אחד בלבד – שיעור הריבית – ועל כן יש להם יעד אחד בלבד: שיעור האינפלציה. ראייה זו, המבוססת על הכלל של טינברגן, שלפיו מספר המכשירים צריך להיות כמספר יעדי המדיניות, אינה נכונה בדרך כלל¹⁷. מכל מקום, מכשיר ההתערבות בשוק המט"ח נותן לדעתי בפועל מכשיר מדיניות נוסף (או לפחות חצי-מכשיר נוסף) בידי הבנק המרכזי, ומכשיר זה מאפשר לו לא רק לחתור להשגת יעד האינפלציה, אלא גם להשפיע במידה מסוימת על התפתחות שער החליפין.

כאשר לחצי הייסוף גוברים, אפשר שהמדינה תרצה להגביל התערבות נוספת, וסביר שהיא תפנה לשימוש במגבלות על תנועות ההון הנכנסות אליה. מגבלות כאלה כמעט אף פעם אינן אלגנטיות, הן מטבען קשות למימוש, וחשופות לניסיונות חוזרים ונשנים של המגזר הפרטי לעקוף אותן. בנקים מרכזיים מעדיפים להימנע מהן. אך לעתים הן נחוצות, כפי שלמדו בחודשים האחרונים מדינות רבות שניצבו בפני כניסות הון גדולות בטווח הקצר – ובכללן ישראל.

ניהול שער החליפין יכול להיות משימה קשה במשק קטן, פתוח וצומח, שיש בו מערכת פיננסית חזקה. כניסות ההון לרוב רגישות מאוד לפערי הריבית, וכתוצאה מכך הנוטל שנושא בו שער

¹⁶ אחד הסיבוכים במדידת העלויות של החזקת רזרבות קשור ליחידת החישוב (ה-numeraire) שבה נאמדו הרזרבות. בדרך כלל, ובצדק, בנק ישראל מציג את דוחותיו הכספיים כשהם נקובים במטבע המקומי. כל בנק מרכזי שהתערב במטרה למתן לחצי ייסוף, סביר שיציג הפסד כספי אם ערך הרזרבות מבוסס במטבע המקומי. אולם הטעם להחזקת חלק מהרזרבות הוא לאפשר למדינה לרכוש סחורות זרות במקרה הצורך, ולפיכך, מבחינת המטרה שלשמה מוחזקות הרזרבות לא ברור אם יחידת החישוב צריכה להיות המטבע המקומי ולא מטבע זר. זאת ועוד, אם כיוון זרימות ההון יתהפך, ייתכן שהמדינה תגלה כי עליה להתערב כדי למנוע פיחות. בנקאי מרכזי מבין עמיתיי סיפר שהחזקת הרזרבות שלו, המשוערכות במחירי השוק, הציגו הפסד כללי, אך כל אימת שהוא התערב במשבר, הוא עשה "רווח".

¹⁷ ראו "הערה" של סטנלי פישר בתוך: *The Reserve Bank of Australia: Fiftieth Anniversary Symposium*, Christopher Kent and Michael Robson (editors), Reserve Bank of Australia (2010), pp. 38-41

החליפין לצורך ההתאמה לאינפלציה ולביקוש המצרפי גדול מזה שנראה אופטימלי בעיני קובעי המדיניות, במקרה כזה המדינה עשויה להתפתות להצטרף לגוש מטבע.

חברות בגוש מטבע מחייבת ניהול ממושמע של המשק המקומי – של מדיניות התקציב ושל המערכת הפיננסית. מדינה אינה יכולה לשנות את שער החליפין שלה בלי לעזוב את הגוש, צעד שהשלכותיו בלתי ידועות, אך ללא ספק משמעותיות וקרוב לוודאי אף הרוות גורל למשק. בתקופה הנוכחית רבים מדברים על האילוצים שההשתייכות לאזור האירו יוצרת עבור מדינות שאין באפשרותן לפחת את המטבע. לאילוצים אלה נודעת ללא ספק חשיבות רבה, אך לא רבים שמים לב שכאשר למדינות היה החופש לפחת את המטבע שלהן, שינויים בשערי החליפין שיבשו פעמים רבות את המסחר שלהן עם שכנותיהן, ומה עוד שמדינות אחדות אשר נהנו מן החופש הזה ניהלו אותו בצורה לא נכונה, ושילמו מחיר משמעותי במונחי הביצועים הכלכליים. במילים אחרות, יהא אשר יהא סוגו של משטר שער החליפין במדינה, תמיד יהיו זמנים שבהם היא תעדיף משטר אחר.

העליתי בעיות של שער חליפין במשק קטן ופתוח, מפני שזה סוג המשק שבו אני פועל. אך האמת היא שרוב הדברים שאמרתי על ניהול שער החליפין במשק קטן ופתוח נכונים לכל משק פתוח, גדול או קטן.

לקח שביעי: האמיתות הנצחיות – לקחים מקרן המטבע הבין-לאומית

אף שהדגשתי את הלקחים שאנו הבנקאים המרכזיים למדנו מן המשבר האחרון, לקחים שרבים מהם היו ידועים לקודמינו זה זמן רב – המשבר גם אישש לקחים שאנחנו למדנו זה מכבר. ובפרט, המשבר הזה חיזק את האמונה, המובנת מאליה, שמדינה המתנהלת היטב בזמנים רגילים, סביר כי תהיה ערוכה יותר להתמודד עם השלכות של משבר, וכי תיחלץ ממנו במחיר נמוך יותר.

בפרט, עלינו להמשיך ולהאמין בכללי הניהול והבקרה המיטביים שקרן המטבע הבין-לאומית מקדמת ללא לאות. בזמנים רגילים מדינות צריכות לשמור על משמעת פיסקלית ועל יציבות מוניטרית ופיננסית. בכל עת ועת עליהן להביא בחשבון את הצורך בקווי פעולה המעודדים צמיחה. ועליהן להקדיש את תשומת הלב הראויה לרווחתן של כל שדרות החברה.

קל להרכיב את הרשימה; קשה יותר למלא אותה בפרטים, להחליט אילו קווי מדיניות לנקוט בפועל. וקשה מאוד ליישם אמצעים כאלה, בייחוד בזמנים טובים, שבהם הלחצים הפופוליסטיים בדרך כלל חזקים. אך מדינה שאינה נוהגת כך ודאי תשלם מחיר גבוה ביותר.

לקח שמיני: לחתור ליעד האינפלציה, בגמישות

כיצד נסכם את כל המסקנות הללו? בפשטות: יעדי אינפלציה גמישים הם הדרך הטובה ביותר לנהל את המדיניות המוניטרית. מערך המטרות המשולש של המדיניות המוניטרית, הקבוע בחוקים מודרניים של בנקים מרכזיים, מספק את ההבנה הטובה ביותר שיש בידינו כיום לגבי מה שבנק מרכזי צריך לחתור להשגתו. ובכן, בנק מרכזי צריך לשאוף:

- לשמור על יציבות מחירים.

- לתמוך בהשגת יתר מטרותיה של המדיניות הכלכלית, בפרט צמיחה ותעסוקה, כל עוד יציבות המחירים – במהלך שנה או שנתיים, ואף שלוש – נשמרת.
- לתמוך ביציבותה וביעילותה של המערכת הפיננסית ולקדם אותן.

ראוי לציין כי יעדים אלה של הבנק המרכזי הוגדרו לפני למעלה מעשור, כי החזיקו בהם ה-ECB, הבנק האנגלי, בנקים מרכזיים רבים נוספים לפני המשבר העולמי ובמהלכו, וכי אין סיבה לשנותם כעת, למרות הלקחים שדנו בהם לעיל. אלא שעכשיו למדנו דרכים טובות יותר לנסות ולהגשים יעדים אלה.

לקח תשיעי: בזמן משבר לא נכנסים לפאניקה.

בהתאם לכותרת הרצאה זו, כל הלקחים שצוינו עד כה מבטאים מחשבות על המשבר האחרון. אך הייתי רוצה להוסיף לקח שלמדתי במשבר קודם, המשבר הפיננסי הראשון שבניהולו הייתי מעורב מאוד, זה שהתפתח במקסיקו בשנים 5-1994. בסוף ינואר 1995 התבקשה קרן המטבע הבין-לאומית לגייס, בהתרעה קצרה מאוד – כתשע שעות – סכום של עשרים מיליארד דולרים כהלוואה למקסיקו. חברי ההנהלה הבכירה של הקרן נפגשו במשרדו של המנכ"ל מישל קמדסוס השכם בבוקר כדי למצוא פתרון. המנכ"ל פתח את אותה הפגישה במילים: "רבותיי, זהו משבר, ובמשבר לא נכנסים לפאניקה". עצה זו עמדה במבחן הזמן והניסיון.

לסיום – לקח עשירי:

בעת משבר, בנקאים מרכזיים (וללא ספק קובעי מדיניות נוספים) ימצאו את עצמם לא פעם מחליטים ליישם צעדי מדיניות שמעולם לא שיערו כי ייאלצו לנקוט – ואלה הם לא פעם צעדים שהם היו מעדיפים להימנע מהם. לכן, לסיום, עצה קטנה לבנקאים מרכזיים:

"Never say never"