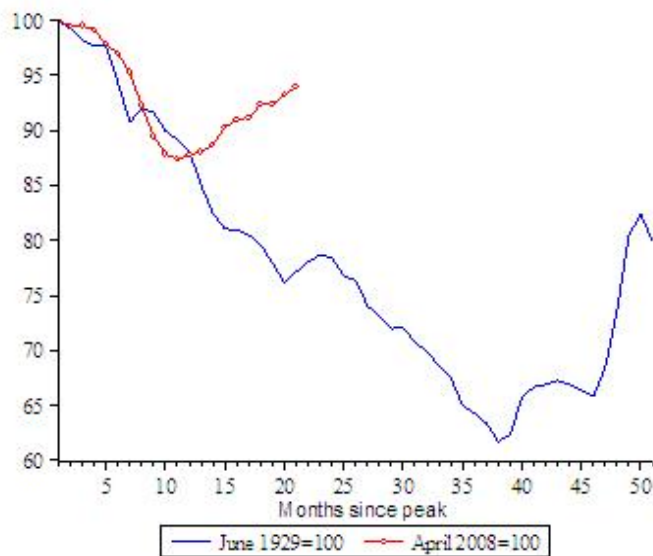


## מדיניות מוניטרית ופיסקאלית והמשבר הפיננסי

מאת: פרופסור אסף רזין

### 1. הקדמה

המשבר הפיננסי האחרון והמשבר הגדול של שנות השלושים של המאה העשרים החלו שניהם לאחר גאות במחירי נכסים פיננסיים וגידול חריג בקצב גידולו של האשראי שהעניק המגזר הפיננסי לחברות ומשקי הבית. את ההשוואה בין שני המשברים נעשית בשרטוט כדלקמן.



השרטוט מתאר את התוואים על פני זמן של התפוקה התעשייתית העולמית בכל אחד משני שני המשברים. בתחילה (יוני 1929 היא נקודת ההתחלה עבור המשבר הגדול; אפריל 2008 היא נקודת ההתחלה עבור המשבר האחרון) כ-10 חודשים לפרוץ המשבר, התוואי נע כלפי מטה באופן דומה.. אבל בהמשך נוצר פיצול דרכים בין שתי אפיזודות המשבר. בעוד שבמשבר הגדול הכלכלה העולמית ממשיכה במסלול ירידה חד (שנמשך כ-40 חודשים), במשבר הנוכחי הכלכלה העולמית מתאוששת לאחר כ-10 חודשים.

המסקנה המתבקשת: הזעזוע הפיננסי שיצר את המשבר מסתבר שהיה בעוצמות דומות בשני המקרים. אם גם המדיניות שננקטה היתה דומה, היה

יכול המשבר האחרון להיות קשה וארוך במידה דומה. אבל, המדיניות הכלכלית שננקטה במהלך כל אחד משני המשברים הייתה שונה. עם פרוץ המשבר הגדול הפעיל הנשיא האמריקאי דאז, הובר, תקציב ממשלתי מאוזן למרות הירידה בגבית המיסים. הוא גם לא נמנע מנקיטת ממדיניות מוניטרית מצמצמת. מכיון שהוא לא פעל לביטולה של ההצמדה של הדולר האמריקאי למטבעות העולם על פי בסיס הזהב. בריחת זהב בעקבות המשבר יצרה כוון מוניטרי ומערכת הבנקים האמריקאית קרסה. מתן האשראי נעצר. במשבר האחרון, לעומת זאת, הופעלה חולצו הבנקים מקריסה (פרט למקרה המצער של קריסתו של בנק להמן הוזרמה נזילות למגזרי המשק העיקרים שהיו במחנק אשראי, וננקטה מדיניות פיסקאלית יזומה להמרצת הפעילות הכלכלית.

שנות התשעים יצרו בקרב הכלכלנים וקובעי המדיניות אמונה שנתגלתה סוף כל סוף המדיניות המאקרו כלכלית המייצבת, אחריה חיפשו הכל במשך עשורים. ולראיה - חלה התמתנות בתוצר ושיעור האינפלציה יוצב ברמת אינפלציה נמוכה. אינפלציה יציבה ונמוכה הוצגה כיעד יחיד. בנקים מרכזיים התמקדו באינפלציה, כי עליה יש להם השפעה ישירה. לפי המודל הניאו-קיינסיאני, הרי שאינפלציה קבועה ונמוכה היא אכן המדיניות האופטימלית מכיון שהיא מספקת בטווח הארוך גם תעסוקה מלאה.

המדיניות המוניטרית התרכזת בכלי אחד, הריבית קצרת הטווח. ההנחה המקובלת: כל שנדרש היה להשפיע על הרמה הנוכחית ועל צפי השוק לעתיד של כל הריביות קצרות הטווח בתוואי הצפוי לעתיד. כל שאר הריביות במשק, ארוכות וקצרות, המחירים והפעילות הכלכלית, כולם יושפעו בהתאם כי כאשר שוק ההון מתפקד היטב, קיימים יחסי ארביטרז' בין הריביות של הטווח הקצר והטווח הארוך, ובין ריביות על החוב הממשלתי והחוב פרטי. מספיק לכן לקבוע ריבית לטווח קצר, ולהשפיע בהתאם על ציפיות האינפלציה, כך שכל שאר הריביות במשק ייקבעו ברמה הרצויה.

במקביל, המדיניות הפיסקאלית האנטי-מחזורית פינתה את קדמת הבמה ויועד לה רק תפקיד משני. בין הסיבות לכך היו הספקנות בנוגע להשפעת מדיניות פיסקאלית על מחזור העסקים, ספקנות המבוססת על שיקולים הקשורים בשקילות ריקרדו. לא ניתנה תשומת יתר גם למייצבים הפיסקלים האוטומטיים (כגון מס הכנסה פרוגרסיבי, תשלומי אבטלה, וכו') ככאלה שמייצבים את מחזור העסקים.

התגובה המוצלחת לנפילת שוק המניות בשנת 1987, להתרסקות קרן הגידור, LTCM, והתמודדות המדיניות הכלכלית עם התפוצצות בועת הטכנולוגיה, Dotcom הן שחיקו אצל המקרו כלכלנים את התפישה כי אמנם עקרונות המדיניות המוניטרית אותם פיתחו הם אלה שמסוגלים להביא ליציבות בכלכלה: המדיניות מסוגלת להתמודד כראוי גם עם פקיעתן של בועות מחירים שעשויות להתחולל מדי פעם בשווקים פיננסיים, שווקי מניות, נדל"ן וכל מה שעתיד לבוא.

אולם במשבר האחרון ההסכמה הרחבה נעלמה והופיעו שני מחנות.

נתבונן בשאלת הגרעון התקציבי שעולה על 10% תוצר בארה"ב, ביפן ובחלק מאירופה .

מחנה אחד של כלכלני המאקרו טוען כי אם לא יחול היפוך מהיר במגמה, גרעונות שכאלו יובילו לעליה בשיעורי הריבית ולדחיקה של ההשקעה הפרטית והצריכה הפרטית (crowding out). לכן, במקום להביא להמרצה של הפעילות הכלכלית, הגרעונות יובילו למיתון חדש שיגיע יחד עם התפרצות אינפלציה.

לא כך, טוען המחנה השני. המיתון והעדר ביקוש מצדיק את קיומם של גרעונות, במיוחד כאשר השפעת המדיניות המוניטרית על הביקושים מנוטרלת. אין סכנת אינפלציה. הגרעונות הגדולים הכרחיים על מנת להימנע מדפלציה. דיכוי הגרעונות יחזק כוחות הדוחפים לדפלציה בכלכלה ויוביל למיתון נוסף ועמוק יותר .

לגבי המדיניות המוניטרית יזהיר המחנה הראשון שיצירת כמויות גדולות מאוד של נזילות (גודש פיקדונות הבנקים אצל הבנק המרכזי) היא הדרך הבטוחה ביותר לאינפלציה , וממליץ לבנקים המרכזיים לתכנן "אסטרטגיית יציאה".

המחנה השני טוען שהגידול בסך הנכסים הנזילים של הבנקים המסחריים במאזן הבנק המרכזי האמריקאי משקף בסך הכל את העובדה שהבנקים המסחריים אוגרים כספים על מנת לשפר את המאזנים שלהם כדי שיוכלו לחדש את פעילות מתן האשראי. ברגע שהכלכלה תתחיל להתאושש יוכלו הבנקים המרכזיים לצמצם את גודש הנזילות הזה באותה מהירות שבה הם הזרימו נזילות למשק עם פרוץ המשבר. הסיכון לאינפלציה הוא אפסי. גם כאשר קיימת סכנה אמיתית של סחרור דפלציוני, כמו ביפן של שנות ה-90, יצירת ציפיות אינפלציוניות היא כשלעצמה מדיניות האצה של הפעילות הכלכלית.

האם למחלוקת בין המחנות יש השפעה על המשקיעים?

אם ציבור המשקיעים יאמין למחנה הראשון, שיש לחשוש מאינפלציה עתידית, הוא יבחר למכור אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח. כתוצאה מכך, מחירי האגרות ירדו והריבית תעלה . התחזית של המחנה הראשון תתגשם כתוצאה מציפיות שמגשימות את עצמן.

לעומת זאת, אם המשקיעים יבחרו להאמין לתפישה של המחנה השני, הם יטו דווקא לרכוש אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח רבות, וכך יאפשרו לממשלה לממן גרעון ולהוציא כספים ללא עליית ריבית. הגרעון בתקציב יתרום כשלעצמו להתאוששות הכלכלה - כפי שצופה המחנה השני שאמנם כך יקרה. הציפיות שוב יגשימו את עצמן גם במקרה הזה .

## 2. חשיבה מקרו כלכלית לפני פרוץ משבר

לפני פרוץ המשבר הייתה התקרבות בתפיסה המקרו כלכלית בין הכלכלנים מאסכולות שונות. בהמשך נראה שהמשבר הביא להופעתם של שני מחנות עם דעות מנוגדות לגבי כווני המדינית ועקרונותיה.

מהם עקרונות החשיבה המקרו כלכלית של לפני המשבר ?  
כלכלני מקרו חשבו שלמדיניות המוניטארית צריך להיות רק יעד אחד –  
אינפלציה, ורק כלי הפעלת מדיניות אחד –ריבית

### 2א. יעד יחיד: אינפלציה

כאמור, אינפלציה יציבה ונמוכה הוצגה כיעד המרכזי, אם לא הבלעדי, של בנקים מרכזיים. הדבר נבע מנטייתם הטבעית של בנקים מרכזיים להתמקד באינפלציה עליה יש להם השפעה ישירה ולא בפעילות הכלכלית. קובעי המדיניות קיבלו גם תמיכה אינטלקטואלית ליעד אינפלציה על ידי המודל הניאו-קיינסיאני על פי הגרסה

3/...

הבסיסית של המודל הניאו-קיינסיאני, אינפלציה קבועה היא אכן המדיניות האופטימלית. היא מספקת מצבים של פער תוצר אפסי – מה שמתברר כתוצאה הטובה ביותר האפשרית לפעילות הכלכלית, בהינתן העיוותים *monopolistic distortions* הקיימים בכלכלה. משמעותו של "צירוף המקרים", יציבות מחירים ויציבות בתנודות התוצר, היא שגם אם לנגד

עיניהם של קובעי המדיניות היתה עומדת מטרה של ייצוב התנודות המחזוריות של הפעילות הכלכלית, הדבר הטוב ביותר שיכלו לעשות היה לשמור על אינפלציה יציבה.

בנוסף, הייתה הסכמה רחבה על כך שאינפלציה צריכה להיות נמוכה מאוד (מרביית הבנקים המרכזיים כיוונו ליעד אינפלציה של 2%) מאחר שהיה חשש לאינפלציה תנודתית בלתי נשלטת בשעורי אינפלציה ממוצעת גבוהה..

## ב2. כלי יחיד- ריבית

כאמור, המדיניות המוניטרית התרכזה בכלי אחד, הריבית קיצרת הטווח. ההנחה המקובלת: כל שנדרש היה להשפיע על הרמה הנוכחית ועל הצפי לעתיד של הריביות קיצרות הטווח בתוואי הצפוי לעתיד, כל שאר הריביות במשק, ארוכות וקצרות המחירים והפעילות הכלכלית כולם יושפעו בהתאם. הרי, כאשר שוק ההון מתפקד היטב, קיימים יחסי ארביטרז' בין הריביות של הטווח הקצר והטווח הארוך, ובין ריביות על חוב ממשלתי והחוב פרטי. מספיק לכן לקבוע ריבית לטווח קצר, ולהשפיע בהתאם על ציפיות האינפלציה, כך שכל שאר הריביות במשק תקבענה ברמה הרצויה. הבנקים מסחריים נתפסים כמובן כחיוניים לתהליכי התמסורת של המדיניות המוניטרית לשכר, מחירים והפעילות הכלכלית. האפשרות שתתחולל ריצת פניקה על בנקים ויגרמו פשיטות רגל מסיביות בכל המערכת הבנקאית הצדיקה על פי התפישה הכלכלית את הצורך שהממשלה תקיים מערכת של ביטוח הפקדונות בבנקים, וגם את התפקיד שנועד לבנק המרכזי כמלווה למקרה חירום (lender of last resort). אבל, מן הצד השני, ביטוח ממשלתי, כידוע מביא לתמריצים לקויים (misincentives) אצל הבנקים.

הם נוטים לקחת יתר סיכון, בגלל האפשרות לניצול סיכונים (moral hazard). לכן יש צורך לפקח על הבנקים. אבל, בד בבד עם ההגבלות שהוטלו על ידי המפקח על מה שקרוי בנקים מסורתיים, חלה גם התפתחות מואצת של מוסדות פיננסיים חדשים כעין בנקאים-- חברות גדור ובנקים להשקעות shadow (banks). אלה אמנם לא נהנו מביטוח ממשלתי של הפיקדונות (בעיקר הפקדות לזמן קצר על ידי חברות עסקיות -repo) אבל באותה שעה יכלו גם לחמוק ממערכת פיקוח כלשהי. אנחנו המקרו כלכלנים לא הקדשנו תשומת לב לבעיה שנוצרה בחלק חשוב זה של המערכת הפיננסית, מנקודת הראות של עקרונות המדיניות הכלכלית.

## ג2. תפקיד מוגבל למדיניות פיסקאלית אנטי-מחזורית

לאחר ימי התהילה שלה, בשנות ה-50 וה-60 (כשהחשיבה אז הייתה קיינסיאנית צרופה) ובעקבות האינפלציה הגבוהה של שנות ה-70ים, פינתה המדיניות הפיסקאלית את קדמת הבמה במשך שניים או שלושת העשורים האחרונים ויועד לה רק תפקיד משני. בין הסיבות לכך היו הספקנות בנוגע להשפעת מדיניות פיסקאלית על מחזור העסקים, ספקנות המבוססת על שיקולים הקשורים בשקילות ריקרדו; עיכובים פוליטיים-ביורוקרטיים שלא מאפשרים הפעלתה בעיתוי מתאים; השפעות פוליטיות על העיצוב של

תרכיב המדיניות הפיסקאלית; והצורך לייצב ולהקטין רמות חוב ממשלתי שהיו גבוהות בדרך כלל. במקום שינויים פיסקאליים שדורשים חקיקה מיוחדת לשלבים המשתנים של מחזור העסקים, הניחו למייצבים הפיסקאליים האוטומטיים (כגון מס הכנסה פרוגרסיבי, תשלומי אבטלה, וכו') לפעול.

### 3. התיווך הפיננסי כושל כששוק ההון כושל

במצב רגיל, השווקים מקושרים בצורה טובה דרך יחסי ארביטרז'. אבל, כאשר חלק מהמשקיעים כושלים (בגלל הפסדים, פשיטות רגל, פגיעה בנגישות להון, או תמריצים שלילים בשוק האשראי משיקולים של מידע פרטי) הריביות אינן מקושרות זו לזו דרך יחסי הארביטרז', וריבית הפריים אינה עוד כלי למדיניות אפקטיבית. כששוק ההון כושל אזי השווקים מתחלקים לפלחים-פלחים, בכל פלח שוק פועלים משקיעים מומחי אותו שוק בנפרד, ללא קשרי אשראי ביניהם. כאשר הבנק המרכזי מתערב בשוק האג"ח המפולח, אם על ידי מתן בטחונות או רכישה באופן ישיר, הוא ישפיע באופן שונה על התשואות של קבוצות שונות של נכסים. ריבית הפריים, כלי המדיניות של הבנק המרכזי, שבתנאים של שוק לא מפולח משפיעה באופן דומה על כל התשואות, היא ללא השפעה בשוק מפולח. שוק מפולח עם מחנק אשראי נוצר לאחר זעזוע פיננסי שהביא בשלבי התהוותו לכך שריבית כבר השיגה את גבולה התחתון, כלומר שער ריבית אפס.

### 4. המדיניות המוניטרית שננקטה כשפרץ המשבר

ואמנם, עם פרוץ המשבר הגיעה אמנם הריבית רמת הסף התחתון – אפס. לא ניתן היה להמשיך ולהוריד את הריבית יותר מכך. שוק ההון פולח לפלחים ויחסי הארביטרז' בין התשואות על אג"ח שונים כשלו. הבנקים

המרכזיים לספק נזילות לשווקים שעצרו מלכת באופן ישיר. המדיניות שננקטה היא משני סוגים: Quantitative Easing (QE) ו- Credit Easing (CE). במסגרת ה-QE הבנק המרכזי רוכש ישירות בשוק אג"ח ממשלתי לזמנים בינוניים וארוכים, כדי להוריד את הריבית ארוכת הטווח, ועל ידי כך לעודד צריכה והשקעה. במסגרת ה-CE הבנק המרכזי עוקף את הבנקים ורוכש אג"ח מפעילות, כדי לעודד את הפעילות של הסקטור הפרטי באופן ישיר.

#### 5. מדיניות פיסקאלית אנטי-מחזורית

המשבר החזיר למרכז הבמה את המדיניות הפיסקאלית האנטי-מחזורית בגלל שלוש סיבות עיקריות.

ראשית, יכולת ההשפעה של המדיניות המוניטרית מוצתה כמעט עד הסוף כאשר ריבית קצרת הטווח ירדה עד לגבול התחתון, אפס. הזרמה ישירה לשווקים שונים היא פחות אפקטיבית כאשר מדובר על כלל הפעילות הכלכלית.

שנית, החל משלביו המוקדמים, המיתון היה צפוי להימשך זמן רב, כך שלתמריצים פיסקאליים הי די זמן להשפיע באופן חיובי על אף העיכובים, המובנים בגלל ההליכים הפוליטיים, בהשפעה.

שלישית, האפקטיביות של מדיניות פיסקלית מתחזקת במצב שהריבית נמצאת בסף התחתון.

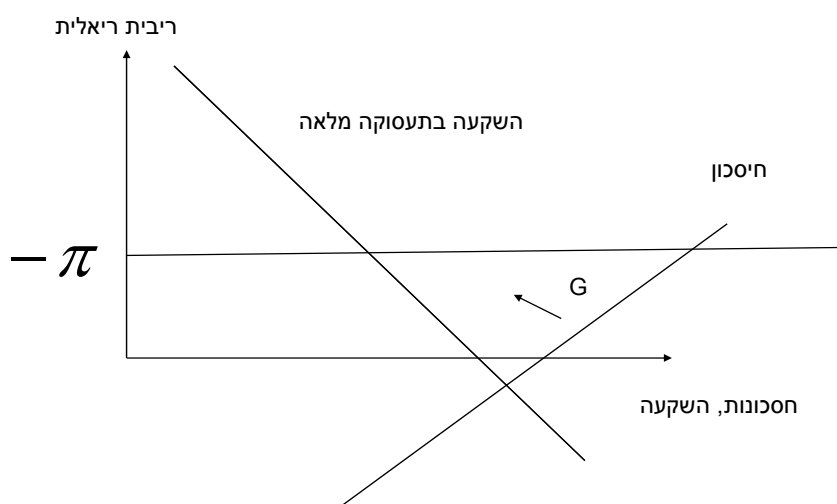
#### 6. שני מחנות

לפני פרוץ המשבר הייתה התקרבות בתפיסה המקרו כלכלית בין הכלכלנים המשבר הביא להופעתם של שני מחנות בדיון הציבורי.



הדיאגרמה מסבירה את כיצד נראה שווי המשקל כאשר הריבית נמצאת בגבולה התחתון. כשהריבית נמצאת בגבולה התחתון, אפס, אזי שיעור הריבית הריאלי שווה לשיעור הדפלציה.

## פער התפוקה



פער התוצר הוא הפער בין הנקודות על עקומות החיסכון וההשקעה. אם נגדיל את הוצאות הממשלה  $G$  נסיט על ידי כך את עקום החיסכון שמאלה ולמעלה ועל ידי כך נצמצם את פער התוצר. אם נגביר את הציפית האינפלציונית ירד גם שער הריבית הריאלי (שיעור הדיפלציה) ועל ידי כך שוב מצטמצם פער התוצר.

נתבונן תחילה בשאלת הגירעון התקציבי שעולה על 10% תוצר, כמו ארה"ב. מחנה I של כלכלני מאקרו טוען כי אם לא יחול היפוך מהיר במגמה, גירעונות שכאלו יובילו לעליה בשיעורי הריבית ולדחיקה של ההשקעה הפרטית והצריכה הפרטית (crowding out). לכן, במקום להביא להמרצה

של הפעילות הכלכלית, הגירעונות יובילו למיתון חדש שיגיע יחד עם התפרצות אינפלציה.

7/...

לא כך, יטען מחנה II. אין סכנת אינפלציה. הגירעונות הגדולים הכרחיים על מנת להימנע מדפלציה. דיכוי הגירעונות יחזק כוחות הדוחפים לדפלציה בכלכלה ויוביל למיתון נוסף ועמוק יותר.

לגבי המדיניות המוניטרית יזהיר מחנה I שיצירת כמויות גדולות מאוד של נזילות (ראה את מאזן הבנק המרכזי) היא הדרך הבטוחה ביותר לאינפלציה, וממליץ לבנקים המרכזיים לתכנן "אסטרטגיית יציאה".

המחנה השני טוען שהגידול בסך הנכסים הנזילים של הבנקים המסחריים במאזן הבנק המרכזי האמריקאי משקף, בסך הכול, את העובדה שהבנקים המסחריים אוגרים כספים על מנת לשפר את המאזנים שלהם כדי שיוכלו לחדש את פעילות מתן האשראי. ברגע שהכלכלה תתחיל להתאושש יוכלו הבנקים המרכזיים לצמצם את גודש הנזילות הזה באותה מהירות שבה הם הזרימו נזילות למשק עם פרוץ המשבר. הסיכון לאינפלציה הוא אפסי. גם כאשר קיימת סכנה אמיתית של סחרור דפלציוני, כמו ביפן של שנות ה-90, יצירת ציפיות אינפלציוניות היא כשלעצמה מדיניות האצה של הפעילות הכלכלית ראה בהמשך כיצד העלאת הציפיות האינפלציוניות מורידה את שער הריבית הריאלי ומצמצמת את פער התוצר.

האם זה משנה למשקיעים? כן, באם קיימים שני שווי משקל.

אם ציבור המשקיעים יאמין למחנה I, שיש לחשוש מאינפלציה עתידית, הוא יבחר למכור אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח. כתוצאה מכך, מחירי האגרות

ירדו והריבית תעלה. התחזית של מחנה I תתגשמה, כתוצאה של הציפיות שמגשימות את עצמן.

אם המשקיעים יבחרו להאמין לתפישה של קבוצה II, הם יטו דווקא לרכוש הרבה אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח, וכך יאפשרו לממשלה לממן גרעון ול הוציא כספים ללא

8/...

עליית ריבית. הגרעון בתקציב יתרום כשלעצמו להתאוששות הכלכלה – כפי שצופה המחנה II שאמנם כך יקרה. הציפיות טוב תגשמה את עצמן גם במקרה הזה.

איננו יודעים כמקרו כלכלנים עדיין מהם התנאים למצבים של ריבוי שווי משקל. לכן אין באפשרותנו לשמש כשופט בויכוח בין שני המחנות. כאמור, קיים פער משמעותי ביותר בהערכתם של שני מחנות הכלכלנים לגבי השפעתו של גידול בהוצאות הממשלה על התוצר והפעילות הריאלית. לדברי המחנה הראשון, ה"ריקרדיאנים" המכפיל קרוב לאפס, כלומר הוצאה של אחוז נוסף מגדילה את התוצר בהרבה פחות מאחוז אחד, ומייצרת גידול קטן מאוד בהכנסות ממסים. על כן, הגרעון יעמיק ויהפוך לכזה שאינו בר קיימא.

לדברי קבוצה II, כל עוד המשק נמצא כשרמת הריבית היא אפס, המכפיל של הוצאות הממשלה הוא משמעותי.

9/...

לפני המשבר האחרון הייתה התקרבות בתפיסות בין המחנות השונים בקרב המאקרו כלכלנים. המשבר החזיר מחדש את החלוקה לשני מחנות. בתנאים של משבר פיננסי יתכן וקיימים מספר שוויי משקל, המבוססים על ציפיות אשר מגשימות את עצמן. אם כן יהיה קשה לחוקר להוכיח איזה מבין שני המחנות מסביר טוב יותר את המשבר. יתכן גם שהיציאה מהמשבר במשך השנים הקרובות תעזור בגיבוש מערכת חשיבה אינטגרטיבית, אשר תתגבר על הפיצול הנוכחי של מאקרו כלכלה לשני מחנות.

מה אומרים הנתונים לפי שעה? הריבית על אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך בארה"ב ממשיכה זה כשלוש שנים להיות נמוכה. אין סימנים לדאגה מצד משקיעים לגבי החוסן הפיסקלי של הממשלה, או לציפיות לאינפלציה. להיפך, עדיין קיימת סכנה של ירידת מחירים כמו ביפן. הנתונים לפי שעה נותנים תמיכה בתפישת המחנה השני.