הבנקים המרכזיים נכנעים לשווקים – רוב הכלכלנים חושבים שזה כבר לא יעזור

הבנק הפדרלי והבנק המרכזי של אירופה צפויים לנקוט החודש תמריצים נוספים – אך כלכלנים רבים סבורים כי למדיניות הזאת כבר אין השפעה משמעותית על הכלכלה ועל מחירי הנכסים ● חלקם טוענים כי המדיניות אף מעודדת לקיחת סיכונים לא אחראית, במיוחד מחוץ למגזר הבנקאי

מוחמד אל־עריאן

בלומברג

מרוב חשש מתנודתיות בשווקים, הן הבנק המרכזי של אירופה (ECB) הן הבנק הפדרלי בארה"ב צפויים לנקוט תמריצים נוספים החודש, ללא קשר לנתונים החיוביים לגבי ההשפעה הפוטנציאלית על הכלכלה ועל הנכסים הפיננסיים. לצעדים האלה יהיו השלכות הן על השגשוג הכלכלי העתידי הן על היציבות הפיננסית בטווח הבינוני, והם ייתוספו לרשימת המשימות של מקבלי ההחלטות והמשקיעים.

השווקים מצפים כי הבנקים המרכזיים – לא רק בכלכלות מפותחות אלא גם בשווקים המעודרים – ימשיכו במדיניות מרחיבה ויורידו בכל העולם את הריבית ביותר מ-10% בשנה האחרונה. השווקים כבר תימחרו את הצעדים הצפויים של ה-ECB הבנק הפדרלי, עד כדי כך שאם הם לא יעמדו בציפיות, יחול זינוק בתנודתיות בשווקים – שכבר הובלים ממתח בגלל ההידרדרות בתחזית לכלכלה העולמית. בתקווה למזער את הסיכון לתנודתיות הזו, בגלל פגיעה בביטחון משקי הבית והעסקים – שני הבנקים המרכזיים יחושו חובה לשחרר עוד יותר את המדיניות המוניטרית שלהם. תחילה זה יהיה ב-12 בספטמבר, כשה-ECB יוריד את הריביות נמוך יותר בטריטוריה השלילית שבה הן נמצאות, וישוב לרכוש נכסים; ואחר כך ב-18 בספטמבר, כשהבנק הפדרלי יוריד שוב את הריבית.

הדרך הטובה ביותר לחשוב על ההשלכות היא במונחים של משואת סיכוני עלות־תועלת – שבן ברננקי, לשעבר יו"ר הבנק הפדרלי, בנה באלגנטיות באוגוסט 2010. או הבנק המרכזי החזק בעולם החל להשתמש במדיניות מוניטרית לא קונוונציונלית, שהובילה לתוצאות שעלו בהרבה על היעד הצר של ייצוב השווקים הפיננסיים הלא מתפקדים. במשוואה הנוכחית, אפשר לחלק את היחסים בין בנקים מרכזיים, הכלכלה והשווקים לשלוש השקפות עיקריות.

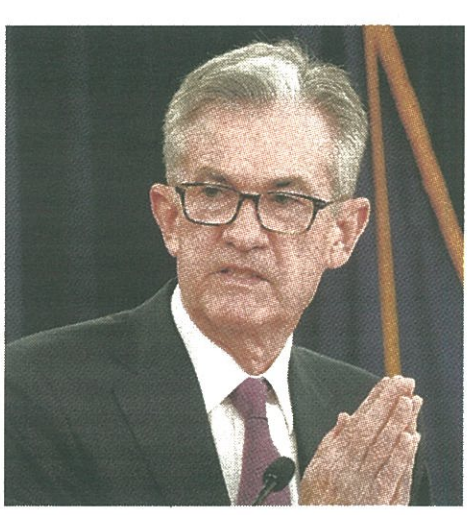
לפי ההשקפה הראשונה, שבה דבקים רוב הכלכלנים והשחקנים בשוק כיום, מדיניות מרחיבה של בנק מרכזי לא תועיל באופן משמעותי, אם בכלל, לעידוד הפעילות הכלכלית. זאת משתי סיבות עיקריות: הגורמים המחזוריים והמבניים שפוגעים בצמיחה הם מעבר להשפעה ישירה של הכלים שבידי הבנק המרכזי; והשימוש בנכסים פיננסיים לעידוד משקי הבית והתאגידים לא יעיל מספיק בכדי באמת לחולל שינוי בפעילות הכלכלית. מה גם שהכלכלנים סבורים שהתנאים הכלכליים המקומיים אינם מצדיקים הורדת ריבית בארה"ב או הרחבה כמותית באירופה.

הרבקים בהשקפה השנייה מתייחסים בספקנות הולכת וגוברת להשפעה הפוטנציאלית של הבנק המרכזי על התנודתיות בשווקים. אף שיש חילוקי דעות, יותר ויותר כלכלנים מטילים ספק ביכולתם של הבנקים המרכזיים להמשיך ולתמוך במחירים הגבוהים של הנכסים. זה מגיע בניגוד מוחלט לאמונה הכמעט אוניברסלית ביכולתם של הבנקים המרכזיים להישאר החברים הטובים ביותר של השווקים. לכן יש פחות התלהבות בקרב משקיעים וסוחרים להשקיע בנכסים כשהשווקים צונחים לקראת הרחבה כמותית.

המחזיקים בהשקפה השלישית, שהיא הפסימית יותר. נשענים על ההשקפה השנייה, ומגלים דאגה לגבי העלויות והסיכונים שבהמשך מדיניות מרחיבה שאין לה כל השפעה חיובית על הכלכלה. המדיניות הזו מעודדת לקיחת סיכונים לא אחראית – במיוחד מחוץ למגזר הבנקאי – וגורמת לשחיקה באמינות הממסדית ושימוש בצעדים – שיהיו נחוצים אם ארה"ב תשקע במיתון.

בהתחשב בסבירות הגוברת לכך שהן ה-ECB הן הבנק הפדרלי יאמצו החודש ובהמשך תמריצים, מקבלי ההחלטות יצטרכו להביא בחשבון את ההערכות והנתונים האלה כדי להגביר את מאמציהם להרחיב את הפיקוח על הסיכונים – ולהתמקד לא רק בבנקים, אלא גם לפקח טוב יותר על מוסדות שאינם בנקאיים. המשקיעים, מצדם, יצטרכו להבין שלא יוכלו יותר להסתמך על גישה שעבדה טוב כל כך במשך שנים רבות, ואיפשרה להם להתעלם מחולשת הכלכלה: הימור על נכונותם ויכולתם של הבנקים המרכזיים לדסן את התנודתיות בשווקים ולעודד את מחירי הנכסים.

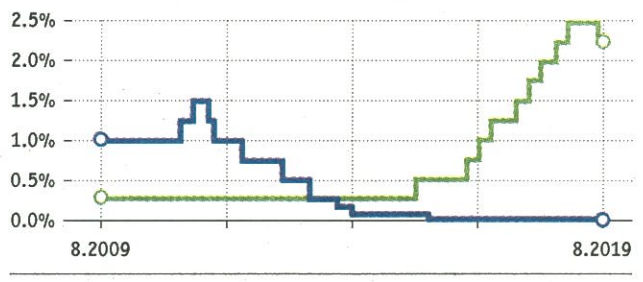
המשקיעים יצטרכו להבין שלא יוכלו להמשיך להסתמך על הגישה שעבדה טוב כל כך במשך שנים רבות, ואיפשרה להם להתעלם מחולשת הכלכלה



נגיד הפד, ג'רום פאואל (מימין) ונגיד ECB, מריו דרגי צילומים: Kevin Lamarque / REUTERS, בלומברג

לפד עוד יש מאיפה לחתוך

ריבית הבנק הפדרלי והבנק המרכזי של אירופה



רשות ני"ע שמה דגש יתר על הרתעה

בתחילת יולי 2019 פירסמה רשות ני"ע בראשונה את מדיניות האכיפה הכוללת שלה. פרסום המסמך אף לווה בהכרזה של יו"ר הרשות, ענת גואטה, כי הרשות עוברת "לדור חדש של אכיפה", וכי "החל מפרסום מסמך זה יהיה נתיב מהיר למי שעובד על פי הכללים, והוודה מהכביש של מי שעובר עליהם".

מסמך המדיניות מפרט שבע אבני יסוד במדיניות האכיפה של הרשות: שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים; פעילות אכיפה במישורים שונים; הבחנה בין סוגי הליכי אכיפה על רקע חומרת המעשה; עוצמת הראיות ומדיניות הרשות; הרגשים ייחודיים לאכיפה פלילית, מינהלית ופרטית; ומחויבות לאכיפה נחושה ומשמעותית. אני מסכים לגמרי עם אבני היסוד שהרשות פירטה במסמך. עם זאת, הרשות פיספסה אבן יסוד חשובה מאין כמותה, והיא האכיפה הפנימית: מנגנונים פנימיים שחברה מגבשת ומטמיעה – שנועדו למנוע הפרות, לאתר הפרות שבוצעו בארגון, ולחשוף מידע מהותי בנסיבות המתאימות.

אכיפה פנימית

צבי גבאי

מדיניות אכיפה נבונה אינה מוותרת על השוק, וסומכת רק על כוחותיו המוגבלים של המאסדר – אלא הופכת את השוק שותף למאמצי האכיפה. הדרך לעשות זאת היא באמצעות הפיכת האכיפה הפנימית לאחד מאבני היסוד במדיניות הרשות

לא במקרה אבן היסוד הראשונה היא "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים". כך הגדיר המחוקק את מטרת הרשות. כל פעילותה – הן בתחום האכיפה הן בתחום האסדרה – נועדה לקדם מטרה זו. ואולם דיני ניירות ערך לא רק קובעים את המטרה, אלא גם את העיקרון שבאמצעותו יזכו המשקיעים להגנה – עיקרון הגילוי. הרשות מגנה על המשקיעים באמצעות גילוי מידע מהותי, ולכן שאיפתה היא לעשות כל שביכולתה כדי לגרום לחברות להוציא מידע מהותי החוצה.

במדיניות האכיפה שפירסמה הרשות היא למעשה אומרת לשוק: "ראו, יש לי הרבה מאוד אמצעי אכיפה, אני נחושה, ומי שיסטה מהשורה יחטוף סטירה מצלצלת – שתגרום לו להצטער על מה שעשה. היא גם תגרום לכל מי ששומע את הדי הסטירה להימנע מהפרות". הרשות שמה את כל הביצים בסל ההרתעה. היא מבססת את מדיניות האכיפה שלה על הנחת המוצא שרק היא תחשוף הפרות דין, ולכן היא חייבת להרתיע. כאן הפספוס. רשות ניירות ערך היא אחד המאסדרים הפעילים והמשמעותיים ביותר בכלכלה הישראלית. היא גוף מקצועי, שהמגזר הציבורי צריך להתפאר ולהתגאות בו. ובכל זאת, הרשות אינה מסוגלת, גם אם מחר יוכפל גודלה, לחשוף את כל הפרות הדין בשוק ההון הישראלי. היא לעולם לא תוכל לגרום למציאות שבה כל המידע המהותי למשקיעים מפורסם לציבור. במצב האופטימלי היא תחשוף קצה קרחון. מצד שני, השוק מודע להרבה יותר הפרות ובהחלט מודע למידע מהותי שלא מתפרסם.

מדיניות אכיפה נבונה אינה מוותרת על השוק, וסומכת רק על כוחותיו המוגבלים של המאסדר – אלא הופכת את השוק שותף למאמצי האכיפה. הדרך לעשות זאת היא באמצעות הפיכת האכיפה הפנימית לאחד מאבני היסוד במדיניות האכיפה של הרשות. האמירה שתוכנית אכיפה פנימית אפקטיבית תהיה שיקול לקולא בעת הפרה או אפילו שיקול לאי־פתיחה בהליך אכיפה היא כמובן חשובה, אך אינה מספיקה. אכיפה פנימית היא אינטרס עליון של הרשות, שכן רק באמצעותה ייחשפו יותר הפרות ויותר מידע יזרום לציבור. היא גם אינטרס עליון של השוק, שקורא את מדיניות האכיפה של הרשות ושואל את עצמו: מה הוא אמור לעשות עם המידע הזה?

גם המקבילה הבריטית FCA וגם האמריקאית SEC מתייחסות לאכיפה פנימית כאבן יסוד. בבריטניה, כשחברה מבקשת להפוך לגוף מפוקח היא נדרשת להוכיח לרגולטור שיש לה קצין ציות ומנגנוני אכיפה פנימית. גם בארה"ב, מנגנוני אכיפה פנימית הם עניין בסיסי שהרגולטור בוחן עם כניסת גוף לשוק ההון, לא רק בעת תקלה. גם הרשות הישראלית צריכה להפנים את חשיבותה של האכיפה הפנימית. רק כך תוכל להתקדם מהתבססות בלעדית על הרתעה ותגובה לאחר מעשה, למניעה מראש וחיזוק נורמות חיוביות. או אז ניתן יהיה לומר שבאמת נכנסנו ל"דור חדש של אכיפה".

הכותב עומד בראש מחלקת שוק ההון במשרד עורכי הדין ברנע, ושימש בעבר בתפקיד הממונה על האכיפה ברשות ניירות ערך