

הגברת השקיפות על ידי הפד

משה קלמפנר
ראש מחלקת מחקר
נדב צלר
אנליסט
מחלקת מחקר
972 (3) 777 4560

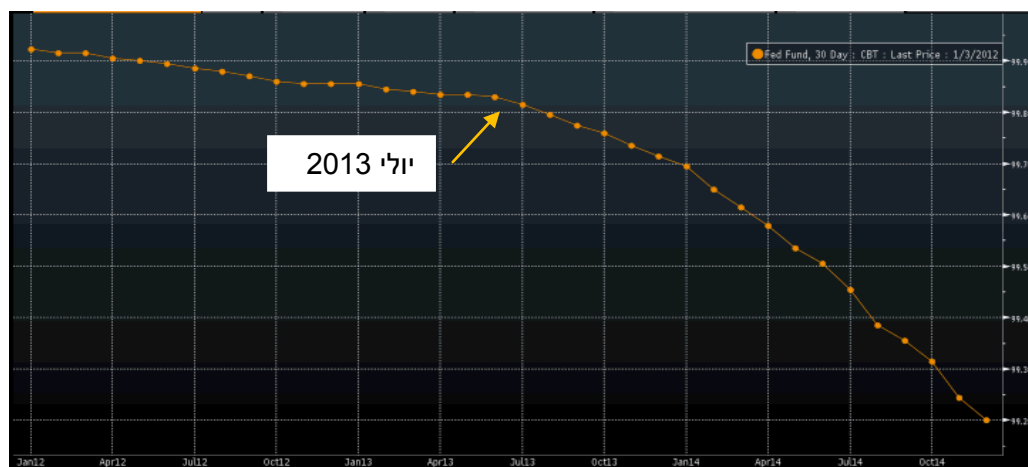
שלשום פרסם הפד צעד שמטרתו להגדיל את שקיפות מדיניות הפד ואת התקשורת עם ציבור המשקיעים. הנגיד ברננקי, בניגוד לקודמו אלן גרינספן, פועל לשינוי גישת הפד בנוגע לתקשורת ויחסי ציבור. ברננקי יזם קיום 4 נאומים ציבוריים בשנה, הגדיל את המועדים לפרסום ה-FOMC Outlook ל-4 פעמים בשנה במקום שניים, וכמובן סיפק ראיונות תקשורתיים רבים על ידו וגם על ידי החברי הפד. בין היתר, הצעדים שפורסמו אמש כללו:

- (1) פרסום תחזיות לטווח ארוך של חברי הפד בנוגע לריבית הטווח קצר – כלומר, חברי הפד יפרסמו תחזיות לריבית לסוף 2012, 2013, ו-2014
- (2) הענקת מידע נוסף לגבי מועד העלאת הריבית
- (3) מידע מהימן ועדכני לגבי ניהול תיק הנכסים של הפד

ההחלטה אושרה בישיבת הפד האחרונה שנערכה בדצמבר והיא תיכנס לפועל החל מ-25 לינואר. תגובת השוק הייתה חיובית כאשר כל צעד המפחית אי-ודאות מתקבל בברכה בייחוד לאור התנודתיות הגבוהה בשנים האחרונות. תחזיות הפד לגבי הריבית העתידית אמורות לסייע לצרכנים ולעסקים בתכנון כלכלי לטווח הארוך וכן צפויות להעניק תמיכה לפעילויות השקעה וצריכה.

מהלך הפד נתפס כחיובי אך באופן בלתי נמנע מציף מספר שאלות עבור ציבור המשקיעים. על פי המדיניות המוצהרת של הפד, הריבית לטווח הקצר תישאר ללא שינוי עד אמצע 2013. בנוסף, מתוך הפרוטוקולים של הפד, בידי הפרשנים אפשרות לזהות ניסוחים המעידים על מועד העלאת הריבית. כלומר, בידי המשקיעים קיים מידע חיוני מהפרוטוקול ומנתוני ההצבעה של הפד על מנת להעריך אם יש שינוי מהותי בדעות חברי הפד לגבי רמת הריבית. כמובן המידע החדש לגבי תחזיות הריבית יביא לסיום תקופת ה"סודיות" שעמה תסתיים תקופת "הפתעות הריבית"¹ שנועדה לזעזע את המערכת. צעדים עתידיים של הפד נעשים בהתחשבות לציפיות השוק. כתוצאה, חוסר הוודאות לגבי הריבית לטווח הקצר לא עומדת בראש סדר הדאגות של המשק האמריקאי ואפילו של המשקיעים כעת. כמו כן, ניתן לראות שהעקום של חוזי הפד לשנתיים הבאות די שטוח והציפיות לאינפלציה בשנת 2012 עומדת על 2.1% ולשנת 2013 על 2.5%.

עקומת החוזה על ריבית הפד



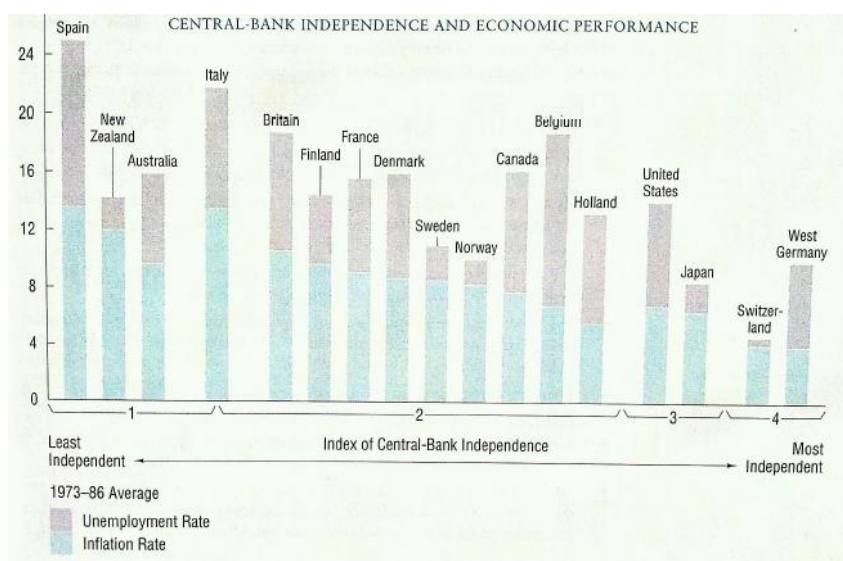
¹ בנק ישראל ינואר 2002

מה עומד מאחורי פעולות יחסי הציבור החדשים של הפד?

עצמאות הבנק המרכזי

לאור האירועים בשנים האחרונות, עצמאות הבנקים המרכזיים בכלל והפד בפרט תהיה תחת ביקורת ציבורית מתמדת. התיאוריה המקובלת מעידה כי יש קורלציה גבוהה בטווח הארוך בין עצמאות הבנק המרכזי והיציבות ברמת המחירים דהיינו אינפלציה נמוכה. כלומר, ככל שעצמאות הבנק המרכזי מושרשת האינפלציה תהיה נמוכה יותר. עצמאות הבנק המרכזי אמורה לאפשר התמקדות בשמירת סביבת מחירים נוחה ולמנוע משיקולים פוליטיים להשפיע על המדיניות המוניטארית. תפיסה זו, צברה פופולאריות רבה בשנות ה-90 לאחר תקופה של אינפלציה גבוהה בעשור הקודם והפכה לאבן יסוד בכלכלה עולמית.

קורלציה בין עצמאות בנק המרכזי והכלכלה 1973-86



לפי התיאוריה הנ"ל, עצמאות הבנק המרכזי תורמת גם לפרמטרים כלכליים כמו צמיחה ואבטלה. כתוצאה, המגמה השוררת בעולם בשני העשורים האחרונים הייתה לכיוון הגברת העצמאות של הבנק המרכזי ולגרש ככל שאפשר התערבות פוליטית.

ניתן להגדיר את עצמאות או חופש הפעולה של הבנק המרכזי על פי 2 פרמטרים:

- 1) יעד – קביעת יעדים – מי אחראי הממשלה או הבנק המרכזי?
- 2) פעולות – שימוש בכלים המוניטאריים- חופש פעולה?

לגבי הפרמטר הראשון השאלה העיקרית הינה מי קובע את היעדים- הממשלה או הבנק המרכזי. כמו כן, מהם היעדים? - אינפלציה, צמיחה, אבטלה או אפילו רמת האושר – כמו במדינת בהוטן?! במרבית המדינות המפותחות הממשלה קובעת את היעד, לצורך המחשה - אינפלציה, אליו הבנק המרכזי צריך לחתור. ייתכן וה-ECB הוא הבנק העצמאי ביותר כאשר הוא אחראי על קביעת יעד האינפלציה. לגבי השאלה איך מגיעים ליעד, לרוב הבנקים העצמאיים יש חופש פעולה גדול בנקיטת המדיניות ובאפשרותם לנקוט בצעדים רבים על מנת להדביק יעדים.

עם העלייה בעצמאות על הבנק המרכזי חשוב לזכור שיש לתת דין וחשבון לאזרחי המדינה. פרסום יעדים רשמיים לאינפלציה, צמיחה או כמות הכסף מאפשרים בדיקה פשוטה לאפקטיביות של הבנק המרכזי. כמו בחברה הציבורית, אי עמידה ביעדים או בתחזיות דורשת הבהרה ודיון ציבורי. שיפור יחסי הציבור והעלאת השקיפות משרתים את הבנק המרכזי לשמור על עצמאותו ולמנוע התערבות גורמים פוליטיים.

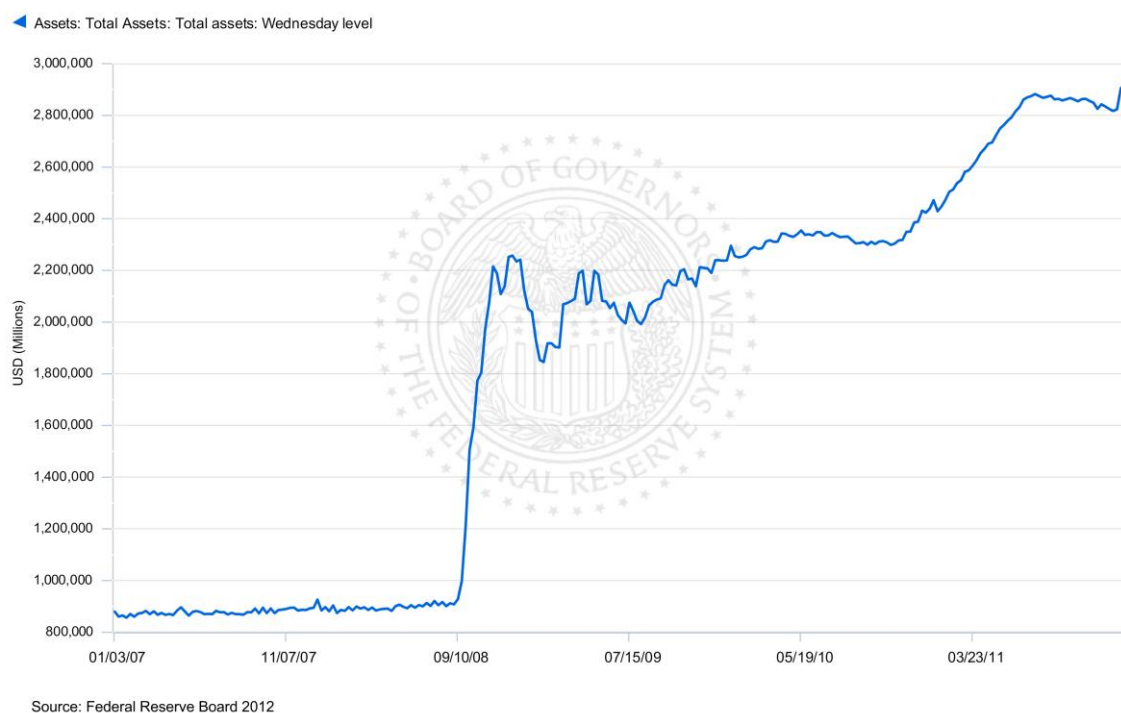
לפי מחקרים אחרונים הקורלציה בין עצמאות הבנק המרכזי ושמירת על האינפלציה - נחלשת.² לאור תחזיות הצמיחה האנמית העולמית והחששות למיתון באירופה שייטכן ויגרור איתו את ארה"ב, האינפלציה היא לא יעד מרכזי בינתיים לשנים הבאות.

ייתכן שלקראת הבחירות בשנת 2012 יתעצמו השאלות לגבי עצמאות הפד והפיקוח עליו. בניגוד לרשימת ממשלתיות אחרות אין ביקורת מליאה מטעם ה- General Accounting Office (GAO) כאשר חברי הפד משרתים לתקופות של 14 שנים. הביקורת הציבורית כנגד הפד צברה תאוצה לאחר המשבר ובאה לידי ביטוי בהפגנות האחרונות בוול סטריט וכן בקונגרס. חלק מהמועמדים הרפובליקנים לנשיאות ארה"ב תומכים בפומבי בהגבלת כוח הפד ואפילו לפרק אותו -רון פאול "End the Fed"³. ייתכן שהשנה ההתקפה על הפד תעבור לבית הלבן כאשר שאלות קשות לגבי תרומת הפד לבועת החוב ומשבר האשראי יעלו שוב לדיון.

תיק הנכסים

אנו סבורים שהמטרה השלישית, דיווח מידע איכותי לגבי תיק הנכסים, שקבלה פחות תשומת לב, תהפוך אולי לרלבנטית ביותר בין הצעדים החדשים. לפי הצהרת הפד, יפרט הפד יחד עם תחזיות הריבית מידע איכותי לגבי תיק הנכסים שלו.

מאזן הפד טיפס בצורה דרמטית לכ-3 טריליון \$ כאשר צבר הפד נכסים רבים ממערכת הפיננסית תמורת מזומן.



בניגוד לצעדי היחסי ציבור אמש, לגבי הפעילות ונכסי המאזן, נקט הפד בחשאיות רבה. בשנתיים האחרונות, נלחם הפד למנוע פרסום לגבי פרטים הנוגעים לפעולות ההצלה במהלך משבר האשראי. צעדי החירום שננקטו בסוף 2008 שהצילו את הבנקים הגדולים ואת בעלי איגרות החוב שלם היו חריגים ביותר. לפי המידע שיצא לאור לפני חודש (כ-3 שנים אחרי האירועים), במרץ 2009 עמד סיוע הפד במסגרות השונות על סכום אסטרטוגי של 7.7 טריליון \$ - כמחצית מהתל"ג של המדינה. כאשר קווי האשראי החלו להיסגר, הבנקים הגדולים נטלו הלוואות חירום גדולות מהפד בריביות אפסיות. סכומים אלו התווספו לכספי ה-TARP אבל בניגוד לתוכנית ה-TARP הכרוכה בתנאים רבים לגבי מתן הסיוע והחזר, הלוואות הפד לבנקים היו מהירות וללא תקרה. לדוגמה, הבנקים הגדולים נטלו 160 מיליארד \$ בכספי TARP אבל 460 מיליארד \$ מכספי הפד.

² The Complex Relationship between Central Bank Independence and Inflation, Bernd Hayo & Carsten Hefker "Challenges in Central Banking" 2010
³ <http://www.ronpaul.com/books/end-the-fed>

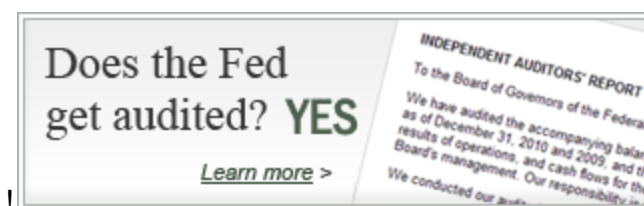
עקב גודל המאזן, ישנה חשיבות רבה לגבי תוכניות הפד לנכסים הללו. על הפד לפרסם מידע לגבי טיב הנכסים והחשיפות השונות. ייתכן שצעדי הפד הנועדו להעניק מידע נוסף מיועדים למנוע התערבות או ביקורת עתידית. בנוסף, במידה שיתעורר צורך ל-QE3 על הפד להכין בסיס לקבלת תמיכה ציבורית.

אתגרי הפד לשנת 2012

- (1) **פקיעת התוכנית הפיסקאלית** – הצמיחה בארה"ב בשנתיים האחרונות נשנעה ברובה על צעדי סיוע כלכלי של הממשלה שנבעו מהתוכניות הפיסקאליות של הנשיא אובמה. תרומת תוכניות אלו למשק עומדת להסתיים וישנן הערכות שהפקיעה יכולה למחוק עד 2.6% מהצמיחה במחצית הראשונה השנה. יתרה מכך עקב רמת הגירעון והחוב הכולל וכמובן קשיי התפקוד של בתי הקונגרס בשילוב עם שנת בחירות - צעדים פיסקלאים משמעותיים נוספים לא יעברו בקלות. הפד ישאר לבד במידה של האטה בפעילות כלכלית.
- (2) **היצע באיגרות חוב** – בשנת 2012 צפוי פדיון גדול של 7.6 טריליון \$ של איגרות חוב ממשלתיות של מס' מדינות. על יפן לגייס 3 טריליון \$ ועל ארה"ב 2.8 טריליון \$. בד בבד, החברות צפויות לפדיונות של איגרות חוב בסך כ-1 טריליון \$ לפי נתוני S&P כאשר כ-75% מגופים פיננסיים. ההיצע הגדול יחד עם הורדת הדירוג של ארה"ב ומדינות באירופה יגרמו למשקיעים לדרוש תשואות גבוהות. ההיצע הגדול יקשה על פעולות הפד לשמור על ריביות נמוכות לטווח הארוך ועל תוכנית QE3 אם תצא לדרך.
- (3) **רמת החוב בארה"ב** - בשנת בחירות, עם מצב הכלכלה בראש הדיון הציבורי, הפד נמצא על הכוונת לאחר הורדת הדירוג ל-AA והעלאת תקרת החוב הצפויה.
- (4) **הסדר חובות** - הטיפול בהיקף החוב נדחה ויכולת החזר החוב של מגזר הציבורי, העסקי, והפרטי טרם הראתה שיפור משמעותי.
- (5) **הקטנת הסיכון המערכתית** - פעולות הפד חיזקו את הבנקים הענקיים המכונים "too big to fail TBTF" וגודלם נשאר סיכון למערכת.

סיכום

הפד עומד בפני אתגרים רבים זמניים ואתגר מבני אחד - שמירה על עצמאותו. מבחינה טקטית הפד, מפעיל כוחות של יחסי ציבור ומסר של שקיפות על מנת להמנע מהתערבות פוליטית ובצדק. כעת מופיע על דף הבית של הפד "אישור" של ביקורת חיצונית!



ההשלכות של החלשות הפד, פוליטית וכלכלית, יבואו לידי ביטוי בעליית התשואות לאיגרות החוב הארוכות ופיחות של הדולר.

מבחינה תפעולית, אנו ממשיכים להמליץ על רכישת זהב באמצעות ה-GLD כאשר מגמת הדפסת הכסף עדיין בשיא עוצמתה.

בנוסף אנו מצפים שהלחצים בשוק האג"ח יביאו לעלייה ברמת התשואות על איגרות החוב הממשלתיות לטווח הארוך, אז נכון, הטרייד הזה כבר מוכר וידוע – אבל רמת התשואות הנוכחית פשוט אינה יכולה להשאר כך לעד.

מיאון אחריות

קמליה קפיטל מרקט בע"מ ו/או החברות הקשורות אליה (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עשויות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כיעוץ או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המזכרים בה.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות המזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד מתוך מכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו כמקור בלעדי לקבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע ציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת, ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות המזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע, לפי העניין.

כל חוות הדעת ו/או ההמלצות ו/או התחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן וללא הודעה מראש. אנו מסירים כל אחריות מהקבוצה, מעובדי החברות בקבוצה, או מחברי דירקטוריון חברות הקבוצה לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת קמליה קפיטל מרקט בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי קמליה במישרין.