

# הפחד מסובב את העולם

כוח רב־עוצמה שולט בכלכלה העולמית, שוטף את השווקים בהון ומוביל לבועות אדירות. קוראים לו המחזור הפיננסי הגלובלי, והכלכלנית המבריקה **הלן ריי** פיצחה את המנגנון שמניע אותו. בראיון בלעדי ל**כלכליסט** היא מסבירה מה הקשר בין הריבית בווינגטון לבועת הנדל"ן בטורקיה, למה מחירי אג"ח באירופה מתואמים עם שערי מניות באסיה, ו**מדוע השפל במדד הפחד צריך להפחיד את כולנו**

אורי פסובסקי  
צילום: עומר מסינגר

פרופ' הלן ריי:

המחזור הפיננסי  
העולמי עלול  
להביא ליצירת  
אשראי מופרזת,  
מצב שהוא אחד  
המנבאים הטובים  
ביותר למשברים"

ניטרית של הפרדל ריזרב. מצאתי שהריבית הנמוכה של הפרדל ריזרב יכולה להסביר לפחות חלק מהתנודות ב־VIX, ולכן גם את השינויים ברמות המינוף ואת התנודות במחירי הנכסים העולמיים."

החתיכה האחרונה הזו משלימה את הפאזל שיצרה ריי, ומאפשרת לה לשרטט את שרשרת המחזור הפיננסי הגלובלי בעשורים האחרונים – הפעם מלמעלה למטה: "התקור פה שאני בוחנת, מ־1990 ועד ימינו, התאפיינה בגלובליזציה פיננסית גוברת והולכת. במהלך התקופה הזאת הפרדל ריזרב הוריד בהדרגה את הריבית וזה יצר הרבה נזילות דולרית. מכיוון שהדולר הוא המטבע העיקרי בבנקאות הבינלאומית, המהלך הזה יצר מימון זול מאוד עבור בנקים גלובליים ואפשר להם להתמנף במהירות ובזול. הבנקים האלה ניצלו את ההזדמנות וקנו מגוון נכסים פיננסיים. זה קרה בהרבה אזורים בעולם במקביל, כי הבנקים האלה מאוד גלובליים. וכמובן, גלי הרכישות האלה הביאו לעלייה במחירי הנכסים שנרכשו.

"העניין הוא שמודל מדידת הסיכונים של הבנקים, VAR, בנוי כך שבסביבה שבה הכל נראה טוב, שיש בה המון נזילות וערך הנכסים עולה, הוא מראה סיכון נמוך. כשאין סכנה אתה יכול ללוות יותר. כתוצאה, המעגל הזה ממשיך: הבנקים הגלובליים הופכים ממונפים מאוד, מחירי

גורמים חשודים שנעים בתיאום בכל העולם, וחשפה את המצא הבא: בכל האזורים בעולם שוק האשראי מתנהג באופן הפוך לרמת הפחד. כשהפחד עולה, כמות האשראי ורמת המינוף יורדות; כשרמת הפחד נמוכה, האשראי זורם והמינוף גדל.

בשלב הזה כבר היו בידי ריי מספיק רמזים לנסות להצביע על הגורמים הממונפים שגורמים לכל התהליך הזה להתגלגל: הבנקים הגלובליים הגדולים, כולל הבנקים האירופיים, "שמשמשים מתווכים חשובים בשוקי ההון העולמיים ומנתבים נזילות בדולרים למגוון חלקים בשאר העולם". מדובר במעגל קסמים: "בזמנים הטובים הבנקים קונים הרבה נכסים וכך דוחפים למעלה את המחירים, ופרמיות הסיכון על הנכסים האלה יורדות. העובדה שרמת הסיכון יורדת מאפשרת למתווכים הפיננסיים להתמנף אפילו עוד יותר". וכל זה, מסכמת ריי, קורה בו זמנית בכל המערכת הפיננסית.

כל מה שנשאר להבין הוא מה גורם לבנקים הגלובליים להתמנף – מה גורם להם להתחיל ולהזרים נזילות באופן מתואם לכל רחבי העולם? מה, כמילים אחרות, הוא מקור המחזור הפיננסי העולמי? "אחת האפשרויות, וזה משהו שאני אכן מזהה בנתונים, היא שמה שמניע את המחזור הזה הוא רמת הנזילות בעולם, וליתר דיוק המדיניות המו-

לפרופ' הלן ריי יש טבלה שהיא אוהבת להציג. בטבלה הזאת שולט הצבע הירוק, ומאחוריה מסתתרת אחת התופעות הכלכליות החשובות של זמננו, תופעה שמהווה גם חידה כלכלית. הטבלה של ריי מתארת, בפרטי פרטים, את זרמי ההון האדירים הנעים ממקום למקום בכלכלה הגלובלית, והיא מגלה דפוס מפתיע: ההון זורם בעולם באופן מתואם לגמרי. כשהכסף מציף את שוקי המניות בצפון אמריקה, הוא שוטף גם את שוק האג"ח באסיה; וכאשר במזרח אירופה מזנק המינוף, גם שוק האשראי בדרום אמריקה חוגג. כל מתאם כזה הפך למשבצת ירוקת בטבלה של ריי, ויחד אוסף המשבצות הירוקות בטבלה מתעד דפוס רב־עוצמה, כוח מעמקים מסתורי שמווסת את תנועת ההון בעולם.

אלא שריי לא מסתפקת בחידה אלא גם פותרת אותה, ומספקת הסבר פורץ דרך למנגנון שמניע באופן מסונכרן את שוקי ההון בעולם, מנפח בועות נכסים, וכבר נגמר פעם אחת בהתרסקות הרסנית. ההסבר הזה קיבע את מעמדה של הכלכלנית הצרפתייה ככוכבת עולה ועטורת פרסים – כזאת שמשתתפת באופן קבוע בפורום הכלכלי העולמי ומוזמנת להציג את מחקריה מול בכירי מקבלי ההחלטות בעולם. עכשיו, בראיון פוקח עיניים ל"כלכליסט", ריי (Rey) מתארת את "המחזור הפיננסי הגלובלי", אפקט הפרפר חובק התבל שמקנה כוח אדיר להחלטות שמתקבלות בווינגטון, ובעצם נוטל את הכוח מידי מקבלי ההחלטות בשאר העולם. האפקט הזה עדיין איתנו, וכיום ריי מזהה את סימני האזהרה שעשויים להעיד שהמחזור הפיננסי הגיע, שוב, לנקודת הסכנה. והשווקים? "הם שאננים מדי".

## חידת הגאות והשפל

החידה שאותה מנסה ריי לפתור, כאמור, היא הסנכרון הלא מוסבר בשווקים הפיננסיים בעולם, ובעיקר באופן שבו ההון זורם ברחבי הגלובוס. "המחקר שלי התחיל בניסיון לזהות דפוסים מעניינים בנתונים הפיננסיים הבינלאומיים", היא אומרת. אחרי שבנתה מאגר נתונים מקיף על המאזנים של עשרות מדינות ועל מחירי נכסים במאות קטגוריות, היא מצאה שהשווקים העולמיים מחוברים זה לזה היטב ופרעלים לפי דפוסי גאות ושפל מסונכרנים. "אם אתה מסתכל על ההון שזורם לתוך מדינות והחוצה מהן, אתה רואה שזרימת הון נעות יחד מעלה ומטה במגוון מדינות ובמגוון סוגי נכסים. זה יכול להיות מניות, איגרות חוב, אשראי בנקאי", וגם נכסים אחרים.

הדפוס המתואם הזה הוביל את ריי לחפש עוד גורמים חשודים שקשורים לתנועות ההון בעולם. והיא מצאה גורם כזה: רמת הפחד בשווקים. "יש מתאם גבוה מאוד בין תנועות ההון בעולם למדדים של רמת הפחד בשוק, למשל VIX, 'מדד הפחד', שמודד את רמת התנודתיות והחשש מסיכון בשוק. תנועות ההון נוטות לגדול כאשר מדד VIX נמצא ברמה נמוכה, כלומר כשהפחד בשווקים קטן, והן יורדות כאשר הפחד גדל. וזה לא עוצר בתנועות הון אלא ניכר גם במחירי נכסים: כשאתה מסתכל על חתך המחירים של הרבה נכסי סיכון בינלאומיים – מניות, אג"ח תאגידי, סחורות – אתה מגלה שחלק גדול מהתנועה במחירים שלהם קשור ב־VIX. כש־VIX נמוך, מחירי הנכסים האלה עולים".

כפי שריי קובעת במחקר שלה, העובדה שהמחירים זזים יחד מנוגדת לציפיות: "אפשר היה לחשוב שמחירי המניות ברחבי העולם, מחירי האג"ח התאגידי ומחירי הסחורות ישקפו גורמים ייחודיים – ליבשת ספציפית, למדינה ספציפית, למגזר מסוים ולפירמה מסוימת". אבל במקום זאת, מחירי הנכסים האלה משקפים במידה רבה גורמים גלובליים – ומבחינת המשקיעים העובדה הזו "לא עוזרת לפיזור סיכונים", מוסיפה ריי.

ריי לא עצרה בתנועות ההון ובמחירי הנכסים, ובקשר של אלה לרמת הפחד בשווקים. היא המשיכה לחפש עוד



\* הערך המוסף, הפרמיה בין מחיר השוק למחיר בפועל

הלן ריי בירושלים. "ה-VIX נמוך מאוד כרגע – נמוך באופן מפתיע. זה יכול להצביע על כך ששוב יש יותר מדי מינוף, שנדחף על ידי גורמים שלא נרתעים מספיק מסיכון, ואני מודאגת משאננות בשווקים"

**אשראי**  
זרימת ההון  
העולמית לשוקי  
האשראי (ביחס  
לתוצר העולמי)

**מדד הפחד**  
מודד את רמת  
התנודתיות  
והרתיעה מסיכון  
בשווקים

**תיאוריית  
הקשר**  
כשמדד הפחד יורד,  
ההון זורם  
אל שוקי האשראי



צילום: עומר מסינגר

להשפיע על חלק מהשווקים המקומיים", היא אומרת. "יש עדיין הרבה נזילות במערכת, אבל הנזילות הזו תתייבש כשהריביות יתחילו לעלות. זה אולי לא יקרה בעתיד הקרוב, אבל נגיד בנק אוף אינגלנד, למשל, כבר אותה שהוא רוצה להעלות את הריבית. באמצע 2013 כבר טעמנו מה יקרה במצב כזה", היא רומזת להכרות הפד על הפסקה הדרגתית של רכישת אג"ח בשווקים – מהלך שהטיל לצניחה חופשית את שערי המטבע של שורת מדינות מתפתחות, מברזיל ועד הודו, והיכה גם בשוקי המניות שלהן. מאז נרגע המצב, אומרת ריי, אבל "נראה מה יהיה כשהריבית תעלה".

### איך נלחמים בבוועות

ריי, ילידת צרפת, סיימה דוקטורט בלונדון סקול אוף אקונומיקס, המשיכה למשרה בפרינסטון (תחת ראש המחלקה לכלכלה בן ברננקי, לימים נגיד הפדרל ריזרב), ומשם חזרה לבירה הבריטית כפרופסור בלונדון ביונס סקול, כשעל הדרך היא צוברת שלל פרסים אקדמיים. בשנה שעברה, למשל, היא חלקה עם בן ארצה תומס פיקטי, גם היא כוכב כלכלי, את פרס יריי יאנסן היוקרתי, המוענק לכלכלנים אירופים בולטים מתחת לגיל 45. המסלול הסופר-הישגי הזה נדיר

המניות, והסביר כי הגורם להן הוא לא מצבה הנפלא של הכלכלה, אלא בעיקר הריבית הנמוכה של הפד.

**גם את מודאגת?**

"VIX נמוך מאוד כרגע – נמוך באופן מפתיע, לטעמי. זה יכול להצביע על כך ששוב יש יותר מדי מינוף, שנדחף על ידי גורמים שלא נרתעים מספיק מסיכון, ואני מודאגת משאננות בשווקים. גם יש כמה מדינות שבהן מחירי הדירור גבוהים מאוד, ולא ברור אם הם בני-קיימא".

**אילו מדינות מדאיגות אותך במיוחד?**

"אני אולי לא מפורסמת מספיק להשפיע על השווקים, ובכל זאת אני מעדיפה להימנע מנבואות שמגשימות את עצמן. אבל יש בהחלט כמה מדינות, שכשאתה מסתכל על העלייה במחירי הדירור בהן אתה נותר תוהה". על אילו מדינות מדובר? רמז אחד אפשר למצוא בדו"ח קרן המטבע הבינלאומית שהתפרסם בחודש יוני, ובו מצאו חוקרי הקרן כי היחס בין מחירי הדירור למחירי שכר הדירה, יחס שבאמצעותו ניתן לזהות מחירים שעלו יותר מדי, יצא מאיזון בשורת מדינות ארוכה: קנדה, ניו זילנד, נורבגיה, בלגיה, אוסטרליה, פינלנד, בריטניה, צרפת – והרשימה עוד ארוכה וכוללת (ודווקא לא בראשה) גם את ישראל.

הבעיה שעליה מצביעה ריי היא שנוזלות היא דבר שבא והולך. "אני מודאגת מהאופן שבו ועזועים גלובליים עשויים

הנכסים הופכים גבוהים מאוד, ויש הרבה גידול באשראי והרבה תנועות הון".

### היום בו תתייבש הנזילות

"הסימפטומים של המחזור הפיננסי העולמי יכולים להיות שפירים, אבל הם עלולים להוביל לבוועות בשוק הנדל"ן, לבועות במחירי נכסים, וגם ליצירת אשראי מופרזת – מצב שהוא אחד המנבאים הטובים ביותר למשברים פיננסיים", קובעת ריי.

למעשה, המנגנון הגלובלי שמזהה ריי פעל במלוא עוצמתו בשנים 2003-2007, וזה אכן נגמר במשבר פיננסי עזי למי, בדיוק כפי שהנתונים מנבאים. אבל המנגנון לא הפסיק לעבוד גם אחרי המשבר: בניסיון להתגבר על נזקי המשבר ולמנוע ממנו להתפשט הוריד הפד את הריבית לרמה אפסית, שבה הן עומדות גם כעת. כתוצאה, זרם הון אדיר הציף שורה של מדינות בעולם – ובהן גם ישראל ("וקנדה וטורקיה וברזיל", היא מזכירה). עכשיו, שש שנים אחרי פרוץ המשבר, מדד VIX קרוב לרמות השפל, שוקי המניות משייטים ברמות שיא ושוקי נדל"ן במגוון מדינות רותחים. הכלכלן חתן פרס נובל ג'וזף שטיגליץ אמר בחודש שעבר כי הוא מרגיש "מאוד לא בנוח" עם רמות המחירים הנוכחיות בשוקי

**מודל הסיכון של הבנקים בנוי כך שכאשר יש הרבה נזילות והמחירים עולים, הוא מראה סיכון נמוך – ואפשר להגדיל מינוף"**



המשך מעמ' 9

## המחזור הפיננסי העולמי כך מכתוב הפד את זרימת ההון ומחירי הנכסים בעולם



ילן ולגארד. הניסיון של קובעי המדיניות להילחם בבוועות נמצא ב"שלב הניסיוני" צילום: רויטרס

ריי, שבעצמה מעורבת בפיקוח על הבנקים בצרפת, מציינת עוד שיקול חשוב למדיניות שמנסות להיאבק עם בועת נדל"ן: "בכמה מדינות קיימים עיוותים תקציביים בשוק הדיור – כל מיני סובסידיות ישירות או עקיפות לצד הביקוש. אם אתה בסביבה שבה ההיצע מאוד מוגבל, ואתה ממשיך לסבסד את הביקוש כי אתה חושב שזו הדרך לתת לעניים גישה לשוק, נוצרת בעיה. כי אם אתה דוחף למעלה את הביקושים כשיש לך היצע מוגבל, אתה פשוט דוחף את המחירים למעלה. מה שאפשר לעשות הוא לנסות לטפל בסובסידיות כאלה, נושא שבדרך כלל לא נמצא בשליטת הבנקים המרכזיים".

ואם הייתי אומר לך שהממשלה באן מקדמות 0% מע"מ על דירות חדשות?

"אם יש לך היצע מוגבל, אז לסבסד את הביקושים כאשר אתה נמצא בשוק שהתחמם יותר מדי זה לא בדיוק...", ריי לא מסיימת את המשפט, ופוצחת בצחוק מנומס.

## להתרגל לשקל חזק

בועת הנדל"ן שהתנפחה בישראל היא רק גורם אחד שמטריד את מקבלי ההחלטות בירושלים. לא פחות מטי רידה היא התחזקות השקל, והקשיים שהיא מערימה בדרך של היצוא הישראלי. כשאני שואל את ריי על כך היא מזכירה שבתאוריה יש עוד צעדים שאותם ישראל יכולה לנקוט – לדוגמה, ללכת בדרכה של שווייץ ולקבוע רצפה לשער השקל – אבל המסר העיקרי שלה הוא בכלל בכיוון אחר: לא כתוב בשום מקום שישראל צריכה לשמור על רמת היצוא שלה.

"בכלכלה העולמית לא כולם יכולים לייצא באותו זמן", היא מסבירה. "חלק מהמדינות חייבות לייבא. מה שנדרש כדי להגיע לאיזון הוא שהמדינות בעלות החובות (כלומר מדינות שיש להן גירעון בחשבון השוטף וצברו חובות) יתחילו לייצא יותר, ומדינות שיש להן עודפים (גרמניה, סין ואולי גם ישראל) יתחילו לייבא יותר. זה תהליך איזון נורמלי עבור הכלכלה העולמית. כשאנחנו נקלעים למצב של משבר, למשל כזה ששורר בגוש היורו, לא צריך לכפות רק על המדינות הגירעוניות, כמו ספרד או יוון, להתאים את עצמן בכך שהן יקצצו ביבוא. מה שצריך לקרות הוא שהמדינות האלה יתחילו לייצא יותר לשאר העולם, ובי מיוחד לגרמניה".

ובכל זאת, ישראל היא חצי סיכה על מפת העולם. המחזור הפיננסי העולמי שריי מדברת עליו קם ונופל על גורם מכי ריע אחר: הדולר. המטבע האמריקאי אינו רק המטבע שהרבה מדינות אוגרות ברזרבה ליום סגריר, אלא גם המטבע שבו בנקים בינלאומיים עושים עסקים. כיום, גם עסקה שכלל אינה קשורה לארצות הברית – נניח בין יצואנית נפט במזרח התיכון לרוכשת באירופה – עשויה לעבור דרך ניו יורק, שכן בשלב מסוים הכסף שמשמש לעסקה יומר לדולרים. ומאחר שכולם משתמשים בדולרים, כל שינוי במדיניות הפד משפיע על המערכת הפיננסית העולמית. המצב הזה מגלם יתרונות אדירים לארצות הברית: כפי שאחד המחקרים המפורסמים של ריי הראה, הנכסים הזרים של ארצות הברית נושאים ריבית גבוהה ב-2% מההתחייבויות הזרות שלה. מש תלם להיות הבנקאי העולמי.

יש מי שלא מרוצים מהתלות הזו בארצות הברית. ריי סיה, למשל, נקטה לפני חודשיים הפגנת שרירים מול ארצות הברית, וחתמה על עסקת ענק ליצוא גז טבעי לסין שתתבצע ברובל ויואן בלבד. ובאמת, לא מעט פרשנים חוזים את עלייתו של היואן על חשבון הדולר. העסקה בין רוסיה לסין מסמנת את נפילת הדולר ועליית היואן?

"זה לא יקרה בקרוב", מעריכה ריי. "יש לנו די הרבה ניסיון בנושא. תהליכים כאלה נמשכים הרבה זמן מכיוון שמטבע בינלאומי משמש למגוון מטרות. נניח שאתה מחזיק את רזרבות מטבע החוץ שלך בדולרים, קונה סחורות בדולרים ומתמחר נכסים בדולרים, ואז אתה מחליט לעבור באופן חד-צדדי ליואן הסיני. אם אתה היחיד שנוקט צעד כזה, הוא הולך להיות יקר מאוד עבורך, כי בכל פעם שתצוצ את אחת הפעולות שהשאר מבצעים בדולרים תאלץ לשלם עלויות נוספות.

"כדי שיהיה מעבר משימוש בדולר לשימוש ביואן צריך מסה גדולה מאוד של אנשים שעושים את המעבר הזה יחד, להרבה שימושים שונים. תהליכים כאלה כבר קרו בעבר, למשל כמעבר בין הפאונד לדולר, אבל צריך לזכור שבמדינה טניה קטנה יותר מארצות הברית ושהמעבר ההוא היה על רקע מלחמת העולם השנייה.

"במבט קדימה סין צומחת מהר, יש לה נכונות להפוך את היואן למטבע בינלאומי, היא עושה הרבה מאמצים בכיוון, ויש כמה מדינות אחרות עם מוטיבציה לעבור לשימוש ביואן. אבל לאור חוסר התחכום של השווקים הפיננסיים בסין זה לא יקרה בן לילה, ובוודאי ייקח יותר מעשור. שינוי כזה כרוך בהרבה כוח גיאופוליטי. זה לא שינוי של מה בכך".

במיוחד לנשים, שמהוות גם היום מיעוט מובהק במחלקות לכלכלה, בייחוד בצמרת התחום (ריי למשל היתה האשה הראשונה שזכתה בפרס יאנסן). ריי נוהגת לומר בבדיחות שמשחקי הכדורגל שלה עם אחיה הכינו אותה היטב לקריירה בכלכלה: "יש לי ניסיון בתחרויות עם בנים".

ההישגיות הזו היא שדחפה אותה עד לאחת הבמות הכי לכליות הנחשבות ביותר – הכנס השנתי של הפדרל ריזרב בג'קסון הול, שאליו עולים לרגל בכירי הבנקאים המרכזיים והכלכלנים בעולם. ריי נשאה שם אשתקד הרצאה שהייתה גלים מ"האקונומיסט" ועד "ביזנסוויק", והפכה את המחזור הפיננסי הגלובלי לנושא דיון לוהט. בחודש יוני היא הציגה את המחקר הזה גם בירושלים, בכנס של פורום ספיר למדיניות כלכלית בניהולו של פרופ' ערן ישיב.

אחת הסיבות שהמחקר של ריי מרעיש כל כך היא הניכונות שלה לקבוע שחזון הגלובליזציה והשווקים הפתוחים, שיצא מווישינגטון וגרף את שאר העולם (ולפעמים הוכתב לו), לא בהכרח מספק את הסחורה. כפי שהיא מנסחת זאת: "הגלובליזציה נהנתה מיותר מדי הייפ".

הגלובליזציה הפיננסית, הסבירה ריי בג'קסון הול, לא הביאה לפירות המיוחלים.

קשה למצוא עדות ליותר צמיחה או לחלוקת סיכונים טובה יותר ברחבי העולם, מאז שהחל תהליך פתיחת השווקים וההון החל לזרום בחופשיות. מה שכן קרה הוא שארצות הברית, באמצעות ריבית הפד והמנגנון המורכב שמתארת ריי, מכתיבה את המדיניות המוניטרית של שאר מדינות העולם. המחזור הפיננסי העולמי מורשע מהותית מריבית הפד, שמשפיעה על רמות המינוף והאשראי גם במדינות ששוכנות הרחק מווישינגטון

– מציאות שמוכרת היטב בישראל, בייחוד בשנים האחרונות שבהן בנק ישראל יישר קו והוריד את הריביות מטה מטה, ושבהן שטף הון זר סחף את שער השקל ותרם גם הוא לא מעט להתנפחות בועת הנדל"ן.

אז מה עושים?

"אני לא טוענת שעלינו לסגת מהגלובליזציה, אלא שעלינו לנהל אותה טוב יותר", מבחירה ריי. "אנחנו צריכים להבין מה טוב בגלובליזציה ומה פחות טוב, ולמצוא דרך לנהל את הסיכונים טוב הרבה יותר. בשנים האחרונות העימדה הזו תופסת אחיזה: קרן המטבע, למשל, נעה מתמיכה בליברליזציה של שוקי ההון ותנועת מטבע חוץ חופשית, לעמדה עם הרבה יותר ניואנסים".

באופן קונקרטי, ריי חושבת שמדיניות שרוצות להישאר פתוחות לעולם ובכל זאת להימנע מבוועות אשראי ונדל"ן מסוכנות, צריכות לשקול צעדים כמו הטלת מגבלות על יכולתם של גופים פיננסיים לקחת אשראי ולהתמנה, או קביעת כללים נוקשים למתן אשראי. כלי אחר שהיא מדיברת עליו הוא הלהיט התורן בקרב קובעי המדיניות בכל העולם: כלים "מאקרו-יצבותיים" – למשל הטלת מגבלות על נוטלי משכנתאות, כמו קביעת תקרה לגובה המשכנתא לפי שווי הנכס או גובה ההכנסה של הרוכשים. ריי לא לבד בדעה הזאת: בתחילת יולי, בשיחה פומבית שקיימו יו"ר קרן המטבע כריסטין לגארד ויו"ר הפד ג'נט ילן, הצהירה ילן שמדיניות מאקרו-יצבותית צריכה להיות "קו ההגנה העיקרי" בשמירה על יציבות המערכת הפיננסית.

ישראל היתה חלוצה בשימוש בכלים כאלה, ועדיין מחירה היורד באן עוליים.

"נכון שיש מגוון בעיות בשימוש בכלים כאלה. לפעמים צריך לתאם בין כמה רשויות וזה עניין מסובך; לפעמים המגבלות שמטילים לא גבוהות די הצורך. אבל מעבר לזה, חסר בעולם ניסיון בשימוש בכלים כאלה. התקווה היא שככל שנשתמש בהם יותר נוכל לכוונן אותם טוב יותר. זה תהליך למידה ענקי והיו טעויות בדרך. אני לא אומרת שאצלכם עשו טעויות, אלא שכולם בשלב הניסיוני כרגע".

|             |             |          |            |       |       |       |           |           |         |            |          |          |
|-------------|-------------|----------|------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|---------|------------|----------|----------|
| תל בונד 60° | תל בונד 20° | נפט      | זהב        | קאק   | דאקס  | פוטסי | בלוטק 50° | נדל"י 15° | מדד יתר | מדד הבנקים | ת"א 100° | ת"א 25°  |
| 314.57      | 321.21      | 97.05    | 1,314.9    | 4,195 | 9,199 | 6,657 | 305.02    | 378.72    | 524.24  | 1,316.73   | 1,235.75 | 1,386.02 |
| -0.04%      | -0.03%      | \$ לחבית | \$ לאונקיה | 0.78% | 1.43% | 0.37% | -0.26%    | -0.17%    | -0.57%  | 0.78%      | 0.01%    | 0.08%    |

כלכליסט

3

השוק

14.8.2014

השורה  
החתונה

אגיו

ההשראה שלפני ההשקעה



פסגת  
הפחד

הלן ריי, אחת הכלכלניות הנחשבות בעולם, מאמינה שיש כוח רב-עוצמה אחד שמניע את השווקים ובימים אלה הוא מוביל אותנו בבטחה אל ההתרסקות הבאה (אורי פסובסקי, עמ' 8-11)

או ביטוח או משפחה

# על הכוונת של סלינגר: בעלי השליטה בביטוח

על רקע כהונתה הקצרה של יו"ר מגדל ענת לוין את תפקידה, בוחנת המפקחת על הביטוח דורית סלינגר אפשרות להגביל מעורבות בעל שליטה בגוף מוסדי, ולאסור למשל כהונה של בעל השליטה

ליטה ועם נושאי משרה בכירים בבנק. בפועל אין בנק עם גרעין שליטה שבו מנכ"ל הוא קרוב של הבעלים. בחברת הביטוח, מגדל, המנכ"ל הוא קרובו של בעל השליטה. לעומת זאת בהפני"ס המנכ"ל הוא שכיר, אייל לפידות, והיו"ר הנוכחי משה ברקת גם הוא שכיר. במנורה המנכ"ל מוטי רוזן הוא שכיר ואילו היו"ר ארי קלמן הוא קרוב משפחה של משפחת השליטה גורביץ'.

**פלונטר משפחתי**  
החשש המרכזי של הפיקוח הוא שבמבנה תאגידי שבו בעל השליטה מכהן כדירקטור וקרוב משפחתו מכהן כמנכ"ל החברה, יהיה קושי אמיתי לפקח על ההנהלה. בכל הנוגע למגדל, החשש החמיר כשהתברר באחרונה כי שלמה אליהו מעוניין למנות את פרופ' עודד שריג כיו"ר חברת הביטוח. שריג כיהן עד לפני שנה כמפקח על הביטוח, ובעת כהונתו העניק היתר שליטה לאליהו בחברת מגדל. מאגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר מסרו בתגובה: "נושא מעורבות בעל שליטה בגוף מוס' די נבחן על ידינו בימים אלו".

נוהל בנקאי תקין כי בעל שליטה או קרובו גם לא יכולים לכהן כיו"ר ועדה של הדירקטוריון. במגדל, לעומת זאת, ישראל אליהו מכהן כיו"ר ועדת השקעות נוסטרו של חברת הביטוח. יחס לכהונת קרוב של בעל שליטה כמנכ"ל, אין נוהל כתוב בנושא ביחס לבנקים או לחברות הביטוח. עם זאת בעקבות פניה לפיקוח על הבנקים בנושא נמסר "קרוב של בעל שליטה לא יורשה לכהן כמנכ"ל תאגיד בנקאי", לפיכך הסי"טואציה במגדל לא היתה מתאפשרת לו היה מדובר בבנק.

בנוסף, לפי הוראות נוהל בנקאי תקין, המועמדים לדירקטוריון בנק חייבים למלא שאלון מפורט המחייב אותם לחשוף את קשריהם עם בעל הש-

**סטנדרטים שונים**  
אולם, מגדל איננה החברה היחידה שבה יש מעורבות מוגברת של בעל השליטה. כיום קיים פער ברגולציה שחלה על הבנקים לעומת הגופים המוסדיים ולמידת המעורבות של בעלי השליטה באחרונים. כך למשל, בבנקים, נוהל בנקאי תקין אוסר על בעל שליטה או קרובו לכהן כיו"ר דירקטוריון, ואילו בביטוח אין איסור כזה. בקבוצת הביטוח הגדולה הראל, יאיר המבורגר, מכהן כיו"ר חברת הביטוח שבה הוא שולט. כך גם לוי רחמני, בעל השליטה באילון שמשמש כיו"ר חברת הביטוח. לא מן הנמנע כי חלק מהליך הבדיקה יוביל למסקנה שיש להשוות את המצב לזה הנהוג בבנקים. עוד עולה מהוראות

## בלעדי לכלכליסט

**רחלי בינדמן**  
המפקחת על הביטוח דורית סלינגר בוחנת אפשרות להגביל מעורבות בעל שליטה בגוף מוסדי בניהול החברה. לעת עתה שוקלים בפיקוח אפשרות להגביל כהונת דירקטור בחברת ביטוח אם קרובו מכהן כמנכ"ל חברת הביטוח. ל"כלכליסט" נודע כי הבחינה מתבצעת על רקע ההתפתחויות בחברת הביטוח מגדל. ובראשן עזיבתה של היו"ר ענת לוין לאחר חצי שנה בלבד בתפקיד. בשיחות סגורות שקיימה לוין עם סלינגר בעקבות עזיבתה, היא הסבירה את החלטתה בתחושה כי יכולת ההשפעה שלה מוגבלת. במגדל בעל השליטה שלמה אליהו ובנו ישראל אליהו מכהנים כדירקטורים בחברת הביטוח; ובן נוסף של אליהו, עופר אליהו, מכהן כמנכ"ל חברת הביטוח. כך שלמעשה שניים מהדירקטורים (שלמה וישראל) אמורים לפקח על המנכ"ל (עופר).

דורית סלינגר (מימין), שלמה אליהו ויאיר המבורגר. מתירים את הפלונטר צילומים: עמית שעל, אוראל כהן



**רחלי בינדמן**  
**למנות משקיף**  
עמ' 2

כל המשפחה בפנים

בלעדי לכלכליסט

מתעשרי מובילי איי חדשים נחשפים: גם אודי רקנאטי מכר חבילת מניות בהנפקת הענק הישראלית לצד בני דודיו ליאון ולני קרנאטי (ניר צליק, עמ' 4)

צרות חדשות ללבייב

פרקליטות מחוז מוסקבה מאיימת לסגור לכמה חודשים את קניון הדגל של אפי פיתוח בעקבות ליקויים בטיחותיים לכאורה שהתגלו (אורן פרוינד, עמ' 4)

צביה ללבייב