

הרהורים לאחר שנה אחת בבנק ישראל

סטנלי פישר*

לפני כשנה, ב-1 במאי 2005, נכנסתי לתפקידי כנגיד בנק ישראל, ואני רואה טעם לנצל הזדמנות זו כדי להעלות כמה מן הלקחים שנלמדו וכמה מן הסוגיות שעמן התמודדנו בשנתי הראשונה בתפקיד. אפתח בסקירת החלטות המדיניות המוניטרית שנתקבלו במהלך שנים-עשר החודשים האחרונים ואדון באחדות מן הסוגיות שעלו בתקופה זו.

I. המשק הישראלי

התוצר המקומי הגולמי לנפש בישראל עומד על \$18,000 בקירוב, שהם כ-\$22,500 במונחי שוויון כוח הקנייה. אוכלוסיית המדינה עברה לאחרונה את קו ה-7 מיליון. התמ"ג מסתכם ב-125 מיליארד דולר לערך. הממשלה מוציאה כ-50 אחוז מהתמ"ג, אולם חלקן של הוצאות הממשלה הולך ופוחת בשנים האחרונות¹. חלקם היחסי של המסים בתמ"ג קטן יחסית לממוצע במדינות ה-OECD, ושיעורי המס על ההכנסה – לחברות ולפרטים – יקטנו על פי התכנית

* נגיד בנק ישראל. גרסאות קודמות של מסמך זה הוצגו בכנס השנתי של האגודה הישראלית לכלכלה, שנערך ב-30 במאי 2006 ובוועידת הנגידים של מרכז אסיה, הים השחור והבלקנים, בארגונו ובאירוחו של הבנק המרכזי של רוסיה, בקזאן, רוסיה, בחודש מאי 2006. ברצוני להודות לעמיתיי במחלקת המחקר ובמחלקה המוניטרית של בנק ישראל, ולגבי פישמן, על הסיוע החשוב.

¹ בין השנים 2003 - 2006, פעלה הממשלה תחת מגבלה, שהטילה על עצמה, שלא להגדיל את הוצאות הממשלה הריאליות בלמעלה מאחוז אחד בשנה. בכהונת הממשלה החדשה, תוגדל מגבלה זו לשיעור של 1.7 אחוז בשנה, השווה לקצב גידול האוכלוסייה.

בנקודת אחוז אחת בשנה עד 2010². האינפלציה נמוכה. בחשבון השוטף של מאזן התשלומים נרשם לאחרונה עודף קל.

הכלכלה הישראלית הפגינה ביצועים מרשימים בשנים האחרונות. לאחר מיתון עמוק בשנים 2001 - 2003 ותכנית נמרצת לרפורמה פיסקלית ומבנית של הממשלה הקודמת ב-2003, בהנהגתו של שרי האוצר דאז, החל המשק להראות צמיחה במחצית השנייה של 2003. לאחר מכן היינו עדים להאצה בקצב הצמיחה (איור 1), עד לשיעור של 5.2 אחוזים ב-2005. הנתונים הראשוניים שפורסמו לרביע הראשון של 2006 מלמדים על צמיחה רבעונית בשיעור שנתי של 6.6 אחוזים, ולמעלה מ-10 אחוזים בשיעור שנתי במגזר העסקי.

בישראל הממשלה קובעת את טווח יעדי האינפלציה³, העומד כיום על 1-3 אחוזים לכל שנה. האינפלציה בפועל נעה סביב טווח זה מאז תחילת העשור. כפי שניכר באיור 2, האינפלציה הייתה נמוכה מטווח היעד בשנים 2003 ו-2004, ובתוך הטווח בשנת 2005. שיעור האינפלציה במשך 12 החודשים האחרונים (אפריל 2006 - אפריל 2005) היה גבוה מן הטווח, אולם הציפיות הן שהאינפלציה בשנה הקלנדרית 2006 תהיה במסגרת הטווח וכי שיעורה ל-12

² הדוח השנתי של בנק ישראל לשנת 2005, המתפרסם בדפוס ובאתר בנק ישראל (www.bankisrael.gov.il), מכיל מידע מפורט על המשק הישראלי, לרבות נתונים השוואתיים של משתנים פיסקליים מהעולם.

³ האינפלציה החודשית בישראל משתנה יותר מאשר בכלכלות הגדולות; התאמות עונתיות עדיין אינן אמינות די הצורך; והיכולת לחזות את שיעורי האינפלציה מעבר לשנה אינה טובה בהשוואה למדינות בעלות היסטוריה ארוכה יותר של יציבות מחירים.

החודשים הבאים יהיה קרוב לאמצע הטווח, 2 אחוזים. הציפיות לאינפלציה למספר שנים קדימה, הנגזרות מעקומי התשואות של איגרות חוב נומינליות וצמודות, עולות בהדרגה, ומגיעות ל-2.8 אחוזים לאופק של 10 שנים; על פי ההערכות, המשמעות היא ששיעור האינפלציה לעשר שנים יתקרב ל-2.3 אחוזים.⁴

שער החליפין של השקל מתנייד בחופשיות, והבנק המרכזי לא התערב בשוק המט"ח מאז 1997, אז למעשה בא אל סיומו השימוש ברצועת שער החליפין. הפיקוח על ההון הוסר בהדרגה,⁵ כאשר השלב האחרון היה בשנת 2003, אז הורשו מוסדות פיננסיים ישראלים, ובהם קרנות פנסיה וקרנות נאמנות, להשקיע בחו"ל באופן חופשי. שער החליפין של השקל שמר על יציבות מרשימה (איור 3), בין היתר, לפי דעתי, הודות להבנה הברורה שבנק ישראל לא יתערב בשוקי המט"ח אלא בנסיבות חריגות.

המשק הישראלי פתוח מאוד – הייבוא בו מסתכם בלמעלה מ-40 אחוז מהתמ"ג והייצוא מתקרב ל-38 אחוז (איור 4). בחשבון השוטף של מאזן התשלומים נרשם עודף קל בשנים האחרונות. מול זרימות ההון הגדולות פנימה, הן בהשקעות בני"ע והן בהשקעות ישירות, שהיוו בשנת 2005 כ-9 אחוזים מהתמ"ג (איור 5). ראינו היקפים דומים של זרימות החוצה של הון

⁴ קיימת פרמיית סיכון בשיעור האינפלציה של נקודת האיזון, הנאמדת ב-0.5 אחוז באופק של 10 שנים.

⁵ ראה: Stanley Fischer, "Capital Account Liberalization: the Israeli Experience", Bank of Israel, January 2006

ישראלי, לאור פעילותם של תושבים מקומיים, של חברות ושל משקיעים מוסדיים לגיוון תיקי ההשקעות שלהם. לפיכך, לא נוצר בשנים האחרונות לחץ כבד על השקל עקב ההיקפים הגדולים של זרימות הון ברוטו; ואכן, מאז 2001, נרשם פיחות של 30 אחוז בשער החליפין הריאלי האפקטיבי של השקל, אך רק 10 אחוז פיחות ריאלי מול הדולר.⁶

לאחר תכנית הרפורמה של 2003 התחזק מצבה הכספי של הממשלה (איור 6). הגירעון הפיסקלי ב-2005, שיועד לרמה של 3 אחוז מהתמ"ג, הגיע בסוף השנה לשיעור נמוך במקצת מ-2 אחוזים.⁷ בגלל הבחירות, התקציב לשנת 2006 עובר רק בימים אלה את תהליך האישור בכנסת. בתקופת הביניים נוהל התקציב בהתאם להוראות החוק, שלפיו, בהיעדר תקציב, יוחל בכל חודש אחד חלקי שנים-עשר מתקציב השנה הקודמת. לאור הצמיחה החזקה, גדלו ההכנסות הריאליות ממסים באורח משמעותי, וקיימת סבירות שהתקציב למחצית הראשונה של השנה יהיה מאוזן או בעודף קל. שר האוצר התחייב להימנע במהלך 2006 מחריגת הגירעון בפועל מאחוז אחד מהתמ"ג, אם כי הגירעון התקציבי יהיה גבוה מכך. נקודת התורפה החמורה היחידה בתמונה הפיסקלית היא רמתו הגבוהה של החוב הממשלתי, העומד כעת על כ-95 אחוז מהתמ"ג. יחס זה היה בירידה בשנים האחרונות, ועל פי תכניות התקציב

⁶ למרות העובדה שישראל סוחרת יותר עם אירופה מאשר עם ארצות הברית, הדיון הציבורי על שער החליפין מתמקד בשער החליפין מול הדולר, שהוא גם יחידת המטבע בחוזים רבים והמטבע הדומיננטי בחשבון ההון.
⁷ ההגדרה של גירעון תקציבי הנהוגה בדיון הציבורי בישראל מתייחסת לתקציב הממשלה המרכזית, ואיננה כוללת את הפרשי ההצמדה בגין אג"ח צמודות. לפי הגדרות בעולם, עמד הגירעון התקציבי של הממשלה המרכזית ב-2005 על 4 אחוזים מהתמ"ג, כולל הפרשי הצמדה נצברים. לפרטים, ראה הדוח השנתי של בנק ישראל לשנת 2005, טבלה 4-6, עמ' 236.

הנוכחיות – לרבות העובדה שהכנסות מהפרטה מחושבות מתחת לקו – והנחות סבירות באשר לצמיחה הצפויה, הוא ימשיך לרדת. חשוב שיחס זה יירד.

שיעור האבטלה הגיע לשיא של 11 אחוזים ב-2003 ומאז ירד בהדרגה, והאומדן המעודכן ביותר, לחודש פברואר, עומד על 8.8 אחוז (איור 7). כמו במדינות רבות אחרות, שיעורי האבטלה בישראל גבוהים בממוצע למגזרי אוכלוסייה בעלי השכלה פורמלית נמוכה; לשמחתנו, החלה הצמיחה לאחרונה להקטין את שיעורי האבטלה לבעלי כל רמות ההשכלה⁸. שיעורי ההשתתפות בכוח העבודה בארץ נמוכים, בחלקם כתוצאה משיעורי ההשתתפות הנמוכים בקרב גברים חרדים ובקרב נשים במגזר הערבי.

על אף צמיחתו המהירה של המשק משנת 2003, המשיכו שיעורי העוני לגדול (איור 8). המדד המקובל לעוני בישראל הוא מדד יחסי, וקו העוני מוגדר כמחצית מן ההכנסה החציונית. אולם העוני גדל גם כאשר מגדירים אותו במונחים אבסולוטיים⁹. את העלייה בעוני לאורך 2004 ניתן לייחס בעיקר להשפעות המיתון. אולם במחצית הראשונה של 2005 (התקופה האחרונה שעבורה יש לנו נתונים) היה הגידול בעוני משמעותי בשל הקיצוצים בקצבאות הרווחה במסגרת תכנית הרפורמה של 2003, בחלקם מתוך מטרה לעודד

⁸ ראה הדוח השנתי של בנק ישראל 2005.

⁹ הדוח השנתי 2005 כולל פרק על סוגיות בעוני, לרבות מדדים חלופיים לעוני.

השתתפות רבה יותר בכוח העבודה. שיעורי העוני גבוהים במיוחד במגזר החרדי ובמגזר הערבי של האוכלוסייה, המהווים יחד פחות מ-30 אחוז מהאוכלוסייה אך יותר ממחצית האוכלוסייה הענייה. נושאים חברתיים, ובמיוחד העלייה בהיקף העוני, הובלטו בסדר היום של הבחירות האחרונות, ויש להניח כי יזכו לתשומת לב רבה מהממשלה החדשה.

המשך הצמיחה המהירה בעתיד תלוי בשלושה גורמים עיקריים: ההתפתחויות בכלכלה הגלובלית, שבה משתלבת ישראל היטב ובמידה הולכת וגוברת; המדיניות הכלכלית הפנימית – השמירה על מסגרת פיסקלית חזקה והמשך תהליך הרפורמה; והמצב הגיאופוליטי של ישראל¹⁰.

II. המדיניות המוניטרית מאז מאי 2005

על פי החוק הנוכחי, הנגיד הוא שמקבל את ההחלטה על גובה הריבית. הדיונים לפני ההחלטה מתנהלים על בסיס חודשי בפורום מצומצם, הכוללת את ראשי ארבע המחלקות הרלוונטיות (מחלקת המחקר, המחלקה מוניטרית, מחלקת מטבע חוץ והמחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ¹¹), מספר יועצים והנגיד. קודמת לשיבת הפורום ישיבת סגל רחבה יותר, ובה מציגים נציגי ארבע המחלקות את מצב המשק ואת מצב הכלכלה הבינלאומית במטרה

¹⁰ נייר זה נכתב בחודש מאי 2006, לפני פרוץ הלחימה בצפון.

¹¹ מחלקת מטבע חוץ מנהלת את הרזרבות ואחראית להתערבות בשוק המט"ח במקרה הצורך; המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ הייתה אחראית בעבר על הפיקוח על מטבע חוץ, וכיום היא אוספת נתונים מקיפים על עסקאות במטבע חוץ. הארגון הנוכחי של המחלקות עומד ככל הנראה להשתנות בתהליך רה-ארגון המתנהל בימים אלה בבנק ישראל.

לספק תשתית להחלטת הריבית. בפורום הרחב יותר אין מגישים המלצות למדיניות.

לפני ישיבת הפורום המצומצם, הנגיד מקבל המלצה בכתב מראשי כל אחת מהמחלקות. ברובן של שתיים-עשרה הישיבות האחרונות, אך לא בכולן, היו ההמלצות פה אחד. לאחר מכן מתנהל דיון ובמהלכו מתקבלת ההחלטה. ראשי המחלקות מציגים את המלצותיהם הסופיות (הם אינם מחויבים למסור אותן המלצות כפי שהוגשו בכתב) והנגיד מקבל את ההחלטה. לפני הדיון מכינים טיוטה של ההודעה, או מספר טיוטות חלופיות, ולעתים מתנהל דיון על טיוטת ההודעה עוד בטרם מתקבלת החלטה. לאחר קבלת ההחלטה, מגובש נוסח ההודעה הסופית.

איורים 2 ו-9 מראים את שיעורי הריבית והאינפלציה בישראל מינואר 2005. שיעור הריבית של בנק ישראל בחודש מאי 2005 היה הנמוך בתולדות המדינה, ושיעור האינפלציה ירד לאחרונה מתחת לטווח היעד. באותה תקופה, נמצא הבנק המרכזי של ארה"ב בעיצומו של תהליך העלאת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז בכל אחת מישיבותיו, כך שהפער בין ריבית בנק ישראל לריבית הבנק המרכזי האמריקני המשיך להצטמצם, עד שבספטמבר 2005 נעשה שלילי למשך זמן קצר.

במהלך חודשי הקיץ שמר הבנק על ריבית של 3.5 אחוזים, אולם בהודעת הבנק על ההחלטה להימנע מהעלאת הריבית לחודש ספטמבר, הובע חשש

מפני עליית האינפלציה. בסוף ספטמבר 2005, הועלתה הריבית לאוקטובר מ-3.5 ל-3.75 אחוזים. בהודעתו על הסיבות להעלאת הריבית, ציין הבנק בפרט את הסימנים הגוברים להתייקרות מחירים ואת פער הריביות השלילי לטווח הקצר מול ארצות הברית.

על רקע המשך הצמיחה המהירה והערכות שלפיהן פער התוצר הולך ומצטמצם במהירות, ועל רקע התגברות החששות לעליית האינפלציה שנבעו בחלקן מהפיחות בשקל ומהעלאות הריבית הנמשכות של הבנק המרכזי של ארה"ב, העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לנובמבר וב-0.5 נקודות אחוז נוספות, עד לרמה של 4.5 אחוזים בסוף השנה. בשלב זה כבר התברר שהאינפלציה הייתה בשיעור גבוה משיעורה בשנה הקודמת, וכי סביר לצפות ששיעור האינפלציה עבור 12 החודשים האחרונים יהיה גבוה מ-3 אחוזים ברביע הראשון של 2006.

לאור המשך הצמיחה והקטנת פער התוצר, ועל רקע האינפלציה הגבוהה יותר, העלה הבנק את הריבית שלוש פעמים, עד לרמה הנוכחית של 5.25 אחוזים.

III. סוגיות במדיניות המוניטרית

בנק ישראל נוהג על פי גישה גמישה למשטר יעדי האינפלציה, ומשמעו כי בבואו לשקול כיצד להגיב לזעזועים שיש בהם כדי לדחוף את שיעור האינפלציה אל מחוץ לטווח היעד, הוא שוקל באיזו מהירות עליו לנסות

להחזיר את האינפלציה לטווח – וזאת בהכירו כי גישה שאפתנית מדי להשגת יעד האינפלציה במהירות עלולה להביא לידי עלויות תוצר בלתי רצויות. אולם אין גמישות בעובדה שכוונת הבנק היא להחזיר את האינפלציה לטווח היעד.

גישה זו עולה בקנה אחד עם יעדי המדיניות המוניטרית כפי שנוסחו בחוק בנק ישראל החדש, שהממשלה התחייבה להעבירו.

1. לשמור על יציבות מחירים לאורך זמן, וזאת כמטרה מרכזית ;
2. לתמוך במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, במיוחד צמיחה ותעסוקה, בתנאי שלא תהיה בכך פגיעה בהשגת המטרות שלפי פסקאות (1) ו-(3) ;

3. לתמוך בפעילות הסדירה של המערכת הפיננסית וביציבותה.

כן קובע החוק שיעד האינפלציה ייקבע על ידי הממשלה.

גישה זו מעלה מספר סוגיות :

1. הנתונים

הנתונים שעליהם מתבססות החלטות המדיניות המוניטרית הם בעלי איכויות שונות יחסית לנתונים הנגישים במדינות אחרות. הנתונים על הציפיות לאינפלציה ונתונים על משתנים אחרים מאופיינים באיכות טובה ומגיעים לידינו בתדירות גבוהה. הנתונים על רמת הפעילות הכלכלית דלים יחסית.

- מדד המחירים לצרכן ומדד המחירים הסיטוניים לכל חודש מתפרסמים באמצע החודש הבא אחריו.

- המידע על הציפיות לאינפלציה זמין לנו במהירות רבה יחסית. מחירי הנכסים מתפרסמים כמובן על בסיס יומי, וממחירים אלו ניתן לגזור מדדי ציפיות שונים. כך, לדוגמה, דפי המידע המופצים בבנק באופן יומיומי מכילים מדדים יומיים של ציפיות אינפלציה, הנגזרים מעקומי התשואות של איגרות חוב ריאליות ונומינליות.¹² מדדים של ציפיות אינפלציה מתפרסמים באופן יומי גם בחלק מהעיתונים. אנליסטים של השוק מפרסמים דוחות סדירים אחת לשבוע, ומספקים בכך מקור מידע נוסף על הציפיות. מדדי הציפיות של פירמות לאינפלציה (וציפיות לגבי משתנים כלכליים נוספים) זמינים מתוך סקר החברות הנערך על ידי מחלקת המחקר של הבנק אחת לרביע.

- מידע על הפעילות הריאלית מתקבל בפיגור ממושך יותר. המקור הוא החשבונות הלאומיים, המתפרסמים אחת לרביע, כ-6 שבועות במוצע לאחר סוף הרביע הקודם. משמעות הדבר היא שבמוצע, המידע נכון ל-4.5 חודשים לאחר¹³. בנוסף לכך, במרבית המקרים הנתונים עוברים תיקונים לאחר מכן, לעתים במידה משמעותית. מידע רבעוני על התוצר ועל ציפיות להתפתחות התוצר זמין מתוך סקר החברות, המתקבל שבועיים לאחר סוף הרביע. נתוני

¹² הם כוללים גם מידע על סטיית התקן של הציפיות לגבי שער החליפין, בהתבסס על מחירי האופציות במטבע חוץ. בישיבות ההחלטה על המדיניות המוניטרית ובישיבות העדכון השבועיות, עומד לרשותנו גם מידע נגזר על התפלגות הציפיות לשיעורי האינפלציה

¹³ החישוב נעשה באופן הבא: במוצע, ניתן לייחס את המידע על התמ"ג הרבעוני לאמצע הרבעון הקודם (פיגור של 6 שבועות); מידע זה מתפרסם לראשונה 6 שבועות לאחר סוף הרבעון (6 שבועות נוספים); ובמוצע, המידע המתפרסם הוא בן 6 שבועות (6 שבועות נוספים).

האבטלה מתפרסמים רק אחת לרביע, אם כי עומד לרשותנו מידע מסוים – שלפי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה אינו נחשב אמין במיוחד – על שיעורי האבטלה החודשיים, בפיגור של חודשיים. הבעיה הבסיסית כאן היא היקפו הקטן של המדגם. הבנק מפרסם את המדד המוביל שלו לפעילות המשק אחת לחודש, וכך עושה גם המגזר הפרטי. לדידו של הבנק, סדרת המדדים הללו הם אינפורמטיביים. קיימים גם מקורות מידע חודשיים נוספים, ובהם היקף הרכישות בכרטיסי אשראי, היקף הייצור התעשייתי, נתוני הייבוא והייצוא, ותקבולי המס הממשלתיים.

בסיכום הדברים, ציפיות לאינפלציה זמינות לנו כמעט באופן מיידי, מידע על מחירים זמין בפיגור קצר יחסית, אולם מידע על הפעילות הריאלית זמין בפיגור גדול בהרבה וגם לוקה באמינותו. לפיגורי המידע על הפעילות הריאלית במשק עלולה להיות השפעה חמורה על המהירות ועל האפקטיביות של תגובת המדיניות המוניטרית לנקודות מפנה מחזוריות בפעילות הריאלית.

2. המנגנון המוניטרי

שינויים בשיעורי הריבית פועלים באמצעות מספר ערוצים: שער החליפין; ערוצי התמסורת הקלאסיים; וציפיות.

• כמו ברוב המשקים, שינוי בשיעור הריבית משפיע באופן מידי כמעט על שער החליפין¹⁴. שלא כמו ברוב המשקים, שער החליפין משפיע בישראל במהירות ובאופן משמעותי על מחיריהם של מוצרים בלתי סחירים מסוימים. מסיבות היסטוריות, כתוצאה מהיפר-אינפלציה, מחירים מסוימים – ביניהם בולטים מחירי מוצרים בלתי סחירים וכן, חוזי שכירות לנדל"ן, תשלומים לנדל"ן בבנייה, שכר טרחה של עורכי דין ורואי חשבון, ואפילו מחירי הסעדה, נקובים בדרך כלל בדולרים.¹⁵ ערוץ זה פועל בנוסף לקשרים הרגילים בין מחירי הייבוא למחירי הסחורות המקומיות, שהשפעתם מורגשת לרוב בפיגור ממושך יותר¹⁶.

• זיקה הדוקה זו בין מחירים מסוימים לבין שער החליפין מסבכת וגם מפשטת את השפעת המדיניות המוניטרית. היא מסבכת מפני שכל הפרעה המשפיעה על שער החליפין שקל-דולר – כגון היחלשות הדולר בעולם, או שינוי בציפיות כלפי הכלכלה הישראלית – משפיעה מידית על האינפלציה, ועשויה לחייב תגובת מדיניות מוניטרית כדי להבטיח את השגת יעד האינפלציה. מבחינה זו, היה נוח יותר לולא קיומו של הקשר החזק והמידי בין שער החליפין לאינפלציה.

¹⁴ אינני מתייחס כאן לאבחנות בשאלה מתי ציפו לשינוי בשער החליפין לראשונה.

¹⁵ בחוזה מצוין בדרך כלל כי התשלום בשקלים יהיה בהתאם לשער החליפין היציג שפורסם על ידי בנק ישראל לאותו היום. אחת ההמלצות שקיבלנו בדיונים על דרכים להקטין את כוחו של הקשר בין שער החליפין למחירים הוא לחדול מפרסום השער היציג היומי.

¹⁶ במקרה של דלק, המחירים נתונים לפיקוח אולם מותאמים מהר מאוד למחירי הייבוא: המחירים משתנים בכל חודש בהתאם למחירים הבינלאומיים בחמשת הימים האחרונים של החודש הקודם.

- זיקה זו גם מפשטת את משימת המדיניות המוניטרית, מכיוון שהמדיניות יכולה להשפיע במהירות על המחירים אם היא יכולה להשפיע על שער החליפין. מובן שהשימוש בערוץ שער החליפין משמעו בדרך כלל שינוי (זמני, לעתים) בשער החליפין הריאלי, ולכן תמיד יש להתייחס בכובד ראש להשלכותיו של ערוץ שער החליפין. בנוסף, המדיניות המוניטרית צריכה להתמודד עם ההשפעה בפיגור של שינויי מדיניות קודמים, עובדה שעשויה להוביל לחוסר יציבות של כלי המדיניות.

- בנוסף, שינויים במדיניות המוניטרית משפיעים על האינפלציה באמצעות ערוצי תמסורת קלאסיים: שינוי שנגרם בשער החליפין משפיע על מחירי הייבוא, ואלו משפיעים על המחירים המקומיים; ערוץ הריבית משפיע על הביקוש המצרפי¹⁷, ובדרך זו משפיע על פער התוצר ועל התנהגות המחירים והשכר. סביר להניח שכאן, הפיגורים יהיו ארוכים מאלה שפועלים באמצעות השימוש בדולר כיחידת מטבע.

- לערוץ הציפיות נודעת חשיבות מיוחדת. במשך קרוב לשלוש שנים, נרשמה יציבות יחסית בציפיות האינפלציה סביב אמצע טווח היעד – 2 אחוזים. נתון זה משקף את ציפיות משתתפי השוק כלפי מחויבותו וכלפי יכולתו של הבנק המרכזי להשיג את יעד האינפלציה בממוצע לאורך תקופות ממושכות. המשמעות כמעט בוודאות היא, שערוץ הציפיות בעקומת פיליפס של הציפיות מושפע פחות מתנודות אינפלציוניות בטווח הקצר מאשר בהיעדר גישת יעדי

¹⁷ שאלה מרכזית כאן היא, כיצד משפיעים שינויים בריבית בנק ישראל על שיעורי הריבית הריאלית בטווח הארוך.

אינפלציה, ובכך הוא מכניס אלמנט חשוב של יציבות ברמות השכר ובהתנהגויות נוספות שקובעות את רמת המחירים.

מהי האינטראקציה שמתרחשת בין הערוצים הללו? באיור 10 מוצגים המכפילים הדינמיים עבור עלייה של נקודת אחוז אחת בשיעור הריבית הנומינלית, שנגזרו מן המודל של המחלקה המוניטרית.¹⁸ העלייה בשיעור הריבית משפיעה באופן מידי ומהותי על שער החליפין, ובדרך זו משפיעה על האינפלציה במהירות רבה ביותר. השפעתה על האינפלציה ממשיכה במשך ארבעה רבעים, וכמוה גם ההשפעה על פער התוצר. יחסית לכלכלות אחרות, השפעות אלו מהירות למדי – מאפיין אשר קרוב לוודאי מפשט בממוצע את פעולתה של המדיניות המוניטרית, באותם מקרים שבהם מטרתה היא להגיב להפרעה ספציפית.

3. תפקידן של הציפיות לאינפלציה ולשיעורי הריבית בהחלטות

המדיניות של בנק ישראל

עד לזמן האחרון, יוחס משקל רב לציפיות לאינפלציה בקבלת החלטות המדיניות של בנק ישראל. קרן המטבע הבינלאומית מתחה ביקורת על נוהג

¹⁸ הבנק מיישם כיום שני מודלים כלכליים לקבלת החלטות על מדיניות הריבית. המודל של המחלקה המוניטרית הוא מודל DSGE ניאו-קיינזיאני למשק פתוח קטן. הוא מורכב משלוש משוואות מבניות – לאינפלציה, לפער התוצר ולשער החליפין הנומינלי – ונסגר עם כלל לקביעת שיעור הריבית. מבנה המודל דומה למודלים אחרים מסוגו המשמשים כמה בנקים מרכזיים שנוהגים לפי גישת יעדי אינפלציה ואת קרן המטבע הבינלאומית. אחד המאפיינים האמפיריים המרכזיים של המודל הוא חשיבותם היחסית של המרכיבים בהסתכלות קדימה. המודל של מחלקת המחקר הוא גרסה מורחבת של מודל רבעוני קלאסי של משק פתוח וקטן. הוא מורכב ממשוואות IS לפער התוצר, ממשוואות (קצב השינוי של) שער החליפין, ממשוואות האינפלציה, וממשוואות השינוי בשכר הנומינלי במגזר העסקי. הגרסה המורחבת של המודל כוללת משוואה לקביעת שיעור ריבית אנדוגני עבור הבנק המרכזי, אך ניתן להשתמש במודל זה גם לחקר השפעתו של מסלול אקסוגני לשיעור הריבית. בנוסף, בנפרד ממודל זה, משתמשת מחלקת המחקר בשני מודלים סטטיסטיים לחיזוי שיעורי אינפלציה עתידיים.

זה בטענה שיש בו פוטנציאל למחזוריות מסוכנת : משתתפי השוק מאמינים כי הבנק המרכזי ישיג שיעור אינפלציה מסוים, והבנק המרכזי, מצדו, מגיב לציפייה זו – שעשויה להיות בלתי מבוססת – במקום שהבנק יבסס את פעולותיו על מודל שקושר את השפעת המדיניות המוניטרית למנגנוני התמסורת שלה.

לחששות אלו יש שתי תשובות לפחות. האחת היא, שציפיותיהם של משתתפי השוק צריכות להיחשב לציפיות המתבססות על מודל אקונומטרי, מפורש או משתמע, משלהם. הציפיות של שחקני השוק אינן שרירותיות – אפשר לראות בהן תוצאה של ניתוח, המבוסס על מודל, של הגורמים המשפיעים על האינפלציה. ולכן, כאשר קובעי המדיניות משתמשים בציפיות השוק כאינדיקציה להתנהגותם העתידית של שיעורי האינפלציה, הם שואבים למעשה ממודלים שונים של המשק.

התשובה השנייה, הקשורה לראשונה, היא שהנתונים אומרים לנו לא רק מה הן ציפיות משתתפי השוק לאינפלציה, אלא גם מה ציפיותיהם לגבי המדיניות המוניטרית – אלו משתקפות בשיעורי הריבית העתידיים שניתן לגזור מעקומי התשואות של איגרות החוב. במובן זה לפחות, השוק מספק עדות לכך שמשתתפי השוק משתמשים במרכיביו של מודל לקביעת אינפלציה. בשנה האחרונה, היו ציפיות השוק לאינפלציה ולריבית קרובות להערכותיי שלי בנוגע למהלכי הבנק המשוערים.

שאלה מעניינת שעולה כאן היא, האם או באילו נסיבות יכולה מדיניות מוניטרית המגיבה רק לאינפלציה הצפויה להיות יעילה. שיעור האינפלציה הצפוי הוא רק מרכיב אחד בכלל טיילור, שכן כלל טיילור כולל מרכיב שני: משוב על הפעילות הכלכלית. נוכל להניח כי השמטת מרכיב זה תקטין את יעילותה של המדיניות המוניטרית¹⁹. אך כל עוד הנתונים על הפעילות הריאלית רחוקים מדיוק, המשוב על הפעילות הריאלית יהיה נמוך, ויוביל למדיניות מוניטרית שמגיבה בעיקר לשיעור האינפלציה הצפוי.

על אף האמור, אני מקבל את ביקורת קרן המטבע שלפיה צריך הבנק המרכזי להשתמש גם במודלים משלו ולגבש ציפיות משלו בבואו לקבל החלטות ריבית, כדי שלא יהיו החלטותיו תלויות מדי בציפיות השוק (שעלולות להיות מוטעות). ואמנם, אנו מנסים לפתח מודלים אקונומטריים משלנו ולהשתמש בהם באופן עקבי יותר בתהליך קבלת ההחלטות. בנוסף, לאחרונה מקנה הבנק משקל רב יותר מבעבר לאומדן פער התוצר בבואו לקבל החלטות ריבית.

4. מהו שיעור האינפלציה שהוצב כיעד?

הייתי רוצה לדון בשתי סוגיות תחת כותרת זו. ראשית, כפי שצוין קודם, שיעור האינפלציה החודשי בישראל משתנה יותר מאשר בכלכלות המתקדמות²⁰. שונות זו מקשה על השגת יעד האינפלציה

¹⁹ ניתן לבחון השערה זו באמצעות כל מודל אקונומטרי סטנדרטי.

²⁰ כפי שטענה עמיתתי קרנית פלוג, חוסר הוודאות באשר לשיעורי האינפלציה העתידיים עשוי להעיד על כך שרצועת האינפלציה הישראלית צריכה להיות רחבה יותר מאשר במדינות שיש בהן פחות שונות באינפלציה החודשית (לאחר התאמה עונתית). כדאי לזכור אפשרות זו ברקע, אולם דומה כי אין סיבה טובה דיה להרחיב את רצועת היעד בעת הנוכחית.

בתוך תקופה של שנה, למשל. מסיבה זו, שקלנו לתמוך בקביעת יעדים עבור אינפלציה ליבה. אולם, קביעת היעד לאינפלציה ליבה יגרום לכך שגישת יעדי האינפלציה של המדיניות המוניטרית תהיה פחות שקופה ויותר מבלבלת. זאת, מכיוון שאין הגדרה ברורה, ואין עדות אמפירית חד-משמעית, בשאלה אילו מרכיבים של האינפלציה צריכים להיות חלק מאינפלציה הליבה.

כיום, מדד המחירים לצרכן מקובל כמדד הולם של האינפלציה. ככל שהבנק המרכזי יקבע את יעדיו במושגי אינפלציה שמתרחקים מהמושגים המוכרים לצרכן, כן תגדל הסכנה לאובדן אמינות המדיניות המוניטרית והאמון בה. יתרה מכך, אם יש תקופות ממושכות שבהן האינפלציה במדד המחירים לצרכן גבוהה מאינפלציה הליבה עלול הדבר להביא לידי אובדן אמינות נוסף של משטר יעדי האינפלציה. לאור דברים אלה, ימשיך בנק ישראל לתמוך בקביעת יעדיו עבור האינפלציה במדד המחירים לצרכן.

השאלה השנייה נוגעת לאופן לקביעת יעדי האינפלציה. מאחר ששיעור האינפלציה משתנה במידה ניכרת וקשה לחיזוי לאורך תקופות ארוכות, אנו משתמשים בדרך כלל באופן של שנים-עשר חודשים כאשר אנו דנים באינפלציה העתידית. אנו גם מביאים בחשבון את שיעורי האינפלציה ב-12 החודשים הקודמים, בקבלת החלטות הריבית. אילו התייחסנו לאינפלציה הצפויה בלבד, היינו מוצאים את עצמנו במצב שבו אנו תמיד בטווח היעד במונחי האינפלציה הצפויה ל-12 החודשים הבאים, בשעה שלמעשה, אנו

מחוץ ליעד לאורך תקופות ממושכות – תוצאה שהייתה מובילה לדעתנו לפגיעה באמינותו של הבנק²¹. כך היה, לדוגמה, בשנים 2003–2004, כאשר האינפלציה בפועל הייתה נמוכה מטווח היעד, בשעה שהאינפלציה הצפויה הייתה גבוהה ממנו במידה לא מבוטלת (איור 2).²²

אם קשה לחזות את שיעור האינפלציה, מדוע אנו רואים יציבות בציפיות לאינפלציה? כנראה, שזאת משום שהציפיות מבוססות על כך שהבנק המרכזי ינקוט במדיניות שתביא את האינפלציה לנוע בממוצע סביב אמצע טווח היעד.

5. הפרשים בשיעורי הריבית מול ארה"ב

קיים מתאם גבוה בין שיעור הריבית של הבנק המרכזי האמריקני ובין ריבית בנק ישראל מחודש אוקטובר 2005 ואילך. משתתפי השוק ועיתונאים העלו את השאלה האם יש לבנק מדיניות של שמירה על הפרש קבוע מול הריבית האמריקנית. התשובה היא 'לא'. למעשה, במהלך השנה האחרונה, בנקודות זמן שונות היה ההפרש שונה ואף שלילי.

אף על פי כן, ההפרשים בשיעורי הריבית מול ארה"ב כן משפיעים על תנועות ההון, ודרכן על שער החליפין, ודרכו על שיעור האינפלציה. ואכן, אנו מתחשבים בהפרש זה בקבלת החלטות הריבית – כאחד הגורמים המשפיעים

²¹ ראה:

Lars Svensson^X and Michael Woodford (2005). "Implementing optimal policy through inflation-forecast targeting", – Chapter 2 in Bernanke and Woodford (eds), *The Inflation-Targeting Debate*. NBER, University of Chicago Press.
ראה הערת שוליים במאמר של Patinkin.

²² הנקודה כאן היא, שאנו סבורים כי סיכוינו להישאר בטווח יהיו גדולים יותר אם נסתכל הן אחורה והן קדימה – ולא שקיימת בעיה בעובדה שהאינפלציה הצפויה ל-12 החודשים הבאים תהיה בטווח גם אם האינפלציה בפועל ל-12 החודשים האחרונים הייתה מחוץ לטווח.

על שיעור האינפלציה, המשתנה שאת רמתו אנו קובעים כיעד. כאשר כל יתר התנאים שווים, משמעות הדבר היא שסביר יותר שנעלה את ריבית בנק ישראל אם ריבית הבנק המרכזי של ארה"ב תעלה, מאשר אם זו האחרונה תישאר על רמתה ללא שינוי. יחד עם זאת, המדיניות שלנו אינה קושרת בין הריבית שלנו לריבית האמריקנית, **למעט בגין השפעת הפרשי הריביות על שיעור האינפלציה**. אילו, לדוגמה, חל שינוי ברמת הביטחון בכלכלה הישראלית ובכלכלה האמריקנית, היה שער החליפין מושפע מכך, ומכיוון שזה היה ודאי משפיע על האינפלציה, יש לשער שגם ריבית בנק ישראל הייתה משתנה יחסית לריבית של ארה"ב.

6. עצמאות מוניטרית בעולם של קובעי יעדי אינפלציה

ספרי הלימוד אומרים לנו שמדינה בעלת שער חליפין נייד מתאפיינת בעצמאות מוניטרית הנשללת ממדינה שמצמידה את שער החליפין שלה – מכיוון שהמדינה המצמידה חייבת להתאים את הריבית שלה לשיעורי הריבית בעולם. אולם, כפי שמלמד הדיון הקודם, מדינה בעלת יעדי אינפלציה ושער חליפין נייד עדיין צריכה להתחשב בתנודות הריבית בעולם כאשר היא קובעת את שער החליפין שלה.

האם המשמעות היא שצירוף של שער חליפין נייד ויעד אינפלציה יביא תמיד לאובדן העצמאות המוניטרית? למעשה, אובדן העצמאות המוניטרית מתרחש כאשר מדינה קובעת לעצמה יעד אינפלציה, מכיוון שהיעד הזה קובע את

שיעור הריבית הנדרש. עדיין נכון לומר ששער חליפין נייד נותן למדינה יותר עצמאות בקביעת מדיניותה.

לפיכך, עלינו לתקן את אותה קביעה בספרי הלימוד ולומר שהבחירה בשער חליפין נייד, במקום מוצמד, מקנה למדינה עצמאות מוניטרית, שאותה היא יכולה לנצל, לדוגמה, לניהול משטר של יעדי אינפלציה. בנוסף, כאשר מדינה מאפשרת את ניידותו של שער החליפין, במקום להצמידו, היא נותנת לעצמה את היכולת לאפשר לשער החליפין, בנוסף לשכר ולמחירים המקומיים, לשאת את הנטל של הסתגלות לזעזועים.

7. שקיפות, פתיחות ותקשורת

במהלך השנה האחרונה ניסינו להגדיל את שקיפות החלטות המדיניות של הבנק, תחילה על ידי הצגה מפורטת יותר של הסיבות להחלטות הריבית החודשיות בהודעת ההחלטה, ולאחר מכן, בתקופה האחרונה, על ידי פרסום פרוטוקול מפורט יותר של הדיונים הקודמים להחלטה.

עמדנו בפני הבחירה אם לפרסם את מהלך הדיון נושא אחר נושא, כפי שעלו בישיבה, או לנסות ולארגן את הנקודות שעלו בדיון בצורה קוהרנטית יותר – זהו ההבדל העיקרי בין הפרוטוקולים שמפרסם הבנק המרכזי של ארה"ב לבין אלו של בנק אנגליה, בהתאמה. בהחלטתנו על צורת הפרסום היה עלינו להתחשב באפשרות שפרסום הפרוטוקולים יגרום להטעיית השוק, כפי שקרה,

לדוגמה בינואר 2006, כאשר פרסמנו את דוח האינפלציה החצי-שנתי של בנק ישראל, שבו הביע הבנק ציפייתו לעליית הריבית במהלך השנה. השווקים ראו בכך אינדיקציה לכך שהריבית תעלה כבר בישיבת הפורום הבאה, אף שזאת לא הייתה כוונתנו. לאור שיקול זה, בחרנו בגישה של בנק אנגליה, שמנסה לארגן את הפרוטוקולים שלו בצורה עקבית לפי נושאים. אין ספק שיהיו מקרים שבהם הפרוטוקול לא יבהיר את המצב – לעתים מפני שהמצב עצמו אינו ברור, ולעתים, מפני שלצערנו לא תמיד נצליח לבחור בקפידה את המילים הנאמרות בישיבות.

לשקיפות יש גם מגבלות. אנשים בבנק המרכזי, או בכל גוף של מקבלי החלטות, חייבים להרגיש חופשיים בדיונים כדי להעלות חששות, לדון במצבים היפותטיים, ואפילו לעשות טעויות כשהם שוקלים דרכי פעולה חלופיות. שקיפות מלאה של כל הדיונים תמנע דיונים ברמה הזאת ותגביל את מגוון הסוגיות שיעלו לדיון. אי לכך, עלינו להטיל מגבלות על החומר המתפרסם.²³ גופים שמקבלים החלטות צריכים גם להתחשב בהשפעה הפוטנציאלית של הדלפות של מידע רגיש על השוק. לכן, הבנק המרכזי אינו יכול לעודד תרבות של הדלפות.

בדמוקרטיה, ככל שהבנק המרכזי יכול להיות פתוח יותר מבלי לפגוע ביעילותו – כן ייטב. בנק מרכזי שהנו פתוח ומצליח בעת ובעונה אחת, יזכה לאמינות רבה יותר כלפי הצהרותיו. ניתן אפוא לראות בשקיפות כמכפיל,

²³ המגבלות יתייחסו למועד הדיון, כך שברוב המקרים, חומר שלא ניתן לפרסמו בו-זמנית לדיון יפורסם במועד מאוחר יותר.

שמביא את ההצלחה לידי הצלחה גדולה עוד יותר, ומעניק כישלון במהירות רבה יותר. השקיפות מספקת אפוא תמריצים חשובים לביצועים משופרים.

IV. סוגיות שמעבר למדיניות המוניטרית

בנוסף לנושאים הקשורים למדיניות המוניטרית, ישנן מספר סוגיות הקשורות להיבטים נוספים של תפקיד נגיד הבנק.

8. יועץ כלכלי לממשלה

על-פי חוק בנק ישראל מ-1954, הנגיד הוא היועץ הכלכלי לממשלה. בעבר התעוררו מחלוקות ציבוריות רבות בין הבנק למשרד האוצר. מתחים כאלה מתרחשים מעת לעת במדינות אחרות, והדבר מובן לאור העובדה ששני מוסדות אלו נושאים יחד באחריות למדיניות המקרו-כלכלית. אולם בארץ, מתחים אלה, שהוחרפו על ידי עוצמות הוויכוח הציבורי בישראל – הגיעו לעתים לרמות גבוהות.

נגידים במדינות מתקדמות עשויים להשמיע את הערותיהם על מדיניות הממשלה – במיוחד לגבי המדיניות הפיסקלית – אולם על פי רוב, נגיד הבנק המרכזי אינו ממונה רשמית לתפקיד של יועץ כלכלי לממשלה באותן מדינות. תפקיד זה נדיר פחות לנגידים בכלכלות המתעוררות ובמדינות מתפתחות. בישראל, תפקיד היועץ נגזר כנראה משני מקורות עיקריים: כוחה של מחלקת

המחקר בבנק ישראל כמוסד המחקר הראשי לכלכלה יישומית במדינה; והצורך לאזן את כוחו של משרד האוצר בקביעת המדיניות הכלכלית.

תפקידו של יועץ הוא תפקיד קשה, ואינני סבור שסיכויי להצליח טובים אם הוא מתמקד על פרסום עצותיו ברבים, דרך התקשורת. לכן, בחרתי בדרך כלל לתת את עצותיי תחילה על ידי שיחות עם קובעי המדיניות הרלוונטיים בממשלה, ולאחר מכן על ידי מיקוד התגובות הציבוריות על מספר קטן של סוגיות חשובות, ובהן חשיבות השמירה על מסגרת פיסקלית חזקה והקטנת יחס החוב לתמ"ג בישראל, בעיית העוני, החשיבות של המשך הרפורמות המבניות, והתמיכה בגלובליזציה. לעתים, כאשר עצתי אינה מתקבלת, אני משמיע אותה באופן פומבי.

בעקבות אסטרטגיה זו הועלו חששות בעיתונות שהציבור אינו מודע כראוי בנושאים אלה. רק ימים יגידו אם גישה זו תצלח את מבחן הזמן. מובן שהיא הולמת יותר כאשר לדעת היועץ, הממשלה נוקטת בגישה נכונה באופן כללי כלפי המדיניות הכלכלית.

9. הפיקוח על הבנקים

בשנה האחרונה זכיתי לחוות את 'צד ההיצע' של הפיקוח על הבנקים. הפיקוח מחייב מגוון של כישרונות שאינם קשורים ליכולת לנהל מדיניות מוניטרית. ובפרט, מבחני הנאותות ("fit and proper") לבעלי התפקידים מעניינים, אך

קשים, מאחר שבסופו של דבר יש לבסס את ההחלטות על מידע שאיננו שלם. מכיוון שהבנקאות המודרנית היא עניין מורכב, הגישה הכללית לפיקוח עומדת להשתנות, וזאת לאור הנהגת הסכם באזל II באופן גלובלי – ואיטי – בקרב הבנקים המתקדמים יותר. הגישה המתקדמת של באזל II מקבלת שהמפקח על הבנקים צריך לפקח על מערכות ניהול הסיכונים של הבנקים, ולא לנסות ולהטיל עליהם ליישם את שיטות שקלול הסיכונים של גופי הפיקוח. הדבר יחייב את הפיקוח על הבנקים להפעיל כישורים שונים ומתוחכמים יותר, ויהפוך את משימת הפיקוח למורכבת יותר במידה משמעותית. נראה כי יישום הגישה המתקדמת של באזל II בעולם יתחיל בין 2008 ל-2010.

המגמה כיום היא להוציא את הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי ולרכז את הפיקוח הפיננסי בידיה של גוף מסוים, בדוגמת 'הרשות לשירותים פיננסיים' באנגליה. מהלך זה גם יעזור לקבוע סטנדרטים אחידים למגוון של מוסדות פיננסיים שמבצעים פעולות דומות. במקרה הישראלי, ועדת בכר המליצה לשקול מחדש את מבנה הפיקוח בשנים שלאחר יישום הרפורמות בשוק ההון, על מנת להוציא מידי הבנקים את הקרנות השונות שהיו בשליטתם. מאחר שהרפורמות יושמו, הצורך ביתר אחידות ברור עוד יותר כיום בשל המעבר של חברות ביטוח וקרנות פנסיה למתן אשראי לחברות.

בוויכוח על פיקוח מאוחד מחוץ לבנק המרכזי לעומת שמירת פונקציית הפיקוח בתוך הבנק המרכזי, מרבית הבנקים המרכזיים להדגיש את הצורך בכך שהבנק המרכזי, כמלווה של המוצא האחרון, יידע היטב מהו מצבם של כל אחד מהבנקים ומהו מצבה של המערכת הבנקאית (והמערכת הפיננסית בכלל), וטוענים כי הדרך הטובה ביותר לעשות זאת היא להשאיר את הפיקוח במסגרת הבנק המרכזי. יהיה אשר יהיה המבנה הסופי של הפיקוח בישראל, בכל מקרה חשוב לנקוט צעדים שיתנו עצמאות רבה יותר לפיקוח על חברות הביטוח, על קרנות הפנסיה ועל קופות הגמל.

בנוסף, הכרחי שיתקיימו לכידות ושיתוף פעולה טובים יותר בין גופי הפיקוח. למטרה זו, ארבעת גופי הפיקוח הראשיים בישראל – הפיקוח על הבנקים, הפיקוח על הביטוח ושוק ההון, הרשות לניירות ערך והרשות להגבלים עסקיים – פועלים בימים אלה על מזכר הבנות שיגדיר את אופן שיתוף הפעולה ביניהם.

הסוגיות הפיקוחיות הן בעלות חשיבות קריטית ליציבות המשק ברמת המקרו. עלינו להתמודד עם סוגיות אלו ולנתח אותן בקפידה כדי להביא לייעול מרבי של הרגולציה במגזר הפיננסי. זאת, לא רק למען יציבות המערכת הפיננסית, אלא גם לשיפור יעילותה ולמודרניזציה המתמשכת שלה.

10. הרהורים על המשק הישראלי

לאורך השנה האחרונה התרשמתי מביצועיו של המשק הישראלי, לא פחות מכושר ההתאוששות שלו מאשר מהצמיחה הגבוהה שהצטרפה לשיעורי האינפלציה הנמוכים. כושר ההתאוששות של המשק התבטא ביציבותם של השווקים ושל שער החליפין במהלך השנה האחרונה, למרות שורה של זעזועים לא מבוטלים – התפטרותו באוגוסט 2005 של שר האוצר נתניהו, מי שנתפס כאדריכל המדיניות הכלכלית שהוציאה את ישראל מן המיתון של 2001-2003 בהצלחה יתרה; נפילתו למשכב של ראש הממשלה שרון בינואר 2006 והשלכותיה; בחירת תנועת החמאס להנהגת הרשות הפלסטינאית באותו החודש; והבחירות בישראל במארכ 2006.

ההתאוששות המרשימה הזאת נגזרת במידה רבה מתחושת הביטחון כלפי המסגרת הכלכלית הישראלית, המקבלת את ראיית הגלובליזציה וההשתלבות המתמשכת בכלכלה הגלובלית כמפתח לצמיחתו של משק קטן. בצד המאקרו, ראינו שילוב של אחריות פיסקלית עם גישת יעדי אינפלציה במדיניות המוניטרית; ובצד המיקרו, קיימת גישה של קבלה – ברמה הכללית – כלפי מדיניות ידידותית לשוק.

למרות כל אלה, ישנם כוחות חזקים שדוחפים לכיוונים אחרים. מקורם, במיוחד, במבנה הקואליציה של ממשלות ישראל, שהשאלה המרכזית בהן היא אילו תיקים יוענקו לכל מפלגה. שרי הממשלה נוטים, כבכל מקום אחר,

למדוד את הצלחת משרדם על פי גודל תקציבו, אך במקרה הישראלי, אין הם כפופים למשמעת סיעתית. זאת הסיבה לכך שהאוצר, אשר במשך שנים בנה מסגרת שליטה אדירה על תקציבים הנתפסים כמופרזים בעיני יתר המשרדים, חייב לרכז בידיו עוצמה כה רבה כדי לשמור על משמעת פיסקלית.

בנוסף, מצב העוני בארץ הלך והחמיר בחמש השנים האחרונות, מה שהוביל ללחצים להגדיל את הוצאות הרווחה. חלק מן הלחצים הללו מוצדקים, אך לא כולם. והנטייה הפוליטית לחשוב רק על ההוצאות שצריך להגדיל, ולא על שינוי סדרי העדיפויות, מציבה אתגר מתמשך לשמירה על המשמעת הפיסקלית.

בהתבוננות לאחור על קורות המשק הישראלי, אני נדהם מן החשיבות של פתיחת חשבון ההון של מאזן התשלומים, שהתנהלה לאורך שנות התשעים ובתחילת העשור הנוכחי. בעבר, סברתי שליברליזציה בחשבון ההון היא עניין טכני. היום אני יודע שהיא חשובה הרבה יותר מכך – פתיחת חשבון ההון לשני הכיוונים שינתה את השקפת העולם של רוב משתתפי המשק. חברות וצרכנים בישראל נהגו לחשוב באופן מקומי, ואילו היום הם רגילים לחשיבה גלובלית. השווקים שלהם גלובליים, מקורות המימון שלהם גלובליים, מקורות הידע שלהם גלובליים – אם כי בנקודה אחרונה זו, יש לציין שישראל

הבינה תמיד את הצורך בחשיבה גלובלית. היה זה שינוי, כמעט באופן מוחלט, לטובה.²⁴

11. הרהורים על ניהול הבנק המרכזי

לפני שקיבלתי על עצמי את תפקיד הנגיד, סברתי שמימתו העיקרית של הנגיד היא לכוון את המדיניות המוניטרית ואת מטלות המדיניות האחרות של הבנק המרכזי, דהיינו, הפיקוח על הבנקים וייעוץ כלכלי לממשלה. עודני סבור כך.

אולם בפועל, רוב זמני במהלך השנה הראשונה הוקדש לסוגיות אחרות: הבולטות שבהן היו הניסיון ליישב את סכסוך השכר הנושן בין מול ועד העובדים ומול משרד האוצר האוצר, רה-ארגון של הבנק המרכזי, עבודה על העברת חוק בנק ישראל החדש. רובם מורשת של סכסוכי עבודה וסכסוכים אחרים מתקופות קודמות.

עם זאת, נפל בחלקי גם המזל לרשת בנק מרכזי עם צוות מנוסה ומקצועי לעילא בתחומי העיסוק והאחריות העיקריים של הבנק. התהליך הממוסד לקבלת החלטת הריבית מדי חודש פועל היטב, וכך גם חברי הצוות המעורבים בו. בשלב מוקדם בכהונתי, למדתי מהם את אחד הלקחים החשובים בקביעת מדיניות. כאשר אמרתי שנוכל להמתין לחודש הבא

²⁴ אך לא באופן מוחלט, בשל היקפה הגדול של תופעת העובדים הזרים בארץ – סוגיה שיצרה בעיות חריפות של מדיניות.

ולשנות את הריבית מכיוון שהמצב יתבהר עד אז, אמר לי המשנה לנגיד, מאיר סוקולר, כי "המצב לעולם אינו מתבהר בחודש הבא" – והוא יכול היה להוסיף, "המצב עודנו חסר בהירות, אך בדרך אחרת". ראייה זו לא תמיד נכונה – שהרי לעתים הדבר הנכון הוא להמתין – אבל היא מהווה אזהרה חשובה לגבי הסכנות הטמונות בפיגור אחר העקומה.

למדתי גם על היתרונות שמציעה החברות במוסדות פיננסיים בינלאומיים, בפרט קרן המטבע הבינלאומית (IMF) והבנק לסילוקין בינלאומיים (BIS) – ובקרב, כך אני מקווה, ה-OECD. אלה המקומות שבהם נמצאים לקחי הניסיון הבינלאומי ושם ניתן ללמוד אותם, ואלה המקומות שבהם מפתחים ומעדכנים את התקנים הבינלאומיים. היכולת להיות חלק מהמוסדות הללו היא עזרה גדולה לכלכלה קטנה, השואפת לחזק את מוסדותיה ומדיניותה. אנו בבנק ישראל, לדוגמה, הפקנו תועלת רבה מביקור משלחת בכירה של קרן המטבע הבינלאומית, שבחנה את מערכת הפיקוח על הבנקים בארץ, ואנו נעזרים מאוד באינטראקציה השוטפת עם הבנק לסילוקין בינלאומיים ועם עמיתים בבנקים מרכזיים אחרים כדי לכוון את הנוסח של חוק בנק ישראל החדש.

וכמובן, נתמזל מזלי שנכנסתי לתפקיד בתקופה שבה הכלכלה מצויה בתהליך של צמיחה מהירה, התאוששות המשק בתהליכים מתקדמים, האינפלציה

נמוכה, קיים עודף בחשבון השוטף והמטבע יציב. אם מישהו עומד להתמנות
לנגיד, טוב יעשה אם יתחיל את כהונתו בנסיבות כאלה.