

חלק א - העקרונות

בנק ישראל
המחלקה המוניטרית

המדיניות המוניטרית בישראל

בעידן ייעדי אינפלציה

עקרונות ו이ישום

ויצמן נגר

יוני 2001

(C)

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיצין את המקור.

הפקה: יחידת ההוצאה לאור בבנק ישראל
מס' קטלוגי: 3115101008/4
הדפסה: אור וצלב בע"מ
איורים: זאב

הדעות המובאות בחוברת זו אינן משקפות בהכרח בכל פרט את עמדות בנק ישראל.

תוכן העניינים

5	פתח דבר
 חלק א: הukrownot	
9	1. מבוא
12	2. המדיניות המאקרו-כלכליות ותחומי טיפולה
12	א. המדיניות התקציבית (הפיסקלית)
13	ב. המדיניות המוניטרית
14	ג. משטר שער החליפין
16	3. הבנק המרכזי ויתרונו בניהול המדיניות המוניטרית
17	4. האינפלציה והמדיניות הכלכלית
17	א. נזקי האינפלציה
21	ב. מחיר הדיסאינפלציה
22	ג. המדיניות להורדת האינפלציה
24	ד. יודי אינפלציה בעולם
24	ה. יודי האינפלציה בישראל
25	5. החשיבות של עצמאות הבנק המרכזי
27	6. המדיניות המוניטרית ומדיניות שער החליפין
30	7. המדיניות הפיסקלית
32	נספח א: משטר שער החליפין בישראל ממוצע שנות השמונים
32	1. שער החליפין קבוע
33	2. משטר רצועה אופקית
34	3. משטר רצועה אלכסונית
36	נספח ב: יעדים מאקרו-כלכליים שקבעה הממשלה בשנים 1999-1997 ולשנת 2001 ואילך

חלק ב: התכנון והניהול

1. מבוא	41
2. אופק התכנון המוניטרי	42
א. התכנון השנתי	42
ב. התכנון החודשי	43
ג. הדין השבועי	43
ד. התכנון יומי	44
תיבה 1: המקורות לשינוי בסיס הכספי	44
3. מגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית	45
תיבה 2: אינדיקטורים ויעדי ביניים	47
4. האינדיקטורים המשמשים בעיצוב המדיניות המוניטרית	48
א. סביבת האינפלציה	48
ב. מצרכים מוניטריים	51
ג. הריבית הריאלית הצפואה על מקורות הבנק המרכזי	53
ד. אינפלציה של מחירי נכסים	54
ה. עקומת התשואה באיגרות החוב הצמודות ולהלא-צמודות	56
ו. התפתחויות במאזן התשלומים: הגירעון המסחרי, יבוא ההון ושער החליפין	58
ז. המדיניות הפיסקלית	59
ביבליוגרפיה	62

פתח דבר*

מטרת החוברת היא לתאר את עקרונותיה של המדיניות המוניטרית שבנק ישראל נוקט בעידן יודי האינפלציה - מ-1992- ואילך - ובכך להגדיל את שיקופתה. זאת, בין השאר, רקע והסביר לפרסומי בנק ישראל העוסקים במדיניות המוניטרית.

הואיל ובמשך תהליך הדיסאינפלציה התרחשו במשך שינויים כלכליים לא מעטים - במדיניות המוניטרית, במדיניות הפיסקלית, במידה הפתיחה לתנועות בינלאומיות, בשטר שער החליפין ועוד - חריגנו לא אחת מן התקופה האמורה, לפעם עד תכנית הייצוב של 1985, כדי הסביר את ההתרחשויות שקדמו לתהליך הדיסאינפלציה.

הSHIPOT של המדיניות המוניטרית חשובה לממשל הכלכלי ההחלטה בתחום המדיניות הכלכלית וגם בתחום אחרים. חשוב שהמדיניות תובן גם לציבור הרחב, משום שהיא משפיעה על ציפיותו ועל החלטתו. ככל שגדלה השיקופות של המדיניות, גדלות אמינותה והשפעתה על ציפיות הציבור, וכך – על הסיכויים להשגת יעדים האינפלציה. בעידן הגלובליזציה נודעת להגברת שיקופתה של המדיניות המוניטרית חשיבות מיוחדת, שכן היא תורמת לשיפור המוניטין של ישראל בשוקים הפיננסיים הבינלאומיים, המגליים עניין הולך וגובר במשך הישראלי. הגברת השיקופות באה לידי ביתוי גם בדוחות האינפלציה, המוגשים למשלה ולציבור פעמיים בשנה.

בחוברת שני חלקים. חלקה הראשון עוסק בתפקידה של המדיניות המוניטרית במסגרת המדיניות הכלכלית ובפילוסופיה של מדיניות זו. אנו מנסים להשיב על שאלות רבות, למשל: מהן מטרות המדיניות הכלכלית, ומה תפקיד המדיניות הפיסקלית והמדיניות המוניטרית בהשגתן? מהם נזקי האינפלציה? מה החשיבות של קביעת יעדים לאינפלציה? כיצד יציבות מחירים מעודדת צמיחה? מהי ההשפעה של המדיניות הכלכלית בארץ על יחסינו הכלכליים עם העולם? מה הקשר בין מדיניות שער החליפין לבין המדיניות המוניטרית? מהו מחיר הדיסאינפלציה?

החלק השני עוסק בדרך ישומה של המדיניות המוניטרית - במשמעותם הכלכליים של פיהם קבוע בנק ישראל את הריבית בכל חדש, בתהליך קבלת החלטות על הריבית ובאספектים נוספים של המדיניות המוניטרית וניהולה.

החוורת מיועדת לציבור הרחב, לא רק לכלכלנים, ומכאן נתחייב הסבר של מושגים כלכליים שונים. כן הכתיבה מטרה זו נשיאה בעיקר "ביבס הרשמי" וכינסה פרחות לככיבים ולבבילים צדדיים; לעיתים אף נקוטה הצגת דברים המתעלמות, לשם הפשטות והבהירות, מסווגות "פינתיות". יחד עם זאת לא ויתרנו על התמודדות עם מצבים מיוחדים שעלו על סדר היום בתהליכי הדיסאינפלציה.

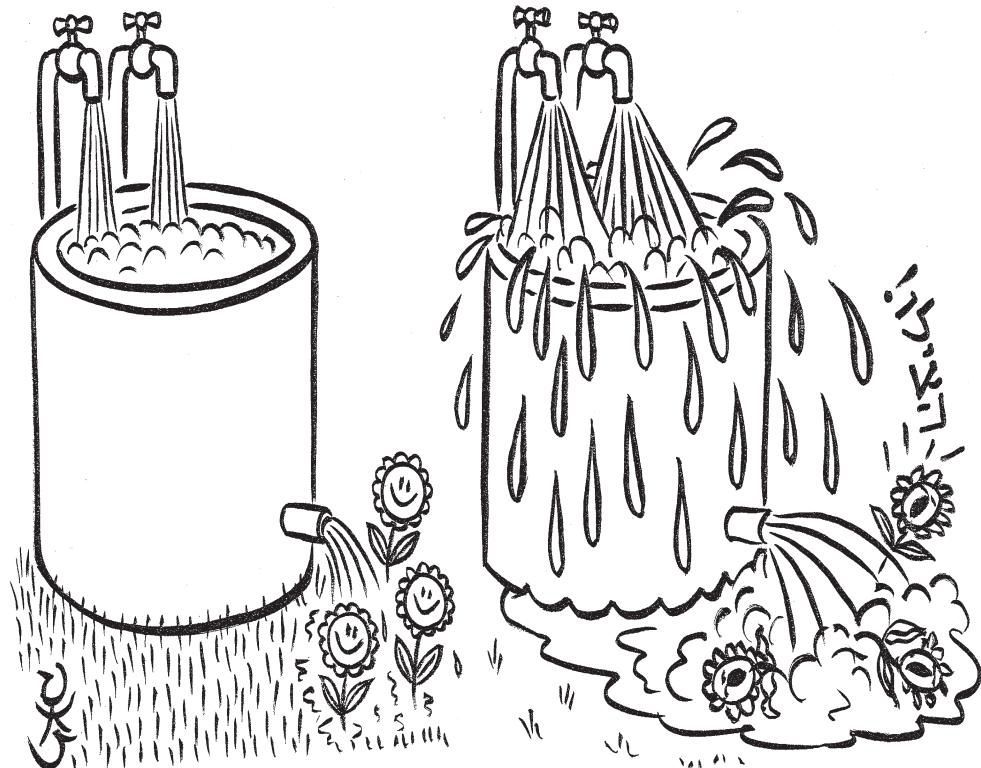
עבודות מסווג זה נכתבו גם במדינות אחרות, כגון ארה"ב, אנגליה, גרמניה, שוודיה, בלגיה וניו-זילנד, ואחדות מהן מופיעות ברשימה הביבליוגרפית.

* אני מודה לדוד קלין על העורתו החשובה; לעקיבא אופנברג על תרומתו בהערות ובעצות; לחבריי במחלקה המוניטרית ולקרנית פלוג מחלקת המחקר על העורותיהם; לרותי זקוביץ על הערכה.

חלק א: העקרונות

1. מבוא

נסעה להמחיש את עקרונות פועלתה של המדיניות הכלכלית באמצעות דוגמה: נשווה בדמיונו בריכה, שני צינורות מזרמים אליה מים, וצינור היוצא ממנה משקה גן פרחים המקיים אותה. הפרחים דורשים השקיה שוטפת; הן השקיות חסר והן השקיות יתר משבות את גידולם. לכן יש להחזיק את הבריכה מלאה, אך לשמור שהיא לא תעלה על גודלה. מילוי יתר שלה יגרום להצפת הגן ולריקבון הפרחים, ומילוי חסר יביא لكمילתם. לפיכך, מהרגע שהבריכה מתמלאת בפעם הראשונה המכotta המוזרמת דרך מערכת הצינורות אסור שתעללה על המכotta הדרושה לפרחים; הזרמת יתר בצינור אחד טעונה קייזו בצינור الآخر. מה קורה אם אחד הברזים השולטים על הצינורות של כניסה המים מתקלקל? כדי למנוע הצפה של הגן (ובזבוז מים) אפשר לבנות בריכה זמנית, מחוברת לבריכה העיקרית, כדי שתקלולות את עופדי המים. פתרון כזה מתאים רק אם הבroz המוקולק מותוקן בהקדם, וניתן לחזור ולשלוט במכotta המוזרמת לבריכה; אחרת נזדקק לבריכה זמנית נוספת, וכך נמצא את עצמנו מוצאים עוד ועוד משאבים על בניית בריכות זמניות. הבריכות הזמניות, שתושבי האזור רואים אותן, הם התוצאה של הבעה, בעוד שהסיבה נעלמת מעיניהם. הפתרון צריך להתרכז בסיבת, כלומר בתיקון הברז.



המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יודי אינפלצייה

ועתהلنמשל: תפוקה אופטימלית של פרחים בגין היא יכולת הייצור של המשק, והיא תלולה בכמות המים הנכונה: בהשקייה רבה מדי או מעטת מדי תהיה תפוקת הפרחים קטנה יותר. שני הצינורות, עם הברזים המוסתים את זרימת המים לבריכה, מייצגים את המדיניות המוניטרית ואת המדיניות הפיסקלית. פтиחת יתרה אחד מייצגת את גובה הריבית, ושל الآخر - את גודל הגירעון התקציבי. הבריכות הזמןיות - של הברזים מייצגת ריבית נמוכה מדי וגירעון תקציבי גדול מדי. הבריכות הזמןיות - אינפלציה, גירעוןamazon התשלומים ופיחות אין עוד מקום לבריכות זמןיות נוספות, אך ברור שאין בכוחן למנוע אותה אם הזרמת היתר בצינורות תימשך. כאשר אין עוד מקום לבריכות זמןיות נוספות, מצפים המים את האזרור כולם, ונוצרת ביצה טובענית - אינפלציה דוחרת וחוב חיצוני וণימי ענק, דהיינו משבר כלכלי.

המציאות הכלכלית היא, כאמור, מורכבת הרבה יותר: פтиחה של ברז אינה מזרימה רק בצינור הראשי, אלא במערכת סבוכה של צינורות. לפיכך, עד שהמים מגיעים לבריכה עובר זמן רב, ובמערכות מצטברת כמות גדולה של מים - אולם הנזק מתגלה רק מאוחר יותר, ולפעמים קשה להבחין מה גרם לו. (מערכות הצינורות המורכבות מתוארכות בחלק ב של חוברת זו).

במצב של אינפלציה גבוהה, שבו המחרירים משתנים לעתים קרובות, ואפילו מדי יום ביום, נהוג הציבור להצמיד את הסכוימים בחוזים ואת המחרירים למطبع זר יציב, שכן המطبع המקומי מאבד מערכו בכל יום. מצב זהה שרד בישראל לפני תכנית הייזוב של 1985. התכנית קיבעה את שער החליפין (ברמה של שקל וחצי לדולר), וכן ייצבה את מחיריהם של המוצרים והשירותים במשק; ובז'argon הכלכלי: שער החליפין שימש "עוגן נומינלי" למחקרים. רכיבים עיקריים בתכנית הייזוב היו ריסון תקציבי, פיקוח על המחרירים והקפתה שכר. אלה טיפלו בצינור הראשי, ותפקידם היה למנוע הזרמה של עודפי מים לבריכה. תפקיד המדיניות המוניטרית בתכנית זו היה לשמור על שער החליפין ברמה שנקבעה, באמצעות הריבית: זו הועלתה כשהנוצרו לחצים לפיחות והורדה שלחצים אלו שככו. ובלשון המשל שלנו: המדיניות המוניטרית בנתה בריכות זמןיות כדי למנוע הצפה, ודאגה להרקטן לתוך הבריכה הראשית כשהמים בה היו מותחת למפלס המתאים.

בשנת 1992 חל במדיניות המוניטרית שינוי, שעם הזמן התבגר כינוי מהותי - הצבת יעדים לאינפלציה: תפקידה של המדיניות המוניטרית ממשטר יודי אינפלציה הוא להשיג את היעדים במקום לייצב את שער החליפין; ובמשל שלנו - לשלוט על הצינור המזרים מים לבריכה, ככלمر על כמות הכספי שבידי ה;zbor, במקומות בריכות זמןיות לניקוז עודפי המים מהבריכה הראשית, ככלומר לטפל בסיבות ההצפה במקומות לעכב את תוכאותיה.

מה הביא לשינוי? באינפלציה ששרה מאז תכנית הייזוב - 15-20 אחוזים לשנה - אי אפשר היה לשמור על שער החליפין קבוע לאורץ זמן, בלי לדלל את יתרות מطبع

חלק א - העקרונות

החווץ, שכן הדבר הביא לגליל רכישות של מטבח חוות, מתוך ציפייה לשינוי קרוב בשער החליפין. מצב זה גרם לשיבוש המדיניות הכלכלית והתכוון הכלכלי של הפרטימוס והפירמות במשק. בסוף 1991 היה גל רכישות, וכך למתן אותו הועלה הריבית בשיעורים גבוהים. עם שוק הגל הוכב יעד לאינפלציה, חידוש שהווצג כחלק משינוי משטר שער החליפין: רצאות הנזוד האופקית של שער החליפין הוחלפה ברצעה אלטונית כדי שהיא תוכל לבטא התאמאה שוטפת של השער ותמתן התקפות ספקולטיביות: שיפור האלבසון נקבע כפער שבין האינפלציה בארץ לאינפלציה בחו"ל; לשם כך היה צורך לקבוע מהו שיעור האינפלציה בארץ, ושיעור זה הוגדר כיעד האינפלציה.¹

חשוב להזכיר כי אף שיעד האינפלציה נכנס "בדלת האחוריית", וחשיבותו לא הורישה בתחילת, הרי שעם הזמן, כאשר נוצרה סתירה בין שמירה על רצעת האלבסון לבין השגת יעד האינפלציה, הובן השינוי המהותי במדיניות המוניטרית: יעד האינפלציה היה למורה הדרך של המדיניות והריבית, ואילו הריבית הייתה לאמצעי להשגת יעד האינפלציה במישרין, בעוד ששלערך החליפין מאפשרים לתניעיד; שינוי בשער החליפין,zelfעצמו, אינו סיבה לשינוי בריבית, אלא אם כן שינוי זה מרחיק אותנו מהשגת יעד האינפלציה שקבעה הממשלה.

תפקיד הבנק המרכזי להציג יציבות מחירים נהור במדינות רבות. גישה זו אינה אומרת לצמיחה ותעסוקה מלאה אינה מעניינו של הבנק המרכזי; אדרבה, יציבות מחירים היא תנאי הכרחי (אך לא מספיק) לצמיחה מתמדת ולאבטלה מינימלית. המדיניות המוניטרית שולטת על כמות הכספי, וכך, באמצעות מספר צינורות, מסננת את הביקושים, ועומם – את ציפיות הציבור לאינפלציה. מדוע חשובות ציפיות הציבור? משום שהציבור מקבל את החלטותיו בהתאם לציפיותיו לגבי התפתחויות בעtid, וכן ציפיות אלה מתמשחות בסופה של דבר: (אם הציבור מאמין שמחירי המוצרים, הוא ימהר לקנותם כבר היום, וכך מחיריהם יעלו כבר היום). דרך להשגת יעדי המדיניות המוניטרית היא אפוא השפעה על ציפיות אלו. כך, למשל, במדינות בעלות מסורת אינפלציונית כגון ישראל, אם זעוזו חיצוני כגון עלייה של מחירי הנפט בעולם מעלה את רמת המוצרים, נוצר פוטנציאלי לעלייה באינפלציה, שישתקף בציפיות של הציבור להאצתה – אם המדיניות המוניטרית לא תפעל לרסן אותה; תגובה מוניטרית נחושה במרקם כללה תקנה למדינות אמינות, וכך תמנע את היוזרנות של הציבור ואת העלייה באינפלציה.²

¹ ראו סוקולד (1999); Bufman, Leiderman & Sokoler (1995).

² עליות מחירים חד-פעמיות מוגדרת כ"מכת מחיריים", ואני משפיעה על התהילה האינפלציוני אלא רק על האינפלציה הנגדית בשנה הקלנדרית השוטפת. המדיניות המוניטרית תפעל למניעת הפיכתו של זעוז זה לשינוי בתהילה האינפלציוני, ככלומר להמשיך עליותו לשיעור האינפלציה. ככל שיעד האינפלציה נקבע לטוויה ארוך יותר, סביר שיעצמת התגובה של המדיניות על מנת המוצרים תהיה חלשה יותר.

2. המדיניות המקרו-כלכליות ותחומי טיפולה

תחום המקרו-כלכלה עניינו בהתפתחותו ובהתנהוגתו של המשק בכללו: שיעור הצמיחה שלו, התעסוקה ומונעת אבטלה, האינפלציה, ההתפתחות שער החליפין, מאزن התשלומים, מחזורי העסקים ועוד. בעוד שתחומי המקרו-כלכלה עניינו בהתנהוגותה של היחידה הכלכלית - משק בית או פירמה – מנתח תחום המקרו-כלכלה את סך הפעולות של כל היחידות במשק: ההכנסה, הצריכה, החיסכון, ההשקעות, כמוות הכספי במשק, שיעורי הריבית, החוב הלאומי ועוד.

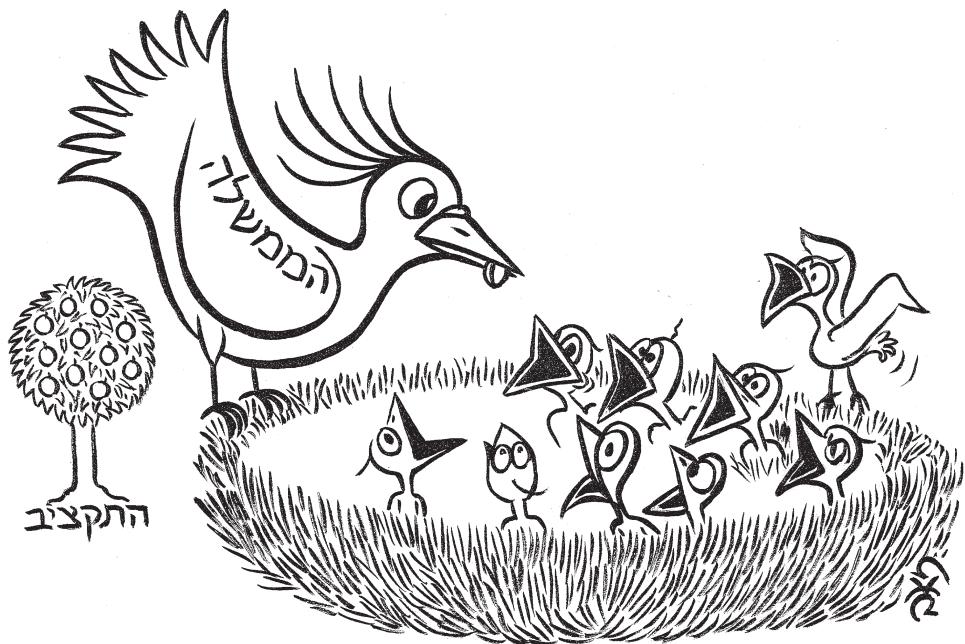
המטרה העיקרית של מדיניות מקרו-经济学家 היא צמיחה מתמדת בתוואי יציב ותעסוקה מלאה, משום לכך מושגים עלייה מתמשכת של רמת החיים והרווחה. המדיניות המקרו-כלכליות הננקטת משפיעה על החלטות של היחידות בתחום המקרו-כלכלה במשק, והתוצאה המctrברת של החלטותיהם מתבטאת בשניים המדיניות המקרו-כלכליות הננקטות – המתבטאת, בין השאר, בשיעורי המס שמשלמים הפרטים, בסובסידיות הניתנות לפירמות, בקצבאות (המכונות "תשולמי העברה") למשך הבית, במכסי היבוא ובשיעוריו המס על היבוא (השכרה הפרטית, פתיחותו וחשיפתו של המשק לעולם) – משפיעה על משתנים רבים: השכרה הפרטית, החיסכון הפרטני, ההשקעה הפרטנית, שער החליפין, כמוות הכספי במשק, שיעור הריבית לזמן קצר, שיעור הריבית לזמן ארוך (למשל על המשכנתאות), האינפלציה ועוד. כל אלה משפיעים על יעילותו של המשק, על הקצאת המקורות והשימושים בו, ומכאן – על הצמיחה והתעסוקה.

המדיניות הכלכלית הננקטת מחולקת בדרך כלל לשישה תחומי – המדיניות התקציבית, המדיניות המוניטרית ומשטר שער החליפין.

א. המדיניות התקציבית (הפיסקלית)

הממשלה מחליטה, על פי מערכת שיקולים כלכלית וחברתית, על שיעורי המס שישלמו פרטימ ופירמות מהכנסותיהם, ובמקביל לכך היא מקצת את מ庫rotein, שהמסים מהווים חלק עיקרי בהם, לצרכים השונים – החברתיים (למשל סובסידיות ותמיقات אחרות), הכלכליים (למשל השקעה בתשתיות הבסיסיים) וצריכים אחרים שבבסיסוקם יש לממשלה יתרון על פני הסקטור הפרטני (כגון ביטחון). הקצאת המקורות מתבטאת בתקציב השנתי של הממשלה, הטעון אישור של הכנסתה. כך מתבטאת, במשטר דמוקרטי, מערכת העדפות של הממשלה, ובעקיפין – רצון העם שבחור בה. لكن מקובל בעולם שהמדיניות הפיסקלית היא בטיפולה של הממשלה.

חלק א - העקרונות



ב. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית חותרת ליציבות מחירים, שהיא תנאי (הכרחי אך לא מספיק) לצמיחה מתמדת ולתעסוקה מלאה, באמצעות השפעתה על שיעורי הריבית לזמן קצר, על כמות הכספי במשק, ולעתים גם על שער החליפין.

יתרונו של בנק מרכזى בהפעלת המדיניות המוניטרית הוא (כפי שנראה בהמשך) יכולתו להשיג יציבות מחירים, וזאת על ידי ייצוב כמות הכספי בהתאם ליעד האינפלציה. ייצוב כמות הכספי במשק הוא גורם חשוב ביציבותה של הפעילות הכלכלית: מצד אחד יש לדאוג לIALIZED כמות מספקת של כסף לצרכים השוטפים של המשק, אך מצד השני - לדאוג שקצב הידול של כמות הכספי לאורך זמן לא יהיה מעבר לקצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק, כי משמעותו של דבר אינפלציה.³ המדיניות המוניטרית של בנק מרכזى עצמאית אין מרכיבת העדפות סקטוריאלית (בניגוד למדיניות הפיסקלית), והיא איחודת לכל יחידות המיקרו במשק.

³ קשר זה מבוטא גם בתיאוריה של כמות הכספי: כמות הכספי, M , כפול מהירות המחזור, V , שווה לתוצר הריאלי, Y , כפול רמת המחירים, P ($MV = PY$). אם נניח שמהירות המחזור, V , קבועה, אז שינוי בכמות הכספי משפיע על השינוי בתוצר הנומינלי, השווה ל- PY . אם אנו רוצחים לשמור על רמת מחירים קבועה, אז השינוי בכמות הכספי צריך להיות רק בהתאם לשינוי בתוצר הריאלי. שינוי של כמות הכספי מעבר לשינוי בתוצר הריאלי יביא בהכרח לשינויים במחירים ולשחיקת ערכו של המטבע המקומי.



ג. משטר שער החליפין

בקביעת משטר שער החליפין בארץ מיעורבים הן הממשלה והן הבנק המרכזי. משטר שער החליפין נקבע בידי הממשלה, בהתייעצות עם הנגיד.⁴ הניהול השוטף של שער המطبع בתוך גבולות הרצואה, המביטה את משטר שער החליפין, הוא בטיפולו של בנק ישראל. (על משטר שער החליפין בישראל ראו נספח א'). כפי שנראה בהמשך, מדיניות שער החליפין קשורה למדיניות המוניטרית ולמדיניות התקציבית. כך, למשל, ישנן מדיניות (כגון שוויץ) שהבוחנת המדיניות המוניטרית מבוצעת באמצעות קנייה ומכירה של מטבע חזק תמורת המطبع המקומי).

מלבד שלושת התחומים האלה, המזהים מסורתית עם מדיניות מקרו-כלכליות, נודעת חשיבות מקרו-כלכליות רבה למכלול גורמים מבניים במשק; אלה משפיעים על יעילות הייצור, על הצמיחה ועל התעסוקה בזמן האורך, וכן על המהירות והעוצמה של השפעת המדיניות הננקטת בתחום הכספי, המוניטרי ושער החליפין. עם גורמים אלה נמנים:

1. התשתיות של השוקים הפיננסיים המקומיים - ככל שמספרם של הגוף הכספיים ושל סוגי המכשירים הפיננסיים גדול יותר, השוקים הפיננסיים ייעילים יותר, ככלmor גדרה היעילות של זרימת ההון בין חוסכים למשקיעים, וגוברת יכולת

⁴ סעיף 41 לחוק בנק ישראל: "שער החליפין של המطبع - הממשלה תיוועץ בניגוד לפני כל החלטה הנוגעת לשער החליפין של המطبع".

חלק א - העקרונות

ההגנה מסיכוןים פיננסיים. גם למבנה המשס - למשל להתפלגותו בין מס על עבודה במס על הון וכן לפער מייסוי בין מכשירים פיננסיים שונים - יש השכלה על ייעילות ההקצאה של החיסכון וההשקעה במשק.

2. מידת הפתיות של המשק לעולם - זו מתבטאת בזרימה חופשית יותר של מוצרים והון בין הארץ לעולם, וכך שהיא גדולה יותר גדלה הייעילות.

3. מידת הפרטה - מפעלים שבבעלות פרטית יוצרים יותר ממפעלים שבבעלות ממשלתית. כן מביאה הפרטה להגדלת התחרויות במשק (להוציא מקרים של מונופוליים).

4. מידת הפיקוח על התקינות של המערכות הכלכליות והפיננסיות - כאשר בתחוםים מסוימים במשק אין תנאים מספקים, יכולם גופים פרטיים לנצל את כוחם המונופולי; כן יש חשיבות רבה לרשות ציבוריות המפקחות על תקינות⁵ של המערכות הכלכליות והפיננסיות. כך, למשל, הפיקוח על הבנקים דואג להגינותה של פעילות הבנקים מול הציבור וכן ליציבות המערכת הבנקאית; הרשות לנירות ערך דואגת לתקינותן של פעולות הנפקת המניות ואייגרות החוב של הסקטור הפרטי; אגף הביטוח ושוק ההון באוצר דואג גם לתקינות פעילותן של חברות הביטוח; הממונה על הגבלים עסקיים מטפל במניעת היוזחות של כוח מונופוליסטי בידי הסקטור הפרטי. ככל שהתקינות של פעולות כלכליות תהיה ברמה גבוהה יותר, כן תגבר ייעילותו של המשק ותגדל ההשפעה של המדיניות הננקטת על הצמיחה ועל התעסוקה.

5. רמת ההשכלה וההתמחות של העובדים במשק - ככל שהיא גבוהה יותר גדלה החדשנות והיצירתיות הטכנולוגית, ועמה הייעילות והפרון, התפתחות המגדילה את היתרון היחסי של המשק מול העולם.

6. התשתיות החוקית - קיומם של חוקים ובתי משפט לפסיקה במרקחה של חילוקי דעת בין הצדדים בעסקה ומערכת אכיפה ליישום החלטות בית המשפט מגדילה את הביטחון בקיומם של חזים כלכליים, וכן מגדילה את מספר העסקאות הכלכליות: במדיניות שבחן צד בחוזה יכול להתחמק بكلות מהתחייבויותיו יהיה מספר העסקאות הכלכליות קטן יותר, ובכך נפגעת הצמיחה.

מאז תכנית הייצוב בשנת 1985 קודמו בישראל רפורמות חשובות בתחוםים שתוארו לעיל: תהליכי דרגולציה בשוקים הפיננסיים המקומיים; חטיבת הסחר במוצרים בין הארץ לחו"ל; ליברליזציה של תנועות הון בינלאומיות; הפרטה של חברות ממשלתיות, שהגבירה את התחרות המקומית, למשל בתקורת. כן הוכנסו שינויים בתחום התקינות של פעולות כלכליות.

⁵ "תקינות" היא מושג כלכלי ומשפטי רחב, והוא מוגדרת בחקיקה של גופים המפקחים, כגון חוק הפיקוח על הבנקים וחוק הרשות לנירות ערך.

3. הבנק המרכזי ויתרונו בניהול המדיניות המוניטרית

מקובל בעולם כי המדיניות המוניטרית, שהיא המשפיעה על כמות הכסף במשק, נתונה לטיפולו של הבנק המרכזי. לבנק המרכזי יש מונופול ביצירת כסף מקומי פיסי (שטרות ומטבעות), בהיותו הגוף היחיד הרשמי לעשויות זאת על פי החוק⁶, ומהיותו למעשה "הבנקאי של הבנקים". שני אלו מאפשרים לו לשלוט על בסיס הכסף, וזהו מקור כוחו ויתרונו בניהול המדיניות המוניטרית. תנאי שליטה זו (באرض, כמו בעולם) הוא עצמאותו של הבנק בשימוש בכלים שברשותו. עצמאות זו מאפשרת לו לנטרל את הנטיה האינפלציונית המאפיינת ממשלה (כמפורט בפרק 5). היא מתבטאת, בין השאר, באפשרותה של הממשלה לאlez אותו לתת לה אשראי למימון הוצאותיה – תנאי המתקיים בארץ מאז תכנית הייצוב של 1985⁷. יכולתו של הבנק המרכזי לשולט על בסיס הכסף (המודgor כסק' המזומן במשק ופיקדונות הבנקים בבנק המרכזי) גדולה יותר ככל שמידת עצמאותו גדולה יותר.

יכולת הציבור לשלים על קניותו רחבה יותר מכמות הכסף המודפס, משום שהפיקדונות בבנקים יוצרים, דרך מערכת האשראי, אמצעי תשלום נוספים נוספים. המתבטאים בתשלומים בשקים ובכרטיס אשראי ("מנגנון המכונה 'מכפיל הפיקדונות'"). במדיניות רבות בעולם משפיעה המדיניות המוניטרית גם על מערכת זו: הבנקים מחויבים להפקיד בבנק המרכזי שיעור מסוים מפיקדונות הציבור שברשותם ("שיעור נזילות"): ככל שישורו הנזילות גבוהים יותר פוחתת כמות הכסף במשק.

שליטה על כמות הכסף פירושה הזרמת נזילות אל המשק כבסיס הכסף נמצא מתחת לרמה הרצiosa, וספגת נזילות מהשוק כבסיס הכסף נמצא מעל הרמה הרצiosa.

⁶ סעיף 28 (א) לחוק בנק ישראל: "שם אדם זולת הבנק לא יוציא ולא יפי שטרי כסף, שטרי בנק, מעתה, מסמך או כל דבר אחר, אשר הנגיד, לאחר התיעצות עם הוועדה, קבע כי הם עשויים להיות תחולף מטבע".

⁷ סעיף 45 לחוק בנק ישראל: "(א) הבנק לא יתן לממשלה הלוואה למימון הוצאותיה".

הגבלת האשראי מהבנק המרכזי לממשלה מבטאת את הגישה שמיון תקציב הממשלה חייב להישנות דרך הכנסות ריאליות כגון מסים, דיבידנדים מחברות שבבעלותה והפרטה. אם בכלל את התקציב גירעוני, ודרש מימון נוסף - על הממשלה לגייס מקורות ריאליים באמצעות מסים, או ללוות מהציבור המקומי (באמצעות הנפקת איגרות חוב) או מחוץ; מקרים אלה יש לחזור בעתיד בתוספת ריבית, והדבר מצמצם את התקציב בעתיד. אשראי מהבנק המרכזי הוא הדפסת כסף ולא מקור ריאלי.

במדיניות שבוחן ניתן אשראי מהבנק המרכזי בהיקפים גדולים נוצרה היפר-אינפלציה; כך היה בישראל עד לשנת 1985, בגרמניה לאחר מלחמת העולם הראשונה ובאזורים רבים באמריקה הלטינית; היפר-אינפלציה השתתרה גם בתחום המעבר של מדינות חבר העמים מכלכלה ריכוזית לכלכלה שוק, וזאת ממש שמדינות אלו התאפיינו באשראי רב מהבנק המרכזי לממשלה, בגליל היהות הבנק המרכזי נתן לשיטות הממשלה.

⁸ דוגמה לכך מנהלית היא תקורת אשראי מהבנק המרכזי למערכת הבנקאית (אפילו עד כדי קביעת מכסה כלל בנק) במחירים מסוימים. שיטה זו נהגה בישראל בסוף שנות השבעים ותחילת שנות השמונים. לעומת זאת, הזרמה וספירה באמצעות כל שוק משמען מותן אפשרות למערכת הבנקאית לקחת אשראי מהבנק המרכזי ללא הגבלה, אך ככל שהכמות קטנה עולה גם הריבית, וכך מגנו המcharts הוא הגורם להקצתה נכונה. פעלת בכלי שוק היא גם הקצתה בכמות מסוימת במכרז לכל המרצה במחיר- שיטה הנהוגה בישראל מאז המחלוקת השנייה של שנות השמונים.

חלק א - העקרונות

הדבר אפשרי בדרך מנהלית, או באמצעות כלי שוק⁸: התיאוריות הכלכליות וגם הניסיון בארץ ובעולם מראים כי הדרך הייעילה היא דרך כלי השוק, ככלומר מגנון המחיר: הביקוש למוצר פוחת כמחירו עולה, והכסף גם הוא מוצר המוחזק בידי הפרטים, שמחירו הוא הריבית. הורדת ריבית משמעותה הדפסת כסף (הרחבת מוניטרית) והרחבת כוח הקנייה של הציבור, ואילו העלאה הריבית משמעותה צמצום כמות הכספי במשק וצמצום כוח הקנייה. מכאן, שקביעת שיעורי הריבית על ידי הבנק המרכזי היא ביטוי שלשליטה על כמות הכספי.

4. האינפלציה והמדיניות הכלכלית

א. נקי האינפלציה

צמיחה בת קיימת ותעסוקה מלאה הן המטרות ארוכות הטווח החשובות של כל מדיניות מאקרו-כלכלי, והן מתבטאות בעלייה רמת החיים. השגנן של מטרות אלו מותנית בהגדלה של ההשקעות ומלאי ההון הפיסי, של ההון האנושי ושל הייעולות.

איןפלציה פוגעת בתמරיך להשקייע וביעילות, ובכך נפגעת הצמיחה. כיצד?

- * תהליך איןפלציוני מתבטא בשחיקת כוח הקנייה של הכספי ויוצר אי-ודאות לגבי ערך הכספי בעתיד. כתוצאה לכך הפרטים והיחידות הכלכליות משקיעים זמן ומשאבים אחרים בפעילויות פיננסית של התגוננות מפני השחיקה ואי-הוודאות - פעילות שאין בה תועלת ריאלית; היא מתבטאת בירידת הייעולות והפרינו, ומרחיקה את המשק מימיוט פוטנציאלי הייצור שלו. צורכי התגוננות משחיקת הכספי מביאים גם להתנפחות הפעולות הבנקאית, הבאה כמובן על חשבון הפעולות היצרניות ואינה תורמת לרווחה⁹.
- * אי-הוודאות לגבי ערך הכספי שיתקבל בעתיד פוגעת גם בצדאותן של השקעות, בהבואה לקיצור האופק שלתן ולעיוות בשיקוליצדאותן: בתהליך איןפלציוני רווחות השקעות שבמצב של יציבות אין כדיות - למשל צבירת מלאים, מעבר לנכסים פיסיים כגון נדלין ונכסים בני קיימת אחרים, וכן פרויקטים שתשואות הריאלית נਮוכה - ולעומתן נדחות השקעות שבמצב של יציבות מחקרים הן כדיות. כך מתעוותת הקצתה המקורות במשק, פוחתות ההשקעות הצדאות - ונפגעת הצמיחה. אי-הוודאות גם מנעה חוסכים ומשקיעים לדריש פרמיית סיכון, וכך זו מקטינה את ההשקעות במשק.

- * איןפורמציה נכון היא נתון חשוב בקבלת החלטות, למשל של צרכן וייצן. תהליך איןפלציוני משבש את האינפורמציה על המחרירים היחסיים של מוצריים שונים, משום שמחירי המוצריים השונים אינם בעלים בשיעורים זהים; כתוצאה לכך משתבשות

⁹ על תרומת האינפלציה לניפוי המערכת הבנקאית ראו מרום (1987).

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן עדי אינפלציה

- החלטות הכספי. גם היצרן מתקשה לבדוק אם המחיר היחסי של מוצריו השתנה בגלל האינפלציה - שאינה צריכה להשפיע על היקף הייצור שלו - או עקב שינוי בביטחון הכספי, דבר שאמור להניע אותו לשנות היקף זה. כך פוגע השיבוש באינפורמציה בהказאה עילית של המקורות, בתחרות, ולכн - בצמיחה.
- האינפלציה מגדילה את אי-השוויונות בהכנסות –
 - בגלל אפליה בנTEL המיסוי של רווחים אינפלציוניים, למשל בין מי שרכשו מלאים בזמן שווים ומוכרים אותם באותו הזמן, עקב רישום רווחים נומינליים שונים בגין פעולות זהות¹⁰;
 - כי ליחסות כלכליות גדולות יש יתרון על פני הקטנות במשאיים היקרים הנדרשים להtagוננות מהאינפלציה (ואף לעשיית רווחים ממנה) – כוח אדם, ידע ותחכום. בדומה לכך, יכולתם של דלי האמצעים לפצות את עצם על שחיקת כוח הקנייה של כספים קטנה מזו של בעלי האמצעים.
 - משום שלוים עשויים לצאת נשקרים מן התהילך האינפלציוני, על חשבון ציבור החוסכים.
 - המוכרים והמשווקים נדרשים לעדכו שוטף של מחירי המוצרים, פעילות הכרוכה בעליות, שאוطن מגללים המשווקים על הזרים, כך שהמחירים עולים עוד יותר. סימון מחירים על המדף במקום על כל מוצר ומוצר אמן מזיל עלויות אלו, אך



¹⁰ בתנאי אינפלציה נדרשת מערכת מסים צמודה כדי למנוע עיواتים בנTEL המס. מערכת זו את צורכת משאיים רבים, ובדרך כלל אינה מנטרלת את מלא העיوات הנוצרים בעיטה של האינפלציה.

חלק א - העקרונות

פוגע בתחרות, משום שהוא מנסה על הלקוח להשוות מחירים.

- * כיון שהמטבע המקומי נשחק, מחזיקים הפרטים מינימום כסף במזומנים ובחשבונות עו"ש שאינם נושאים ריבית, לצורך פעילות שוטפת, וכן נזקים לפעולות יתר בחשבוניותיהם (באמצעות טלפוןים וביקוריים רבים יותר בבנק או בכספומט), ככלمر לבזבוז משאבים על פעילות לא-ישראלית.

התגוננות מנזקי האינפלציה באמצעות הצמדת כל המערכת (השכר, איגרות החוב, האשראי, תכניות החיסכון ועוד), כמו בישראל ובברזיל, אמנם מאפשרת המשיך ולחירות בתנאי אינפלציה, אך היא מנציחה ואך מגדילה את האינפלציה ואת עיותיה, ובסופה של דבר מובילה למשבר, ובקבוצתו - לתקנית ייצוב כואבת דוגמת זו שהופעה בארץ בשנת 1985.¹¹

יציבות מחירים היא אפוא אחד התנאים הבסיסיים לצמיחה מתמדת: היא מגדילה את היעילות של הקצת המקורות הריאליים במשק, מעלה את הפריון (שכן יותר משאבים מופנים לייצור ולא להגנה מפני שחיקת הכספי), ומגדילה את השוויוניות בחלוקת ההכנסות. יציבות מחירים גם מקטינה את אי-הוואות הנומינלית, וכך פועלת להארכת אופק החלטות העסקיות ולעידוד השקעות הריאליות. אינפלציה נמוכה משפיעה גם על יציבות שער החליפין (כפי שמוסבר להלן בסעיף ה') ומגדילה את כושרו של המשק להתחרות בעולם. צמיחה מתמדת מותבطة ביצירת מקומות עבודה חדשים, וכן - בתעסוקה גבוהה. הניסיון בעולם, וכן מחקרים אמריקאים¹², מראים כי משקים הנהנים מיציבות מחירים צומחים מהר יותר מאשר משקים הולכים באינפלציה. דיאגרמה א'-4-1'A מראה כי רמת החיים במדינות בעלות שיעור אינפלציה גבוהה נמוכה מאשר במדינות בעלות שיעור אינפלציה נמוך.

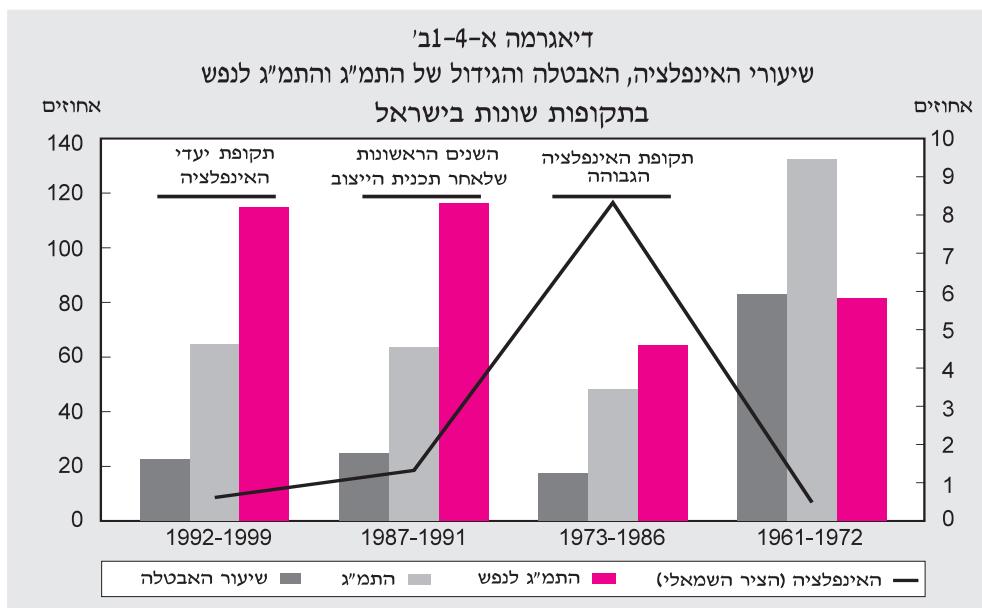
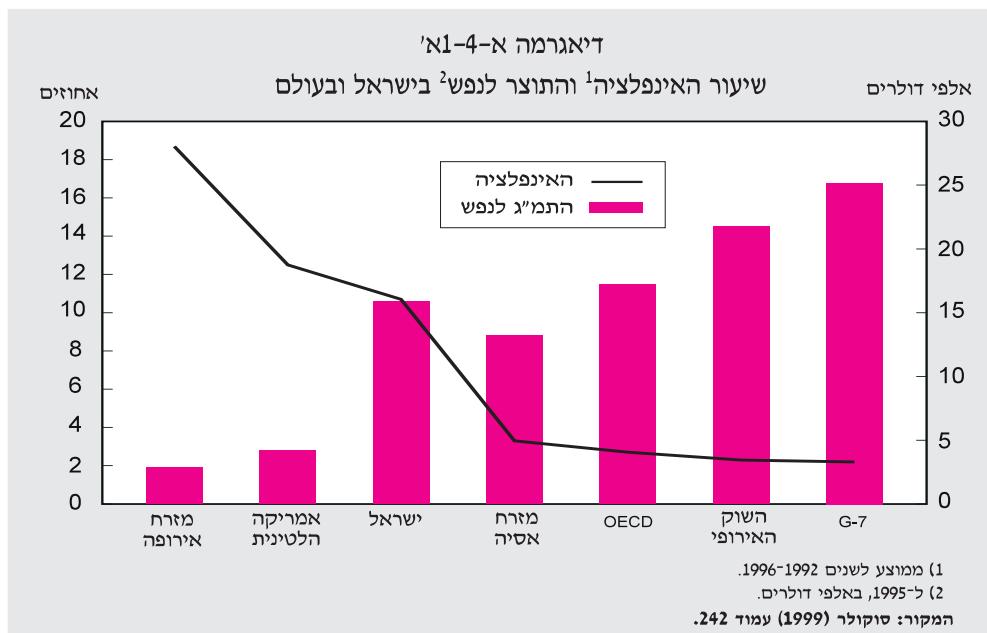
דיאגרמה א'-4-1'B מציגה את הקשר בין האינפלציה, התוצר והابتלה בישראל: בתקופת האינפלציה הגבוהה ירדו מאוד התמ"ג והתמי"ג לנפש, וכן ירד שיעור האבטלה. בשנים הראשונות שלאחר תכנית הייצוב גדלו התוצר והتوزר לנפש, אך זאת במחיר עלייה ניכרת באבטלה. בתקופת יודי האינפלציה, שבה ירדו שיעורייה לרמות מעורבות, עליה התמ"ג, אך שיעור האבטלה לא גדול - למורות גידול ניכר של האוכלוסייה, עקב גל העלייה.

חשוב להזכיר שיציבות מחירים היא אחד התנאים הבסיסיים לצמיחה מתמדת, אך אינה תנאי מספיק לכך; חשובים גם הגורמים המבנאים שנמנעו לעיל, וכן גמישותו של שוק העבודה. לכן, במדינות שונות שברורת יציבות מחירים לא יתקבלו בהכרח שיעוריים דומים של צמיחה מתמדת.

¹¹ תוצאות אלו התקבלו בין היתר במחקריהם של Fischer and Summers ,(1997) Fischer and Burton (1989).

¹² למשל, עבודה של בארו (1996), המושתת על נתוני 100 ארצות לתקופה 1960-1990. הוא מוצא כי עליה האינפלציה הממוצעת ב-10 נקודות אחוז לשנה מקטינה את קצב האידול של התמ"ג הריאלי לנפש ב-0.2 עד 0.3 נקודות אחוז לשנה ואת יחס ההשקעה לתמ"ג - ב-0.4 עד 0.6 נקודות אחוז מכאן ואילך.

המדדיניות המוניטרית בישראל עדין עדי אינפלציה



ב. מחיר הדיסאינפלציה

תיאור זה של נזקי האינפלציה מעלה את השאלה: אם פגיעה כה רעה, מדוע ממשלה אינן נוקטות עמדה אנטית אינפלציונית אקטיבית ומתמדת? הסיבה נעוצה במחיר של הורדת האינפלציה, ככלומר בקשר השלילי, בטוחה הקצר, בין האינפלציה לאבטלה, העולה מחקרים רבים (ומתוואר גרפית "בעקבות פיליפס"¹³); תחילה הדיסאינפלציה ברוך, בטוחה הקצר, בעליית האבטלה ובירידה של התוצר (שיעורה יחסית לירידת האינפלציה מוגדר כ"יחס ההקרבה" sacrifice ratio) – וזאת כתוצאה מתוגבות של

צדדי הביקוש וההיצע לצערי המדיניות הננקטים:

א. בצד הביקוש – תחילה הדיסאינפלציה דורש נקיות מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרשנת. המדיניות הפיסקלית פועלת לצמצום הגירושון התקציבי על ידי הפחתת הוצאות של הסktor הציבורי, והמדיניות המוניטרית פועלת לצמצום הביקושים של הסקטור הפרטני על ידי העלאת הריבית. צמצום הביקושים מביא לצמצום הייצור – בעיקר של המוצריים הבלטי-סחריים, אך גם של הסחרים, שכן נדרש זמן כדי למצוא שוקי יצוא שיחליפו צריכה מקומית.

ב. בצד ההיצע – העלאת הריבית מפחיתה את כדאיות ההשקעה, ולכך פירמות שסף רוחיוותן היה נמוך במצב הקודם נאלצות להפחית ואף להפסיק את הייצור – ובכך להגדיל את האבטלה. עם זאת, יש להציג כי אותן השקעות המופסקות לא היו כדאיות למשך מלכתחילה, בהיותן מאופיינות בייעילות ופרויון נוכחים; הן ביטאו את נזקי האינפלציה, כמוסבר בסעיף הקודם.

חשוב לציין כי אבטלה זו נובעת גם מגורמים מבניים, כגון קשייחוויות של שכר, בגל חווים ארוכי טוח וחווק שכר המינימום, וקשייחות של מחירים, בגל תחרותיות נמוכה. יתר גמישות בשכר הייתהאפשרת לצמצם את עלות הדיסאינפלציה במונחי אבטלה; יתר גמישות במחירים הייתהאפשרת ירידת מהירה יותר של האינפלציה, לעוצמת ריסון נתונה. כפי שנראה בהמשך, גמישיות אלו תלויות במשתנים נוספים, המשפיעים עליהם דרך קצב התאמתן של הציפיות האינפלציוניות – עצמאוות הבנק המרכזי, אמיןותה של המדיניות הכלכלית ואורך של אופק יעד האינפלציה: ככל שהם גבוהים יותר תהיה התאמת הציפיות מהירה יותר (פרנקל, 1999; וינלס 1999).

ג. כפי שהראינו לעיל, אינפלציה מתמשכת מייצרת פועלות רבות ועיסוקים שככל תפקדים למזער את נזקה. כך, למשל, בתנאי אינפלציה תזפקת המערכת הבנקאית, ובישראל אף הונגו דוחות שחובნאים מותאמים לאינפלציה, המיתרים בהיעדרה. כשהיאינפלציה יורדת, פועלות אלו נפסקות, דבר המגדיל את האבטלה.

¹³ ראו בהרחבה עבודות של זוסמן ולביא (1999). מחקרים מראה כי עקומת פיליפס במקורה של ישראל (כמו במקרים רבים אחרים) מתקיים בטוחה הקצר בלבד. בטוחה הארוך לא נמצא קשר כזה, ولكن לא ניתן לצמצם את האבטלה לאורך זמן על ידי העלאת האינפלציה.

ג. המדיניות להורדת האינפלציה

תהליך אינפלציוני הוא בסיסodo מצב שבו סך הביקושים במשק (של הסktor הצבורי ושל הסktor הפרט) גדול מסך המקורות העומדים לשרות המשק, ככלומר גודל מכולת הייצור שלו. מכאן שאינפלציה היא תוצאה של מדיניות כלכלית המשפיעה בעיקר על הצדדים הכלכליים של הביקוש וההיצע במשק, במקומות על הצדדים הריאליים. כך, מדיניות מוניטרית המגדילה את כמות הכספי שבידי הפרטים במשק מגדילה את כוח הקנייה, וכך מביאה לגידול הביקושים. אם סך הביקושים הוא מעבר ליכולת הייצור של המשק, אז "כספי רב מדי רצ'achi כמות קטנה מדי של מוצריהם" - דבר הגורם לעלייה מחיריים של המוצרים המקצועיים, לגידול היבוא ולגירעון במאزن התשלומיים. במשטר של שער החליפין קבוע תביא תופעה זו לדלול יתרות מטבע החוץ, ובמשטר של שער החליפין נייד היא תביא לעלייה שער החליפין. באופן דומה, מדיניות פיסקלית מרחיבה מדי, הגורמת לגירעון בתקציב, מרחיבה את הביקושים במשק, וכך יוצרת אף היא תופעות אלו.

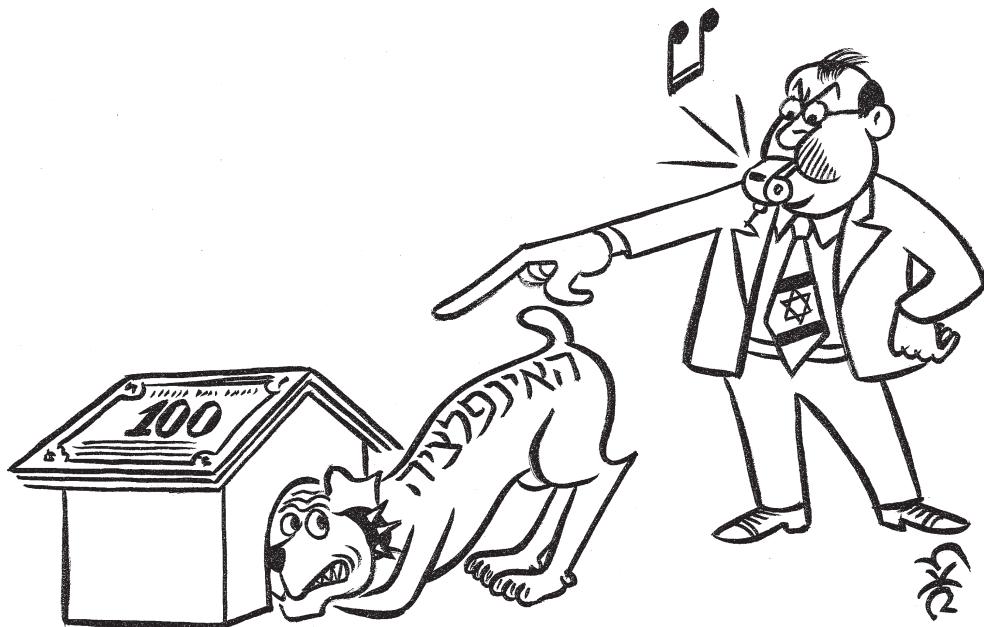
הצבתו של יעד אינפלציה סוללת את התוואי של המדיניות המוניטרית וממקצתה אותה, והמדיניות הפיסקלית, המתבטאת גם בגירעון התקציבי, צריכה עלולות בקנה אחד עם היעד שנקבע: חריגת מהיעד מצביעה אפוא על צורך בשינוי המדיניות. ההכרזה על היעד מוגבירה את שկיפותה של המדיניות הננקטת ואת מודעות הציבור והמשלה לחשיבות של שמירה על אינפלציה נמוכה, ובכך תרומה חשובה גם לאミニות של המדיניות המוניטרית ושל המדיניות הפיסקלית, המתבטאת בתקציב המדינה. בישראל, היה להצבת יעד האינפלציה, כאמור, תפקיד בקביעת השיפוע של רצעת שער החליפין במהלך שנות התשעים. הכרזה על יעד אינפלציה ונקודת צעדים להשגת מקטינים את אי-הוודאות, מעצבים את תוואי הציפיות האינפלציוניות סביב היעד, ואלה משפייעות על התנהגות היחידות הכלכליות במשק. ממצאים אמפיריים מראים, כי במדיניות שהבן מוצבים יעד אינפלציה קצב האינפלציה נמוך יותר מאשר לאחרות (Cukierman, 1997), אולם הדבר תלוי ביכולת המימוש של ההתחייבות ליעד, ככלומר באמינותו.

קביעת יעד האינפלציה והצדדים הננקטים להשגתו נתפסים בעולם כחשיבותם ביותר לצורך הערכתו ודרשו של המשק הישראלי ומשפיעים על החלטות ההשקעה של תושבי חוויל בארץ. החשיבות של מקורות המימון מחוויל מתבטאת הן בגידול ההשקעות חדשות במשק והן במימוש הפרטה של חברות ממשלתיות, המבאיים להגדלת היעילות והפרינו. כך תורמים מקורות אלו למימוש פוטנציאלי הצמיחה של המשק.

לקביעת יעד אינפלציה חשיבות מיוחדת בעידן הגלובלייזציה, שבו המשק נחשף לתנויות הון אליו וממנו. השוקים הפיננסיים מגיבים על תנאים כלכליים משתנים – הון על זעועים בעולם, והן על המדיניות הכלכלית המקומית ותוצאותיה – והחשיפה

חלק א - העקרונות

מגדילה את המהירות והעוצמה של תגובתם. עיידן הגלובלייזציה "בוחנים" השוקים הפיננסיים את המדיניות הכלכלית המקומית, ומהווים מערכת של "שכר ועונש" כלפי חוסנו הפיננסי של המשק ומידת עמידותו בפני זעוזעים עולמיים תלוייה אפוא במדיניות המדקרו-כלכליות הננקטות - המדיניות המוניטרית, המדיניות הפיסקלית ומשטר שער החליפין - וכן במידה החשיפה לסיכון של מזומנים פיננסיים, ובעיקר של המערכת הבנקאית (שהמטרה יציבותה היא מתפקido של המפקח על הבנקים). החתירה להשגת יעד האינפלציה מחייבת משמעת במדיניות המדקרו-כלכלית, ובכך תרומה מכורעת לאיכות הפיננסית של המשק. דוגמה בולטת לכך היא עמידותו של המשק בפני הזעוזעים העולמיים שהחלו במזרח אסיה במחצית 1997 והתפשטו בשנת 1998 גם לרוסיה ולדרום אמריקה: לאורך מרביתה של תקופה זו לא ניכרה השפעה ממשמעותית של זעוזעים אלו על שער החליפין של השקל – למורות הגלובלייזציה; אمنם ברגע האחרון של 1998 עלה שער החליפין עלייה דדה יחסית, בגלל אירועים בינלאומיים כגון המשבר ברוסיה באוגוסט 1998 והמשבר בקרן הגידור LTCM בארא"ב בספטמבר 1998, אך זאת ללא סימני משבר, בניגוד למה שקרה במדינות אחרות בעולם¹⁴.



¹⁴ המשבר הכלכלי שפרץ ברוסיה באוגוסט 1998 הביא להודעה של ממשלה רוסיה על שמיטת חובותיה למשקים זרים. משבר זה, אחרי סדרת משברים שהחלו באמצע 1997 במשקים במזרח אסיה, החירף את המשבר הפיננסי העולמי, והتبטא, בין היתר, ביציאה מסיבית של מטבע חזק מהמדינות המתוערכות, בנפילת שעריהם בברוסות של המדינות שבמשבר ובירידה ניכרת של השעריהם ברוב הבורסות בעולם. המשבר בקרן הגידור LTCM סיכון אף הוא את יציבותה של המערכת הפיננסית העולמית. ועוד גם סקירות הפקוח על מטבע חזק של בנק ישראל לשנת 1998.

ד. יעדוי אינפלציה בעולם

ההכרה בנזקי האינפלציה והחשיבות הרבה של יציבות מחירים כתנאי בסיסי לצמיחה מתמדת הניעו מדינות רבות בעולם, מאז סוף שנות השמונים, להציג יעדוי אינפלציה, אם כהתחייבות כללית ליציבות מחירים, ואם כיעד מרכזי מפורש ומוצהר רשמי. מטבע הדברים אין אחידות בין כל המדינות: בחלק מהן הדבר כתוב במפורש בחוק הבנק המרכזי, ובאחרות זהו חלק ממהות מדיניותו של הבנק המרכזי. עם המדינות המרכזיות במפורש על יעד האינפלציה נמנעות בריטניה, קנדה, וניו-זילנד (שבהן היעד הקבוע נקבע על ידי נגיד הבנק המרכזי ושר האוצר), ופינלנד¹⁵, שוודיה, אוסטרליה וספרד¹⁵ (שבהן הוא נקבע על ידי הבנק המרכזי). בaniu-זילנד יעד האינפלציה הוא היעד היחיד המצוין בחוק הבנק המרכזי. באלה"ב אמורים אין יעד מספרי מפורש, אך אינפלציה נמוכה היא השיקול העיקרי בקביעת המדיניות המוניטרית. בגרמניה¹⁵ נקבע בחקיקה כי התפקיד הראשי של הבנק המרכזי הוא שמירה על יציבות המטבע: בכך נתונה לבנק עצמאות מלאה וכך הופך יעד האינפלציה להיות חלק מהמדיניות הכלכלית של הממשלה. גם על פי אמת מאסטריכט תפקיד הבנק האירופי המרכזי (E.C.B.) הוא השגת יציבות מחירים (וניתנה לו עצמאות מוחלטת ללא תלות בגופים פוליטיים). גם בבלגיה¹⁵ הורחבה עצמאותו של הבנק המרכזי בחקיקה, בשנת 1993, וניתנה לו עצמאות בהגדרת יעדוי המדיניות המוניטרית ובישומה ברוח אמת מאסטריכט, נושא שהיה נתון עד אז להחלטת הממשלה.

ה. יעדוי אינפלציה בישראל

ההכרזה הראשונה על יעד אינפלציה בישראל הייתה בסוף 1991, והיא קבעה רמה מרבית של 14-15 אחוזים לשנת 1992. מאז ועד שנת 1995 הכריזה הממשלה, לקרה סוף כל שנה קלנדרית, על יעד האינפלציה לשנה הבאה, אשר נע בתחום של 8-11 אחוזים לשנה.

בצד היתרון שבעצם הכרזות היעד, חשוב גם המועד שבו הוא מוכרז והאופן שלו: השפעת המדיניות המוניטרית על האינפלציה אינה מתבטאת מייד, אלא בפיגור, ולפי המחקרים בארץ היא נמשכת בין ארבעה חודשים לשנה וחצי. (פיגורים אלו מתקברים כשלעצמו שער החליפין מהיר יותר). לכן חשוב להציב יעד ארוך טווח, שהוא מעבר לשנה הקלנדרית, או ל-12 חודשים, כך שלמדיניות המוניטרית יהיה יעד ברור שלאליו היא תתיחס על פני אופק הזמן שבו היא משפיעה. במקרים אחרים: אם קובעים בסופה של שנה יעד לשנה אחרת בלבד (למשל בסוף 1995 - לשנת 1996), תשפיע המדיניות המוניטרית הננקטת על פי היעד החדש רק על הממחצית השנייה של השנה

¹⁵ לפני ה策ורפותן לאיחוד המוניטרי האירופי. עם הקמת האיחוד, בינוואר 1999, הצטרפו אליו מדינות אלו.

חלק א - העקרונות

(בדוגמה שלנו - של שנת 1996), ואילו המחצית הראשונה עודנה מושפעת מן החלטות שהתקבלו בעבר, כשהיעד האמור (ל-1996) לא היה ידוע עדין. קביעת יעד בשיטה זו מקשה אפוא על השגתו.

בשנת 1996, כאשר נקבע לשנת 1997 יעד של 7-10 אחוזים - יעד נמוך באחוּז מאשר בשנים קודמות - הוחלט כי יעד האינפלציה לכל שנה ייקבע לכל המאוחר באמצע השנה הקודמת (נספח ב'), ולשנת 2001 נקבעה כיעד סביבת האינפלציה השוררת במדינות OECD¹⁶. החלטה זו שיקפה תווואי יורץ מרמת האינפלציה של שררה באותה עת ועד ליום תום ההחלטה, אף כי התווואי לא נקבע במפורש - גישה אשר אפשרה למיניות המוניטרית אופק ארוך יותר בפועל להשגת יעד האינפלציה. באוגוסט 1997 נקבעה הממשלה כי יעד האינפלציה לשנת 1998 יהיה 10-7 אחוזים, כמו ב-1997; נוסף על כך היא נקבעה כי יש להמשיך בהורדה הדרגתית של שיעור האינפלציה במטרה להשיג לאורך זמן יציבות מחוים "כמפורט במדינות המתועשות" - וההחלטה זו שיקפה נסיגה מההחלטה בשנה הקודמת, אשר נקבעה את שנת 2001 כמועד סיוםה של התוכניות בתהליך הדיסאינפלציה. (ראו נספח ב'). רק באוגוסט 2000 החלטה הממשלה על יעד אינפלציה רב-שנתיים מפורטים, שיקפו תווואי יעדים יורץ עד ליציבות מחוים - אשר הוגדרה כ-3-1.5 אחוזים - משנת 2003 ואילך, אך זאת כאשר האינפלציה של שררה בפועל בזמן ההחלטה מתחת לעדים שנקבעו!

5. החשיבות של עצמאות הבנק המרכזי

מדינות מאקרו-כלכליות מחייבת אופק ראייה ארוך - לצורך השקעות ארוכות טווח, הפחתת הגירעון התקציבי לרמה המתאימה למשק, הורדת האינפלציה לרמה עולמית ועוד. ואולם, לאחר שבמדינות דמוקרטיות נערכות אחת לכמה שנים בחירות, הרשויות הפוליטיות מאופיינות באופק ראייה קצר יחסית; הן נוקטות מדיניות שמטרתה להקנות להן פופולריות וכן להשיבא לבחירתן מחדש; מדיניות זאת גורמת להטיה אינפלציונית, שכן החלטות - למשל על הגירעון התקציבי ומימוןו או על אופן חלוקתה של עוגת התקציב - עלולות לעיתים להיות מוטות להישגים של הזמן הקצר. (ראו גם פרנקל, 1999). זאת ועוד, הממשלה, מעצם טבאה, נוטה להגדיל את הוצאותיה - למשל על ידי הגדלת סובסידיות, הפחתת מסים והעלאת שכר. כדי שהגירעון לא יגדל יש צורך להעלות מסים, אך כיוון שמדובר כזו אינו פופולרי וגם כורך בתהליכי חקיקה, הממשלה מנעת ממנו ובמקרים מסוימים "ממננת" את תוספת ההוצאות על ידי הדפסת כסף, היוצרת אינפלציה. זהו "מס האינפלציה", המוטל ללא אישור של המחוקק, ואפילו הממשלה

¹⁶ שיעור האינפלציה הממוצע בכל מדינות OECD היה כ-4.5 אחוזים. שיעור האינפלציה הממוצע במדינות אלה ללא המדינות עתרות האינפלציה (כגון טורקיה, מקסיקו, הונגריה ופולין) היה 2.5 אחוזים.

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יודי אינפלציה

החלשה ביותר יכולה לאכוף אותו. מכאן החשיבות הרבה של מילויים בעולם לעצמאות הבנק המרכזי, ככלمر לאי תלותו ברשותו פוליטיות בחתירתו להגברת היציבות של הטוח הארוך ובפועלותיו לMITTON התנודות הכלכלית הנובעת מהחלטות הרשות הפליטיות. האמינות של מדיניות הבנק המרכזי תלויה בעצםאותו; ככל שగברת אמינותו, כן גברת השפעתו על התנהוגות הציבור והחלטותיו, וכן התאמת המחוירים, הסכמי השכר והחוזים ליעד האינפלציה מהירה יותר. ככל שמידת עצמאותו של הבנק המרכזי גבוהה יותר, גדולה אףוא יכולתו להביא ליציבות מחירים.¹⁷

מידת עצמאותו של הבנק המרכזי נקבעת לפי מאפיינים רבים, ובראשם עצמאות על פי חוק. עצמאות על פי חוק אינה מבטיחה עדין עצמאות בפועל, אך היא תנאי הכרחי לכך, משום שהיא יוצרת את המסדרת הנוכחית לעצמאות זו (צוקרמן, 1997).

- האם הסמכות לקביעת המדיניות המוניטרית נתונה בידי הבנק המרכזי?

- מהי, על פי חוק, החשיבות היחסית להשתתפות מחים בין יודי הבנק (בשילובת אחריות כגון תעסוקה בטוחה הקצר ויציבות פיננסית)?

- באיזו מידת החוק מגן על הבנק המרכזי מפני לחצים למתן הלוואות לממשלה? לגבי שתי שאלות הראשונות נהוג להבחין בין עצמאות בהצתבת היעד לבין עצמאות בהפעלת הכללים. עצמאות בהצתבת היעד פירושה שהבנק המרכזי קובע את יעד האינפלציה לעומת מצב שבו הממשלה קובעת יעד זה. עצמאות בהפעלת הכללים משמעותה, שהבנק המרכזי עצמאי בקביעת שיעורי הריבית. דוגמאות למדינות שהן הבנק המרכזי קובע את יעד האינפלציה הן גרמניה, פינלנד, שוודיה, אוסטרליה וספרד. אمنت מסטריכט מעניקה עצמאות זו לבנק המרכזי האירופי (מתחלת 1999). ישנן מדיניות שהן היעד הכמותי נקבע על ידי הבנק המרכזי ומשרד האוצר במשותף, בהן בריטניה, קנדה וניו-זילנד. בארה"ב, אף שאין יעד מספרי מפורש, אינפלציה נמוכה היא היעד העיקרי של המדיניות המוניטרית. המשותף לכל המדיניות הללו הוא שלבנק המרכזי ניתנת עצמאות מלאה בהפעלת הכללים, ככלומר בניהול המדיניות המוניטרית ובקביעת שיעורי הריבית. באנגליה - החלטת השלטון החדש ב-1997 להעניק עצמאות לבנק המרכזי בקביעת הריבית, לאחר שקדם לכך הייתה המדינה הריבית נתונה בידי משרד האוצר. עצמאות בניהול המדיניות המוניטרית ובקביעת שיעורי הריבית נהוגה כיום גם בארצות הברית וברפובליקות בריה"ם בעבר. בישראל נקבע יעד האינפלציה על ידי הממשלה, ולבנק המרכזי נתונה עצמאות בהפעלת הכללים.¹⁸ אולם

¹⁷ כך, למשל, מציגים בארו (1996) וצוקרמן (1997) רשימות מאמרם העוסקים בכך. השינויים הגדולים המכונים להגדלת העצמאות של בנקים מרכזיים בעולם הונגו בעיקר משנה 1989; בעשורם שלפני כן היו השינויים קלים בלבד.

חלק א - העקרונות

כאן כרוכה בעיה, משום שנוסף על יעד האינפלציה מחייב בנק ישראל להגן על רצועת שער החליפין, שגム את רוחבה קובעת הממשלה; כאשר שער החליפין נמצא על גבול הרצועה, נוצרת התנגדות בין שתי המטרות, כמו בסבר בפרק הבא.

6. המדיניות המוניטרית ומשמעותו של שער החליפין

משמעותו של שער החליפין היא מימד נוסף של המדיניות המוניטרית. יציבות המחיירים נמדדת בארץ על פי מדד המחיירים לצרכן, ובבטאת את כוח הקנייה של הכסף בהתיחס לסל מוצרים מסוימים. סל זה, הנזכר בארץ, מורכב ממוצרים מקומיים ומוצרים יבואים. לכן ניתן לחלק את סל הצריכה למוצרים שחורים (שהם מוצרים שניתן לייבאום וליצאים) ולמורים בלתי שחורים (שהם מוצרים מקומיים לצריכה מקומית בלבד, כדוגמת דירות ושירותי עירicity דין). על פי תיאוריות שויזון כוח הקנייה של הכסף (PPP - Purchase Power Parity) מחייב שולמו של מוצר שחיר במשקל פתוח צפיך להיות דומה למחיירו בעולם (בהתעלם מהוצאות הובלה ומסים). לכן, במצב של אינפלציה, שכוח הקנייה של השקל הולך ונשתק, הוא צפיך להישחק גם כלפי המטבעות הזרים; במילים אחרות: אינפלציה לוחצת לפיחות במטבע המקומי¹⁹. השינוי בשער החליפין של המטבע משקף אפוא את פערו האינפלציוני בין הארץ לחו"ל.

כאשר שער החליפין הוא נייד (כלומר הרשותות אין קובעות אותו), התאמתו המתבקשת לאינפלציה נעשית על ידי כוחות השוק. למשל: אם הציבור צופה שתיהיה אינפלציה, ככלומר שכוח הקנייה של השקל ייחלש, הוא מתגונן ועובד למשל לדולרים. הביקושים לדולר מעלים את מחיריו במונחי שקלים. תהליך התאמת כזה משמעו פיחות השקל בגובה האינפלציה הצפואה²⁰ (מעבר לשיעורה בחו"ל). מצב של שער החליפין נייד (אמנם בגבולות של רצועה), שבו ההתאמה נעשית על ידי כוחות השוק,

¹⁸ לבנק המרכזי נתונה עצמאות בקביעת שיעורי הריבית, אולם בשימוש בכלים אחרים אין לו עצמאות. קביעת שיעורי הנזילות, למשל, טעונה התיעצות עם ועדת הכספיים של הכנסת ואישור של הממשלה (סעיף 49 לחוק בנק ישראל). (בתהילך זהה-רוולטה הופחתו שיעורי הנזילות, וכיום זה אינו משמש עוד כלי מדיניות דינמי לניהול המדיניות המוניטרית). כן הוגבלו כמהות הנפקתו של המילוהה קצר המועד (המק"ס), המהווה מכשיר להזרמה או ספינה של נזילות; לפיכך משפייע בנק ישראל על הנזילות באמצעות מכשיר אחר - מכורי הלוואות/הפיקודנות שלו למערכת הבנקאית.

¹⁹ לדוגמה: נניח שמחירו של מוצר מסוים בארץ היה 30 ש"ח, או 10 דולרים בשער החליפין של 3 ש"ח לדולר, והוא התייקר ב-10%, ל-33-ש"ח. אם שער החליפין לא השתנה, מחירו במונדיול בארץ יהיה כעת 11 ש"ח במקום 10 דולרים, בעוד שמחירו בעולם נשאר 10 דולרים. במצב כזה יהיה כאמור מוצר דומה ב-10 דולרים, וליצאים יהיה כדי למכוור את המחיר בארץ במקום בחו"ל. משמעות הדבר חותם הנטותות יותר והוצאות במטבע חזק. אם מדובר בעליית מחירים כללית, במצב של שער החליפין קבוע הגדאות ליבא יותר וליצאים פחותות תפעל על כל המוצרים החסריים. מצב זה לא יכול להימשך זמן רב, כי בסופו של דבר יידללו יתרות מטבע החוץ עד כדי כך שלא יוכל להסיג וליבא. לו השתנה גם שער החליפין ב-10%, ל-3.3 ש"ח לדולר, תופעה זו לא הייתה מתרחשת, כי המחיר בארץ והמחיר בחו"ל היו נשאים זהים, וכך היה האיזון נשמר.

²⁰ הכוונה היא שאינפלציה מהוות כוח הלוחץ לפיחות. אין הכוונה ששינויים בשער החליפין נגרמים אך ורק על ידי האינפלציה.

המודיניות המוניטרית בישראל בעידן ייעדי אינפלציה

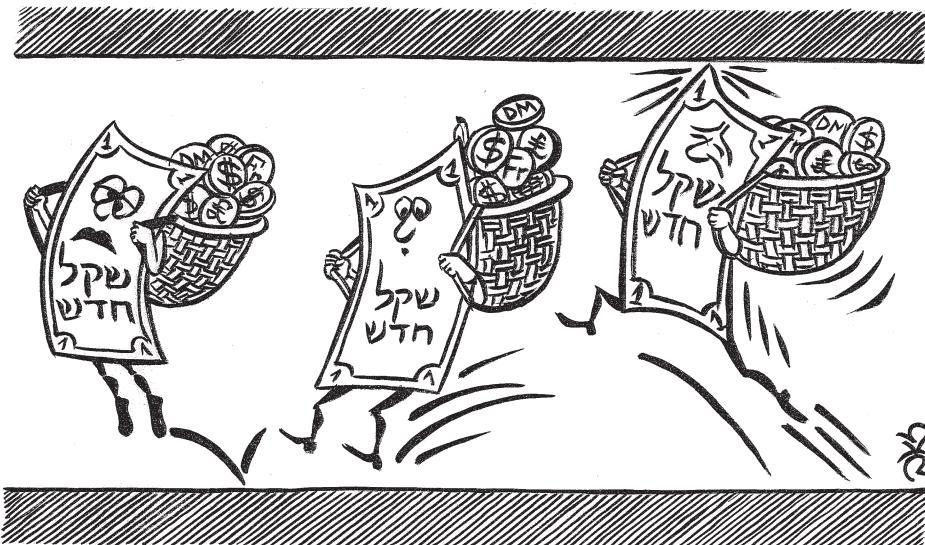
שורר בישראל מאמצע 1997 (להוציא התערבות במספר ימי מסחר בסוף 1997). לעומת זאת, אם שער החליפין קבוע, לא מתאפשרת התאמת המתבקשת של השער, שכן הבנק המרכזי קונה או מוכר מטבע חוץ תמורה שקלים כדי לี่יצב אותו; בכך הוא משנה את כמות הכסף במשק שלא לפי המתבקש מיעד האינפלציה. במצב זה, כפי שiosoבר להלן, האפקטיביות של המודיניות המוניטרית להשגת יעדי אינפלציה נתון נחלשת. ללא שינוי בתנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק, מדיניות של איזה התאמת השער רק דוחה, אך לא מבטלת, את ההתאמת המתבקשת, וכשהזו תתרחש עלולה יציבות המשק להתעורר.

במודיניות רצעת שער החליפין הנהוגה בישראל מאז שנת 1989, ישנו בכל יום שער החליפין מינימלי אפשרי אחד ומקסימלי אפשרי אחד (הנגורים מהמודיניות וידועים מראש) של השקל מול סל המטבעות, והשער בפועל יכול לנوع בתוך הרצואה שבין שני גבולות אלו. (ראו נספח א'). אם כתוצאה מהഫולות הפיננסית והריאלית הכלולת היצبور מנסה למכור מטבע חוץ תמורה שקלים - מחירו של השקל עולה, ככלומר הוא מיווסף, אולם זאת עד הגבול שבו משטר שער החליפין (גבול הרצואה) מאפשר את תנועתו. כשהשער החליפין מגיע לנקודה המינימלית האפשרית היום שלו, והיצبور ממשיך למכור מטבע חוץ - בנק ישראל מטערב, ככלומר קונה מטבע חוץ מהיצבור, כדי שהשער לא ירד מתחת לנזודה זו. כתוצאה מה מכירה מוזרמים למערכת שקלים, וכמות הכסף גדלה מעבר לרצוי. מצב זה שרר בישראל במהלך השנים 1995-1997.

אם כמות הכסף שבידי היצبور גדלה, נוצר, כאמור, לחץ עלילתי מחירים. כדי למנוע זאת בנק ישראל סופג בחזרה את כמות הכסף שהוזרמה דרך רכישת מטבע החוץ מהיצبور, פועלה המכונה עיקור. העיקור מתבצע באמצעות כלים מוניטריים שונים, למשל באמצעות פיקדונות של הבנקים, לתקופות קבועות, בבנק ישראל, שאוטם הוא משוקם להם בדרך של מכרז (תחרות על הריבית). אולם ספינה זו היא רק זמנית, כי בתום התקופה הקבועה ייפרע הפיקדון ויוחזר לבנקים; כמות הכסף במשק תשוב ותגדל אז אף מעבר לכמותו לפני ההפקדה, משום שנוסך על קרן הפיקדון תשלום גם הריבית. ככל שהיקפן של פעולות אלו גדל, כך גדלים תשלום הריבית; כתוצאה לכך שבה כמות הכסף וגדלה מעבר לרצוי, מחייבת שוב פועלות עיקור, המגדילה שוב את תשלום הריבית, וחוזר חלילה. מכאן שפעולות העיקור היא תרופה זמנית בלבד להקלת הכאבם, שאינה מביאה להבראה מהמחלה, כי בסופו של דבר כמות הכסף שנספה חוזרת למשך, עם תוספת! (ראו גם ברטון ופיישר, 1999).

בבנק ישראל קונה מטבע חוץ מהיצبور כדי להגן על שער החליפין נוצר אפוא "צינור" נוסף שמזרים כסף למשך. כל עוד צינור זה קיים, נדרשות פעולות עיקור, וכשהיקפן גדול הן מחייבות את יכולת השליטה של המודיניות המוניטרית. לעומת זאת, אם שער החליפין מתנייד בצורה חופשית, ולא נקבע בדרך ניהול, לא נדרשת התערבות של בנק ישראל, וממילא שליטתו המוניטרית אינה נפגעת. בהינתן יעד

חלק א - העקרונות



איןפלציה, חוסר גמישות של שער החליפין יכול להביא להגדלת כמות הכסף מעבר לנדרש על פי יעד איןפלציה נתון, ובכך להפריע להשתתו. כך נחלשת האפקטיביות של המדיניות המוניטרית, שכן ניסיון לעקם הזרמה זו כפי שתואר לעיל אינו יכול להתמיד. הניסיון בעולם מלמד כי התערבות מותמשת של הבנק המרכזי בהגנה על שער החליפין מובילה למשבר: כך היה בישראל, למשל במחצית השנייה של שנות השמונים, שבה היו עדים לגלים חזרים ונשנים של רכישות מطبع חוץ ספוקולטיביות, ובעתים - לעלייה ניכרת של שער החליפין (ראו נספח א'); ב-1998-1999 התרחש פיחות חד, אמן בעיקר בגל השפעות בינלאומיות כגון המשבר ברוסיה, אך גם בגל התאמה של שער החליפין, בעקבות ההגנה על הגבול התחthon של הרצואה בשנים 1994 עד 1997. דוגמאות נוספות הן משבר האיחוד האירופי בשנים 1992 ו-1993 והמשברים במקסיקו (1994), בציילנד (1982), במדינות אחרות בדרום אמריקה, ובמדינות מסוימות במזרח אסיה - בהן תאילנד, פיליפינים, מלזיה, אינדונזיה והונג-קונג - במחצית השנייה של 1997. נשאלת השאלה אם ומתי בכלל זאת מוצדקת התערבות של הבנק המרכזי בקביעת שער החליפין כשיקיים יעד איןפלציה. בஸח'ר במטבע חוץ נוצרות לעיתים תנודות בשער החליפין שאינן נובעות ממרכיב הבסיסי של המשק, אלא מתנעות הון מקרים חזקות ומאי שכלל של השוק. במקרים כאלה יש הצדקה להתערבות של הבנק המרכזי בתפקיד של "עושה שוק", כדי למנוע תנודות מקרים חריפות בשער החליפין ולהגבר את הייציבות במסחר. התערבות מסווג זה היא זמנית, ואינה מנוגדת למגמת השוק. עם זאת, במצבים קשה להבחן אם שינוי בשער החליפין הוא תנודה מקרים או תנודה הנובעת מגורמים בסיסיים, ולכן החלטה על התערבות בקביעת שער החליפין אינה פשוטה כל.

7. המדיניות הפיסקלית

בחוק התקציב מתחייבת הממשלה לגבי הוצאותיה המרביות במשך שנות התקציב, וכן לגבי שיעור הגירעון²¹ מהתקציב. הגירעון משמעותו ועדף הוצאות על הכנסות. לפיכך, גירעון גדול משמעותו גידול של הביקוש המצרי²², מגיל את הלחצים האינפלציוניים, וכן פועל לגידול הגירעון במאזן התשלומים. גידול ההוצאה הממשלהית באמצעות תוספת מסים פוגע בוודאי בפעולות הסktor הפרט, ולפיכך – בצמיחה לטוחה ארוז.

הגדלת הגירעון הממשלהית באה אף היא על חשבון הפעולות הריאלית של הסktor הפרט, ובכך נפגעת הצמיחה המתמדת, דרך כמה ערוצים: הגדלת הצורך במימון הגירעון התקציבי, שגדל, מצמצמת את המקורות הפנויים לפעולות הסktor הפרט לטובת הממשלה, ו低声צת לעליית שיעורי הריבית לזמן ארוך (הפגיעה בהשקעות); הגדלת הגירעון מגדילה את הלחץ האינפלציוני וכן低声צת להרחבת הגירעון במאזן התשלומים; אם לנוכח גידול הגירעון ננקטת מדיניות מוניטרית מרסנת יותר (כדי לעזרה את עליית האינפלציה), נפגעת פעילות הסktor הפרט, הן בשל העלאת הריבית והן בשל יבוא ההון לזמן קצר, היכול לנבוע ממנה במשטר של רצועת שער חליפין. (כך קרה בישראל, כמתואר בסעיף הקודם). יבוא זה המביא לipsis השקל, פוגע ביצוא. מצומצם פועלותו של הסktor הציבורי פועל אפוא להגדלת הצמיחה בטוחה הארוך בשני אפיקים – על ידי הרחבת פעילות הסktor הפרט ועל ידי הקטנת הלחצים האינפלציוניים. لكن המדיניות הפיסקלית היא גורם בסיסי (fundamental) המשפיע על התפתחות המשק: מדיניות רבות, ובתוכן ישראל, שסבבו מאינפלציה גבוהה,

²¹ הנורמות הבינלאומיות מתיחסות לגירעון הכלול, קרי מפעילות מקומיות ומפעילות בחו"ל, ולא לגירעון המקומי כפי שהיה עד שנת 1996. בשנת 1996 אישרה הכנסת תיקון לחוק להחפתת הגירעון, המחליף את הגירעון המקומי בגירעון הכלול (ולא מתן אשראי), וקובע תוואי יורד של שיעור הגירעון הכלול מ-2.8 אחוזי תוצר בשנת 1997 עד ל-1.5 אחוזי תוצר בשנת 2001. עקב חריגה מעיד הגירעון בשנת 1999, החולט על תוואי חדש לעידי הגירעון, שבסיומו 1.25 אחוזי תוצר בשנת 2003 (ואו הצעות התקציב לשנים 2001-1997). שיעור 1.25 אחוזי תוצר במונחי גירעון ממשטי נמדד בישראל בכ-2.5 אחוזי תוצר במונחי גירעון הסטור הציבורי, וכן הוא חופף את הדרגות אמת מסטריכט. (ראו להלן).

על פי אמת מסטריכט, מתחייבות המדינות להגיע, בטוחה הבינוני, לתקציב מאזן או לעודף. תנאי כניסה לאיחוד האירופי הוא גירעון כולל של שלישאה אחוזי תוצר לכל היותר. (ראו הרחבה בחלק ב', פרק 4, סעיף ז'). עם זאת, ישראל אינה בסטנדרטים הבינלאומיים בהגדירות הבאות: בישראל מתיחסים לגירעון הממשלה, ואילו בעולם מתיחסים לסקטור הציבורי, הכול, מלבד הממשלה, גם את המוסד לביטוח לאומי, את הרשותות המקומיות ואת החברות המשטתיות; בישראל הוצאות הריבית כוללות רק את הריבב הריאלי, בעוד שהריבב הנומיני (הפרש הכספי) מיחס לצד המימון, ואילו בסטנדרטים הבינלאומיים הוצאות הריבית כוללות את שני הריבבים. עם זאת יש לציין שהחול שררה אינפלציה נמוכה משמעותית מאשר בארץ, וכן המשקל העיקרי בתשלומי הריבית שם הוא הריבית הריאלית, בעוד שבארץ המשקל העיקרי הוא הפרשי הכספי.

²² הביקוש המצרי הוא סך הביקושים במשק - הצורך הפרט, הצורך הציבורי וההשקעות. היצוא אף הוא רכיב בביטחון המצרי, אולם הגירעון הממשלהית אינו תורם להגדלו, וייתכן שהוא גורם אף להקטנתו.

חלק א - העקרונות



התאפיינו בגירעונות תקציביים גדולים, ואחד המשתנים הבסיסיים בתכניות הייצוב שהופעלו בהן היה קיצוצים חדים בתקציב (פיישר וברטון, 1999).²³ סוגייה נוספת היא מימון הגירעון: את הגירעון ממנים בהלוואות מהציבור בארץ,²³ או בהלוואות מחו"ל, שאוطن יש, כموון, להחזר בעתיד בתוספת ריבית. בכך יש אפוא מישコン של העתיד - אלא אם כן הגדלת הגירעון אינה מיועדת לצריכה, אלא להשקעות התורמות להגדלת הצמיחה בעתיד, למשל השקעות בתשתיות; אולם כדי להבטיח שהגדלת הגירעון אכן תמן השקעה בתשתיות ולא הגדלה של הצריכה הציבורית השוטפת, נדרשת מדיניות בעלת ראייה ארוכת טווח, התלויה במידה רבה ביציבות פוליטית.

הגירעון מתאפשר כל זמן שניtan לזמן אותו, והדבר תלוי באמון המלווים, ככלمر ביכולת הפירעון של המשק; זו תליה ביכולת הצמיחה שלו, מחד גיסא, ובקצב גידולו של החוב, מאידך: ככל שהגירעון גדול גדים צורכי המימון, נפגעת הצמיחה בת הקיימא, וגדל הסיכון למלוויים. הגדלת הסיכון מתבטאת עם הזמן בהעלאת הריבית הנדרשת, ויכולת הגיעו עד משבר, שמתבטאת בהפסקת מתן הלואות ובמשיכת השקעות מהארץ. לפיכך, הגירעון הממשלתי משפייע מאוד על דירוגה של ישראל בעולם מבחינת ביצועי

²³ הממשלה אינה יכולה, על פי החוק, ללוות מהבנק המרכזי, להוציא מימון בגין זמן מוגבל.

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן עידי אינפלציה

המשק ורמת הסיכון בו, וכתוצאה לכך – על יכולתנו למשוך משקיעים מחו"ל ועל האפשרויות של הסקטור הפרטני ושל הסקטור הציבורי לגייס הלוואות בחו"ל. על פי אמת מאסטריכט, תנאי ה가입ות לאיחוד האירופי הוא שהחוב הממשלתי הכללי לא יעלה על 60 אחוזי תוצר.יחס החוב הממשלתי לתוצר בישראל היה ב-2000 95 אחוזים.

מעבר להשפעה הבסיסית של הגירעון על היעדים הכלכליים, גם לאופן מימון הגירעון יש השפעה על המדיניות המוניטרית: כאשר הגירעון ממומן על ידי גיוס הון בארץ, השפעתה של הממשלה על כמות הכספי במשק היא ניטרלית. (לא כן השפעתה על הביקוש הצרפתי) לעומת זאת, כשהגירעון ממומן בהלוואות מחו"ל, מביאה הרתן להזרמה של שקלים למשק, והמדיניות המוניטרית צריכה לשפוג נזילות זו בחזרה – פעולה הכרוכה במחיר, כמו ריבית שבנק ישראל משלם (כפי שהסביר בסעיף ה' לעיל). לכן, שאלת מימון הגירעון הממשלתי מחו"ל או מהארץ יש להביא בחשבון את הנסיבות הכלכליות מבחינת הסקטור הציבורי כולו (הממשלה ובנק ישראל) ולא מבחינת הממשלה בלבד.

נספח א': משור שער החליפין בישראל מאמצע שנות השמונים

1. שער החליפין קבוע

בתכנית הייצוב הכלכלית של 1985 קובע שער החליפין מול הדולר כדי לשמש עוגןonomicלי למחירים; זאת בעיקר מפני האפקט הפסיכולוגי הנובע מפשטוותו ומהשימוש הנפוץ במטבע חוץ בתקופה של אינפלציה גבוהה²⁴. באוגוסט 1986 שינה העוגן: מאז נקבע השער הייצוג של השקל לא מול הדולר אלא מול סל המורכב מחמשה מטבעות – הדולר, המרק, הלירה שטרלינג, הfranc הצרפתי והיין, והרכבו נקבע על פי היקפי הסחר של ישראל עם המדינות שמטבעותיהן נכללים בו.

תוכנית הייצוב ה策ילה להוריד את האינפלציה מרמה של מאות אחוזים בשנה. אולם כיוון שמשנת 1986 שורה אינפלציה של 15-20 אחוזים לשנה, שער החליפין לא יכול היה להישאר קבוע לאורך זמן, דבר שהתרטטא בגל רכישות ספקולטיביות של מטבע חוץ אחות לכמה חדשים. היענות של בנק ישראל לביקושים אלה לאורך זמן

²⁴ במהלך תקופה מסוימת ייצוב מוביל בעולם לשער החליפין, משום שבמשך שורתה הצמדה למטבע חוץ (למשל דולר אמריקאי) ומשום שאמון הציבור בקובע המדיניות בתקופה זו נזוק. היתרון של שער החליפין לעומת הוא היה נתון בהיר מאד לציבור, שכן קיבל עליו מידע בכל יום, ולכן המחויבות של המדיניות לייצובו עומדת למבחן מתמיד. שימוש בשער החליפין כעוגן בתכניות לייצוב כלכלי נעשה בישראל, ברגנטינה, במקסיקו ובמדינות אחרות. קיבוע של שער החליפין שלא במסגרת תכנית ייצוב ממשקים קטנים ופטוחים, המקיימים את שער החליפין מול שוטף אחר עיקרי שהמטבע שלו יציב, כגון הולנד בלגיה ואוסטרליה מול המרק הגרמני (לפני כינון האיחוד המוניטרי האירופי). יעדים של אינפלציה או כמות כסף (ולא שער החליפין) מוצבים בדרך כלל במדינות פתוחות שיש להן שוקים פיננסיים רחבים יחסית. ראו צוקרמן (1997).

חלק א - העקרונות

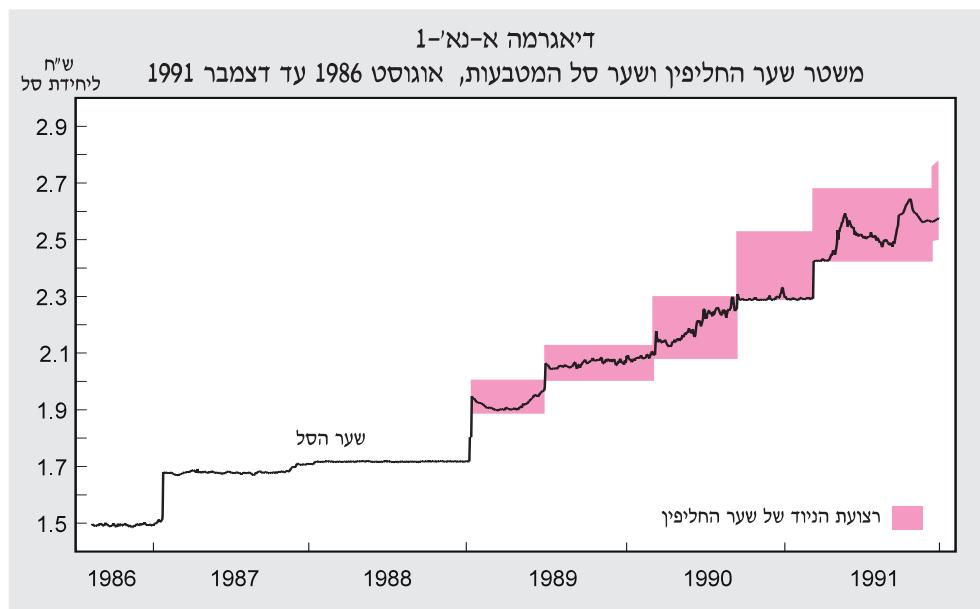
הייתה מدلלת את יתרות מטבע החוץ; לפיכך, כדי לבלם אותם נקבעה בדרכן מינימלית רמת עוגן חדשה תוך פיחות השקל.

2. משטר רצועה אופקי

בעקבות התקופה ספקולטיבית נוספת, נקבע בינוואר 1989 שער החליפין חדש, אלא שהפעם התאפשר לו תחום ניוד, וזאת באמצעות הנהגת משטר רצועה (אופקית). במשטר הרצועה מתאפשר לשער החליפין לנوع בתוך תחום נתון, ובכך ניתן ביטוי מסוימים לפעולתם של כוחות השוק; זאת בגיןו למשטר של שער החליפין קבוע, המשתנה רק בצורה מינימלית. במקרה אחר: במקרים שער החליפין מסוימים וידוע מראש במשטר של שער החליפין הקודם, נקבעים במשטר הרצועה שער החליפין מksamילאים ומינימליים אפשריים, אך שער החליפין המסוימים ליום המחר אינם ידוע. תחום הניוד נקבע תחילה ל-3 אחוזים מעל ומתחת לשער האחרון אשר נקבע בשיטה הקודמת, שהוא מעתה

שער האמצע (דיאגרמה א-נאי-1).

תחומי הניוד הצר שנקבע לא הספיק להתאמות של שער החליפין שנדרשו במצב של אינפלציה בת 15-20 אחוזים, ולנוכח גלי רכישות ספקולטיביות - אמנים פחות תדריכים מאשר במשטר הקודם - נאלץ בנק ישראל לפרקם להזיז את הרצועה כלפי מעלה. בשנת 1991 לוותה הזוזת הרצועה בהרחבתה ל-5 אחוזים מכל צד של שער האמצע.

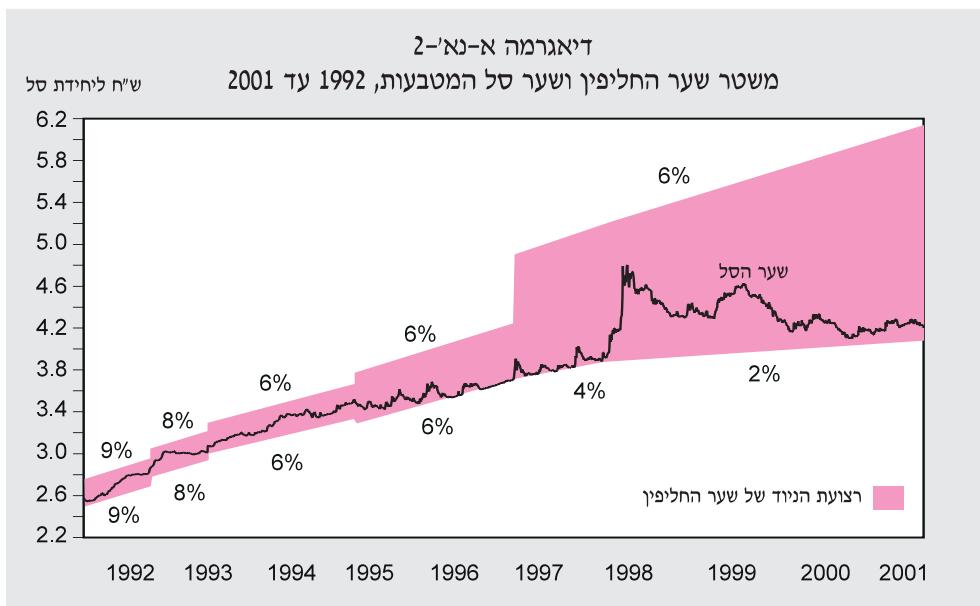


המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יודי אינפלצייבי

בתכנית הייצוב הכלכלית, שבה שער החליפין שימש עוגן, תפקיד המדיניות המוניטרית היה תמיון בהתפתחות שער החליפין בהתאם למידניות שנקבעה. לכן, כשהኖצרו ביקושים למטבע חזק, שלחצו לפיחות, נדרשה העלה של הריבית כדי למתן ביקושים אלו וליצב את עוגן שער החליפין, וכשפחתו הלחצים התאפשרה הורדת הריבית. בתפיסה זו שער החליפין משמש למעשה יעד ביןים בתחום ייצוב המחיילים.

3. מטר רצואה אלכסונית

גלי הרכישות הספוקולטיביות של מטבע חזק, שהיו כרכום בשיטת הרצואה האופקית, שיבשו את הפעולות הכלכלית. בסוף 1991, לאחר גל נוסף, הונגה **מטר רצואה האלכסונית** (במקום רצואה אופקית). במטר זה גבולותיו של תחום הניוד (העלון והתחתון) משתנים בכל יום (בשיעור קבוע), ככלומר זוחלים, ובכך מאפשרים לפערוי האינפלציה להתבטא, בעוד שבמטר האופקי הם קבועים (כל זמן שלא הוזכר על שניוי). בכך נוצרת התאמנה אוטומטית של שער האמצע ותחום הניוד, והמרוחך בין גבולות הרצואה מאפשר לכוחות השוק להתבטא. הרצואה האלכסונית (דיגרמה א-נא-2) נועדה אפוא להפחית את ההתקפות הספוקולטיביות ואת התעverbות המנהלית בקביעת השער, ולמנוע את הצורך חריפות של שיעור הריבית. שיעורו של שיפוע האלכסון נקבע על פי הפרשי האינפלציה בין הארץ לחו"ל. כיוון שהשיעור האינפלציה בחו"ל נתון, נוצר צורך להגדיר את האינפלציה בארץ, וזה הביא, לראשונה, לקביעת יעד אינפלציה. שינוי זה הוזג כחלק משינוי מטר שער החליפין,



חלק א - העקרונות

אולם, עם הזמן, כשנוצרה סתירה בין שמייה על רצעת האלכוסון לבין השגת יעד האינפלציה, הובן השינוי המהותי במדדינוות המוניטרית: שלא כבעבר, מהוות יעד האינפלציה מורה דרך למדדינוות המוניטרית, והריבית היא אמצעי להשגת יעד האינפלציה במישרין - לא דרך הגנה על שער החליפין, ששימש בעבר עוגן לאינפלציה - ופירושו של דבר שמאפשרים לשער החליפין להתנייד באופן חופשי. שינוי בשער החליפין בשלעצמו אינו סיבה לשינוי בריבית, אלא אם כן שינוי זה מרחיק אותנו מהשגת יעד האינפלציה שקבעה הממשלה.

החתירה להשגת יעד האינפלציה בתנאים בסיסיים (fundamentals) שהגדילו את הלחצים האינפלציוניים - ובראשם מדיניות פיסקלית מרחיבה - חייבה מדיניות מוניטרית מרסנת; משנת 1994 ואילך זו גירה יבואה הון, שייסף את השקל, ושער החליפין נע כלפי הגבול התיכון של הרצועה האלכסונית. ההיצמדות לגבול התיכון יצרה יותר ודאות לגבי השער העתידי, ובכך הביאה להתרחבות יבואה ההון; הדבר הפחית את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית (כפי שמוסבר בסעיף ה'), ולכן נדרשה מפעם לפעם הרחבבה של רצעת הניוד (שבתוכהה בנק ישראל אינו מתערב). במאי 1995 הורחבה הרצועה ל-7% מעל ומתחת לשער האמצע, ושער האמצע עצמו הועלה באחוז. בדצמבר 1996 שב שער החליפין ונצמד לגבול התיכון של הרצועה, ולפיכך הורחבה הרצועה ביוני 1997 ב-14% נוספים (כלומר ל-28%) תוך הורדת שיפוע הגבול התיכון מ-6% ל-4% (כך שבכל שנה מיתוספים לרוחבה 2%).

באוגוסט 1998 שונה שיפוע הגבול התיכון ל-2%, וזאת במקביל לקביעת יעד אינפלציה של 4% לשנת 1999. הורדת השיפוע התיכון מאפשרת לשער החליפין לנوع יותר כלפי מטה, בהתאם לכוחות השוק, ובכך מגדילה את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית.

מאז אמצע 1997 לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ (למעט ימים בודדים סביב סוף 1997), ושער החליפין נקבע בתוך גבולות הרצועה על ידי כוחות השוק. זאת גם בעת הפיחות החוד של אוקטובר 1998 שהתרחש על רקע המשברים הפיננסיים העולמיים.

נספח ב': יעדים מאקרו-כלכליים שקבעה הממשלה לשנים * 1999-1997 ולשנת 2001 ואילך

יעדי אינפלציה (החלטה 1127, מ-27.12.1996)

מחליטים:

1. הממשלה רושמת לפניה את החלטת שר האוצר, שנתקבלה לאחר התייעצות עם ראש הממשלה ועם נגיד בנק ישראל, כי יעד האינפלציה לשנת 1997 יהיה 7% עד 10%, וכי היעד לשנת 2001 יהיה כמקובל במדינות OECD (ארגון המדינות המפותחות).
2. עד האינפלציה לשנת 1998 ייקבע עד מחצית שנת 1997. קביעת היעד בדרך זו תינקט במהלך השנים שלאחר מכן, באופן שהיעד שייקבע יהווה הנחיה לעבודה אופרטיבית של הממשלה הקובעת מסגרת ויעד לתקציב ולמדיניות המוניטרית בשנה הבאה.
3. בהקשר האמור יש לראות את מכלול היעדים העיקריים של המדיניות הכלכלית אשר נקבעו במרכז של הצעת תקציב המדינה לשנת 1997:
 - (1) הפחחת הגירעון בחשבון השוטף במאزن התשלומים.
 - (2) ייצרת תנאים להמשך צמיחה יציבה של המשק.
 - (3) הורדת שיעורי האינפלציה.
 - (4) קליטת עלייה.

המדיניות הכלכלית של הממשלה - קווים מנחים למדיניות המוניטרית (החלטה 2456, מ-8.8.1997)

מחליטים:

- הממשלה מאמצת את החלטתו של שר האוצר שנתקבלה על דעת ראש הממשלה ולאחר התייעצות עם נגיד בנק ישראל וקובעת את יעדי המדיניות הכלכלית לשנת 1998 כמפורט להלן:
- (1) להתקדם למיצוי פוטנציאלי הצמיחה של המשק, הנאמד היום בכ- 5% בשנה, במטרה להציג צמיחה בת-קיימה.
 - (2) יעד האינפלציה לשנת 1998 יהיה בתחום של 7%-10%.
 - (3) המשך הורדה הדרגתית של שיעור האינפלציה, במטרה להציג לאורך זמן יציבות מחירים כמקובל במדינות המתוועשות.
 - (4) העלאת שיעור התעסוקה ב{}{

* ציטוטים מຕוך החלטות.

חלק א - העקרונות

המדיניות הכלכלית של הממשלה - קווים מנהיים למדיניות המוניטרית (החלטה 4167, 12.8.1998)

מלחיטים:

הממשלה רושמת לפניה את החלטתו של שר האוצר שנטקבה על דעת ראש הממשלה ונגיד בנק ישראל וקובעת את יעדיו המדיניות הכלכלית לשנת 1999 ובמסגרתה הקווים המנהיים למדיניות המוניטרית כמפורט להלן:

1. להתקדם למצוות פוטנציאלי הצמיחה של המשק במטרה להשיג צמיחה בת-קיימא.
2. העלאת שיעור התעסוקה במזרע העסקי.
3. יעד האינפלציה יעמוד על 4% כמפורט להלן:

(1) יעד האינפלציה לשנת 1999 יתייחס למדד המחרירים לצרכן, כפי שהיא מקובל עד עתה. עם זאת בנק ישראל יתיחס, בין השאר, להשפעות מיוחדות וקצרות טווח שיש לעתים למרכיבים מסוימים כמו: מחירי הירקות והפירות, מחירי הדירות ומחירי היבוא, על ממד המחרירים לצרכן.

(2) בנק ישראל יגיש לממשלה ולציבור פעמים בשנה, דוח אינפלציה אשר במסגרתו יפרט את המדיניות הננקטת כדי לעמוד ביעד האינפלציה.

(3) אם בנק ישראל יעריך כי האינפלציה צפויה עתידה לחרוג בשעור של אחוז אחד או יותר מהיעד יודיע הנגיד בכתב לממשלה את הגורמים המשוערים לחירגה צפואה זו, את האמצעים על מנת להחזיר את האינפלציה לתוואי הרצוי, וכן את משך הזמן המוערך על מנת לשוב לתוואי זה.

(4) חלק מהתהליך להשות יעד אינפלציה מקיים בנק ישראל תכנון מוניטרי שנתי. בנק ישראל מודיע כי כדי להגביר את שיקיפות המדיניות המוניטרית, ממצאו ומסקנותיו של תכנון זה יפורסמו לציבור מדי שנה, לפחות שנתיים,

הקרובה.

המדיניות הכלכלית של הממשלה - החלטה 2183, מ-2000.16.8.

מלחיטים:

הממשלה רושמת לפניה את החלטתו של שר האוצר, שנטקבה על דעת ראש הממשלה ונגיד בנק ישראל, וקובעת את יעדיו המדיניות הכלכלית לשנת 2001. במסגרתה היא קובעת את הקווים המנהיים למדיניות המוניטרית, כמפורט להלן:

1. לפעול למצווי כושר הצמיחה של המשק ולביסוס שיעור הצמיחה הגבוה בפעולות הכלכלית במטרה להפכו לבר-קיימא.
2. להעלות את שיעור התעסוקה במזרע העסקי.
3. יעד האינפלציה יעמוד על 3.5%-2.5% בשנת 2001. יעד האינפלציה לשנת 2002 יעמוד על 3%-2% ובשנת 2003 ואילך הוא יעמוד על 3%-1%, תחום שיוגדר כיציבות

ה מדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעד אינפלציה

מחירים, בנוסף:

- (1) יעד האינפלציה יכול על מודד המחירים לצركן. עם זאת, המדיניות תהחשב בתפתחיות מיוחדות וקצרות טווח שיש לעיתים לרכיבים מסוימים במדד כמו: מחيري הירקות והפירות, מחירי הדירות ומחירי היבוא.
- (2) בנק ישראל יגיש לממשלה ולציבור דוח פעממי לשנה, שבו פירוט וניתוח של הנתונים, ההנחות והתוצאות המנחה את התכנון המוניטרי.
- (3) במידה ויריך בנק ישראל כי האינפלציה הצפואה עתידה לצאתו בשיעור של אחוז אחד או יותר מהיעד, יודיע הנגיד בכתב לממשלה את הגורמים המשוערים לחיריגה צפואה זו, ואת השלוותה על מדיניותו המתוכנת.