

# תגובת בנק ישראל ואגף התקציבים למיתון – עקרונות כלכליים ופוליטיקה מוסדית<sup>1</sup>

## רונו מנדלקרן

מאמר זה עומד על הסיבות לשונות במדיניות המקרו-כלכלית שננקטה על-ידי בנק ישראל ואגף התקציבים בתגובה למיתון 2008-2009 ומיתון 2001-2003. בעוד שבתגובה למיתון האחרון נקט בנק ישראל מדיניות מרחיבה ומתערבת, קידם אגף התקציבים עמדה שמרנית יחסית. מדיניות הבנק בתגובה למיתון האחרון עמדה גם בניגוד למדיניותו המרסנת בזמן מיתון 2001-2003. המאמר מסביר את השוני במדיניות שננקטה באמצעות שילוב בין הסבר "כלכלי-פונקציונלי" והסבר "מוסדי-פוליטי". המדיניות שננקטה בפועל בכל אחד מהמקרים תאמה אמנם את העקרונות הכלכליים שמדריכים את בנק ישראל ואגף התקציבים, אולם גם צעדי מדיניות מרחיבים או לחילופין שמרניים יותר יכולים היו להתיישב עם היגיון כלכלי-פונקציונלי. שילובו של הסבר מוסדי-פוליטי מסייע בהבנת המדיניות שנבחרה בפועל מתוך כלל האפשרויות שתואמות את ההיגיון הכלכלי-פונקציונלי: המדיניות המסוימת שאותה קידם כל אחד מהגופים תאמה את ההקשר המוסדי-פוליטי שבו הוא פעל ואת מיקומו ומעמדו בתוך ההקשר המוסדי-פוליטי.

## א. מבוא

המדיניות המקרו-כלכלית שננקטה בישראל בתגובה למיתון שהחל בשלהי 2008 שיקפה, לכאורה, מעין חלוקת עבודה בין בנק ישראל לבין משרד האוצר, ובייחוד אגף התקציבים. בנק ישראל נקט הרחבה מוניטרית משמעותית, בעיקר באמצעות הורדת שער הריבית ורכישת אג"ח ממשלתיות, ורכש מט"ח על-מנת למנוע ייסוף של שער החליפין של השקל והחרפת הפגיעה בייצוא. בה בעת קידם אגף התקציבים מדיניות פיסקלית מרוסנת יחסית, מרחיבה אף פחות מהמדיניות הא-מחזורית שננקטה בפועל שבמסגרתה גם המרכיבים המעטים ממילא של מדיניות אנטי-מחזורית יזומה נוטרלו באמצעות העלאות מסים.

השילוב שצוין לעיל משקף לכאורה את הידע הכלכלי הקיים ואת החלוקה שנוסחה לאחרונה

---

1 תודתי נתונה למרואיינים (ראו רשימה בסוף המאמר) על הזמן שהקדישו לי ועל שיתוף הפעולה. אני מודה גם למיכאל שלו, נתן זוסמן, אביה ספיבק, אורי גבאי, חגי לוי, לשופטים של הצעת המחקר והמאמר ולמשתתפים בכנסי פורום ספיר על הערותיהם ועצותיהם המועילות לאורך תהליך המחקר. תרומתו של עדי ברנדר בהצעות לשיפור ובנתונים הייתה חשובה במיוחד. האחריות על הכתוב היא כמובן שלי בלבד. המחקר שעליו מבוסס המאמר נתמך על-ידי מענק נדיב של הפורום למדיניות כלכלית ע"ש פנחס ספיר ובוצע בזמן היותי עמית פוסט-דוקטורט במכון מקס פלאנק לחקר החברות בקלן (MPIfG).

עלידי ליפר (Leeper, 2010) בין "המדע המוניטרי" ו"האלכימיה הפיסקלית". במילים אחרות, המדיניות שננקטה תאמה את כלי המדיניות הכלכלית שעומדים לרשות כל אחד מהגופים בבוא להתמודד עם בעיה כלכלית מידית (מיתון במקרה זה). אולם עמדה זו מוטלת בספק לאור היקף ואופי המדיניות שננקטה עלידי בנק ישראל בתגובה למיתון האחרון, אשר חרגו למעשה מגבולות הקונצנזוס של "המדע המוניטרי", ולאור הניגוד בין המדיניות שבה נקט הבנק לאחרונה לבין הריסון שבו נקט הבנק בתגובה למיתון 2001-2003 (וליתר דיוק עד שלהי 2001, כפי שיובהר להלן). ספק נוסף עולה לאור גישתו המרסנת של אגף התקציבים במהלך המיתון האחרון ומאמציו לקדם מדיניות מרחיבה פחות מזו שהמליצו עליה כלכלנים באקדמיה ובגופי הייעוץ הממשלתיים.

ההסבר שיובא להלן למדיניות בנק ישראל ואגף התקציבים בתגובה לשני המיתונים משלב בין ההיגיון ה"כלכלי-פונקציונלי" שצוין לעיל לבין העקרונות התיאורטיים המוצעים עלידי גישת המוסדות החדשה (new-institutionalism) במדע המדינה. לפי גישה זו ביסודם של תהליכים פוליטיים עומדים המסגרת הפוליטית-מוסדית שבתוכה תהליכים אלו מתרחשים, כלומר כללי המשחק שבמסגרתם פועלים השחקנים, והמאמץ המתמשך של השחקנים לשנות את כללי המשחק בהתאם לאינטרסים שלהם ולעקרונות התיאורטיים והנורמטיביים שמדריכים את פעולתם (לדוגמה: Hall and Taylor, 1996; Schmidt, 2008; Streeck and Thelen, 2005).

בהקשר הנוכחי מנותחת התמודדותם של בנק ישראל ואגף התקציבים עם שני המיתונים כחלק מתהליך רחב שבמסגרתו פעולתו של כל אחד מהגופים הנדונים משקפת לא רק ניסיון להתמודד עם המצב המקרו-כלכלי המידי, אלא גם את כללי המשחק של קביעת מדיניות מקרו-כלכלית בישראל ואת מאמציו להשפיע על כללים אלו. מאמצים אלו, יש לומר, אינם נובעים מ"תאוות כוח" לשמה אלא מעוגנים גם הם בתיאוריה המקרו-כלכלית העוסקת בתהליכי קביעת מדיניות מקרו-כלכלית, כלומר הספרות בנושא בנקים מרכזיים ומוסדות פיסקליים. הטענה המרכזית במאמר היא שהמרכיב הפוליטי-מוסדי של ההסבר - שגם הוא כאמור מעוגן בעקרונות כלכליים - מבהיר מדוע נטה כל אחד מהגופים לאמץ מדיניות מסוימת מתוך טווח הפעולה שהתירו לו העקרונות המקרו-כלכליים שמדריכים את פעולתו.

בנק ישראל ואגף התקציבים מקדמים לאורך תקופה ארוכה את מיסודו של משטר יציבות מחירים וריסון פיסקלי. יסוד מרכזי של משטר זה הנו צמצום השפעתם של לחצים פוליטיים על תהליכי קביעת מדיניות מקרו-כלכלית, וממילא הרחבת השפעתם של בנק ישראל ואגף התקציבים על עיצוב המדיניות המוניטרית והפיסקלית, באמצעות אימוצם של שינויים מוסדיים כמו עצמאות בנק ישראל ומוסדות וכללים פיסקליים. הן ב-2008-2009 והן ב-2001-2003 עמד המאמץ המתמשך של בנק ישראל ואגף התקציבים למיסוד משטר של יציבות מחירים וריסון פיסקלי במתח מסוים מול הצורך במזעור השפעותיו השליליות של מיתון. כתוצאה מכך יכול היה כל אחד מהגופים לבחור מבין טווח של אפשרויות פעולה אשר בכל אחת מהן היו טמונים יתרונות וסיכונים פוטנציאליים.

בשנות המיתון הקודם (2001-2003) טרם הושלם מיסודו של משטר יציבות מחירים וריסון פיסקלי. הריסון המוניטרי שנקט בנק ישראל, ביחוד במהלך רובה ככולה של שנת 2001 וגם במחיר של אי-מזעור השפעותיו של המיתון, שיקף את מאמצי הבנק למסד משטר זה. המדיניות הפעילה והמרחיבה של הבנק בזמן המיתון האחרון שיקפה את העובדה שלדידו של הבנק בתקופה שחלפה בין שני המיתונים מוסד בהצלחה משטר יציבות מחירים וריסון פיסקלי. אולם השוואה בין עמדתו של הבנק לעמדתו של אגף התקציבים במהלך המיתון האחרון מבהירה כי בכך לא היה

די, וכי עמדתו של הבנק נבעה גם ממעמדו העצמאי; מתוך מעמד זה יכל הבנק לנקוט הרחבה מוניטרית ולהרחיב את היצע כלי המדיניות שעומדים לרשותו מבלי לסכן את משטר יציבות המחירים והריסון הפיסקלי ואת המגבלות הקיימות על השפעת המערכת הפוליטית בתחום זה. השינוי המוסדי שחל בין המיתון הקודם למיתון האחרון לא השפיע באופן דומה על אגף התקציבים מכיון שהאחרון אינו נהנה ממעמד עצמאי דומה לזה של הבנק. ריסון השפעתה של המערכת הפוליטית בתחום הפיסקלי אינו מבוסס על עצמאותו של האגף אלא על אימוצם של כללים פיסקליים, כמו גם על מסורת ומוניטין של עמידה נוקשה של האגף מול כל התביעות התקציביות של המערכת הפוליטית. מאמציו של האגף להמנע ככל הניתן ממדיניות פיסקלית מרחיבה יחסית, ובייחוד מפגיעה ב"כלל ההוצאה", שיקפו את העובדה שצעדים אלו עלולים היו לסכן את התשתית המוסדית של מעמדו כ"שומר הקופה הציבורית" ולפיכך את משטר יציבות המחירים והריסון הפיסקלי.

לאחר דיון מתודולוגי קצר שיובא להלן, המאמר פותח בסקירה קצרה של השפעת המיתונים הנדונים על הכלכלה הישראלית, ובעקבותיה מוצגת המדיניות שנקטה בתגובה על-ידי בנק ישראל ומשרד האוצר. עיקר המאמר מוקדש לדיון בהסברים שונים לדפוס התגובה שנקט. ראשית נדונים ההסבר הכלכלי-פונקציונלי שלפיו שיקפה המדיניות שנקטה עקרונות מקרו-כלכליים גרידא, והסבר מוסדי-פורמלי שלפיו שיקפה המדיניות שנקטה את הכללים והמגבלות הפורמליים החלים על המדיניות המקרו-כלכלית. בעקבות הצגת מגבלותיהם של הסברים אלו נדון ההסבר המוצע במאמר, אשר מבוסס על גישת המוסדיות-החדשה במדע המדינה וכולל, כאמור, שילוב בין הסבר כלכלי-פונקציונלי לבין הסבר פוליטי-מוסדי.

מעבר לעניין ולחשיבות שיש בהסבר המדיניות שנקטה בתגובה לאירועים כלכליים כה משמעותיים, הדיון שופך אור על שאלות רחבות יותר בתחום תהליכי קביעת מדיניות כלכלית בישראל ובכלל. נקודה מרכזית בהקשר זה נוגעת למקומם ולאופי השפעתם של גופים מקצועיים עצמאיים, דוגמת בנק ישראל ובנקים מרכזיים אחרים, במסגרת מערכת קבלת ההחלטות וקביעת המדיניות, ובפרט בהשוואה לגופים מקצועיים לא-עצמאיים (דוגמת משרדי אוצר ומשרדי ממשלה אחרים) ולמערכת הפוליטית.

## ב. השוואת המדיניות בתגובה לשני מיתונים – ההיגיון המתודולוגי והמגבלות המתודולוגיות

להשוואה שעליה מבוסס הדיון שני ממדים: ממד בריזמני וממד היסטורי. בממד ההיסטורי, המאמר מבוסס על השוואת המדיניות המקרו-כלכלית שנקטה בתגובה למיתון האחרון למדיניות שנקטה בשנה הראשונה של מיתון 2001-2003, עד ההורדה החדה של הריבית בשלהי 2001. בשני המקרים נדרשו מקבלי ההחלטות להתמודד בתוך פרק זמן דומה וקצר יחסית עם בעיה כלכלית דומה: מיתון שמקורותיו אקסוגניים למשק הישראלי. המדיניות משלהי 2001 ואילך אינה נכללת בדיון משום שבתקופה זו התמודדו מקבלי ההחלטות לא רק עם מיתון "מיובא", אלא גם עם סכנת משבר פיננסי וקושי ממשי של הממשלה בגיוס הון שנבעו במידה רבה מהמדיניות הכלכלית המקומית. בשתי התקופות היו הכללים הפורמליים של המדיניות המקרו-כלכלית בישראל דומים, כמו גם מעמדם המוסדי-פורמלי של משרד האוצר ובנק ישראל. גם העקרונות המרכזיים של התיאוריה הכלכלית בתחומי המדיניות המקרו-כלכלית הם דומים, וככלל לא חל בהם שינוי דרמטי

בתקופה שחלפה בין שני המיתונים אשר התאפיינה בהסכמה רחבה יחסית בין הכלכלנים בתחום זה (Blanchard, 2008).

בממד הברזומני, המאמר משווה בין מדיניות בנק ישראל למדיניות אגף התקציבים בתגובה לכל אחד מהמיתונים, ועל עמדתו של כל אחד מהגופים ביחס לנקיטת מדיניות מרחיבה בתחומו. גם בממד זה נקודת המוצא הנה קווי הדימיון החשובים בין בנק ישראל לאגף התקציבים: מדובר בשתי סוכנויות בירוקרטיות בעלות תפקיד מרכזי בעיצוב המדיניות המקרו-כלכלית בישראל אשר "עמוד השדרה" שלהן מורכב מכלכלנים, גם אם בדרגה שונה של מומחיות. בשני המקרים ראשי הסוכנויות צפויים לפעול למען הגשמה מרבית של מטרות הארגון, ולא לסיפוק הדרישות של קהל בוחרים (Alesina and Tabellini, 2007).

יש לציין כי למרות שבשני המקרים מדיניות מרחיבה אמורה למתן השפעות דיפלציוניות ולתמוך בהמשך צמיחה, המנגנונים הכלכליים, כמו גם תהליכי קבלת ההחלטות, הם שונים. על-מנת שלא לנקוט בהשוואה בין "תפוחים" ל"תפוזים" ייעשה אפיון המדיניות שכל אחד מהגופים ביקש לקדם בהשוואה לטווח האפשרויות הרלוונטי עבורו. ניתוח מדיניותם ועמדתם של שני הגופים מעורר גם קושי מתודולוגי מעשי: מעמדו האוטונומי של בנק ישראל ביחס להפעלת כלי המדיניות שעומדים לרשותו מאפשר להניח כי קיים קשר הדוק בין דפוס המדיניות שבו תומך הבנק לבין המדיניות שיושמה בפועל. במקרה של אגף התקציבים המצב הוא כמובן שונה. האגף הוא שחקן מרכזי אך לא בלעדי בעיצוב המדיניות הפיסקלית; שותפים לו גורמים נוספים במשרד האוצר ובדרג הפוליטי. לפיכך, עמדת האגף תאופיין באמצעות השוואה בין המדיניות שננקטה בפועל לבין עמדת האגף במהלך תהליך קביעת המדיניות הפיסקלית.

המקורות שבהם נעשה שימוש הנם מסמכים רשמיים של אגף התקציבים, בנק ישראל וגורמים אחרים, כתבות מהעיתונות הכלכלית היומית וראיונות עם מספר בעלי תפקידים בכירים בזמן המיתון האחרון.

## ג. מיתונים 2001–2003 ו־2008–2009 והמדיניות שננקטה בעקבותיהם בישראל<sup>2</sup>

ציור 1 מסכם את נתוני הצמיחה והאבטלה בשנים 1994 עד 2010. בעקבות המיתון האחרון ירדה צמיחת התוצר המקומי הגולמי בישראל משיא של יותר מ־6% ברבעון האחרון של 2007 ל־2.7% צמיחה שלילית ברבעון הראשון של 2009. המשבר הביא לעלייה בשיעור האבטלה בישראל, מכ־6% באמצע 2008 לכ־8% באמצע 2009. בשנת 2001 הביא המיתון הקודם לירידה חדה בצמיחה, ל־0%, ולעלייה של 0.5 נקודות אחוז בשיעור האבטלה הגבוה ממילא (כ־9%). בשני המקרים היו מקורות המיתון אקסוגניים למשק הישראלי, ואף שראשיתו של המיתון הקודם היא באירועים ביטחוניים מקומיים, בשני המקרים היה הגורם העיקרי למיתון האטה בכלכלה העולמית שהביאה לפגיעה משמעותית בהיקף הייצוא הישראלי לחו"ל.

2 לסקירה מקיפה ראו: בנק ישראל (2002, 2003, 2004, 2009, 2010, 2011). אלא אם מצוין אחרת, כל הנתונים וכל הציורים מבוססים על נתוני בנק ישראל.

### ציור 1: שיעורי הצמיחה והאבטלה בישראל, 1994-2010 (אחוזים, נתונים שנתיים)

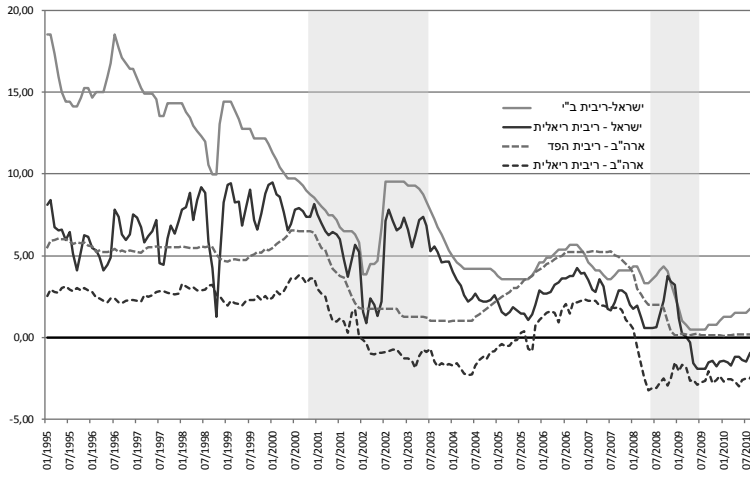


ציור 2 מתאר את ההרחבה המוניטרית המידית והחריפה שבה נקט בנק ישראל בתגובה למיתון האחרון. בשלהי 2009 החל הבנק בהעלאה הדרגתית של הריבית, אולם זו נותרה ברמה נמוכה יחסית עד סוף 2010. ציור 3 מלמד כי רמת האינפלציה בשנת 2009 הייתה 3.9% (2.8% בניכוי העלאות המסים על מוצרי צריכה), ושיקפה רמה גבוהה יחסית ליעד האינפלציה (1%-3%), כמו גם מצב חריג יחסית ביחס למרבית המשקים המפותחים בעולם שבהם שררה דיפלציה (בנק ישראל, 2010).

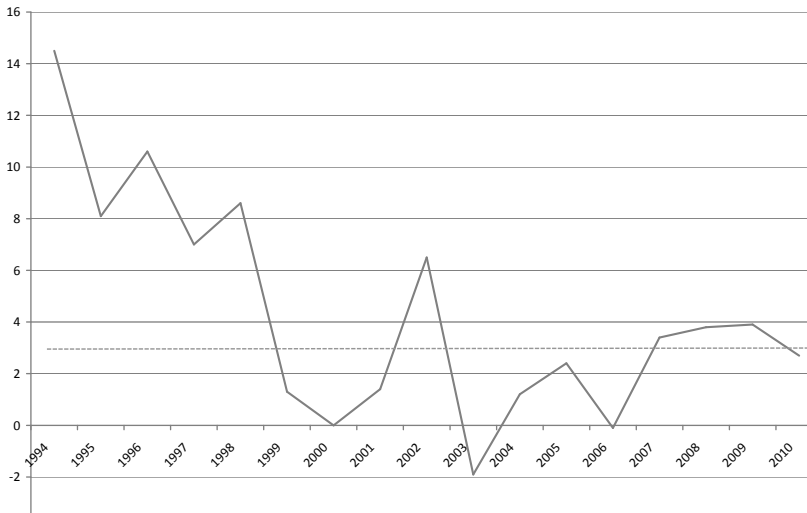
נוסף למדיניות המרחיבה בתחום קביעת הריבית, ובדומה להרבה בנקים מרכזיים אחרים בעולם, נקט בנק ישראל בצעדי מדיניות שחרגו באופן משמעותי מ"רפרטואר" כלי המדיניות המקובל (טאף, 2010; ראו גם: בנק ישראל, 2010, א, 8; Barrell and Holland, 2010; The Economist, 2009). במרץ 2008 החל הבנק ברכישת מטבע חוץ (דולר ארה"ב) על-מנת להגדיל את יתרות המט"ח ברשותו; מאוחר יותר המשיך הבנק ברכישות מט"ח במטרה למנוע ייסוף של השקל ולצמצם את הפגיעה בייצוא הישראלי (בנק ישראל, 2009, ב). כמו כן, מפברואר 2009 (ועד אוגוסט 2009) רכש הבנק אג"ח ממשלתיות על מנת להשפיע על הפחתת ריבית לטווח בינוני וארוך במשק (אבריאל וששון, 2010; בנק ישראל, 2010, א, 4).

המדיניות שתוארה לעיל עומדת בניגוד למדיניות שננקטה עד שלהי 2001. ציור 2 מלמד כי בתקופה זו המשיך הבנק בהורדה הדרגתית של הריבית באותו מתווה שבו נקט בתקופה שקדמה למיתון. זאת כאשר רמות הריבית הנומינלית והריאלית היו גבוהות מאד מלכתחילה. השוני בין מדיניות בנק ישראל במיתון האחרון וזה שקדם לו ניכר גם בהשוואת פערי הריבית הריאלית בישראל ובארה"ב.

**ציור 2: ריביות בישראל ובארה"ב, 1995-2010 (אחוזים)<sup>3</sup>**



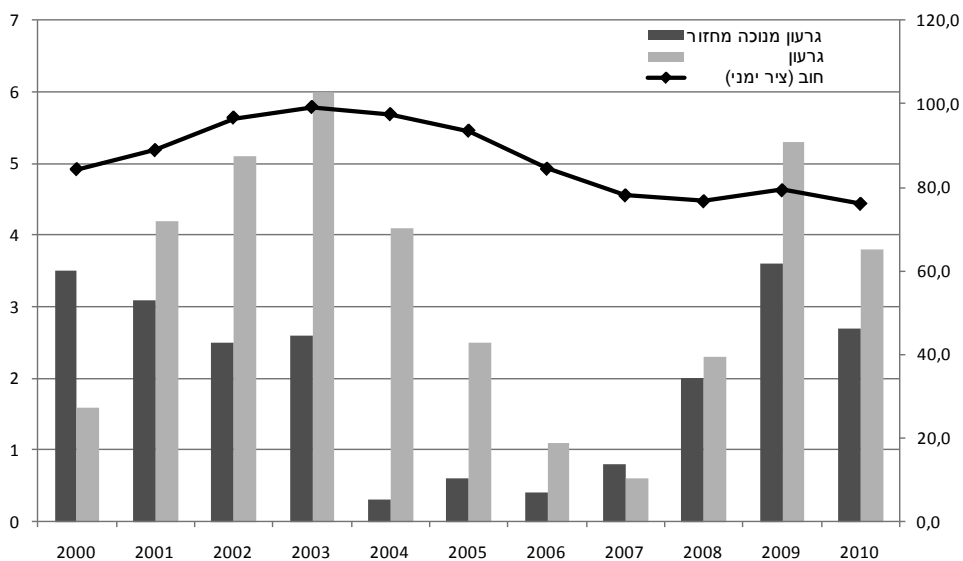
**ציור 3: אינפלציה, 1994-2010 (נתונים שנתיים)**



3 מבוסס על נתוני בנק ישראל ועל נתוני ה-Federal Reserve Bank of St. Louis. תחשיב ex ante של נתוני הריבית הריאלית מבוסס על נתוני הריבית הרשמית האפקטיבית פחות נתוני ציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הראשונה באותה עת. האזורים המוצלים מסמנים את תקופות המיתון בישראל: III/2008, II/2003-IV/2000-II/2009.

המדיניות הפיסקלית שננקטה בישראל בתגובה למיתון 2008-2009 הייתה שמרנית יחסית. ראשית, המדיניות שננקטה בסופו של דבר הייתה מדיניות א־מחזורית ולא אנטי־מחזורית. שנית, הרחבת הגרעון נבעה בעיקרה מתוצאת פעולתם של "מייצבים אוטומטיים" ולא ממדיניות פיסקלית יזומה (discretionary policy). שלישית, המרכיב המרכזי של המדיניות האנטי־מחזורית היוזמה שכן ננקטה היו צעדים להפחתת מיסוי ולא הרחבת ההוצאה הציבורית, ואף אותו חלק של הרחבת ההוצאה הציבורית שננקט באופן יזום נוטרל באמצעות צעד פרו־מחזורי - העלאת מיסוי זמנית.

#### ציור 4: גרעון תקציבי וחוב ציבורי (אחוזי תוצר), 2000-2010<sup>4</sup>



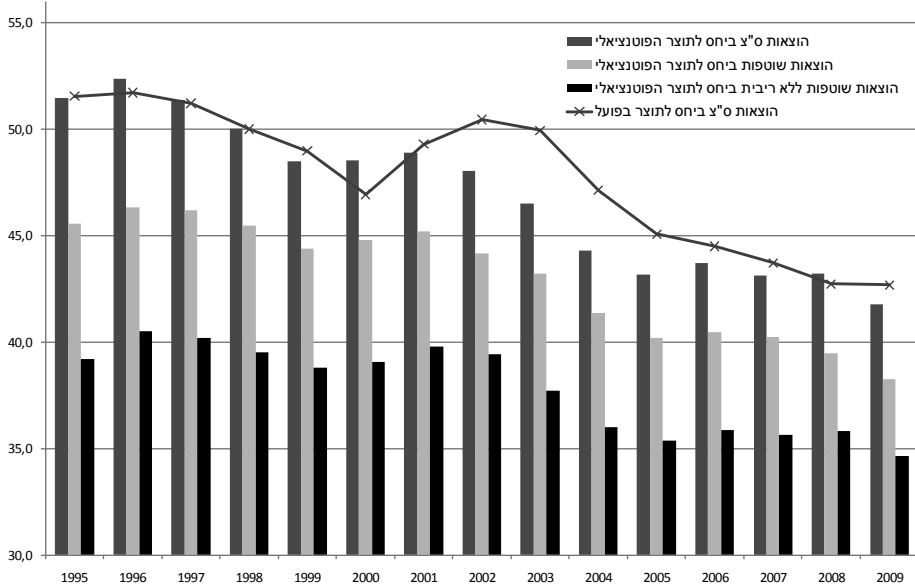
כמתואר בציור 4, בעקבות המשבר חל גידול משמעותי בגרעון התקציבי בישראל (בנתונים מנוכח מחזור היקף הגידול הוא פחות משמעותי). ביחס לשנת 2007, גדל שיעור הגרעון ב-1.6 נקודות אחוז בשנת 2008 וב-4.4 נקודות אחוז ב-2009 (תקרת הגרעון שנקבעה לשנת 2010 הייתה 5.5 אחוזי תוצר, הגרעון בפועל היה 3.8 אחוזי תוצר). נתונים אלו דומים לגידול הממוצע המתוכנן בגרעון התקציבי בראשית 2009 במדינות G-20 (ביחס ל-2007): 1.3% ב-2008, 5.5% ב-2009 ו-5.4% ב-2010 (IMF, 2009).

עיקר ההסבר לגידול בגרעון הממשלתי הוא פעולתם של "מייצבים אוטומטיים", כלומר העלייה בהיקף תשלומי העברה בעקבות המשבר והירידה בהכנסות המדינה עקב ירידת התוצר המקומי ובעקבותיו ירידה בתקבולי המיסוי (בין השאר תוצאה של הפחתות מסים בשנים קודמות [בנק ישראל, 2010, א, 224-226]). במיתון האחרון לא עלה חלקה של ההוצאה הציבורית בתוצר בעקבות המשבר, והשפעתה של המדיניות הפיסקלית שננקטה הייתה ניטרלית או א־מחזורית (ראו

4 נתוני הגרעון מנוכה מחזור התקבלו מעדי ברנדר מחטיבת המחקר של בנק ישראל.

גם: זוסמן, 2010). בצירור 5 ניתן לראות כי אי־הגידול במשקל ההוצאה הציבורית בתוצר משתקף הן בנתונים השוטפים והן בחישוב משקל ההוצאה ביחס לתוצר הפוטנציאלי. מבחינה זו המדיניות הפיסקלית שננקטה בישראל עמדה בניגוד למדיניות שננקטה בשאר מדינות ה־OECD (בנק ישראל, 2010א, 4). בעוד שבאחרונות "עלה משקל ההוצאה הציבורית בתוצר בין 2007 ל־2009, במוצק, ב־5 אחוזים, [...] בישראל נרשמה בתקופה זו ירידה של אחוז אחד".<sup>5</sup>

צירור 5: ההוצאה הציבורית 1995-2009 (אחוזים)<sup>6</sup>



כאמור, לעומת "המייצבים האוטומטיים", מקומה של המדיניות היזומה היה שולי יחסית והדבר בא לידי ביטוי גם באי־השינוי בחלק ההוצאה הממשלתית בתוצר, ואף בהקטנת משקל ההוצאה הממשלתית בתוצר הפוטנציאלי (צירור 5). המדיניות היזומה שכן ננקטה הורכבה בעיקרה מהפחתות מסים (כחלק ממדיניות ארוכת־טווח שננקטת על־ידי הממשלה) ולא מהרחבת ההוצאה. בישראל הסתכם היקפם של התמריצים היזומים בכ־0.5% תוצר (בנק ישראל, 2010א, 227). זהו שיעור נמוך יחסית בהשוואה בינלאומית; במדינות G-20 היה חלקם של התמריצים בגידול בגרעון 1.8-2.0 נקודות אחוז ב־2009 ו־1.3-1.5 נקודות אחוז ב־2010 (IMF, 2009). במקביל הועלה באופן זמני שיעור מס ערך מוסף ונטרלה במידה רבה ההשפעה המרחיבה של המדיניות היזומה (בנק ישראל, 2010א, 227-228).

ברוך בנק ישראל לשנת 2009 מודגש כי המדיניות האי־מחזורית שננקטה בישראל היא יוצאת

5 בנק ישראל, 2010א, 21.

6 הנתונים ביחס לתוצר הפוטנציאלי חושבו על ידי עדי ברנדר מחטיבת המחקר של בנק ישראל.



דופן בהשוואה לעבר, ובפרט בהשוואה למיתון 2001-2003 שבו הייתה מדיניות הממשלה פרו-מחזורית (בנק ישראל, 2010א, 217-218). אולם המדיניות הפרו-מחזורית במיתון של 2001-2003 ננקטה רק בשלב מאוחר יחסית, החל ממחצית 2003. עיון בציור 5 מצביע על כך שלפי הנתונים השוטפים רמת ההוצאה הציבורית עלתה בין השנים 2000-2002 והחלה לרדת רק משנת 2003 ואילך (בעקבות יישום תכנית הקיצוצים הנרחבת במסגרת "התכנית להבראת כלכלת ישראל" [משרד האוצר, 2003]). נתוני ההוצאה ביחס לתוצר הפוטנציאלי מלמדים שלמעשה גם בשנים 2000-2002 לא היה גידול של ממש בהוצאה הציבורית בתוצר, וכי הגידול ביחס הוצאה/תוצר נבע בעיקרו מהתכווצות התוצר. כמתואר בציור 4, גם גובה הגרעון החל לרדת באופן משמעותי רק משנת 2004 ואילך (ירידה שמושפעת גם מהעלייה בשיעורי הצמיחה משנת זו ואילך). במילים אחרות, בניגוד למדיניות הפרו-מחזורית שננקטה בשנת 2003, ניתן לאפיין כא-מחזורית את המדיניות הפיסקלית שננקטה במהלך השנתיים הראשונות של מיתון זה. בדומה למיתון האחרון, גם במיתון 2001-2003 נבע הגידול בגרעון הממשלתי מפעולתם של "המייצבים האוטומטיים". כלומר, נראה שבניגוד לשוני הבולט בתגובה המוניטרית לשני המיתונים, המדיניות הפיסקלית הייתה דומה למדי.<sup>7</sup>

אולם יש לחזור ולהדגיש כי המדיניות הפיסקלית שננקטה בפועל אינה שיקוף ישיר של עמדת אגף התקציבים. למעשה, אגף התקציבים תמך בשני המיתונים בנקיטת מדיניות מרסנת יותר מזו שננקטה בפועל.<sup>8</sup> אף שאגף התקציבים לא הביע התנגדות מוחלטת להרחבה פיסקלית בעת המיתון האחרון, הוא ביקש לרסן ולמתן הרחבה כזו. עמדה שלפיה אין להרחיב את ההוצאה הציבורית בשיעור גבוה מ-1.7 אחוזי תוצר הוצגה על-ידי ראשי האגף גם בדיונים בקרב הדרגים המקצועיים (ראיונות עם ירום אריאב, רם בלינקוב, אורי יוגב) - כלומר חרגה מה"רטוריקה הטקטית" מול המערכת הפוליטית.<sup>9</sup> בסופו של דבר כללה התכנית הכלכלית הרחבה של ההוצאה הציבורית בשנים 2009-2010 בשיעור כולל של 3.05 אחוזי תוצר. הפער, בגובה 1.35 נקודות אחוז בכל שנה, הוגדר כזמני.

מהשוואת המדיניות המקרו-כלכלית שננקטה בתגובה למיתון האחרון ובתגובה לזה שקדם לו עולות מספר נקודות מרכזיות: ראשית, התגובה למיתון האחרון התאפיינה בהבחנה ברורה בין בנק ישראל למשרד האוצר, ובמסגרתה ננקטו הצעדים האקטיביים בעיקר על-ידי הבנק אשר בנוסף לנקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה "רגילה" הפעיל אמצעים לא שגרתיים (בייחוד התערבות בשוק המט"ח) על-מנת לתמוך במטרות לא שגרתיות (תמיכה בייצוא). שנית, תגובתו של בנק ישראל למיתון האחרון הייתה שונה באופן דרמטי מתגובתו למיתון 2001-2003; אז נמנע הבנק במשך תקופה ארוכה מנקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה, כל שכן משימוש בכלי מדיניות בלתי-שגרתיים. שלישית, בשני המקרים לא ננקטה מדיניות פיסקלית אנטי-מחזורית משמעותית, אלא מדיניות א-מחזורית בלבד, ובשני המקרים תמך אגף התקציבים במדיניות פיסקלית מרסנת יותר. השאלה שעומדת על הפרק, אם כן, היא כיצד ניתן להסביר את (1) השוני במדיניות בנק ישראל

7 בתקופת מיתון 2001-2003 חל גידול בהיקף ההוצאה הביטחונית שלא ניתן להתייחס אליו כאל תגובה למיתון.

8 ביחס למיתון 2001-2003 ראו: Fonseca-Wollheim et al., 2002; Klein, 2001.

9 ראו גם בלינקוב, 2009. הדבר עולה גם מהשוואת תקציב הממשלה שאושר בפועל והתכנית הכלכלית שהתלוותה אליו (משרד האוצר, 2009) להצעות תקציב קודמות. בתקופה זו כיהנה ממשלת מיעוט, ומדיניות התקציב התבססה על נוסחת הוצאה של 1/12 מתקציב השנה הקודמת בכל חודש עד לאישור התקציב של הממשלה החדשה.

ומדיניות אגף התקציבים בתגובה למיתון האחרון; (2) השוני במדיניות בנק ישראל בשלב הראשון של מיתון 2003-2001 ובמיתון האחרון. מכאן ואילך מוקדש המאמר לבחינת שאלות אלו.

#### ד. ההסבר הכלכלי-פונקציונלי ומגבלותיו

את ההסבר הראשון שעולה על הדעת אכנה "ההסבר הכלכלי-פונקציונלי". לפי הסבר זה, בשני המיתונים תאמה המדיניות המקרו-כלכלית שנקטה את התיאוריה הכלכלית המקובלת ואת צעדי המדיניות המתחייבים ממנה במקרה של משבר דיפלציוני, ובהינתן התנאים שבהם היה מצוי המשק הישראלי. במילים אחרות, המדיניות שנקטה בכל אחד מהמקרים הייתה המדיניות הנכונה ביותר בהינתן התנאים הכלכליים הקיימים והידע הכלכלי הרלוונטי: כלי המדיניות הותאמו למצב הכלכלי כפי שזה השתקף בנתונים הכלכליים. במידה רבה זהו ההסבר שמוצע על ידי בנק ישראל בדוח לשנת 2009 שבו נכתב כי "ההקטנה המתמשכת של החוב הציבורי ביחס לתוצר, אפשרה לממשלה לקיים השנה מדיניות אי-מחזורית. [...] האמינות הפיסקלית סייעה לבנק לנקוט הרחבה מוניטרית חריגה"<sup>10</sup>. הסבר זה מקבל לכאורה משנה תוקף לאור ההתאוששות המהירה יחסית של המשק הישראלי במונחי צמיחה ואבטלה, אולם ברור שהצלחת המדיניות בדיעבד לא יכולה להוות הסבר לכך שנקטה אותה המדיניות מלכתחילה. אולם מעבר לצורך להמנע מהחלפת הסיבה בתוצאה, ישנם היבטים - הן במדיניות בנק ישראל והן במדיניות אגף התקציבים - שאינם מתיישבים באופן מלא עם הסבר פונקציונלי גרידא.

#### בנק ישראל

ביחס לבנק ישראל, ההסבר הפונקציונלי אינו מציע תשובה מספקת לשני מרכיבים במדיניות שתוארה לעיל. הראשון: שימור מדיניות מוניטרית מרסנת בשנת 2001, במיוחד בהשוואה למדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטה בתגובה למיתון האחרון; השני: התערבות בשוק המט"ח (ובמידה מסוימת האג"ח) בזמן המיתון האחרון. אין בכוונתי לטעון שהפעולות שנקטו סותרות או עומדות בניגוד לתיאוריה המקרו-כלכלית המקובלת (השוו לדוגמה: Clarida, Gali and Gertler, 1999; Leeper, 2010), אלא שהריסון שבו נקט הבנק בשנת 2001 וההתערבות מ-2008 ואילך בשוק המט"ח אינם נגזרים ישירות מהתיאוריה המקרו-כלכלית. רק כאשר נלקחים בחשבון תנאים נוספים - הנובעים מתנאים שאכנה אותם "פוליטיים-מוסדיים" ועליהם יורחב בהמשך - ניתן להבין את הנטייה "האקטיבית" של הבנק בזמן המיתון האחרון ואת נטייתו "השמרנית" בזמן המיתון שקדם לו.

דוחות האינפלציה של הבנק משנת 2001 מתייחסים בהרחבה לעקרונות הכלכליים שעמדו ביסודה של המדיניות המוניטרית השמרנית יחסית (לדוגמה בנק ישראל, 2001). הבנק סקר בהם את הגורמים הרבים שנלקחו בחשבון בקביעת המדיניות המוניטרית והדגיש את הצורך בנקיטת משנה זהירות במדיניות המוניטרית דווקא לאור אותם גורמים שהם קשים יותר למדידה, משקפים

10 בנק ישראל, 2010א, 216. אם כי החוב לא הצטמצם בשיעור כה דרמטי: 84.4 אחוזי תוצר ב-2000 לעומת 76.8 ב-2008.

אי ודאות רבה יותר או מידה של שליטה נמוכה של הבנק עליהם (בדגש על הנושא הפיסקלי). ואמנם, גם לפי טיילור (Taylor, 1993) ישנה מידה של גמישות ומרחב פעולה כאשר המדיניות המוניטרית כפופה לכללים יותר מאשר לשיקול הדעת של קובעי המדיניות. המדיניות המרסנת של הבנק בשנת 2001 נבעה מהדגשת גורמים כמו היסטוריה של תנודתיות אינפלציונית בישראל ואי ודאות ביחס למחויבות הממשלה לריסון פיסקלי. מבחינה זו ברור שמדיניות הבנק לא עמדה בניגוד להיגיון כלכלי-פונקציונלי. אולם בנקיטת מדיניות מרסנת ובשימור ריבית ריאלית גבוהה היו כרוכים גם סיכונים וחסרונות. בולטת בהקשר זה ההשפעה על התנאים הפיסקליים: עליית המחירים הנמוכה הובילה לעלייה ריאלית של הוצאות הממשלה מבלי שחלה עלייה נומינלית בהוצאות (בנק ישראל, 2002, 144). במילים אחרות, גם מדיניות מרחיבה יותר הייתה תואמת להיגיון הכלכלי, ואמנם הריסון המוניטרי שנקט בנק ישראל עורר באותה עת ביקורת חריפה מצד גורמים מקצועיים במשרד האוצר (2000, 2002ב) וכלכלנים באקדמיה (Temkin, 2002).

לוח 1: יעד האינפלציה והאינפלציה בפועל, 1999-2003 (אחוזים)

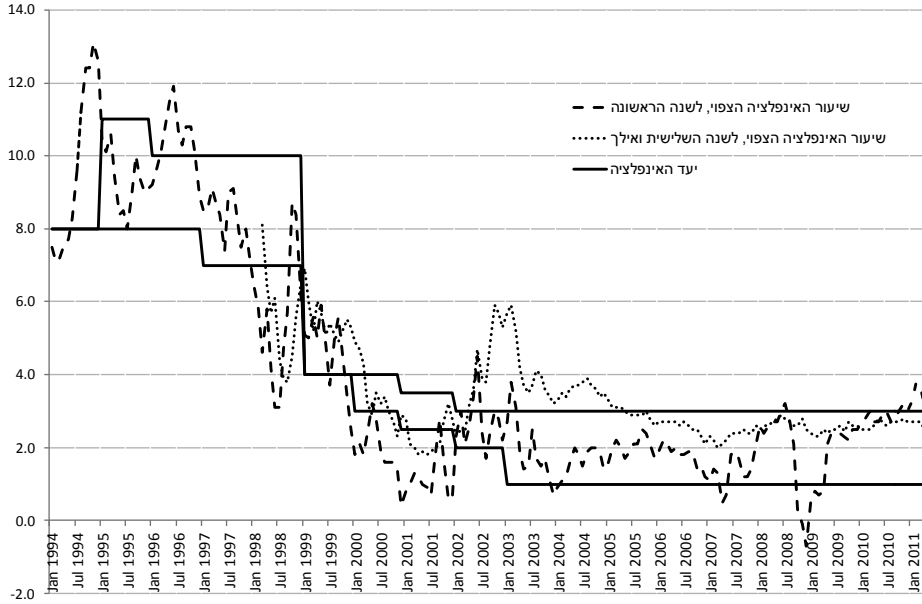
שנה	1999	2000	2001	2002	2003
יעד האינפלציה (%)	4	4-3	3.5-2.5	3-2	3-1
אינפלציה בפועל (%)	1.3	0.0	1.4	6.5	-1.9

חשיבותה של אמינות יעד האינפלציה של הבנק המרכזי (Spivak and Sussman, 2008) מחייבת בחינה של הקשר בין מרכיב זה לבין מדיניות בנק ישראל ב-2001. לוח 1 מלמד כי רמת האינפלציה במהלך 2001, כמו גם ב-1999 ו-2000, הייתה נמוכה משמעותית מיעד האינפלציה. ניתוח מדיניות הבנק באותה העת מחייב גם בחינה של היחס בין יעד האינפלציה לרמת הציפיות לאינפלציה, המהווה את הממד הפשוט והבסיסי ביותר לאמינות הבנק המרכזי (Svensson, 2000, 22). מצויר 6 ניתן ללמוד כי כבר בראשית 2000 ועד סוף 2001 התכנסו הציפיות לאינפלציה לתחום יעד האינפלציה של הבנק. גם בשנת 1999, שבה הציפיות לאינפלציה היו גבוהות יותר מיעד האינפלציה, ניכרה מגמה ברורה של ירידה, ונראה שהציפיות לאינפלציה "הדביקו" בקצב אטי יחסית את ההפחתה הדרמטית של יעד האינפלציה באותה שנה (ב-1997 וב-1998 נמצאו הציפיות לאינפלציה בתוך או מתחת לתחום יעד האינפלציה).

אם כן, הן נתוני האינפלציה בפועל והן נתוני יעד האינפלציה אינם מלמדים על כך שהמדיניות המרסנת של הבנק במהלך 2001 נבעה ישירות מפער ביניהם לבין יעד האינפלציה. למעשה, מאמצע 2000, וביתר שאת מסוף 2000, לא רק האינפלציה אלא גם הציפיות לאינפלציה היו נמוכות משמעותית מיעד האינפלציה. במילים אחרות, יתכן כי המדיניות המרסנת של בנק ישראל באותה תקופה דווקא פגעה באמינות יעד האינפלציה. בהקשר זה מציינים דרייזן ומסון כי מדיניות מרסנת בזמן מיתון עלולה דווקא להביא לפגיעה באמינות מכיון שהיא תיחשב על-ידי השחקנים הכלכליים האחרים כלא בת-קיימא (Drazen and Masson, 1993). מאידך גיסא, ברור ממה שצוין לעיל שהדאגה לאמינות יעד האינפלציה היוותה שיקול מרכזי במדיניות הבנק, ושהעדפה של "פספוס מלמטה" של יעד האינפלציה שיקפה לידו של הבנק ניסיון לחזק את אמינות יעד האינפלציה. העובדה שישנן דרכים שונות, ובתנאים מסוימים סותרות, להשגת יעד חשוב זה מלמדת על

המורכבות של תהליכי קבלת החלטות גם בתחום "טכני" לכאורה כמו התחום המוניטרי, ועל מרחב הפעולה שנגזר ממנה. כפי שיידון בהמשך, כאשר נלקח בחשבון ההקשר המוסדי-פוליטי שבו קובעי המדיניות פועלים ניתן להבין טוב יותר את בחירתם בדרך פעולה מסוימת בתוך מרחב זה.

ציור 6: האינפלציה הצפויה ויעד האינפלציה 1994-2011 (אחוזים)



באשר למדיניות הבנק בתגובה למיתון האחרון, ברור כי התיאוריה המקרו-כלכלית המקובלת מתירה נקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה לצורך ייצוב המשק בטווח הקצר כאשר ישנה שליטה בציפיות ובאינפלציה ארוכת הטווח. מבחינה זו לא הייתה סתירה בין המדיניות שנקטה בתגובה למיתון האחרון לבין התיאוריה המוניטרית, והורדת הריבית החדה בסוף 2008 וראשית 2009 יכולה להתפרש כצעד סביר ואף מתבקש (שאמנם ננקט עלידי בנקים מרכזיים רבים בעולם). אולם ההתערבות בשוק המט"ח, גם אם אינה סותרת את התיאוריה המוניטרית וגם אם ננקטה על ידי מדינות נוספות (ראיון עם צבי אקשטיין), לא הייתה נגזרת ישירה או צעד הכרחי ומתבקש של התיאוריה המוניטרית. ניתן לבחון את השוני בין שני רכיבי המדיניות באמצעות מבחן "מה היה אילו" פשוט (counterfactual): אילו לא היה בנק ישראל מוריד באופן חד את הריבית בתגובה למיתון האחרון סביר שהיה הדבר זוכה לביקורת חריפה מצד "הזרם המרכזי" של הכלכלנים בישראל ובעולם; לעומת זאת, סביר שהבנק לא היה סופג ביקורת דומה אילו היה נמנע מהתערבות בשוק המט"ח.<sup>11</sup>

11 סביר להניח שאי-התערבות בשוק המט"ח הייתה מביאה לביקורת מצד גורמים אחרים, בייחוד היצואנים.

יתרה מכך, התערבות הבנק בשוק המט"ח שיקפה נטילת סיכון גבוה יחסית לזיה הכרוך במדיניות מוניטרית רגילה (ראיונות עם צבי אקשטיין, עומר מואב). גם בשיח הציבורי בישראל שיקפה נקיטת צעדי ההתערבות בשוק המט"ח חריגה מהקונצנוס, והעלתה ביקורת שהלכה והחריפה. לדידם של מבקריה, זהו ניסיון מלאכותי לרסן את השפעות המשבר שהסיכונים הכרוכים בו, הן הישירים - מידת האפקטיביות של הניסיון להשפיע על שער הדולר - והן העקיפים - אמינות בנק ישראל - הם רבים (אנקורי, 2010; דר, 2010; שטרסלר, 2009; שירות גלובס, 2010). גם מי שתמך במדיניות זו ציין את הקשיים שהיא מעוררת מבחינת פעילות ספקולטיבית, ולפיכך את המחירים שעלולים להיות כרוכים בנסיגה ממנה (ראיון עם עומר מואב).

## אגף התקציבים

ההסבר הפונקציונלי אינו נותן מענה מספק גם בהקשר של תגובת אגף התקציבים, משתי סיבות עיקריות. ראשית, בשני המקרים המדיניות הפיסקלית שננקטה בפועל הייתה מרחיבה יותר מזו שקידם אגף התקציבים. משרד האוצר גם הבהיר בעת המיתון הקודם כי אין לנקוט מדיניות פיסקלית אנטי-מחזורית משום שהשלכותיה החיוביות מוטלות בספק ועלולות להיות לה השלכות שליליות (משרד האוצר, 2002א, 11). שנית, עמדתו של אגף התקציבים הייתה שונה מעמדתם של כלכלנים רבים ומוסדות ייעוץ כלכליים אשר תמכו בהרחבה משמעותית יותר, גם אם לא באופן דרמטי.

ככלל, התקיימה הסכמה רחבה בין כלכלנים באקדמיה ובבנק ישראל ביחס לאופיו של המשבר הכלכלי וביחס למדיניות שיש לנקוט לגביו. אולם חשובה במיוחד לענייננו העובדה כי המדיניות הפיסקלית שהונהגה בפועל תאמה הסכמה זו באופן חלקי בלבד: בשונה מהמדיניות שננקטה בפועל גרסו כלכלנים בבנק ישראל ובאקדמיה כי יש לנקוט בצעדים פיסקליים אנטי-מחזוריים (בנק ישראל-מחלקת המחקר, 2009).<sup>12</sup> אמנם, ההסכמה בין הכלכלנים שיקפה הכרה כי טווח הפעולה של המדיניות הפיסקלית הוא מוגבל, לאור היחס חוב/תוצר בישראל באותה עת. לפיכך, ולאור ההשפעה החזקה ממילא של "המייצבים האוטומטיים", יש להסתפק בהרחבה פיסקלית מצומצמת יותר, של עד כאחוז תוצר. הפער בין עמדת הכלכלנים לבין המדיניות שננקטה בפועל לא היה דרמטי מבחינה כמותית; אולם כיון שהמדיניות שננקטה בפועל הייתה מרחיבה יותר מזו שקידם אגף התקציבים, ברור שעמדתו של האגף הייתה מרסנת או "שמרנית" ביחס להמלצות הכלכלנים מחוצה לו במהלך תהליך קבלת ההחלטות.

המדיניות שבה נקט אגף התקציבים לא עמדה בניגוד להיגיון הכלכלי-פונקציונלי אלא שיקפה הדגשה של היבטים מסוימים בהיגיון כזה. אופיו של המיתון כ"מיובא", והעובדה שבניגוד למדינות רבות אחרות לא סבלה ישראל ישירות מהמשבר הפיננסי, כמו גם הספק לגבי סיכויי השפעתה של מדיניות פיסקלית מקומית במשק קטן ופתוח, מדגישים את ההיגיון הכלכלי בעמדת האגף. כיון שהמשבר מטופל באופן אינטנסיבי על ידי המדינות "המייצאות" אותן, ומכיון שיכולת ההשפעה של ישראל היא קטנה, יתכן שמוטב לנהוג בגדר "נוסע חופשי" ולהימנע ממדיניות פיסקלית אנטי-מחזורית שעלולה לפגוע בעתיד במשק (עקב עלייה ביחס החוב/תוצר לדוגמה). השאלה היא כיצד ניתן להסביר את "דבקותו" של אגף התקציבים בעמדה זו בתוך מרחב האפשרויות שמציע ההיגיון

12 ראו גם דברי אבי בן-בסט, מומי דהן ועומר מואב, ועדת הכספים של הכנסת, 17.3.2009.

הכלכלי-פונקציונלי, בפרט לאור עמדותיהם של כלכלנים אחרים. לפני הדיון בהסבר המוסדי פוליטי, שיסייע בהבנת עמדתו של אגף התקציבים, יש להתייחס לשאלת השפעתם של התנאים המוסדיים הפורמליים שבמסגרתם נקבעה המדיניות המקרו-כלכלית.

## ה. ההסבר המוסדי-פורמלי

בנק ישראל (2010, א, 18) מציין שההסבר לתמהיל המדיניות המוניטרית והפיסקלית בעקבות המיתון האחרון טמון גם בשוני שבין גמישות הפעלתה של מדיניות מוניטרית לבין תהליכי קבלת ההחלטות המורכבים בתחום הפיסקלי. גם הסבר זה מבוסס על היגיון פונקציונלי, אולם לפיו השיקולים בנקיטת תמהיל מדיניות זה או אחר אינם מוגבלים ליחסים בין משתנים כלכליים גרידא, דוגמת ריבית ואינפלציה, אלא נוגעים גם לפרוצדורה הכרוכה בהפעלת אותו כלי מדיניות. אמנם, הספרות הכלכלית העניפה בנושא עצמאות בנקים מרכזיים ומוסדות פיסקליים משקפת את הקשר ההדוק בתפיסה הכלכלית העכשווית בין המדיניות המקרו-כלכלית לבין המוסדות האמונים על ניהולה והפעלתה.

מאז שנות השמונים חלו שני שינויים משמעותיים בדפוסי קביעת המדיניות המקרו-כלכלית בעולם: עצמאותם של בנקים מרכזיים בניהול המדיניות המוניטרית גברה, והמדיניות הפיסקלית הוכפפה ל"מוסדות פיסקליים". שינויים אלו מאפיינים את מרבית המדינות המפותחות, בכללן ישראל. במסגרת ייצוב המשק בשנת 1985 וחקיקת "חוק אי ההדפסה" פסק בנק ישראל מלהיות כפוף למעשה למשרד האוצר, ובאופן הדרגתי הלכה וגברה עצמאותו (ממן ורוזנהק, 2009; Cukierman, 2007). בד בבד, התגבשו בישראל הסדרים שהגבילו את המדיניות הפיסקלית, בראשם "חוק אי ההדפסה" שהוזכר לעיל, כלל מגבלת הגרעון (החל משנת תקציב 1992) וכלל תקרת הגידול בהוצאה הציבורית (החל משנת תקציב 2005) (ישראל, 1992; ראו גם זילברפרב, 2005). השאלה היא האם מאפייני המסגרת המוסדית-פורמלית יכולים לתרום להסבר לתגובתם של אגף התקציבים ובנק ישראל בשני המיתונים? אני מבקש לטעון שלא.

ראשית, לא חלו שינויים משמעותיים במגבלות הפורמליות המוטלות על בנק ישראל בתקופה שחלפה בין שני המשברים. שינוי חשוב - בדמות קבלתו של התיקון לחוק בנק ישראל - התרחש במרץ 2010, לאחר שהמשק הישראלי כבר החל להתאושש. לפיכך, פורמלית אין בשינוי זה כדי להסביר את המדיניות שקדמה להחלתו. אך גם בהנחה שלחוק המתגבש הייתה השפעה על עיצוב מדיניות הבנק עוד לפני החלתו הפורמלית, סעיפי החוק החדש וההבדלים בינם לבין סעיפי החוק הישן אינם מסבירים את השוני בין מדיניות הבנק ב-2008-2009 למדיניות שנקטה בתגובה למיתון הקודם (ישראל, 1954; ישראל, 2010). לפי מדד דה-יורה של עצמאות הבנק (Cukeirman, 2007) הבנק נהנה מעצמאות רבה יותר בעקבות החוק החדש.<sup>13</sup> שני מרכיבים בחוק החדש רלוונטיים במיוחד בהקשר הנוכחי. ראשית, ובשונה מהחוק הישן, סעיף 3 בחוק החדש, המגדיר את מטרותיו של בנק, קובע במפורש את מרכזיות יעד יציבות המחירים ביחס ליעדים האחרים. במילים אחרות, השינוי בהגדרה הפורמלית של מטרות הבנק יכול היה (אולי) להסביר נקיטה של מדיניות מرسנת יותר; אבל אין בשינוי ההגדרה הקבועה בחוק של מטרות הבנק כדי להסביר נקיטה של מדיניות מרחיבה יותר.

13 אם כי עוד לפני החלת החוק החדש נהנה הבנק מעצמאות דה-פקטו רבה (Cukeirman, 2007).

היבט פורמלי אחר נוגע להגדרת סמכות הבנק ומעמדו של הנגיד. הגברת האוטונומיה של הבנק ושל הנגיד צפויה לאפשר לבנק לנקוט ביתר קלות מדיניות מרסנת בשעת הצורך, גם כאשר הדבר נוגד אינטרסים אחרים של הממשלה ו/או של המערכת הפוליטית. בשונה מהחוק הישן, החוק החדש מגדיר מפורשות את מעמדו העצמאי של הבנק. כמו כן, בחוק החדש הוחמרו התנאים שבהם יכולה הממשלה להביא לפיטורי הנגיד. בעבר הייתה הממשלה רשאית לפטר את הנגיד גם במקרה של אי הסכמה בסוגיות מדיניות (ישראל, 1954, סעיף 15). לעומת זה, לפי החוק החדש יכולה הממשלה לפטר את הנגיד אך ורק כאשר זה אינו ממלא, או אינו יכול למלא, את הדרישות הפורמליות הכרוכות במילוי התפקיד (ישראל, 2010, סעיף 13). גם כאן ניתן היה להישען על השינוי הפורמלי הצפוי על-מנת להסביר תופעה הפוכה מזו שהתרחשה בפועל - כלומר נקיטת מדיניות מרסנת יותר עקב הגברת עצמאות הבנק; אולם לא ניתן לקבוע כי השינוי הצפוי כשלעצמו עודד את הבנק לנקוט מדיניות מרחיבה יותר.<sup>14</sup>

בתקופה שחלפה בין שני המיתונים חלו שינויים אחרים בתחום המדיניות המוניטרית ומדיניות שער החליפין, בייחוד השלמת נידוד שער החליפין של השקל. אולם שינויים אלו כשלעצמם לא חייבו התערבות משמעותית יותר של הבנק בתגובה למיתון האחרון. למעשה, רוחם של שינויים אלו, אשר בבסיסם עומדת ההנחה כי אין להתערב בשוק מטבע החוץ, והמאבק ארוך השנים של בנק ישראל להשגתם (ממן ורוזנהק, 2009), עומדים במידה רבה בניגוד להתערבות בשוק מטבע החוץ שבה נקט הבנק בתגובה למיתון האחרון.

בתחום המדיניות הפיסקלית חל שינוי במסגרת המוסדית-פורמלית: במהלך ובעקבות מיתון 2001-2003 נוספה למסגרת הכללים הפיסקליים תקרת ההוצאה (ישראל, 1992, תיקון מס' 6). לכאורה שינוי זה הופך את המדיניות הפיסקלית שניתן היה לנקוט בתגובה למיתון האחרון למוגבלת יותר בהשוואה למיתון 2001-2003. אולם הדבר מוטל בספק: ראשית, המימוש בפועל של הכללים הפיסקליים הוא מוגבל מאד - לא רק בתקופות של מיתון ומשבר, אלא גם בתקופות של שגרה ויציבות כלכלית (ברנדר, 2009). חשוב מכך, היה זה אגף התקציבים שעשה מאמץ לצמצם את הפרת המגבלות הללו, בייחוד את תקרת ההוצאה (ראיונות עם ירום אריאב, רם בלינקוב). מכאן שיהיה נכון יותר לומר שלא המגבלות הן אלו שמנעו מאגף התקציבים נקיטת מדיניות פיסקלית מרחיבה יותר אלא להפך - היה זה האגף שביקש לשמר ולא להפר ככל שניתן את המגבלות. לסיכום, הן בתחום הפיסקלי והן בתחום המוניטרי, המסגרת המוסדית-פורמלית והשינויים שחלו בה בין שני המיתונים אינם תורמים כשלעצמם להבנת השאלה שעומדת על הפרק. עם זאת, וכפי שיובהר מיד, שילובו של הסבר מוסדי-פוליטי מחייב התייחסות למסגרת המוסדית-פורמלית כיון שזו מהווה מרכיב חשוב בהקשר המוסדי הרחב.

## ו. שילוב הסבר מוסדי-פוליטי

לפי גישת המוסדיות החדשה (new-institutionalism) במדע המדינה ביסודם של תהליכים פוליטיים עומדים המסגרת המוסדית שבתוכה תהליכים אלו מתרחשים, כלומר "כללי המשחק" שבמסגרתם פועלים השחקנים, והמאמץ המתמשך של השחקנים לשנות את כללי המשחק בהתאם

14 אין בכוונתי לטעון שהמדיניות שנקטה אינה תואמת את החוק החדש. ברור שהמדיניות שנקטה תואמת את החוק מכיון שהדאגה לצמיחה ותעסוקה לא פגעה ב"השגת יציבות מחירים לאורך זמן" כפי שהדבר הוגדר בחוק.

לאינטרסים ולרעיונות שעומדים בבסיס פעולתם (לדוגמה: Hall and Taylor, 1996; Schmidt, 2008). לאורה של גישה זו אני מבקש לנתח את התמודדותם של בנק ישראל ואגף התקציבים עם המיתונים כחלק מתהליך רחב יותר שבמסגרתו מושפעת פעולתו של כל אחד מהגופים הנדונים מ"כללי המשחק" של קביעת מדיניות מקרו-כלכלית בישראל ומאמציו להשפיע על כללים אלו. בשונה מהתמקדות בהשפעתם של מוסדות וכללים פורמליים, המסגרת התיאורטית שמציעה גישת המוסדיות החדשה במדע המדינה שמה דגש הן על הכללים הפורמליים והן על הכללים הבלתי-פורמליים אשר מרכיבים יחד, בנקודת זמן נתונה, את המסגרת המוסדית האפקטיבית.<sup>15</sup> במילים אחרות, הכללים הפורמליים והבלתי-פורמליים מהווים יחד כללי משחק שבמסגרתם פועלים השחקנים או הסוכנים הפוליטיים (לדוגמה: Streeck and Thelen, 2005). אולם המסגרת המוסדית אינה סטטית; השחקנים הפועלים במסגרת כללי משחק מסוימים יכולים לפעול לפי כללי המשחק ובה בעת לנסות לשנותם - זאת באמצעות רתימת כללי המשחק הקיימים לטובתם או לשם קידום השקפותיהם (Crouch, 2005; Schmidt, 2008).

ניתוח לאור הגישה המוסדית החדשה מבוסס על ההנחה שלמעשה דפוס עיצוב המדיניות המקרו-כלכלית אינו נוגע אך ורק לשאלות כלכליות גרידא ולשיקולים הנוגעים לאופן הטיפול הנכון בבעיה כלכלית מסוימת. ליתר דיוק, ההנחה היא שבמקרים רבים השיקול הכלכלי גרידא יהיה כרוך בשיקולים נוספים הנוגעים לעיצוב ארוך-הטווח של דפוס קביעת המדיניות בתחום הכלכלי וליכולת השפעתם בטווח הארוך של הגורמים המעורבים בתהליכים אלו. תהיה זו טעות ליצור דיכוטומיה בין השיקול הכלכלי לבין השיקולים האחרים, או לגזור מהניתוח מסקנה שלפיה השחקנים המעורבים יכולים לבחור בין פעולה המבוססת על שיקולים אובייקטיביים שמטרתם שיפור המצב הכלכלי לבין פעולה שמטרתה קידום מעמדם והשפעתם הפוליטיים. במקרים רבים ישנו קשר הדוק בין השניים, לכל הפחות במובן הזה שמנקודת מבטם של השחקנים המעורבים, מאמציהם לשנות את כללי המשחק או להרחיב את השפעתם במסגרת כללי המשחק הקיימים אינם מיועדים להרחבת העוצמה הפוליטית שלהם לשמה אלא מהווים עניין בעל חשיבות כלכלית ממדרגה ראשונה.

אימוץ המסגרת התיאורטית של גישת המוסדיות החדשה מאפשר הבנה טובה יותר של המדיניות המקרו-כלכלית שנקטה בתגובה למיתונים האחרונים כיון שהוא נותן מענה לסימני השאלה שנתרו לאחר הניתוח לאורו של ההסבר הכלכלי-פונקציונלי. כזכור, המדיניות שנקטה עלי-ידי כל אחד מהגופים תאמה היגיון כלכלי-פונקציונלי, אולם גם מדיניות שונה יכולה הייתה לעלות בקנה אחד עם היגיון זה. כעת אנסה להראות, באמצעות שילוב ההסבר המוסדי-פוליטי, מדוע כל אחד מהגופים בחר דפוס פעולה מסוים מתוך טווח הפעולה שתאם את ההיגיון הכלכלי-פונקציונלי.

## בנק ישראל בין שני מיתונים

כפי שצוין לעיל, במהלך התקופה שחלפה בין שני המיתונים לא חלו שינויים מוסדיים פורמליים שיש ביכולתם להסביר את השונות שצוינה לעיל. אולם למעשה, ואף שלא הוגדר באופן פורמלי,

15 בדומה לכלכלה המוסדית החדשה (new institutional economics) אשר מדגישה את השפעתם של מוסדות פורמליים ובלתי-פורמליים על תהליכים כלכליים (Brousseau and Glachant, 2008).



במהלך התקופה שחלפה חל שינוי מבני משמעותי וחשוב בתחום המדיניות המקרו-כלכלית בישראל. מדובר בהטמעה של יעד יציבות המחירים כתנאי המרכזי לתפקוד תקין של המשק הישראלי ולצמיחה כלכלית, ולמעשה כיעד המרכזי של המדיניות המקרו-כלכלית. כפי שניתן ללמוד מצויר 3, התקופה שחלפה בין שני המיתונים התאפיינה באינפלציה נמוכה ויציבה, זאת בניגוד לתקופה שקדמה לה, ולמעשה בניגוד לשנים עברו בכלל. כפי שמתואר בצוירים 4 ו-5, הטמעת יעד יציבות המחירים הייתה שלובה בהטמעה של ריסון פיסקלי, כלומר בהפחתה משמעותית של ההוצאה הממשלתית ושל הגרעון התקציבי.

ממן ורוזנהק (2009) דנים בהרחבה בתפקיד המרכזי של בנק ישראל בתהליך הטמעת יעד יציבות המחירים כמטרה המרכזית של המדיניות המקרו-כלכלית בישראל. כחלק מתהליך זה ביסס הבנק גם את מעמדו כגורם המרכזי האמון על הגדרתו המעשית של יעד זה כמו גם על השגתו, בין אם באופן ישיר ובין אם תוך הפעלת השפעתו על מדיניות הממשלה בתחומים שאינם תחת אחריותו הישירה, בפרט בתחום הפיסקלי. כפי שכבר צוין לעיל, נתוני האינפלציה והציפיות לאינפלציה שיקפו לכאורה השגת יציבות מחירים עוד לפני המיתון שמתחיל בשלהי 2000. אולם לדידו של הבנק, כל זמן שלא התבסס שינוי יסודי בדפוס ניהול המדיניות הפיסקלית וממילא בניהול המקרו-כלכלי בכלל היה זה בגדר הישג זמני בלבד.

בתוך טווח הפעולה שהתיר ההיגיון הכלכלי-פונקציונלי שיקפה הבחירה באופציה שמרנית יחסית היגיון מוסדי-פוליטי שבו השתמש הבנק בכלי המדיניות שעמדו לרשותו כגוף אוטונומי יחסית כדי ללחוץ על הממשלה לנקוט ריסון פיסקלי. כפי שצוין קודם, באותה תקופה הבנק מדגיש בדוחות השונים את אישביעות רצונו מהמדיניות הפיסקלית של הממשלה. הדברים בפתח דוח בנק ישראל לשנת 2001 "שהתפתחויות הפיסקליות בשנת 2001 מסמנות סטייה ממסלול ההתקדמות לעבר הסטנדרטים המקובלים בניהול מדיניות פיסקלית במדינות המערב"<sup>16</sup> מבהירים כי הבנק מעונין לקדם שינוי יסודי בדפוס ניהול המדיניות הפיסקלית. אולם ברור גם שעבור הבנק ההיגיון המוסדי-פוליטי היה משובל למעשה בהיגיון כלכלי-פונקציונלי: מיסודה של מדיניות פיסקלית המושתתת על ריסון היווה לשיטתו של הבנק תנאי הכרחי להשגת יציבות מחירים בטווח הארוך. מתוך כך ניתן גם להבין שלדידו של הבנק ההתכנסות שתוארה לעיל של הציפיות לאינפלציה לתחום יעד האינפלציה לא היוותה חיווי מספק להשגת "אמינות יעד האינפלציה". רק הטמעה עמוקה של ריסון פיסקלי יכולה הייתה להבטיח ניהול אפקטיבי של המדיניות המוניטרית על-ידי הבנק. התגבשות מעמדו העצמאי של בנק ישראל מ-1985 ואילך אפשרה לו לדבוק בעמדה זו, על אף שזכה לאיומים מצד המערכת הפוליטית בעקבות המדיניות שאותה הנהיג (ממן ורוזנהק, 2009, פרק 5ב).

מעניין לציין בהקשר זה את הדיון של אלסינה וסטלה בשאלת הקשר בין האוטונומיה של בנק מרכזי בשימוש בכלי המדיניות שעומדים לרשותו ובין קביעת יעדי המדיניות (Alesina and Stella, 2010). אלסינה וסטלה מציינים כי לפי דבלה ופישר (Debelle and Fischer, 1994) עצמאות בנק מרכזי צריכה להתבטא באוטונומיה בהפעלת כלי המדיניות המוניטרית, כאשר הסמכות לקביעת יעדי המדיניות המוניטרית צריכה להישאר בידי הדרג הנבחר. כנגד זאת טוענים אלסינה וסטלה כי כל זמן שהכיוון של המדיניות המוניטרית, או במילים אחרות יעדיה של המדיניות, נקבעים על-ידי הדרג הנבחר, יהיה קשה לבסס מחויבות אמינה ליציבות מחירים. נראה כי מדיניות הבנק ב-2001 נבעה מהמתח שעליו הם מצביעים, כאשר הבנק נהנה משליטה

בכלי המדיניות המוניטרית אולם השפעתו על ההגדרה המעשית של מטרות המדיניות הייתה מוגבלת. נראה גם כי באופן מעשי הבחנה דיכוטומית בין כלים ומטרות היא מטעה, שכן העצמאות בשימוש בכלים אפשרה לבנק להשפיע גם על יעדי המדיניות: הן באופן ישיר, שכן למדיניות שבה נקט הבנק הייתה השפעה על המשתנים המקרו-כלכליים, והן באופן עקיף, ככלי להפעלת לחץ על הממשלה לנקוט ריסון.

בניגוד לשנת 2001, מיתון 2008-2009 מתרחש כאמור לאחר שהתבסס כבר מעמדו של יעד יציבות המחירים כיעד המרכזי של המדיניות המקרו-כלכלית. בתנאים אלו, וביחוד כאשר לא היה לחץ משמעותי להרחבה פיסקלית, יכול היה הבנק לדידו להפעיל הרחבה מוניטרית משמעותית. נוסף לכך, ההתערבות של הבנק בשוק המט"ח התאפשרה משום שהיא היוותה הרחבה של כלי המדיניות שעומדים לרשותו, ולפיכך יכלה רק לחזק את מעמדו של הבנק במסגרת תהליכי קבלת ההחלטות בתחום המקרו-כלכלי.<sup>17</sup> גם כאן יש להדגיש כי הרחבת השפעתו של הבנק בתחום המקרו-כלכלי משקפת לא רק היגיון פוליטי-מוסדי אלא גם היגיון כלכלי-פונקציונלי, שכן היא עולה בקנה אחד עם הרעיונות שעומדים בבסיסו של בנק מרכזי עצמאי.

### אגף התקציבים ובנק ישראל במהלך המיתון האחרון

כיצד ניתן להסביר את העובדה שלמרות ההטמעה של יציבות מחירים בין שני המיתונים, ובניגוד לשינוי שחל במדיניות בנק ישראל, במדיניות אגף התקציבים לא חל שינוי משמעותי? ניתן לחלק את התשובה לשני מרכיבים השלובים זה בזה: ראשית, ההשגה של שינוי מוסדי מחייבת גם מאמץ מתמיד לשימורו; שנית, לאור המעמד המוסדי השונה של בנק ישראל ושל אגף התקציבים - כלומר האוטונומיה של הבנק לעומת כפיפותו של האחרון למערכת הפוליטית - סביר שכל אחד מהגופים יאמץ דפוס פעולה שונה במסגרת מאמץ זה.

הכלים המוסדיים המרכזיים להשגת יציבות מחירים וריסון פיסקלי הנם עצמאות בנק מרכזי בתחום המוניטרי ומוסדות פיסקליים בתחום הפיסקלי. כלים אלו מושתתים על הנחת יסוד משותפת: לדרג הפוליטי הנבחר יש השפעה שלילית על תוצאות המדיניות המקרו-כלכלית, ולפיכך יש לצמצם את היקף שיקול הדעת שלו בתחום זה (ראו גם Alesina and Tabellini, 2007). כפי שצוין לעיל, צמצום ההשפעה של הדרג הפוליטי בתחום המוניטרי מבוסס על הרחבה הדרגתית של עצמאות בנק ישראל, ונקיטת הרחבה מוניטרית והתערבות בשוק המט"ח לא סיכנו את מעמדו העצמאי של בנק. מעמדו זה אפשר לבנק להניח כי ביכולתו לשנות את המדיניות שבה הוא נוקט בנקודת זמן מסוימת וליישם בקלות יחסית בזמן מאוחר יותר ובמידה שימצא לנכון ריסון מוניטרי וצמצום או הפסקה של ההתערבות בשוק המט"ח. לפיכך, נקיטת הרחבה מוניטרית ושימוש בכלי מדיניות לא-שגרתיים בזמן המשבר לא היוו עבור הבנק סיכון משמעותי ביחס ליעד המרכזי וארוך הטווח: יציבות מחירים.

כפי שכבר נדון באופן מפורט אצל בן בסט ודהן (2006), מעמדו הריכוזי של משרד האוצר, ושל

17 מעניין לציין בהקשר זה כי בעוד שבמהלך המיתון הקודם זכה הבנק לביקורת קשה מצד המערכת הפוליטית, במהלך המיתון האחרון זכה הבנק, ובפרט הנגיד פישר בעל המעמד הרם יחסית מלכתחילה, לתשבוחות גם מצד מבקרי הליברליזציה הכלכלית של ישראל. ניתן להניח שמדיניות הבנק בתגובה למיתון לא היוותה מכשול להליך החקיקה של התיקון לחוק בנק ישראל.

אגף התקציבים בפרט, הופך אותו לשחקן רב עוצמה בתהליך קביעת המדיניות הפיסקלית. אולם הוא אינו שחקן יחיד בתהליך קביעת המדיניות הפיסקלית שבו קיימת מעורבות רבה של השחקנים הפוליטיים - שרי ממשלה, מפלגות הקואליציה, חברי כנסת, משרדי ממשלה אחרים ועוד. לפיכך, בעוד שסמכויותיו הרבות של האגף בתהליך קביעת מדיניות התקציב אמנם תורמות להגברת כוחו מול המערכת הפוליטית, בפועל האגף ממשיך להיות נתון במאבק מתמיד מול המערכת הפוליטית. ניתן לאפיין את האגף כשחקן שהוא מחד גיסא בעל עוצמה רבה ומאידך גיסא מצוי, או רואה את עצמו כמצוי, תחת איום ולחץ מתמיד להרחבה פיסקלית מצד המערכת הפוליטית. בתנאים אלו, ובניגוד לבנק ישראל, אגף התקציבים לא יכול היה להניח כי כאשר התנאים הכלכליים ישתנו יהיה ביכולתו ליישם בקלות יחסית ריסון פיסקלי לאחר נקיטת מדיניות פיסקלית מרחיבה. גם אם ישנו היגיון כלכלי בנקיטת מדיניות כלכלית אנטי־מחזורית, כלומר מרחיבה, בנקודת זמן מסוימת, צפוי קושי בנקיטת ריסון פיסקלי או בהפסקת יישום המדיניות המרחיבה. הדבר מביא לכך שאגף התקציבים ישתדל לצמצם את היקף ההרחבה הפיסקלית גם באותה נקודת זמן שבה הרחבה כזו משקפת היגיון כלכלי ומתבקשת לכאורה.

כמו כן, הכלים הפורמליים המרכזיים שעומדים לרשותו של אגף התקציבים במאמץ המתמשך לשימור יציבות מחירים וריסון פיסקלי הנם המוסדות הפיסקליים. מוסדות אלו, כפי שצוין כבר קודם, לא נועדו להגביל את פעולתו של אגף התקציבים אלא לסייע לו להגביל לחצים להרחבה פיסקלית מצד המערכת הפוליטית. עמדתו השמרנית יחסית של האגף במהלך המיתון האחרון שיקפה ניסיון למנוע פגיעה במוסדות אלו, בייחוד בכלל ההוצאה שגובש בעקבות המיתון הקודם.<sup>18</sup> כלי נוסף, בלתי פורמלי, שעומד לרשותו של האגף הנו המוניטין שלו כמי ששומר באופן בלתי מתפשר על הקופה הציבורית, הן מפני דרישות של בעלי אינטרס פוליטי וכלכלי והן כנגד טענות ביחס לפגיעה שמוביל האגף בערכים חברתיים (ראו לדוגמא: ארלוזורוב, 2009). בהיעדר מעמד אוטונומי ביחס למדיניות הפיסקלית, הדומה לזה של בנק ישראל ביחס למדיניות המוניטרית, מהווים מוניטין האגף והכללים הפיסקליים בסיס ליכולתו של האגף לקדם ריסון פיסקלי ושמירה על הקופה הציבורית לאורך זמן. בעוד שהתערבות בשווקים והרחבה מוניטרית חיזקה, או למיצער לא פגעה, במעמדו של בנק ישראל, הרי שתמיכה במדיניות פיסקלית עלולה להוות ערעור על נחיצותם של המוסדות הפיסקליים ועל המוניטין הבלתי מתפשר של אגף התקציבים, וכתוצאה מכך להחליש את יכולתו של האגף להשיג בטווח הארוך את יעדיו.

התנאים המוסדיים-פוליטיים השונים שבפניהם ניצבים בנק ישראל ואגף התקציבים סוכמו באופן ממצה על ידי נגיד הבנק באפריל 2009:<sup>19</sup>

[...] יש הבדל בין העבודה שהאוצר צריך לעשות לבין העבודה של בנק ישראל. אנחנו מקבלים החלטות ויכולים לבצע אותן. הם מקבלים החלטות ואז צריכים להילחם יום ולילה כדי לבצע אותן. זה הבדל מאוד גדול ועוזר למשק שיש לנו את היכולת לבצע את ההחלטות

18 בשל פעולתם של "המייצבים האוטומטיים" היה קשה הרבה יותר למנוע פגיעה ב"כלל הגרעון". מעניין לציין בהקשר זה את ביקורתו של שטרסלר על עדכון כלל ההוצאה, ועל ראש אגף התקציבים הנוכחי שמועל לכאורה בתפקידו בשל נכונותו לאפשר הרחבת ההוצאה הציבורית (שטרסלר, 2010א, 2010ב). אולם ניתן לפרש את אימוץ השינוי דוקא ככלי להגברת עוצמתו של אגף התקציבים ביחס למערכת הפוליטית. אופיו של הכלל החדש הופך את הדיון בנושא למקצועי יותר, ולפיכך קטן הסיכוי שפוליטיקאים יוכלו להשתתף בו באופן אפקטיבי, כאשר בה בעת לא ברור אם הכלל החדש יביא אמנם להרחבת ההוצאה הציבורית (זוסמן וספיבק, 2010).

19 הנגיד סטנלי פישר, ישיבת ועדת הכספים של הכנסת, 2.4.2009.

שלנו, אבל אנחנו גם צריכים להבין שהמשמעת התקציבית שלהם דורשת מהם מאמצים של עבודה קשה ועמידה מול הלחצים והקשיים.

## ז. השפעות נוספות: ההקשר האישי וההקשר הגלובלי

הניתוח עד כה הדגיש את השפעת המסגרת המוסדית על המדיניות שנקטו בנק ישראל ומשרד האוצר בתגובה לשני המיתונים. יוצא מכך, לכאורה, כי אותה המדיניות שנקטה בכל אחד מהמקרים הייתה ננקטת ללא קשר, לדוגמה, לזהותו של נגיד הבנק ולהשקפותיו. כיצד טענה זו עומדת ביחס לעובדה שהחל מאוגוסט 2009 הביע הנגיד הקודם, דוד קליין, התנגדות מפורשת להתערבות בנק ישראל בשוק המט"ח (עוואד, 2009; פילוט, 2009), ואף תמך בהעלאה מהירה יותר של הריבית לאחר המשבר (גרינשטיין, 2011א, 2011ב, שירות גלובס, 2011)? האם הדבר מלמד על כך שהניתוח שהוצג לעיל אינו עומד למעשה במבחן המציאות?

אני מבקש לטעון שלמרות האמור לעיל הניתוח שהוצג לעיל עומד בעינו, אולם ההנגדה בין עמדת פישר לעמדת קליין מאפשרת לחדדו ולהציגו באופן מדויק יותר. התנאים המוסדיים שבהם פעל הבנק בשנת 2009 לא חייבו נקיטת מדיניות מתערבת בהיקף ובאופן שנקט בפועל, אולם הם אפשרו ועודדו נקיטת מדיניות מרחיבה ומתערבת באופן משמעותי. קיומם של תנאים מוסדיים מסוימים אינו מיותר או מוציא מכלל אפשרות את שיקול הדעת של הסוכן הפוליטי הבודד - במקרה זה נגיד הבנק - וגם אם הם מאפשרים ואף מעודדים פעולה בכיוון מסוים, הסיכוי שאותו סוכן יפעל בכיוון מנוגד אינה נשללת באופן מוחלט. המסגרת המוסדית אינה דטרמיניסטית, אולם היא מאפשרת לנו להבין את המגבלות, הסיכונים וההזדמנויות שעומדים בפני השחקנים, אשר לאורם הם מקבלים החלטות.

מלבד השפעת זהותו האישית של הנגיד, שני גורמים נוספים שיש לתת עליהם את הדעת הם אופיו הגלובלי של המשבר הכלכלי האחרון והשפעותיו על התיאוריה הכלכלית, והמקרו-כלכלית בפרט. מבלי שניתן יהיה להרבות בפרטים מפאת קוצר היריעה, ניתן לומר שלפחות במידה מסוימת ערער המשבר הכלכלי האחרון אחדים מיסודותיה של התיאוריה המקרו-כלכלית. ערעור זה, כמו גם העובדה שמדינות רבות שנפגעו במשבר אימצו מדיניות מקרו-כלכלית אנטי-מחזורית משמעותית (IMF, 2009), עודדו לכאורה נקיטת מדיניות מקרו-כלכלית מרחיבה גם בישראל. אולם גם בהקשר זה בולט השוני בתגובת בנק ישראל ואגף התקציבים, ונראה כי השינויים שחלו מחוץ לישראל בעקבות המשבר הכלכלי השפיעו בעיקר על בנק ישראל ופסחו במידה רבה על אגף התקציבים. כפי שציין ראש אגף התקציבים בעת המיתון האחרון, הייתה חשיבות רבה לדידו בזמן המשבר להימנע מתגובת היתר שאפיינה מדינות רבות אחרות בעולם (ראיון עם רם בלינקוב). אם כן, גם בהקשר זה נראה שעל מנת לעמוד על השוני בין בנק ישראל ואגף התקציבים יש לתת את הדעת לתנאים המוסדיים השונים שבהם פעל כל אחד מהגופים. בהקשר זה ראוי לחזור ולציין כי בהשוואה לבנקים מרכזיים אחרים לא היה בנק ישראל חריג בשימוש בכלי מדיניות לא-שגרתיים. ניתן להניח שעובדה זו לא הקשתה עליו להשתמש בכלים אלו, ויתכן שהדבר מלמד גם על התנאים המוסדיים-פוליטיים הדומים שבהם פועלים בנקים מרכזיים כיום ואשר עודדו אותם לפעול באופן דומה בתגובה למשבר.

## ח. סיכום

במאמר זה דנתי בהסבר למדיניות המקרו־כלכלית שקידמו בנק ישראל ואגף התקציבים בתגובה לשני מיתונים. טענתי המרכזית היא שתגובתם של שני הגופים מעוגנת למעשה בשילוב בין שיקולים כלכליים-פונקציונליים אשר מגדירים את מרחב הפעולה או את טווח המדיניות שניתן להצדיק באמצעות השענות על התיאוריה הכלכלית, לבין שיקולים מוסדיים-פוליטיים אשר משפיעים על המדיניות המסוימת שתאומץ בפועל. הן בנק ישראל והן אגף התקציבים פעלו במהלך המיתון האחרון וזה שקדם לו באופן שניתן לעגן אותו בשיקולים כלכליים, אולם ניתן היה לעגן בשיקולים כלכליים גם צעדי מדיניות אחרים. הכיוון המסוים שבו בחר כל אחד מהגופים תאם את מאמצייהם המתמשכים והמשותפים במידה רבה למסד מדיניות מקרו־כלכלית שמטרתה הטמעה של יציבות מחירים וריסון פיסקלי, ובמסגרתה מצומצם היקף ההשפעה של הדרג הפוליטי הנבחר. מבחינה זו יש לפרש את המדיניות המקרו־כלכלית שנקטה בישראל בתגובה למיתון האחרון, הן על־ידי בנק ישראל והן על־ידי אגף התקציבים, כהמשך ישיר של המדיניות שנקטה על־ידם טרם המשבר.

## מקורות

המרואינים, תפקידם בזמן המיתון האחרון, ותאריך הראיון (כל הראיונות נערכו בטלפון על־ידי הכותב):

- צבי אקשטיין, המשנה לנגיד בנק ישראל, 20.10.2010.  
 ירום אריאב, מנכ"ל משרד האוצר, 5.10.2010.  
 רם בלינקוב, הממונה על התקציבים, משרד האוצר, 26.10.2010.  
 אורי יוגב, יו"ר הוועדה המייעצת למועצה הלאומית לכלכלה ולראש הממשלה, 20.10.2010.  
 עומר מואב, היועץ הכלכלי לשר האוצר, 5.10.2010.
- אבראל א' וששון א' (2010), "הסיבוב של פישר: בנק ישראל רשם רווח של 850 מיליון שקל מרכישת אג"ח במושבר", *The Marker*, 11.4.2010.  
 אנקורי מ' (2010), "אל תגן על הייצור המקומי ועל המובטלים, ואל תווסת מט"ח", גלובס, 30.5.2010.  
 ארלוזורוב מ' (2009), "ירום אריאב: 'האוצר עובר לפעמים את הגבול, אבל מישו חייב להיות בתפקיד האיש הרע'", *The Marker*, 30.10.2009.  
 בלינקוב ר' (2009), "הקדמה לחוברת הצעת התקציב לשנת 2009/10", מכתב אל צביקה האזור, 5.6.2009.  
 בן בסט א' ודהן מ' (2006), מאזן הכוחות בתהליך התקצוב, ירושלים.  
 בנק ישראל (2001), דוח האינפלציה 2001 - המחצית הראשונה, ירושלים.  
 בנק ישראל (2002), דוח בנק ישראל 2001, ירושלים.  
 בנק ישראל (2003), דוח בנק ישראל 2002, ירושלים.  
 בנק ישראל (2004), דוח בנק ישראל 2003, ירושלים.  
 בנק ישראל (2009א), דוח בנק ישראל 2008, ירושלים.

- בנק ישראל (2009ב), שאלות ותשובות: מדיניות בנק ישראל בשוק מט"ח, 8.10.2009, [http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/crisis\\_faq/crisis\\_mth.htm](http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/crisis_faq/crisis_mth.htm).
- בנק ישראל (2010א), דוח בנק ישראל 2009, ירושלים.
- בנק ישראל (2010ב), הודעה לעיתונות - 24.11.2010 - דברי נגיד בנק ישראל היום בוועדת המשנה לביטוח של ועדת הכספים בנושא מבנה הרגולציה הרצוי למדינת ישראל תוך בחינת מודלים עולמיים, 23.11.2010, <http://www.bankisrael.org.il/press/heb/101124/101124n.htm>.
- בנק ישראל (2011), דוח בנק ישראל 2010, ירושלים.
- בנק ישראל-מחלקת המחקר (2009), ישראל והמשבר הכלכלי: המלצות מדיניות לממשלה, מרץ 2009.
- ברנדר ע' (2009), "יעדים או צעדים? תפקידם של יעדי הגרעון וההוצאה במאמצי הקונסולידציה הפיסקלית של ישראל, 1985-2007", הרבעון הישראלי למסים לג (129), 7-33.
- גרינשטיין י' (2011א), "דוד קליין: הריבית הייתה צריכה לעלות כבר מזמן", 27.3.2011, NRG-מעריב, <http://www.nrg.co.il/online/16/ART2/226/007.html>.
- גרינשטיין י' (2011ב), "דוד קליין: הצמיחה הגבוהה היא אירוע חריג", 17.2.2011, NRG-מעריב, <http://www.nrg.co.il/online/16/ART2/213/003.html>.
- דר ו' (2010), "פטיש אחד לשלושה מסמרים - סיפורו האפי של בנק מרכזי אחד ושאיפתו לתפוס מרובה", נייר עמדה, פסגות בית השקעות, 18.10.2010.
- זוסמן נ' (2010), מדיניות המקרו בישראל לנוכח היציאה מן המשבר הכלכלי, ירושלים.
- זוסמן נ' וספיבק א' (2010), "איה העקביות של הכללים הפיסקליים בתקציב 2011-2012 והצעה לכלל חלופי", יום עיון של התוכנית לכלכלה וחברה על תקציב המדינה 2011-2012, ירושלים, 10.5.2010.
- זילברפרב ב' (2005), "הגרעונות התקציביים והתפתחות המוסדות הפיסקליים בישראל 1986-2002", א' בראלי ואחרים (עורכים), חברה וכלכלה בישראל: מבט היסטורי ועכשווי, באר שבע וירושלים, 71-89.
- טאף ב', (2010), "לעבור את הסערה: מדיניות בנק ישראל במשבר הפיננסי", כנס על המערכת הפיננסית, בנק ישראל, 11.3.2010, <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum345h4.pps>.
- ישראל (1992), חוק הפחתת הגרעון והגבלת ההוצאה התקציבית ה'תשנ"ב-1992.
- ישראל (2010), חוק בנק ישראל ה'תש"ע-2010.
- ממן ד' ורוזנהק ז' (2009), בנק ישראל: כלכלה פוליטית בעידן ניאוליברלי, ירושלים.
- משרד האוצר (2000), מידע כלכלי, 27.4.2000.
- משרד האוצר (2002א), מידע כלכלי, 1.8.2002.
- משרד האוצר (2002ב), מידע כלכלי, 24.2.2002.
- משרד האוצר (2003), התכנית להבראת כלכלת ישראל, מרץ 2002.
- משרד האוצר (2009), 'בלימה ותנופה' - המדיניות הכלכלית לשנים 2009-2010 להתמודדות עם המשבר הכלכלי העולמי, יוני.
- עוואד מ' (2009), "דוד קליין: 'הסיכוי להשפיע על שער החליפין הוא קלוש'", גלובס, 7.10.2009.
- פילוט א' (2009), "בארי טאף מכין את הקרקע לירידת הדולר: 'לא נוכל להיות גורם קבוע בשוק; לא נתערב בטווח הארוך'", גלובס, 11.8.2009.

- שטרסלר נ' (2009), "הנגיד פישר במשימה בלתי אפשרית: שליטה בשער הדולר", הארץ, 4.8.2009.
- שטרסלר נ' (2010א), "בגידת האוצר", הארץ, 26.2.2010.
- שטרסלר נ' (2010ב), "אמא תרזה בחליפת עסקים", הארץ, 26.11.2010.
- שירות גלובס (2010), "בכיר באוצר: 'מדיניות פישר תגרום למיתון ולאבטלה גבוהה'", גלובס, 17.10.2010.
- שירות גלובס (2011), "קליין נגד פישר: 'הריבית הייתה צריכה לעלות בחדות מזמן'", גלובס, 27.3.2011.
- Alesina A. and Stella A. (2010), *The Politics of Monetary Policy*, NBER Working Paper No. 15856.
- Alesina A. and Tabellini G. (2007), "Bureaucrats or Politicians? Part I: A Single Policy Task", *American Economic Review* 97(1), 169–179.
- Barrell R. and Holland D. (2010), "Fiscal and Financial Responses to the Economic Downturn", *National Institute Economic Review* 211(1), 115–126.
- Blanchard O.J. (2008), "The State of Macro", NBER Working Paper Series No. 14259.
- Brousseau E. and Glachant J. (eds.) (2008), *New Institutional Economics: A Guidebook*, Cambridge, UK.
- Clarida R., Galí J. and Gertler M. (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature* 37(4), 1661–1707.
- Crouch C. (2005), *Capitalist Diversity and Change: Recombinant Governance and Institutional Entrepreneurs*, Oxford.
- Cukierman A. (2007), "De Jure, de Facto, and Desired Independence: The Bank of Israel as a Case Study", N. Liviatan and H. Barkai (eds.), *The Bank of Israel, Vol. II: Selected Topics in Israel's Monetary Policy*, Oxford, 3–45.
- Debelle G. and Fischer S. (1994), *How Independent Should a Central Bank Be?: Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 94-05*.
- Drazen A. and Masson P.R. (1993), "Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers", NBER Working Paper Series No. 4448.
- Fonseca-Wollheim C., Gutman M., Dudkevitch M., Ben-Tal D., Hoffman G., Muscal T., Lahoud L. and Sharon A. (2002), "Hill of Discontent", *The Jerusalem Post*, 1.11.2002.
- Hall P.A. and Taylor R.C.R. (1996), "Political Science and the Three New Institutionalisms", *Political Studies* 44, 936–957.
- IMF (2009), *Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures*, 26.4.2009.
- Klein Z. (2001), "Finance Ministry: Budget Cut Won't Impact Social Expenditures", *Globes [online]*, 7.5.2001.
- Leeper E.M. (2010), "Monetary Science, Fiscal Alchemy", Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on "Macroeconomic Policy: Post-Crisis and Risks Ahead", 26.8.2010.
- Schmidt V.A. (2008), "Discursive Institutionalism: The Explanatory Power of Ideas and Discourse", *Annual Review of Political Science* 11, 303–326.

- Spivak A. and Sussman N. (2008), *Inflation Targeting as the New Golden Standard*, CEPR DP7001.
- Streeck W. and Thelen K.A. (2005), "Introduction: Institutional Change in Advanced Political Economies", W. Streeck and K.A. Thelen (eds.), *Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies*, Oxford and New York, 1–39.
- Svensson L.E.O. (2000), *How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability*, NBER Working Paper No. 7516.
- Taylor J.B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214.
- Temkin A. (2002), "Shalom: Anti-Reform Agitation to Blame for Anti-Budget Mood", *Globes [online]*, 2.12.2002.
- The Economist (2009), "Central Banks: The Monetary-Policy Maze", *The Economist*, 23.4.2009.