

מדיניות פискаלית והמיתון הגדול

סטנלי פישר
בנק ישראל*

בשנות ה-90, היו מבקרים – חלקם ידידותיים – שאמרו ש-"IMF" הם ראשי תיבות של המילים "It's Mostly Fiscal", – זה בעיקר פיסקלי. קביעה זו לא הייתה נכונה אז, והיא איננה נכונה היום, אך התמקדות הקרן במדיניות פיסקלית, הן במחקר והן בתכניות ההלוואות שלה, הלכה וגברה בשנים האחרונות.

הרבה מחשבה ועשייה הוקדשו גם לצד המוניטרי והפיננסי. אנו, אנשי הבנקים המרכזיים, בחנו מחדש את מלכודת הנזילות, וכיום אנו מבינים ששיעור ריבית אפס אין פירושו קצה של מדיניות מוניטרית מרחיבה. כי מעבר לריבית, עומדים לרשותנו הקלה כמותית והקלת אשראי, השיטה המודרנית הידועה כ-Operation Twist, וכלים נוספים. אל מול תקופות של מיתון מסיבי, בנקאים מרכזיים רבים נאלצו לחשוב מחדש על משטר יעד האינפלציה - אם כי בעיה זו הייתה פחות חמורה עבור אלה שבחרו ביעדי אינפלציה גמישים. התבוננות על פעילותו על הפדרל ריזרב בפעולה מגלה, שהבנק המרכזי הוא לא רק מלווה של המוצא האחרון, 'אלא גם' עושה שוק של המוצא האחרון¹.

לאור המשבר, ובמיוחד הודות לעבודתם של Reinhart and Rogoff (2009), יש לנו כיום יסוד איתן יותר להוכחת החשיבות של שמירה על מערכות פיננסיות יציבות. אחרי נפילת Lehman Brothers למדנו שוב להעריך את חשיבות האינטראקציות ההדדיות בתוך המערכת הפיננסית, ומכאן הדגש שלנו היום על מדיניות כלל-מערכתית ועל הצורך בתיאום בין מפקחי המגזר הפיננסי. אחדים מאיתנו נאלצו להתערב בשוק המט"ח לראשונה זה שנים רבות. היה עלינו לבחון מחדש את הקשר בין מדיניות מוניטרית למדיניות פיסקלית – הן בשאיפה לתיאום בין הכלים המקרו-כלכליים העיקריים, והן בהכרה בעובדה שכל פעולה של הבנק המרכזי המשפיעה על רווחיו, נושאת גם השלכות פיסקליות – שכן ברוב המדינות, רווחי הבנק המרכזי נזקפים לאוצר המדינה.

* הוכן להצגה בנאום המרכזי בפורום הפיסקלי של קרן המטבע הבינלאומית, *Fiscal Policy and the Lessons Learnt and the Way Forward*, Washington, DC, April 18, 2012. אני מודה לנעה היימן מבנק ישראל על הסיוע המעולה במחקר, ולאנדרו אביר וטל ביבר מבנק ישראל, לקרלו קוטרלי ורזה מוגהדמ מקרן המטבע הבינלאומית, ולכריסטינה רומר על השיחות המועילות. ראה אצל Fischer (2011) לקחי בנקים מרכזיים מהמשבר האחרון. ¹

אעסוק היום בארבעה נושאים, כל אחד מהם בקצרה. הנושא הראשון הוא האפקטיביות של המדיניות הפיסקלית; השני הוא השאלה מהו המסלול האופטימלי של המדיניות הפיסקלית בזמן מיתון - סוגיה המתייחסת לאינטראקציות בין ההשפעות המרחיבות של גירעונות תקציביים ובין ההשפעות השליליות של הצמיחה על החוב הממשלתי; הנושא השלישי הוא הוויכוח על הצמיחה באירופה; ולסיום, מה יהיה לקרן המטבע לומר על המדיניות של מדינות בעתיד, אחרי 'המיתון הגדול'?

1. האפקטיביות של המדיניות הפיסקלית.

במהלך העשורים שקדמו למיתון הגדול, הדגש על מדיניות פיסקלית ככלי מייצב נחלש – לפחות בכלכלות המתקדמות – יחסית לדגש על מדיניות מוניטרית. חלק מהסיבה לכך היה מה שמכונה Great Moderation – ירידה והתייצבות של שיעור האינפלציה במרוצת שנות ה-90 ובמחצית הראשונה של העשור הקודם; זאת חלקית בשל העובדה, שהחלטות של מדיניות פיסקלית הן מסורבלות ואטיות מטבען. ואולם, בעקבות אירועי השנים האחרונות, זרוע המטוטלת הונפה חזרה – אין פירוש הדבר שהיום רואים במדיניות הפיסקלית את כלי הייצוב החשוב ביותר, אלא הדעה היא שכדי לייצב את המשק, צריך להשתמש במדיניות המוניטרית ובמדיניות הפיסקלית יחד באופן אקטיבי.

הרשו לי לסכם את מה שאורח שזה עתה שב לביקור לאחר זמן ממושך של עיסוק בתחומים אחרים מוצא בספרות המודרנית בנושא זה:

1. *מדיניות פיסקלית אנטי-מחזורית עובדת*. מאמרים רבים תומכים במסקנה זו.^{2 3} Christina Romer (2011) בוחנת את הראיות האמפיריות ומציגה טיעון משכנע, שלפיו ההטיה עקב השמטת משתנים הובילה להמעטה שיטתית בערכה של אפקטיביות המדיניות הפיסקלית, ו-David Romer (2012) סוקר באופן בהיר במיוחד את הטענות התומכים בדעה שמדיניות פיסקלית אנטי-מחזורית עובדת.
2. *מדיניות פיסקלית היא רב-ממדית*, ולכן אין מכפיל יחיד ופשוט להוצאות או למסים. השפעותיו של אמצעי מדיניות פיסקלית מסוים תלויות בפרטים המדויקים של מרכיבי החבילה ובמבנה המשק, וכן בציפיות לגבי שינויים עתידיים במדיניות.
3. *לא ברור מה גדול יותר, מכפיל המס או מכפיל ההוצאות* (לגבי שינויי מדיניות בעלי השפעה זהה על הגירעון). Romer and Romer (2010) מעריכים כי מכפיל המס הוא בסביבות 2.5, שלוש שנים לאחר יישום המדיניות. יהיה מפתיע לגלות שמכפילי

² ביניהם Alesina (2010), Auerbach and Gorodnichenko (2011), Blanchard and Perotti (2011), Perotti (2011), Nakamura and Steinsson (2011), IMF (2010), Feldstein (2009), Ramey (2011, 2012), Christina Romer (2011), David Romer (2012), and Romer and Romer (2010).

³ אך לא כולם שותפים למסקנה שמדיניות פיסקלית היא אפקטיבית. John Taylor (2011), לדוגמה, מסיק במאמר שפורסם לאחרונה (עמ' 701) כי "...התוצאות משנות ה-2000 הראשונות מעלות ספקות רציניים לגבי יעילות המדיניות הפיסקלית האנטי-מחזורית בפועל. בהקשר זה, הניסיון עם חבילות התמריצים של שנות ה-2000 חיזק את העמדה שאותה הציגו Lucas and Sargent (1978) ו-Gramlich (1978, 1979) לפני למעלה משלושים שנה.

ההוצאות גדולים מזה. Ramey (2011) סוקר את הספרות ומגיע למסקנה שמכפילי ההוצאות נעים בין 0.8 ל-1.5. קרן המטבע הבינלאומית (2010, עמ' 113), מצינת שקיצוץ גירעון באמצעות קיצוץ הוצאות, בפרט אלה שנובעים מהקטנת תשלומי ההעברה, יוצרים השפעה מכווצת קטנה יותר מאשר שינויי מס. סיבה אפשרית לכך, לטענתם, היא שבנקים מרכזיים מספקים בדרך כלל פחות תמריצים מוניטריים בתגובה להעלאות מס עקיפות, משום שיש להן השפעה אינפלציונית. מנגד, Feldstein, בדבריו מינואר 2009 טען כי "...אף שמדיניות מס טובה יכולה לתרום לסיום המיתון, 'התותח הכבד' שיעשה את העבודה הוא הגדלת הוצאות הממשלה."

לאור הצורך בנקיטת מהלכים פיסקליים גדולים, סביר להניח שכל חבילה בסדר גודל משמעותי תכלול צעדי מס לצד צעדי הוצאות.

4. צמצומים פיסקליים במדינות קטנות באיחוד האירופי לא יביאו כפי הנראה להשפעה מרחיבה. במאמרם הידוע מ-1990, הראו Giavazzi and Pagano שהצמצום הפיסקלי בדנמרק ובאירלנד בשנות ה-80 הביא להשפעה מרחיבה. Perotti (2011) בחן מחדש את שני המקרים האלה (דנמרק, 1982-86, ואירלנד 1987-90) ובנוסף בדק את פינלנד (1992-98) ושוודיה (1993-98). בכל אחד מן המקרים הממשלה קיצצה בהוצאות. בכל אחד מן המקרים, הפחתה גדולה של שיעורי הריבית מילאה תפקיד חשוב בהרחבת התוצר, כפי שעשה גם פיחות שער החליפין. סביר להניח שאף אחד מן המסלולים הללו לא יעמוד לרשותה של מדינה קטנה באיחוד המוניטרי.⁴

5. האפקט המצמצם של צמצום פיסקלי במדינות שנתונות לסיכון נתפס לחדלות פירעון של המדינה, נוטה להיות קטן יותר. זה קורה מפני פעילותו של ערוץ הריבית עבור מדינה כזאת, אפילו עבור מדינה קטנה באיחוד האירופי – וכך יוצא שאחד הערוצים שיכול לתרום לאפקט מרחיב של צמצום פיסקלי חוזר לפעולה. קרן המטבע (2010) קובעת שאפילו עבור מדינות כאלה, לא סביר שיתרחש שהאפקט נטו של צמצום פיסקלי יהיה בסופו של דבר מרחיב. אך קביעה זו אינה מובנת מאליה: כאשר מדינה עומדת על סף חדלות פירעון, עם ריביות פנימיות גבוהות מאוד, סביר שהיא תרוויח במונחי התוצר אם תעשה סדר במדיניותה הפיסקלית – במילים אחרות, תהנה מאפקט מרחיב של הצמצום – יחסית לרמת התוצר שהייתה לה לולא נקטה בדרך זו.

6. סביר שמכפילים פיסקליים יהיו גדולים יותר בתנאים של מלכודת נזילות – משום שבמקרה זה אין השפעה מקזזת של הריבית על הפעולה הפיסקלית. נקודה זו מוצגת במודל תיאורטי של (2009) Christiano, Eichenbaum and Rebelo; Auerbach and Gorodnichenko (2011) טוענים באופן כללי יותר שמכפילים פיסקליים הם כנראה גדולים יותר במיתון מאשר בגיאות.

⁴ אולם, ראו מה אומר המשפט האחרון בפסקה 5 מייד אחר כך.

7. גירעונות פיסקליים גדולים וממושכים, שמובילים ליחס חוב ציבורי לתוצר גבוה, ישפיעו קרוב לוודאי באופן שלילי על הצמיחה וכן על היכולת להשתמש במייצבים פיסקליים אקטיביים בטווח הקצר. עבודתם של Reinhart and Rogoff (2009) ושל Reinhart and Sbrancia (2011) מציגה עדות מנוסחת היטב לבעיות של חוב מופרז, ואפשר להציג מקרים רבים של מדינות ותכניות של קרן המטבע לתמיכה בהשקפה זו Broide and Flug (2011) מציגים את המקרה של ישראל. ב-2003, במיתון עמוק, כאשר יחס החוב לתוצר היה קרוב ל-100%, והגירעון בתקציב התקרב לשישה אחוזים מהתוצר, ישראל התקשתה מאוד להשיג הלוואות. למזלה הטוב הוענקו לה ערבויות מממשלת ארה"ב על הלוואותיה, והיא החלה מיידי ביישום תכנית רפורמות יסודית, אשר בין היתר הגבילה את הגידול בהוצאות הממשלה הריאליות לאחוז אחד בשנה. עד סוף 2007, בסיוע העובדה שהצמיחה בתוצר הגיעה למוצע של קרוב לחמישה אחוזים מתחילת תכנית הרפורמות, ירד יחס החוב לתוצר אל מתחת ל-80 אחוז, והתקציב היה מאוזן בעיקרו. במשבר העולמי שפרץ אחר כך, גדל הגירעון בתקציב לחמישה אחוזים מהתוצר בשל פעולתם של המייצבים האוטומטיים, אך הממשלה לא התקשה ללוות בשווקים.

8. אפקטיביות המדיניות הפיסקלית תלויה גם בתגובתה של המדיניות המוניטרית.

אף לא אחת ממסקנות אלה לא מפתיעה בעצם, עבור אלה שמכירים את הספרות הכלכלית לפני המיתון הגדול. אכן, קריאת הספרות מזכירה לנו שההשקפה הקיינסיאנית כלפי המדיניות הפיסקלית נולדה בימי 'השפל הגדול', שב-1971 הצהיר ניקסון כי "כולנו קינסיאנים עכשיו", וכי "אין אתאיסטים בִּשְׁחִינֹת" (there are no atheists in foxholes).⁵

2. כמה הרחבה פיסקלית צריך; או 'הכלב שלא נבח'.

בהנחה שהרחבות פיסקליות אכן מרחיבות, ושיחסי חוב-תוצר גבוהים מהווים בעיה, השאלה המרכזית במיתון היא: כמה הרחבה פיסקלית צריך, ולכמה זמן.

בסוף 2008, התשובה הפשוטה הייתה שצריך לחשב את ההרחבה הפיסקלית הדרושה לקיזוז הירידה בביקוש המצרפי עבור 2009, יחסית לתפוקה בתעסוקה מלאה, ולהמשיך במדיניות פיסקלית מרחיבה⁶ בכל שנה עד שחוזרים לתעסוקה מלאה. רוב החישובים מעלים כי ההרחבה הפיסקלית שהייתה דרושה בארה"ב עבור 2009 הייתה גבוהה בהרבה מטריליון דולר – סכום שנחשב בלתי מעשי מבחינה פוליטית. בנוסף, מסלול פיסקלי כזה היה מגדיל את החוב הלאומי עד לרמת שיא שלא הייתה כמותה מעולם, פרט לתקופה המיידית שלאחר מלחמת העולם השנייה.

⁵ כשבדקתי את מקור הפתגם הזה בוגול, גיליתי ש-Jeffrey Frankel ו-Paul Krugman כבר השתמשו בו בהקשר של המיתון הגדול. גיליתי גם שקיימת 'אגודה צבאית לאתאיסטים ובעלי מחשבה חופשית', ושקבוצה אחרת, 'הקרן לחירות מהדת', הקימה מונומנט לאתאיסטים בשוחות' באלבמה.

⁶ בכך כוונתי לגירעון גדול, לא לגירעון שגדל בהתמדה.

אחד הטיעונים של המתנגדים להרחבה פיסקלית מסיבית היה, שגידול גדול מאוד של יחס החוב לתוצר יפגע באמינות המדיניות הכלכלית הכוללת של הממשלה, וכך הריבית הריאלית לטווח ארוך תעלה, והצמיחה תיפגע. אפשר היה גם לטעון שגידול בחוב הלאומי בשנים הבאות היה דורש מאמץ משמעותי להחזרת את יחס החוב לרמה סבירה, וזה היה גורם להשפעה מכווצת בזמן היישום. מבקרים רבים טענו שהרחבה פיסקלית גדולה תגרום לאינפלציה. בנוסף, עם יחס חוב-תוצר גדול מאוד, מרחב הפעולה הפיסקלי של הממשלה היה קטן - והמשמעות היא שהיכולת לטפל בכל זעזוע ביקוש שלילי בעתיד היה נפגם.

Reinhart and Rogoff (2009) ו-Reinhart and Sbrancia (2011) מדגישים את העובדה שממשלות בעבר הצליחו להיפטר מיחסי חוב גבוהים באמצעות דיכוי פיננסי, בין היתר על ידי אינפלציה גבוהה יחסית (לשיעורי הריבית), ובאמצעות מגוון אמצעים רגולטוריים שנועדו להגדיל את הביקוש לחוב ממשלתי.

מחלוקת שקשורה לכך לגבי המדיניות המוניטרית נוגעת לשאלה, האם ריבית נמוכה מאוד לאורך תקופה ממושכת טומנת בחובה בעיות אינפלציה ו/או בועות נכסים עתידיות. ההבדל בין סוגיות המדיניות הפיסקלית למוניטרית הוא שאין מחלוקת ממשית על כך שיחסי חוב-תוצר גבוהים הם בעיה, בשעה שלא הכול מסכימים כי ריבית נמוכה למשך תקופה ארוכה היא בעיה, כל עוד האינפלציה ובועות הנכסים לא מרימות ראש. התשובה לשאלת המדיניות המוניטרית גם פשוטה יותר: הבנק המרכזי יכול להפוך את ההרחבה המוניטרית בקלות יחסית, על ידי מכירת הנכסים שהוא רכש בתהליך ההרחבה. היפוך מצבושל יחס החוב לתוצר הוא משימה מאתגרת יותר, וכרוך בעלות חברתית גבוהה יותר.

נחזור כעת לשאלת המדיניות הפיסקלית האופטימלית: התשובה חייבת להיות תלויה בעומק המיתון, בגודלו של הגירעון התקציבי ויתרת החוב במצב המוצא, באמינות הכללית של המדיניות הכלכלית של הממשלה, בשיעורי הריבית, בגמישות השכר והמחירים, במשטר שער החליפין, ובמשתנים כלכליים נוספים. בהינתן מודל אמפירי הכולל הן את ההשפעות החיוביות של הרחבה פיסקלית והן את ההשפעות השליליות של הגדלת יתרת החוב, ניתן לחשב את הערך (תועלת) הצפוי של מסלולים חלופיים של מדיניות פיסקלית⁷.

לא פשוט ליישם גישה זו בפועל בצורה אמינה. אפשר להשתמש במודל GIMF (Global Integrated Monetary and Fiscal) של קרן המטבע לאמידה ראשונית, אך היעדרו של משתנה אבטלה שלא מרצון במודל, פוגם באמינות חישוביו. ה-World Economic Outlook של 2010 מכיל מספר רמזים לגבי מרכיבי התשובה: נאמר בו (עמ' 112) כי "בקונסולידציה המבוססת על קיצוצים בצריכה הממשלתית ובתשלומי העברה, התמ"ג יהיה נמוך מהרמה הבסיסית למשך שלוש שנים לפני שיעלה מעליה. נקודת האיזון, שבה סכום הפסדי התמ"ג השנתיים בשנים הראשונות מתקזז בדיוק על ידי סכום הרווחים בהמשך הדרך, מתרחשת חמש שנים מתאריך ההתחלה."

⁷ Evans, Kotlikoff and Phillips (2012) בוחנים סוגיה קרובה (מתי לא ניתן לקיים את החוב לאורך זמן, במובן זה שיש לשנות את המדיניות הנוכחית כדי למנוע חדלות פירעון) במודל סטוכסטי מכויל של דורות חופפים. התשובה שלהם היא שמשטר המדיניות הממוצע נמשך מאה שנה, אך קיימת הסתברות של 35 אחוז להגיע לגבול הפיסקלי בתוך 30 שנה.

אבל, אלה הם רק רמזים. שכן עדיין נותרה השאלה, האם הרחבה פיסקלית גדולה יותר, בשלב מוקדם יותר, הייתה מחזירה את המשק לרמת התפוקה הקודמת שלו במהירות רבה יותר. בפועל, המענה לשאלה זו היה תלוי בכלכלה פוליטית. בארה"ב, גודל חבילת התמריצים ב-2009 היה כפי הנראה הגודל שהתאפשר בתנאים הפוליטיים. היה זה מענה מספק בזמנו, אך עדיין חשוב שנתקרב יותר לדעת מהי המדיניות האופטימלית - זה חשוב, מפני שבויכוח על המדיניות חשוב לתת תשובות כמותיות מבוססות לשאלות כמותיות.

בנוסף, ישנה השאלה אם לא היה מוטב לקבוע מלכתחילה מדיניות אמינה ליציאה מההרחבה הפיסקלית. כשהחל המשבר הגלובלי, ומדיניות פיסקלית מרחיבה הופעלה ברוב המדינות, היה פחד כללי או אמונה בקרב כלכלנים רבים - ואני ביניהם - שהמשך המדיניות הפיסקלית המרחיבה, מבלי שתהיה היכולת להתחייב בצורה אמינה לאסטרטגיית יציאה, תביא בשלב מסוים להעלאת הריבית הריאלית בטווח הארוך ותגדע את ההתאוששות מהמשבר.

אך בארה"ב, שבה הוויכוח הזה היה הסוער ביותר, זה לא קרה במידה משמעותית. בשלב זה, המנצחים בוויכוח היו אלה שאמרו שארה"ב יכולה להיכנס לגירעון תקציבי מסיבי למשך כמה שנים מבלי שתהיינה לכך השלכות שליליות על הריבית לטווח ארוך או על האינפלציה. אפשר לטעון טענות דומות לגבי הריבית לטווח ארוך והאינפלציה בבריטניה וביפן.

מדוע הריבית לטווח ארוך והאינפלציה – שני ה"כלבים", לא נבחו? ביחס לשיעורי הריבית, לא יכול להיות שהשווקים אינם צופים קדימה, כי עובדה שקיימות פרמיות על סיכון בריביות השוק בכל העולם, והן משתנות - כפי שאפשר לראות במרווחים על CDS, כולל עבור מדינות שנמצאות במלכודת הנזילות ואלה ששייכות לאזור האירו. אני מאמין שהסיבה העיקרית לכך שהריביות לטווח ארוך לא עלו במידה רבה, למרות ארבע שנים של ריבית אפס למעשה בארה"ב, היא שהמדיניות המוניטרית התמקדה בריבית ארוכת טווח לצד ריבית הבנק המרכזי. הדבר נכון גם לגבי בריטניה, שבה הבנק המרכזי רכש חלקים גדולים מהנפקות חדשות של אג"ח ממשלתיות, כולל כאלה שמועד פירעוןן רחוק יותר. בנוסף, הדולר ממשיך לשמש כמטבע הרזרבות הבולט; ואין חזק ממנו כמטבע ל"מאגר ערך", אפילו בעולם ההפכך שבו, כפי שהתברר לנו, אנו חיים היום.

ובאשר לאינפלציה: אין להניח שנשוב לראות אינפלציה חריפה אלא לאחר שיתחזק הביקוש המצרפי ושיעורי האבטלה ירדו.

אך לפני שנשאב יותר מדי נחמה מהמצב הנוכחי, בל נשכח שהדעות בשווקים לגבי אמינות מסגרות המדיניות יכולות להשתנות במהירות, וכך גם סיכויי הצמיחה של כל משק.

3. צמיחה במדינות האירו

כולנו השתתפנו בשיחות ודיונים וקראנו מאמרי מערכת וטורי דעות על תכניות הייצוב למדינות האירו. הטון האופנתי בדיונים כאלה הוא להראות דאגה - וזה הולם לחלוטין את המצב. כחלק מהדאגה הזאת, בכל דיון או מאמר כמעט, מישוהו יכריז בשלב מסוים: "אבל הבעיה האמיתית היא שאין להם אסטרטגיית צמיחה". "הם" מתייחס בדרך כלל למדינה, לקרן המטבע, או לאיחוד האירופי, או לשילוב של השלושה.

הטון שבו מכריזים על בעיית הצמיחה בא לרמז שקיים קובץ בשם "פתרונות צמיחה", השמור במחשב של כל כלכלן בקרן המטבע - ושהפתרון פשוט. לעתים ברור שהמבקר מאמין כי פתרון צמיחה מורכב ממדיניות פיסקלית פשוטה הרבה יותר ממה שהמדינה מתכננת לבצע. במקרים אחרים, המבקר יטען במפורש או במרומז שעל אותה מדינה לפרוש מגוש האירו ולחזור לצמיחה דרך פיחות המטבע שלה.

הבעיה האמיתית היא לא שקרן המטבע לא מחזיקה בידיה פתרון צמיחה, אלא שעבור מדינות ששקועות עמוק בבור פיסקלי, לא קרן המטבע ולא אף אחד אחר יכולים להציע פתרון צמיחה מהיר ובר קיימא. אין באמירה הזאת כדי להמעיט בערכם של הכאב ושל המתחות האנושית והחברתית, שנגרמים ממצבים כלכליים קשים מאוד במדינות אירופיות שנקלעו למצוקה. וגם אין בכך כדי לומר שכל הפתרונות כואבים באותה מידה. אבל זה כן בא לומר, שעלינו למצוא את הפתרונות הטובים ביותר שנוכל למצוא, ולהמשיך לחפש פתרונות טובים מהם.

מהי אסטרטגיית הצמיחה עבור מדינות אירופיות במצוקה? בדרך כלל היא מורכבת מהדברים הבאים:

- חיזוק פיסקלי, שמטרתו להשיב את הגישה לשווקים ומצב פיסקלי בר קיימא תוך מספר שנים. מאחר שהמדינה השרויה במשבר עמוק מסוג זה ודאי לא תוכל ליהנות מאמינות בשווקים או מגישה לשווקים, היא תזדקק להלוואות גדולות בתחילת תכניותיה, ותיאלץ קרוב לוודאי להתחיל בהידוק פיסקלי במועד מוקדם יחסית – שנה או שנתיים – מתחילת התכנית, אך ההידוק צריך להיעשות בהדרגה.
- רפורמות מבניות, שהמוקד שלהם ישתנה ממדינה למדינה אך התכלית של כולן היא לתרום להגברת הצמיחה בטווח הארוך, כולל:

1. רפורמות בשוק העבודה, שיכולות לכלול הפחתת עלויות גיוס ופיטורי עובדים; הפחתת הסכומים ומשך הזמן של הטבות אבטלה; הפחתת המס על משכורות ועלויות נוספות של העסקת עובדים; ואמצעים לעידוד ההשתתפות בכוח העבודה;

2. רפורמות בשוקי המוצרים, המתמקדות בדרך כלל בהסרת הפיקוח ובחיזוק התחרות, הן ברמה הפנימית והן בהיפתחות למסחר ולתחרות מייבוא;

3. רפורמות במגזר הפיננסי, כולל אמצעים לחיזוק מאזני בנקים, מעבר ליישום הוראות באזל 3, ובה בעת ניסיון להפחית את ההשפעות השליליות של הקטנת המינוף הבנקאי.

4. שיפור הסביבה העסקית – אחד המדריכים השימושיים בתחום זה הוא הדוח *Doing Business* של הבנק העולמי, ומסמך נוסף הוא ה- *Global Competitiveness Report* של הפורום הכלכלי העולמי.

- עבור מדינות האירו, הריבית הנומינלית של הבנק המרכזי היא נמוכה. יש יתרון חשוב בהשתייכות לאיחוד המוניטרי, אם כי פרמיות הסיכון הגבוה עבור מדינות במצוקה מקטינות את הרלוונטיות של ריבית הבנק המרכזי. אמצעים חריגים של ה- ECB, כמו LTRO, סייעו מאוד לבנקים ובעקיפין להלוואות של ממשלות במדינות במצוקה.

בשלב מסוים, אפשר שהבנק המרכזי או מוסדות אחרים של האיחוד האירופי יאלצו להתערב כדי להעניק יותר תמיכה לשוקי האג"ח הממשלתיות במדינות מסוימות. רבות נשמעת הטענה שזהו לא התפקיד המסורתי של הבנק המרכזי כמלווה של מוצא אחרון, וזה נכון. ואסור גם שזו תהיה לפעילות הרגילה של בנקים מרכזיים. אך בכל משבר גדול, בנקים מרכזיים נקטו באמצעים חריגים בניסיון למלא אחר אחריותם לשמירה יציבות מערכתית ופיננסית.

- *פיחות פנימי*: עבור מדינות במשבר, בעלות שער חליפין קבוע, כולל באיחוד המוניטרי האירופי, עלויות הייצור גבוהות מדי בדרך כלל. במילים אחרות, המדינה סובלת מאותה מחלה שהייתה נגרמת מייסוף המטבע. בנסיבות כאלה, פיחות ריאלי בהחלט יעזור להפחית את העלות החברתית של ייצוב המשק. ניתן לנקוט צעדים בכיוון זה על ידי הפחתת המע"מ והחלפת מסים ישירים; על ידי הפחתת מס הכנסה; והיכן שניתן, הפחתת המחירים והשכר ישירות. בתכניות ייצוב בשנות ה-80 וה-90 של המאה הקודמת, השתמשו בשער החליפין כעוגן נומינלי, והנהיגו מגוון אמצעי בקרה על השכר והמחירים - כמו למשל הקפאה זמנית של השכר ו/או המחירים. אמצעים כאלה אינם פשוטים ומחייבים התערבות מופרזת בקביעת השכר והמחירים, אבל יכול להיות שישתלם להנהיגם באופן זמני כדי להאיץ את תהליך ההסתגלות - ובעת משבר, על קובעי המדיניות אף פעם לא לומר "לעולם לא".

יש שאלה חשובה נוספת: האם קיימות אסטרטגיות צמיחה לאזור האירו בכללותו במבנה המוסדי הנוכחי? ברמה הקונספטואלית, קיימת אסטרטגיה שלפיה מדינות בעלות מרחב תמרון פיסקלי רחב יותר יקיימו מדיניות פיסקלית מרחיבה יותר, וכך יגדילו את הביקוש באזור האירו כולו ויעניקו תנופה מסוימת לצמיחה למדינות שבמצוקה. אף שפתרון זה אפשרי ברמה התיאורטית, ראוי לאמוד את קנה המידה של השפעותיו באמצעות מודל אקונומטרי, שיכלול את מבנה הסחר הפנים-אירופי בין מדינות האירו. יש מקום לחקור את הנושא, אך

בהחלט ייתכן שהתוצאה תהיה שאסטרטגיה זו תניב פירות מוגבלים מאוד, ו/או שהיא לא תהיה מקובלת על המדינות שיש להן מרחב פעולה פיסקלי.

מה יקרה אם הגישה הנוכחית לייצוב הכלכלה תיכשל בחלק מהמדינות? ממשלות עשויות להתחלף, ואולי תבוא ממשלה עם נכונות רבה יותר ליישם תכנית כזאת, ועם מנדט חזק יותר לעשות זאת. ראינו לאחרונה דוגמאות לשינויים כאלה באיטליה ובספרד. אבל לפעמים, הממשלה או הציבור עשויים להחליט שהם לא מסוגלים להמשיך במדיניות הקשה הדרושה לייצוב המשק במסגרת הכלכלית הנוכחית. זה קרה בארגנטינה ב-2001. תהליך היציאה בארגנטינה היה קשה מאוד, וְלָאָה בעלויות חברתיות גבוהות מאוד. פרישה מאזור האירו תהיה קשה עוד יותר: ההטבות מהחברות באיחוד הן רחבות בהרבה בהשוואה להחזקת שער חליפין קבוע בלבד, כפי שהיה המקרה בארגנטינה, המערכות הפיננסיות של מדינות האירו משולבות זו בזו, וההסתברות שהיציאה תהיה כרוכה בעלויות גבוהות ביותר היא גבוהה מאוד.

4. הערות לסיום

כמי שבא מבנק מרכזי בעיר שבה נאמר לפני 2,500 'אין חדש תחת השמש', הייתי צריך לסכם את דברי בכך, שכבר מזמן הבנו את כל מה שאמרתי היום על מדיניות פיסקלית.

אך זו לא תהיה האמת. בשנים האחרונות למדנו הרבה מאוד על אופן הפעולה של המדיניות הפיסקלית, ואיך להשתמש בה כדי להשיג תוצאות טובות יותר.

בתכניות הסיוע והמעקב של קרן המטבע במדינות שונות בעתיד, תקדיש הקרן יתר תשומת לב לשימוש במדיניות פיסקלית כגורם מייצב בזמנים רגילים. היא תחתור להגיע לתיאום בין המדיניות המוניטרית לפיסקלית - שכן ברור כי מדיניות הריבית הנמוכה לאורך התוואי העיתי של בנקים מרכזיים רבים תמלא תפקיד מרכזי בתהליך הייצוב.

קרן המטבע תשקול את התועלת האפשרית מהקמת מועצות פיסקליות. היא תתרגם את הדגש שנהגה לשים על הצורך במדיניות פיסקלית בזמנים רגילים, להמלצה למדינות לבנות ולשמר את המרחב הפיסקלי שלהן באותם זמנים. היא תשים דגש על הצורך לפרוס את מלוא הטווח של המדיניות – פיסקלית, מוניטרית ומבנית, בדגש על הצורך במערכת פיננסית יציבה, בריאה ויעילה.

וכאשר יבואו זמנים טובים יותר, יהיה עליה להמשיך ולהזהיר אותנו מפני שאננות, ולהמשיך ולהפגין חדשנות בהתמודדות עם בעיות חדשות, חלקן הולכות ומתפתחות ברגעים אלה ממש ואנו עדיין לא יודעים על קיומן.

ביבליוגרפיה

- Alesina, Alberto (2010). "Fiscal adjustments: lessons from recent history", (April), Harvard University, prepared for the Ecofin meeting, Madrid.
- Auerbach, Alan J. and Yuriy Gorodnichenko (2011). "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion", *NBER Working Paper 15407*, (September).
- Blanchard, Olivier and Roberto Perotti (2002). "An Empirical Investigation of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Revenues on Output", *Quarterly Journal of Economics*, (November), 1329-1368.
- Broide, Kobi and Karnit Flug (2011). "The Interaction between Monetary and Fiscal Policy: Insights from Two Business Cycles in Israel", Bank of Israel (December).
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo (2009). "When Is the Government Spending Multiplier Large?", *NBER Working Paper 15394* (October).
- Evans, Richard W, Laurence J. Kotlikoff and Kerk L. Phillips (2012). "Game Over: Simulating Unsustainable Fiscal Policy", *NBER Working Paper 17917* (March).
- Feldstein, Martin (2009). "Rethinking the Role of Fiscal Policy", *American Economic Review*, 99, 2, 556-59.
- Fischer, Stanley (2011). "Central Bank Lessons from the Global Crisis" Bank of Israel, (December).
- Giavazzi, Francesco and Marco Pagano (1990). "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries", *NBER Macroeconomics Annual*, 95-122.
- International Monetary Fund (2010). *World Economic Outlook* (October), Chapter 3.
- Nakamura, Emi and Jon Steinsson (2011). "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U.S. Regions", Columbia University, (August).
- Perotti, Roberto (2011). "The 'Austerity Myth': Gain Without Pain?", presented at the BIS Annual Conference, Lucern (June).
- Ramey, Valerie A. (2011). "Can Government Purchases Stimulate the Economy?", *Journal of Economic Literature*, 49, 3 (September), 673-685.
- Ramey, Valerie A. (2012). "Government Spending and Private Activity". *NBER Working Paper 17787* (January).

- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009). *This Time Is Different*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M and M. Belen Sbrancia (2011). "The Liquidation of Government Debt", *BIS Working Paper No. 363*, (November)
- Romer, Christina (2011). "What Do We Know About The Effects of Fiscal Policy? Separating Evidence from Ideology", available at [http://emlab.berkeley.edu/~cromer/Written Version of Effects of Fiscal Policy.pdf](http://emlab.berkeley.edu/~cromer/Written%20Version%20of%20Effects%20of%20Fiscal%20Policy.pdf)
- Romer, David (2012). "What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?", in Blanchard et al (eds), *In the Wake of the Crisis*. Cambridge, MA: MIT Press
- Romer, Christina D. and David H. Romer (2010). "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", *American Economic Review*, 100, 4 (June), 763-801.
- Taylor, John B. (2011). "An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s", *Journal of Economic*

