



אימוץ משטר יעד האינפלציה בעולם  
ויישומו בישראל<sup>1</sup>

עקיבא אופנבכר\* ודוד אלקיים\*\*

סדרת מאמרים לדיון 2020.02

ינואר 2020

<http://www.boi.org.il> בנק ישראל

\* חטיבת המחקר, עקיבא אופנבכר [kivio99@gmail.com](mailto:kivio99@gmail.com)

\*\* חטיבת המחקר, דוד אלקיים, [david.elkayam89@gmail.com](mailto:david.elkayam89@gmail.com)

<sup>1</sup> המחקר הקשור בעבודה זו החל כשהמחברים היו בחטיבת המחקר של בנק ישראל והוא הושלם לאחר יציאתם לגמלאות. הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל. ברצוננו להודות לפרופ' צ'רלס פרידמן ולד"ר מאיר סוקולר על שיחות ועצות מועילות במהלך כתיבת העבודה ולמשתתפים בסמינר בחטיבת המחקר של בנק ישראל על הערות מועילות. למותר לציין שכל הטעויות בעבודה זו הן על אחריותנו בלבד.

הדעות המובעות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדתו של בנק ישראל

חטיבת המחקר, בנק ישראל ת"ד 780 ירושלים 91007

Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel

# אימוץ משטר יעד האינפלציה בעולם ויישום בישראל

## עקיבא אופנבכר ודוד אלקיים

### תמצית

עבודה זו סוקרת את אימוץ משטר יעד האינפלציה בעולם ואת יישומו בישראל. בשנים 1990 עד 1993 אימצו ארבע מדינות מפותחות - ניו זילנד, קנדה, בריטניה ושבדיה (להלן: המדינות החלוצות) - משטר של יעד אינפלציה, שכלל מספר אלמנטים לרבות: (א) החלטה מפורשת, ומוצהרת של הרשויות שהמטרה העיקרית של הבנק המרכזי היא להשיג ולשמר יציבות מחירים; (ב) הצבת יעדי ביניים כמותיים ביחס לאינפלציה וחתימה מתמדת ונחושה להשגתם; ו-(ג) תקשורת עם הציבור הכוללת שקיפות ומתן דין וחשבון שוטף. מטרת המשטר היתה ליצור בקרב הציבור אמינות במחויבות ליציבות מחירים ובכך למזער את העלויות הריאליות הכרוכות בהשגת מטרה זו. בשונה מהיישום החלטי והאפקטיבי של המשטר במדינות החלוצות, תהליך אימוץ משטר יעד האינפלציה בישראל היה ארוך ומפותל. אומנם כבר בסוף שנת 1991 הכריז בנק ישראל על יעד אינפלציה לשנת 1992 ואולם הכרזה זו הייתה רק מרכיב שולי בשינוי משטר שער החליפין שנערך באותה עת ולא אימוץ המשטר בכללותו. רק לאחר ניסוי וטעיה של כעשור, שאופיין בתנודתיות רבה של האינפלציה ובוויכוחים מקצועיים ופוליטיים רבים, אומצו בהדרגה יתר האלמנטים של המשטר והושגה יציבות מחירים. התמשכותו של תהליך זה בישראל נבעה משתי סיבות עיקריות: (א) העדר חלוקה ברורה של תפקידים ומשימות בין הממשלה ובנק ישראל; (ב) בנק ישראל עצמו נדרש היה לשנות קונספציה ביחס למדיניות המוניטרית. ריסון מוניטרי מתמשך בשנים 1994 עד 1998 שלווה בהרחבה ניכרת של תחום ניווד שער החליפין באמצע שנת 1997 הביא לירידת מדרגה של האינפלציה ל-4% לעומת כ-10% בשנתיים שקדמו, ובכך נסללה הדרך בהמשך ליציבות מחירים.

# **Adoption of the Inflation Targeting Regime Globally and its Implementation in Israel**

**Akiva (Edward) Offenbacher and David Elkayam**

## **Abstract**

This paper surveys the adoption of inflation targeting regimes in the world and in Israel. In the years 1990 to 1993, four advanced economies (henceforth the "pioneering countries") – New Zealand, Canada, Britain and Sweden – adopted the inflation targeting regime. This regime included a number of elements: (a) a specific decision, agreed to and announced by the authorities, that the primary objective of the central bank is to achieve price stability and maintain it over time; (b) the establishment of intermediate targets for inflation with ongoing, determined action to attain them; (c) communication with the public including transparency and accountability. The objective of the regime is to engender strong credibility within the public about the commitment of the authorities to strive for price stability, thereby minimizing the real costs involved in attaining this goal.

In contrast with the decisive and effective implementation of this monetary regime in the world, the adoption of the inflation targeting regime in Israel was drawn out and complicated. Albeit, already at the end of 1991, the Bank of Israel announced an inflation target for 1992 but this announcement was merely a marginal ingredient in a modification of the existing exchange rate regime and not adoption of the full inflation targeting regime. Only after trial and error for a decade, marked by high inflation volatility and numerous professional and political disagreements, were the additional components of the inflation targeting regime gradually adopted and price stability was attained. The two primary reasons for the extended duration of the process of adopting the inflation targeting regime in Israel were: (a) the lack of a clear division of tasks and authority between the government and the Bank of Israel and (b) the Bank of Israel itself had to alter its basic approach to the conduct of monetary policy, Continual monetary restraint from 1994 through 1998, accompanied by a significant broadening of the exchange rate target zone in mid-1997, brought about a sizable reduction in inflation to 4% in 1997 compared with 10% in the previous two years, thus paving the road towards price stability.

## א. הקדמה

בשנים 1990 עד 1993 אימצו ארבע מדינות מפותחות – ניו זילנד, קנדה, בריטניה ושבדיה – משטר מובנה של יעד אינפלציה עבור המדיניות המוניטרית. משטר זה נחשב בזמנו חידוש, המהווה שינוי משמעותי לעומת המשטרים המוניטריים שהיו עד אז. באותה תקופה גם בנק ישראל החל להכריז על יעדי אינפלציה אך מאפייני המשטר בישראל בשנים הראשונות היו שונים למדי ממאפייני המשטר שאומץ בארבע המדינות המפותחות שלעיל (שנכנה להלן: "המדינות החלוצות").

עבודה זו מתחלקת לשני חלקים. החלק הראשון מתייחס למשטר יעד האינפלציה בעולם. בחלק זה נרצה להבין כיצד הגיעו ארבע המדינות שלעיל למדיניות של משטר יעד אינפלציה: מה קדם למשטר זה, מה הוביל אליו, מה היה הרקע התיאורטי שהנחה את הבנקים המרכזיים הללו באימוץ המשטר ומה הסיבות לעיתוי המסוים של הפעלתו באותן מדינות במועדים סמוכים (בין השנים 1989 ועד 1993). בחלק השני נתאר את הפעלתה של שיטה זו בישראל. לצורך זה ננסה לבחון את המסגרת המוסדית ואת החשיבה המוניטרית שלפיהן גובשה המדיניות שנקטה בישראל בשנים שלאחר תכנית הייצוב של שנת 1985, את השינויים בה ואת אופן יישומה.

לגבי העולם, ניתן לומר שמשטר יעד האינפלציה מהווה למעשה המשך "טבעי" של משטר יעדי הביניים – שעיקרו מחויבות לתוואי ביחס למצרף כספי או לשער החליפין – שאפיין את המדיניות המוניטרית במרבית המדינות בעולם המערבי בשנות ה-70 וה-80 של המאה הקודמת.<sup>1</sup> בהרבה מדינות משטר יעדי הביניים כשל בשלב כלשהו, והמדינות שעברו למשטר יעד אינפלציה החליפו את יעדי הביניים המסורתיים ביעד ביחס לאינפלציה. כמו כן, כפי שנפרט בהמשך, נראה כי לפחות חלק מהמדינות שנקטו במשטר יעדי הביניים המסורתיים, בפועל עבדו כבר אז עם יעדי אינפלציה, מבלי להצהיר על כך. לפיכך, לכאורה המעבר למשטר של יעד אינפלציה אינו מהווה שינוי מאוד דרסטי ביחס לליבת המשטר המוניטרי ששרר קודם לכן.<sup>2</sup> עם זאת, כפי שנתאר בהמשך, עצם הנכונות של בנק מרכזי להתחייב להשגת יעד כמותי קונקרטי בטווח הזמן הקצר, ביחס למשתנה האינפלציה שלגביו אין למדיניות יכולת השפעה ישירה, מהווה תפנית משמעותית ביחס לעבר. לבנק המרכזי יש יכולת לשלוט במידה סבירה על שער החליפין הנומינלי ועל כמות הכסף<sup>3</sup>; לכן לכאורה ניתן לרכוש אמינות להתחייבות ביחס לתוואי של משתנים אלה. אחד האתגרים ביעד אינפלציה, שבמידה רבה מייחד את יעד האינפלציה ביחס ליעדי הביניים המסורתיים, הוא הצורך לייצר אמינות ביחס למחויבות לפעול להשגת תוואי ביחס לאינפלציה – משתנה שלבנק המרכזי אין עליו שליטה ישירה.

מה שסייע ליצר את האמינות הנדרשת ולהבטיח את הצלחת המשטר, ברוב המדינות שנקטו בו, היה מספר אלמנטים שנכללו במשטר, לרבות: (א) החלטה מפורשת, מוסכמת ומוצהרת של הממשלה והבנק המרכזי שהמטרה העיקרית של הבנק המרכזי היא להשיג ולשמר יציבות מחירים לאורך זמן; (ב) הגדרת תכנית פעולה קונקרטית שעיקרה הצבת יעדי ביניים ביחס לאינפלציה וחתירה מתמדת ונחושה להשגתם;

<sup>1</sup> שני עשורים אלו אופיינו בחלק גדול מהמדינות בתנועה משמעותית ברמת האינפלציה – תחילה עלייה משיעור של פחות מ-5 אחוזים לשנה לשיעורים דו-ספרתיים "נמוך" (בין 10 ל-25 אחוזים לשנה) ובהמשך, בתגובה לריסון מוניטרי חריף, חזרה לרמה חד ספרתית נמוכה, אך זאת בעלות ריאלית גבוהה של מיתון חריף ועליה משמעותית של שיעור האבטלה.

<sup>2</sup> כפי שנראה בהמשך משטר יעד האינפלציה כולל אלמנטים רבים בנוסף להחלפת יעדי הביניים המסורתיים ביעדי אינפלציה.

<sup>3</sup> ביחס לשער החליפין היכולת היא בעיקר בטווח הקצר. ההתכנות של שליטה על השער לאורך זמן תלויה בגורמים רבים ולעיתים קרובות במשך הזמן היא נחלשת ואף הופכת בלתי אפשרית. לנקודה זו נחזור בהמשך.

ו-ג) תקשורת עם הציבור הכוללת שקיפות ומתן דין וחשבון שוטף. בחלק מהמדינות אלמנטים אלו זכו לביטוי בחקיקת חוק חדש לבנק המרכזי.

כפי שמציין (Freedman (1997), משטר זה בתחילת דרכו לא זכה לתמיכה רבה באקדמיה. התיאוריה והמודלים המצדיקים או המתארים את היתרונות של משטר כזה פותחו קצת אחרי שהופעל המשטר בארבע המדינות הראשונות.<sup>4</sup> לפיכך, יישום המשטר בתחילת דרכו נשען במידה רבה על אינטואיציה של בכירים בבנקים המרכזיים. בעת הפעלת המשטר ההערכה של עושי המדיניות הייתה שהצלחה בתחילת הדרך תביא אמינות וזו תסייע בהמשך, ואכן לאחר שהופעל המשטר והיו תוצאות מוצלחות ציפיות הציבור התאימו עצמן ותרמו להשגת יעדי האינפלציה בהמשך הדרך. משטר זה זכה להצלחה ופופולריות ובהדרגה הלך וגדל מספר המדינות שנקטו בו. נכון לינואר 2018, כ-60 מדינות נוקטות במשטר יעד אינפלציה מלא (כלומר, הצהרה על יעדי ביניים ביחס לאינפלציה וחתימה להשגתם).<sup>5</sup>

בישראל, לעומת זאת, אימוץ משטר יעד האינפלציה היה תהליך ממושך שנמשך על פני יותר מעשור. תחילת התהליך הייתה בדצמבר 1991. נגיד בנק ישראל באותה עת, יעקב פרנקל, החליט לשנות את משטר שער החליפין מתחום ניווד סביב שער אמצע "אופקיי" (ללא מגמה על פני זמן), שהועלה מידי פעם, לתחום ניווד עם שיפוע חיובי (דהיינו, עם מגמת עליה על פני זמן). לצורך קביעת השיפוע של שער האמצע נדרשה הערכה לגבי האינפלציה המקומית (והאינפלציה במדינות הסחר של ישראל) הצפויה לשנת 1992. הנגיד החליט, בהסכמת הממשלה, לכנות הערכה זו בשם "יעד אינפלציה". ואכן, "יעד האינפלציה" הראשון שעליו הוכרז היה ברמה דו-ספרתית, עדיין רחוק למדי מסביבת האינפלציה המערבית ושיקף למעשה השלמה עם סביבת האינפלציה ששררה באותה עת. ההכרזה על יעד לאינפלציה לא לוותה בהתייחסות לגבי טווח הזמן שמעבר לשנת 1992 ובמיוחד הדבר לא לוה ביתר הצעדים המשלימים שנקטו בארבע המדינות דלעיל. כמו כן בניגוד לארבע המדינות שלעיל, בהן יעד האינפלציה החליף את יעדי הביניים, בישראל בשנים הראשונות לאחר ההכרזה על יעד אינפלציה שער החליפין המשיך לשמש יעד ביניים של המדיניות המוניטרית, מה שהקשה על ניהול המדיניות המוניטרית. אולם בהמשך הדרך החלו להתווסף, בהדרגה, האלמנטים הנוספים של משטר יעד אינפלציה, בד בבד עם הגמשה הדרגתית של שער החליפין ומעבר לשימוש בריבית ככלי המרכזי בחתימה להשגת יעדי האינפלציה. זאת עד להודעת הממשלה ובנק ישראל באוגוסט 2000 על יעד אינפלציה רב שנתי, בתוואי המגיע תוך שלש שנים מסביבה של כ-4 אחוזים לטווח יעד בלתי מוגבל בזמן שבין 1 ל-3 אחוזים, יעד שהוגדר כ"יציבות מחירים".

בהמשך ננסה להבין את הסיבות להבדל הגדול בין אימוץ משטר היעד בארבע המדינות המערביות לבין התהליך בישראל, שכאמור נמשך כעשור שלם, של מעבר ממשטר מוניטרי מבוסס שער חליפין למשטר של יעד אינפלציה מלא והגעה, בסופו של דבר, ליציבות מחירים. תמצית הדברים היא שאימוץ מלא של משטר יעד אינפלציה חייב בניית תשתית מוסדית מתאימה ושינוי בקונספציה ביחס למדיניות המוניטרית. בצד המוסדי היה תהליך מתמשך של מאבק שבמהלכו בנק ישראל קיבל בהדרגה את המשימה של השגת המטרה של יציבות מחירים ואת הכלים לכך. למרות חוק אי ההדפסה של שנת 1985, בשנת 1991 עדיין לא עדיין לא היו לבנק ישראל גיבוי וכלים לפעול ליציבות מחירים.

<sup>4</sup> ראוי לציין כי החשיבות של אמינות לטיפול בהטיה האינפלציונית כבר הייתה מוטמעת היטב באותה עת ואולם המודל הניאו קיינסיאני המשקף את מנגנון התמסורת מהריבית לאינפלציה פותח מעט מאוחר יותר. בפרט, כבר בשנות ה-50' וה-60' היתה מודעות לחשיבות האמינות כפי שמציין Hetzel (2017) בדיון על ההתייחסות של יו"ר הפדרל רזרב דאז William McChesney Martin לאחריות שהוא קבל לעיצוב ציפיות הציבור לאינפלציה, לרבות הצהרות על כך בבית הנבחרים של ארה"ב (ראה שם, עמ' 11). אך אלו היו רעיונות כלליים שלא זכו לביטוי מפורש במודלים תיאורטיים או אמפיריים של המשק.

<sup>5</sup> Central Bank News, January 2018

בצד הקונספציה היה צורך להשתחרר מהניסיון הלא מוצלח של שימוש בשער החליפין כעוגן למחירים. במשך כעשור מאז תכנית הייצוב של שנת 1985 (משנת 1985 ועד 1994), נעשה ניסיון מתמשך להישען על שער החליפין כעוגן למחירים. ניסיון מתמשך זה לא צלח להביא ליציבות מחירים וזו הושגה רק לאחר שהוחלט להגדיל מאוד את תחום ניווד שער החליפין. ריסון מוניטרי מתמשך שלווה בהרחבה ניכרת של תחום ניווד שער החליפין באמצע שנת 1997 הביא לירידת מדרגה של האינפלציה ל-4% לעומת כ-10% בשנתיים שקדמו, ובכך נסללה הדרך בהמשך ליציבות מחירים.

## **ב. משטר יעד האינפלציה בעולם**

תחילה נתאר בקצרה את המרכיבים העיקריים של משטר יעד האינפלציה, המאפיין כיום מספר רב של מדינות. בתת-הסעיף השני נתאר את המשטר המוניטרי בשני העשורים שקדמו להפעלת משטר יעד האינפלציה – משטר יעדי הביניים- ואת הקשיים שעלו ממשטר זה ושהובילו בהמשך למעבר של חלק מהמדינות למשטר של יעד אינפלציה.<sup>6</sup> בתת-הסעיף השלישי נרחיב בגורמים למעבר של חלק המדינות למשטר יעד האינפלציה ובעקרונות שהנחו את אופן יישומו כבר בתחילת הדרך. בתת-הסעיף הרביעי נראה את הדמיון הרב בין הפרקטיקה של משטר יעדי הביניים וזו של משטר יעד האינפלציה. כפי שנראה הפרקטיקה של משטר יעד האינפלציה קדמה במקצת לפיתוח תיאוריה המצדיקה משטר זה. בתת-הסעיף החמישי נסכם את העקרונות העולים מסקירה זו ביחס לתנאים הנדרשים לצורך השגת המטרה של יציבות מחירים. עקרונות אלה ישמשו אותנו בהמשך בבחינת המקרה הישראלי ובהבנת הסיבות לעיתוי המאוחר יחסית של הגעה ליציבות מחירים בישראל.

### **ב1. מהו משטר יעד האינפלציה?**

משטר יעד האינפלציה ננקט לראשונה בניו-זילנד בשנת 1990. מיד אחריו הצטרפה קנדה בשנת 1991 ובהמשך הצטרפו הממלכה המאוחדת (בשנת 1992) ושבדיה<sup>7</sup> (בשנת 1993). להלן נתייחס למשטר כפי שהופעל בעיקר בארבע המדינות שלעיל.

משטר של יעד אינפלציה הוא משטר שכולל את המרכיבים הבאים:

1. הממשלה והבנק המרכזי מחליטים ומודיעים כי מטרה מרכזית של המדיניות המוניטרית היא להגיע ולשמר יציבות מחירים לאורך זמן. יציבות מחירים מוגדרת, בדרך כלל, כקצב אינפלציה מתון של כ-2 אחוזים.
2. הממשלה והבנק המרכזי קובעים בתיאום יעד כמותי מפורש לקצב עליית המחירים של מדד מחירים קונקרטי, בדרך כלל המחירים לצרכן.
3. בחינת העמידה ביעד מוגדרת בדרך כלל עבור השנה או השנתיים הקרובות.
4. המשטר המפורט הוא אמצעי להשגת המטרה של יציבות מחירים לאורך זמן ולכן במידה ובעת אימוצו היעד לטווח הקצר גבוה מהרמה של יציבות מחירים מוצג גם תוואי יעד כמותי לשנים הבאות המותאם להתכנסות ליציבות מחירים.

<sup>6</sup> בסקירה זו התבססנו רבות על הספר של Bernanke et al (1999).

<sup>7</sup> מדינות נוספות שהצטרפו והפעילו בסמוך לאותה עת סוג של יעדי אינפלציה היו פינלנד (1993), אוסטרליה (1993) וספרד (1995). בנק ישראל הכריז על יעד אינפלציה כבר בספטמבר 1991 ואולם ההפעלה בפועל של משטר יעד אינפלציה נדחתה לשנת 1997 ויש אומרים שנת 2000, ראו דיון בהמשך.

5. המשימה של השגת היעד מוטלת על הבנק המרכזי והוא מחויב לפעול להשגתו, באמצעות הכלים שברשותו. נדגיש כי לצורך השגת היעד ניתנת לבנק המרכזי עצמאות בכלים המשמשים להשגתו.
6. אחריות במתן דיווח ושקיפות: הבנק המרכזי מדווח באופן שוטף לממשלה ולציבור על הפעולות שנקט, ושהוא עתיד לנקוט, כדי לעמוד ביעד האינפלציה עם נימוקים המושתתים על ניתוח המשק. כמו כן הבנק מפרסם באופן שוטף תחזית מקרו כלכלית לרבות תוואי עתידי של האינפלציה והפעילות.
7. שליטה פיסקלית: תנאי חשוב להבטחת האפקטיביות של המדיניות המוניטרית ביחס לאינפלציה הוא שהממשלה תנהל את הגירעון הממשלתי ואת החוב הציבורי באופן השומר מרחק מאיום של יצירת תמריץ לשחיקה אינפלציונית של החוב.<sup>8</sup>

המרכיבים שלעיל מהווים את המסגרת של משטר יעד האינפלציה. מרכיבים אלה כוללים בראש ובראשונה החלטה לפעול ליציבות מחירים והטלת המשימה של השגת מטרה זו על הבנק המרכזי. בכך כמובן יש הבנה שהבנק המרכזי מסוגל להשיג מטרה זו באמצעות הכלים שברשותו. נשים לב שלא מסתפקים בהצהרה כללית ועקרונית על שאיפה ליציבות מחירים אלא ישנה תכנית קונקרטית להשגה ולשימור יציבות המחירים. זאת באמצעות מחויבות מתמשכת של הבנק המרכזי להשיג יעד כמותי קונקרטי בטווח זמן מוגדר מראש. אלמנט מרכזי נוסף הוא שיתוף הציבור בתהליך. הממשלה והבנק המרכזי פועלים לרתום את הציבור לסייע בהשגת יציבות המחירים. הציבור באמצעות פעולותיו יסיע בהשגת יציבות מחירים אם יאמין בכוונה וביכולת של הבנק המרכזי להשיג את יציבות המחירים.<sup>9</sup> כדי לייצר ולשמר אמינות זו הבנק המרכזי מתחייב לדווח באופן שוטף על הפעולות שנקט ושהוא עתיד לנקוט כדי להשיג ולשמר את המטרה של יציבות מחירים, ולפרסם במועדים קבועים ניתוח של הכלכלה ותחזית מקרו כלכלית.

כדי להבין ולהעריך את החשיבות של המרכיבים שלעיל צריך תחילה לבחון את המשטר המוניטרי שקדם למשטר יעד האינפלציה ואת הקשיים שהתעוררו במשטר זה.

## 2. משטר יעדי הביניים שקדם למשטר יעד האינפלציה

להלן נסקור בקצרה היבטים מסוימים של החשיבה הכלכלית והמדיניות המוניטרית בעולם בתקופה שקדמה לנקיטת משטר יעד האינפלציה. לא מדובר בסקירה היסטורית מקיפה אלא המטרה להביא את עיקרי הדברים הרלוונטיים להבנת הסיבות למעבר למשטר של יעד אינפלציה.<sup>10</sup> נקדים ונאמר שמשטר יעד האינפלציה למעשה מהווה המשך ותיקון של משטר יעדי הביניים שאפיין את המדיניות המוניטרית בעולם המערבי בשנים 1975 עד 1990. מהו משטר יעדי הביניים? ומה היו הסיבות לנקיטה בו?

שתי המטרות<sup>11</sup> העיקריות של הבנקים המרכזיים בעולם המערבי בשנים 1975 עד 1990 היו בדרך כלל: שמירה על עליה מתונה של המחירים ותמיכה בפעילות ובתעסוקה.<sup>12</sup> כדי להשיג מטרות אלה נקטו רוב הבנקים המרכזיים במשטר של יעדי ביניים שישמש עוגן נומינלי (מסיבות שיפורטו בהמשך). העוגן הנבחר צריך לקיים שתי תכונות עיקריות:

<sup>8</sup> במיוחד, בעיקרון, חוק אי ההדפסה שחוקק בתוכנית הייצוב של 1985 אמור להבטיח דומיננטיות מוניטרית. ואולם, אם חוב הממשלה גדול מידי אזי העלאת ריבית עלולה להקשות על הממשלה להחזיר את חובה, לפגוע באמינות של הממשלה וליצור משבר פיננסי ואינפלציה גבוהה.

<sup>9</sup> יעול התמסורת נובע בין היתר מכך שהיעד משמש לציבור בסיס לתמחור מוצרים, שירותים והסכמים.

<sup>10</sup> עוד על הסיבות למעבר ראו Freedman and Laxton (2009).

<sup>11</sup> בספרות נהוג להבחין בין מטרות סופיות, יעדי ביניים ואמצעים (Goals, Targets and Instruments). כך למשל, בגרמניה כבר מתחילת שנות ה-70 הוכרז כי המטרה הסופית (the Goal) של הבנק המרכזי היא יציבות מחירים. יעדי הביניים היו יעדים ביחס להתפתחותו של מצרף כספי מסוים והאמצעי הריבית.

<sup>12</sup> ראו Bernanke and Mishkin (1992) ו-Goodhart and Vinals (1994).

א. לבנק המרכזי יש יכולת להשפיע על תוואי התפתחותו.

ב. לתוואי התפתחותו יש השפעה חזקה על תוואי המחירים והפעילות.

יש שבחרו במצרך כספי כיעד ביניים, יש שבחרו בשער החליפין, יש שניסו כל אחד מהם ויש שניסו את שניהם במקביל<sup>13</sup>.

מדוע קבעו יעדי ביניים וכיצד נוהלה המדיניות המוניטרית במשטר זה? הצורך בקביעת יעדי ביניים נבע ממספר סיבות (כמפורט להלן). בעולם המודרני, בדרך כלל, הכלי העיקרי של הבנק המרכזי הוא הריבית שהוא קובע על ההלוואות קצרות הטווח לבנקים (או על פקדונות הבנקים בבנק המרכזי), הקרויה הריבית המוניטרית (באנגלית: key policy rate).<sup>14</sup> העלאת הריבית פועלת לירידה בפעילות ובמחירים והפחתתה פועלת לעליה בפעילות ובמחירים. בהפעלת כלי זה קיימים שני קשיים: האחד, מרמת הריבית הנומינלית כשלעצמה קשה להעריך האם היא תואמת את המטרות בתחום הפעילות והמחירים. השני, ההשפעה של שינוי בריבית על הפעילות והמחירים אינה מידית ומידת ההשפעה ועיתויה אינם קבועים; למשל, עוצמת ההשפעה תלויה בין היתר בעוד מרכיבי מדיניות כגון מידת הגמישות בניהול שער החליפין. הדרך להתגבר על קשיים אלה היא להיעזר באינדיקטורים שיסייעו להעריך באופן שוטף האם רמת הריבית תואמת את השגת המטרות של המדיניות המוניטרית בתחום הפעילות והמחירים.

בנוסף לשני הקשיים "התפעוליים" שלעיל קיים גם קושי עקרוני. המטרה של יציבות מחירים היא מטרה ארוכת טווח. בטווח הקצר, בשנה-שנתיים הקרובות, קיימת מידה של קשיחות מחירים וכן יש גם שיקולים נוספים ובעיקר עידוד הפעילות (או ליתר דיוק מזעור סטיות של הפעילות מהרמה הפוטנציאלית). לפיכך, בטווח הקצר צריך לעיתים להשלים עם קצב עליית מחירים שסוטה מזה של הטווח הארוך. כאן עולה השאלה: כיצד שומרים על האמינות ביחס לכוונה וליכולת להשיג את המטרה ארוכת הטווח של יציבות מחירים ובמקביל מאפשרים גמישות בטווח הקצר? התשובה שנתנה היא בהצבת יעד ביניים ביחס לאינדיקטור מסוים ועמידה בו, כאשר האינפלציה הגלומה בתוואי של יעד הביניים לתקופה הקרובה יכול שתהיה שונה מיציבות מחירים. במילים אחרות, שימוש ביעד ביניים (מצרך כספי או שער חליפין) מאפשר לסטות בטווח הקצר מיציבות מחירים מבלי לאבד את האמינות ביחס לכוונה לשמור לאורך זמן על יציבות מחירים.<sup>15</sup>

לשימוש ביעד ביניים נלוותה בדרך כלל הצהרה על מחויבות לתוואי מסוים שלו כאשר תוואי זה אמור להוות עוגן נומינלי למחירים.<sup>16</sup> אנו מדגישים עניין זה כי בהמשך נראה שהמעבר ליעד אינפלציה הוא למעשה המשך טבעי באסטרטגיה של הישענות על עוגן נומינלי כיעד ביניים. מטרת המחויבות הייתה להגביר את האמינות של הציבור ביחס לנחישות להשגת המטרה של יציבות מחירים ובכך להשפיע על הציפיות לאינפלציה. הרצון להשפיע על הציפיות נבע מהתפיסה שהציפיות לאינפלציה משפיעות על קצב האינפלציה שנקלח בחשבון בהסכמים בין היחידות הכלכליות במשק (למשל הסכמי שכר ובקביעת מחירים על ידי פירמות) ובכך משפיעות על האינפלציה העתידית. המחויבות ליעד ביניים גם סייעה לקובעי המדיניות המוניטרית לעמוד בפני לחצים של גורמים פוליטיים, שבדרך כלל דוחקים בבנק המרכזי לבצע הרחבה

<sup>13</sup> במסגרת משטר ה-ERM באירופה גרמניה בחרה בכמות הכסף כיעד ביניים. ויתר המדינות שהשתתפו במשטר נצמדו לשער החליפין של המרק. במקביל חלק מהמדינות, בעיקר הגדולות, גם הצהירו על יעדים ביחס למצרך מוניטרי. ראו Goodhart and Vinals (1994).

<sup>14</sup> לסקירה ראו Friedman and Kuttner (2010) ורשימת הקריאות שם.

<sup>15</sup> Bernanke and Mishkin (1997) כינו התנהגות כזו במונח: "Constrained discretion".

<sup>16</sup> להסבר על מהות המושג "עוגן נומינלי" ראה Mishkin (1999).



ולתמוך בפעילות.<sup>17</sup> עוד יתרון של השימוש ביעד ביניים הוא שפעולה בהתאם ליעד עשויה להקל להסביר את המדיניות לקהל הרחב.<sup>18</sup>

חלק מהבנקים המרכזיים בחר בכמות הכסף כיעד ביניים.<sup>19</sup> הסיבה העיקרית לבחירה זו הייתה תפיסה ששררה באותה עת ולפיה כמות הכסף היא שקובעת בסופו של דבר את רמת המחירים (ולכן מהווה עוגן נומינלי למחירים). כמו כן כמות הכסף מושפעת מידית משינוי בריבית. לפיכך ניתן להשתמש בכמות הכסף כיעד ביניים שעמידה בו תוביל בסופו של דבר להשגת המטרה של יציבות מחירים. משטר זה של יעדי ביניים ביחס למצרך כספי עבד בחלק מהמדינות חלק מהזמן ואולם בהמשך התברר שהקשר בין מצרך כספי כלשהו ובין הפעילות הנומינלית ורמת המחירים אינו יציב ולעיתים אינו בר חיזוי.<sup>20</sup> דהיינו, עם הזמן הלך והתברר שעמידה ביעד ביחס למצרך מוניטרי כלשהו אין בה די בכדי להשפיע ליציבות מחירים, במיוחד על רקע שינויים בהתנהגות הציבור בשימוש בכסף, בין היתר כתגובה לעליית האינפלציה עצמה, וזה הוביל חלק מהבנקים המרכזיים לעבור ליעד ביניים אחר – יעד ביחס לקצב עלייתו של מדד מחירים מסוים – אך על כך בהמשך.

בנקים מרכזיים אחרים<sup>21</sup> בחרו בשער החליפין כיעד ביניים. גם שער החליפין מושפע באופן מדי משינויים בריבית (או מהתערבות ישירה של הבנק המרכזי בשוק המט"ח) וייצובו ביחס למטבע של מדינה גדולה אמור (עשוי) לסייע לייצב את רמת המחירים (או את קצב עלייתם) לזו של מדינת הייחוס. זה עבד במדינות מסוימות ובתקופות מסוימות, אולם במקרים רבים בשלב כלשהו הבנקים שנקטו בייצוב שער החליפין נאלצו לנטוש את השיטה בין היתר משום שהמחיר שלה במונחי פגיעה בפעילות ובתעסוקה הפך לבלתי נסבל.<sup>22</sup> כשנתאר את ישראל נרחיב בעקרונות השיטה ובסיבות לאי היכולת להתמיד בה לאורך זמן במקרים רבים לרבות בישראל.

את גישת יעדי הביניים ביחס למצרך כספי הובילו הבנקים המרכזיים של גרמניה ושוויץ.<sup>23</sup> מתחילת שנות ה-70 שני הבנקים הללו פירשו את תפקידם, בתמיכת הממשלות, באופן שהמטרה העיקרית שלהם, אך לא היחידה, היא לחתור ולקיים יציבות מחירים לאורך זמן. כדי להגיע למטרה זו הם פעלו בדרך הבאה. בכל שנה מצהירים על יעד כמותי לגידול במצרך המוניטרי הנבחר. יש שקבעו יעד לשנה (גרמניה) ויש שקבעו לתקופה ארוכה יותר (שוויץ). בחישוב הערך הכמותי נלקח בחשבון קצב צמיחה מסוים של התוצר (בדרך כלל הערכה לגבי קצב הצמיחה הפוטנציאלי) ונלקח בחשבון קצב עליית מחירים מסוים. לעיתים קצב עליית המחירים תאם את הקצב ארוך הטווח (יציבות מחירים) ולעיתים היה שונה ממנו מסיבות שונות (למשל

<sup>17</sup> ראו Howitt (2006) ו-Goodhart and Vinals (1994).

<sup>18</sup> Poole (1994) הביא נימוק זה ביחס לכמות הכסף כיעד ביניים, אך אותו הגיון תופס גם ביחס לשער החליפין כיעד ביניים.

<sup>19</sup> מדינות רבות בעולם המערבי, בעיקר כלכלות יחסית גדולות, ניסו בזמן כזה ואחר שימוש במצרך כספי כיעד ביניים. זה כולל את הבנקים של גרמניה ושוויץ וכן בתקופות מסוימות גם את הבנקים של ארצות הברית, קנדה, בריטניה, ספרד, איטליה, יפן ועוד. ראו Bernanke and Mishkin (1992) ו-Goodhart and Vinals (1994).

<sup>20</sup> גורם עיקרי שפעל לניתוק הקשר שבין כמות הכסף והמחירים הוא שינויים תכופים בביקוש לכסף שנבעו משיפור מתמשך של הטכנולוגיה של הסדרי תשלום, שבחלקן תומרצו מהעלאות ריבית על רקע התגברות האינפלציה. קשיים בשיטה בלטו בקנדה, שניסתה זאת מאמצע שנות ה-70 עד תחילת שנות ה-80, בבריטניה שניסתה זאת מאמצע שנות ה-70 ועד סוף שנות ה-80 ואז הצטרפה לפרק זמן קצר ל-ERM, בספרד שניסתה זאת עד 1989 ואז הצטרפה ל-ERM, באיטליה שנטשה את ה-ERM ב-1992 וניסתה מצרך כספי למשך תקופה, ובארצות הברית. להרחבה ביחס לארצות הברית ראו למשל Friedman (1997). ראוי גם לציין שבדרך כלל הבנקים המרכזיים היו מודעים לכך ובשלב די מוקדם ההתייחסות בפועל ליעדי הביניים הייתה יותר כאל קווים מנחים ופחות כאל יעדים שחייבים להשיג.

<sup>21</sup> בעיקר הבנקים המרכזיים של מדינות אירופה הקונטיננטלית שנצמדו למטבע של גרמניה, להרחבה ראו למשל Goodhart and Vinals (1994), וכן מדינות בדרום אמריקה.

<sup>22</sup> לדיון ביתרונות ובעיקר בחסרונות, העולים על היתרונות, של שימוש בשער החליפין כיעד ביניים ראו Svensson (1997a).

<sup>23</sup> התיאור שלהלן מתייחס בעיקר לגרמניה ושוויץ ומתבסס בעיקר על Bernanke and Mishkin (1992). ביחס לגרמניה ראו גם Clarida and Gertler (1997) וכן Bernanke and Mihov (1997).

משבר נפט).<sup>24</sup> עצם זה שבחשוב הערך הכמותי של המצרף הכספי נלקח בחשבון קצב אינפלציה מסוים מלמדת למעשה על קיומו של יעד אינפלציה סמוי. אמנם המחויבות אינה ליעד האינפלציה אלא לקצב גידולו של מצרף כספי, אולם, כפי שמציינים (Bernanke and Mishkin (1997), בשתי המדינות, כאשר נתגלתה סתירה בין התפתחותו של יעד הביניים ובין יעד האינפלציה נתנה בדרך כלל עדיפות ליעד האינפלציה הסמוי; זאת לאחר הסתכלות על מגוון אינדיקטורים למצב המשק הריאלי והאינפלציה. מהתיאור שלעיל ניתן להסיק שהמשטר של שימוש במצרף מונטרי כיעד ביניים היווה למעשה, לפחות בגרמניה ובשווייץ, דרך לפעול להשגת יעדי אינפלציה מבלי שתהיה מחויבות מפורשת לכך.<sup>25</sup>

לקראת סוף שנות ה-70' וביתר שאת במהלך שנות ה-80' הלכה וגברה ההכרה שקיים ווקום מבחינת האפקטיביות של שימוש במצרף כספי (או בשער החליפין) כיעד ביניים וכעוגן מוניטרי - התברר שהשגת יעדי הביניים אינה מסייעת בהכרח להשגת יציבות מחירים. עובדה זו הביאה את רוב הבנקים המרכזיים לזנוח את משטר השימוש במצרף כספי או בשער החליפין כיעד ביניים ואולם הצרכים שהביאו למשטר זה נותרו בעינם, לרבות הצורך באינדיקטור שיוביל וינחה את הבנק המרכזי בטווח הקצר.

רוב הבנקים המרכזיים האחרים באירופה היבשתית המשיכו משנת 1979, שנת יסוד הסדר ה-ERM, להיצמד למטבע הגרמני ומתוכם הרוב נשאו בהסדר זה עד למעבר לאיחוד המוניטרי ב-1999. בחלק מהמדינות ובחלק מהתקופות הייתה למדיניות זו הצלחה. אולם לעיתים התברר שרמת הריבית המקומית התואמת את יציבות שער החליפין ביחס למרק הגרמני אינה מתאימה תמיד לייצוב הכלכלה המקומית, לרבות הפעילות והמחירים. זה התברר בעיקר במשבר של ה-ERM בשנים 1992-1993 והביא חלק מהמדינות לחפש כלים נוספים לניהול המדיניות (כגון מגבלה על תנועות ההון) וחלק, כגון בריטניה, איטליה ושבדיה, אפילו נטשו את ההסדר.<sup>26</sup>

בנקים מרכזיים אחרים המשיכו להתנהל ללא יעד ביניים מוצהר אבל למעשה המשיכו לתכנן את המדיניות בהתאם להתפתחות הפעילות והמחירים, לעיתים באופן יותר אקטיבי ולעיתים ביצעו אקומודציה להערכה או לתחזית ביחס להתפתחות הצפויה של הפעילות והמחירים. רבים פעלו תוך התחשבות בגורמים נוספים ובעיקרם שיקולים ביחס לשער החליפין או ליציבות פיננסית.

דוגמה בולטת לניהול מדיניות מוניטרית מסוג זה הוא הבנק המרכזי (פדרל רזרב) של ארצות הברית להלן ("הפד"). בשנים 1975 עד 1991 הפד פרסם יעדים ביחס למצרפים כספיים אולם, כפי שמציינים (Bernanke and Mishkin (1992), הפד לא ייחס חשיבות רבה להשגת היעדים ביחס למצרפים אלה והתמקד בעידוד התעסוקה ובהחלקת תוואי הריבית. בשנת 1979 על רקע האינפלציה הגבוהה של אותה עת הוחלט להתייחס ביתר רצינות להתפתחותה של כמות הכסף וזאת באמצעות קביעת יעדים להתפתחות מתונה של הרזרבות הלא מולות של הבנקים שחייבה העלאה דרסטית של ריבית הפד. הריבית הגבוהה הורידה את האינפלציה אך זאת במחיר ריאלי גבוה. בשנת 1982 התברר שקיים ניתוק בקשר שבין אמצעי התשלום ובין הפעילות והמחירים והפד בפועל נטש את היעדים ביחס לאמצעי התשלום. (McNees (1992) מראה

<sup>24</sup> Bernanke and Mishkin (1997) מציינים לגבי הבנק הגרמני שבחשוב קצב האינפלציה לטווח הקצר נעשתה לעיתים אקומודציה לקצב אינפלציה מסוים שגבוה מקצב המטרה, אם למשל ניכרה השפעה זמנית של גורמי היצע (הם כינו זאת: unavoidable inflation). כמו כן בהערכת קצב הגידול הרצוי של כמות הכסף נלקחו בחשבון גם שינויים צפויים במהירות המחזור של הכסף.

<sup>25</sup> Bernanke and Mihov (1997) בחנו את התנהגות הבנק הגרמני והם מסיקים שבפועל התנהג יותר כ-inflation targeter מאשר כ-monetary targeter. למסקנה דומה, במתודולוגיה אחרת, מגיעים גם Clarida and Gertler (1997) וכן Clarida and Gali (1997).

<sup>26</sup> להרחבה ראו Goodhart and Vinals (1994). בריטניה כמובן אינה שייכת לאירופה הקונטיננטלית אך בשנים 1990-1992 הייתה ב-ERM.

שלמעשה לאורך כל התקופה 1970 עד 1992 ניתן לאפיין את המדיניות המוניטרית של הפד כמדיניות של התאמת הריבית בהתאם להתפתחותם של מספר משתנים כלכליים לרבות תחזית של הפעילות והאינפלציה, הפעילות השוטפת ואמצעי התשלום (האחרון בעיקר בתקופה 1979 עד 1982), כאשר משתני המטרה הם מזעור הסטיות של הפעילות והמחירים מהמגמה.

דוגמא אחרת לנטישת כמות הכסף כיעד ביניים היא מדיניות הבנק המרכזי של קנדה. לאחר אכזבה מתמשכת משימוש במצרך כספי כלשהו כיעד ביניים חדל בשנת 1982 הבנק הקנדי לעבוד עם יעד ביניים כמותי<sup>27</sup> ולמעשה עד שנת 1991 עבד ללא יעדים מפורשים.

### 3.3. מה הוביל למעבר למשטר יעד אינפלציה?

עליית האינפלציה בשנות ה-70, הנזקים שהביאה והמחיר הכבד של הפחתתה הביאו להכרה בחשיבות של יצירת מנגנון שיסיע לשמור על יציבות מחירים. במקביל למדו כי הרחבה מוניטרית משפיעה בטווח הקצר להתרחבות הן של הפעילות והן של המחירים ואולם בהמשך הפעילות חוזרת לרמה (או לתוואי העלייה) שקדמה להרחבה ואילו המחירים עולים בהתאם להרחבה.<sup>28</sup> כלומר, למדו שניסיון להגביר את הפעילות באמצעות הרחבה מוניטרית צולח רק בטווח קצר ומתבטא בסופו של דבר באינפלציה גבוהה יותר גם בטווח הארוך. כן למדו שהמדיניות המוניטרית מסוגלת להיות אפקטיבית בקביעת האינפלציה, אם ניתן לה החופש לפעול לשם כך.<sup>29</sup> לפיכך, גברה ההכרה בחשיבות המטרה של יציבות מחירים לאורך זמן ושהשגת מטרה זו צריכה להיות מוטלת על קובעי המדינות המוניטריות.<sup>30</sup>

התפיסה הזו החלה לבוא לידי ביטוי גם בהתאמת החוקים של הרבה בנקים מרכזיים בעולם המערבי. החל משנת 1989 יותר ויותר מדינות קבעו בחקיקה כי המטרה העיקרית של הבנק המרכזי היא יציבות מחירים, זאת גם בהשפעת הרעיון של האיחוד האירופי, ובחלק מהן הוכרז על מדיניות או משטר של יעד אינפלציה.<sup>31</sup> העדיפות שנתנה למטרה של יציבות מחירים והצורך ביעדי ביניים שיסייעו להשגת מטרה זו, מצד אחד, והכישלון בשימוש ביעדי הביניים המסורתיים, מצד שני, הביאו מספר הולך וגדל של בנקים מרכזיים להשתמש באינפלציה עצמה כיעד ביניים.<sup>32</sup> דהיינו, הכרזה על מחויבות לתוואי מסוים של האינפלציה לשנים הקרובות, כאשר המטרה הסופית היא יציבות מחירים.

מהתיאור עד כה עולה שהמעבר למשטר יעד אינפלציה מהווה למעשה המשך טבעי של משטר יעדי הביניים. במקום להשתמש במצרך כספי, או בשער החליפין כיעד ביניים עברו להשתמש באינפלציה עצמה כיעד ביניים. היו שהשתמשו באינפלציה כיעד ביניים מבלי להכריז על כך ומבלי להתחייב<sup>33</sup> (ראו להלן), והיו שהכריזו על כך והתחייבו. אלה שהתחייבו הוסיפו להכריז את המרכיבים החשובים הנוספים שצוינו לעיל, שנועדו לספק אמינות למשטר.<sup>34</sup>

<sup>27</sup> הנגיד הקנדי באותה עת, Gerald Bouey, סיכם זאת באמרה מפורסמת: "We did not abandon M1, M1 abandoned us". (ראו Freedman (1997)).

<sup>28</sup> זאת ועוד, כאשר קובעי המדיניות מנסים להגביר את הפעילות, ולו בטווח הקצר, לעתים קרובות מדי, הציבור לומד את התנהגותם זו והמשק נשאר עם אותה רמת אבטלה ועם אינפלציה גבוהה – מצב שתואר בספרות התיאורטית "הטיה אינפלציונית" (ראו, בין היתר, Barro and Gordon (1983)). מודלים תיאורטיים הסבירו את החשיבות של בניית אמינות בעיני הציבור לגבי המחויבות של קובעי המדיניות להימנע מטעות זו. משטר יעד האינפלציה נועד לפתור את בעיית ההטיה האינפלציונית על ידי יצירת אמינות זו.

<sup>29</sup> הדוגמאות הבולטות הן גרמניה, ושוויץ וכן הפד בתקופת Volcker (1979-1987).

<sup>30</sup> להרחבה ראו (Fischer (1995), Goodhart and Vinals (1994) ו-Woodford (2009)).

<sup>31</sup> להרחבה ולרשימה פרטנית ראו Goodhart and Vinals (1994).

<sup>32</sup> למעשה, בפועל, בהפעלת השיטה יעד הביניים היה האינפלציה הצפויה, ראו להלן.

<sup>33</sup> גישה זו מתוארת לעיתים כוורסיה רכה של מדיניות גמישה של יעד אינפלציה.

<sup>34</sup> כשהתבררה התרומה הטובה של מרכיבים אלה גם התחייבו ליעד אינפלציה אימצו מרכיבים אלה.

את התהליך של מעבר למשטר יעדי אינפלציה התחילו הבנקים המרכזיים של ניו זילנד, קנדה, בריטניה ושבדיה, בשנים 1990 עד 1993. בהמשך הצטרפו למשטר זה עוד ועוד בנקים מרכזיים, תחילה הצטרפו פינלנד, אוסטרליה, ספרד וישראל ובהמשך מדינות מפותחות ומתפתחות רבות.<sup>35</sup>

ראוי להבחין בין בנקים שעברו למשטר יעד אינפלציה ובנקים אחרים שלא הכריזו על משטר יעד אינפלציה אבל עדיין פעלו לריסון האינפלציה ולהשגת יעדי אינפלציה.<sup>36</sup> הבנקים של גרמניה, שוויץ ויפן ובמידה מסוימת גם הפד של ארצות הברית (בעיקר בתקופה שהחל מאמצע שנות ה-80) היו בעלי מוניטין של עצמאות ובעלי היסטוריה של אינפלציה נמוכה (בדרך כלל). בנקים אלה חוו קשיים עם יעדי הביניים המסורתיים אך למרות זאת לא מצאו צורך להכריז על יעדי אינפלציה. האמינות שרכשו עם השנים והעצמאות היחסית שלהם אפשרו להם לשמור על קצב אינפלציה נמוך מבלי שיצטרכו להכריז על משטר של יעד אינפלציה. בנקים אלה יכלו להסתפק בהצהרה על יעד איכותי של יציבות מחירים מבלי שיצטרכו להתחייב ליעדי ביניים ביחס לאינפלציה. אחד השיקולים שלא לבחור במשטר של יעד אינפלציה היה ככל הנראה חשש שמחויבות ליעדי ביניים ביחס לאינפלציה תקשה על החלקת ההשפעה של זעזועים מצד ההיצע למחירים.<sup>37</sup>

לעומת זאת הבנקים של ניו זילנד, קנדה, אנגליה ושבדיה היו פחות עצמאיים והמדינות שלהם חוו תקופות של אינפלציה גבוהה. בנקים אלה היו מצויים במצב בסיסי של אמינות נמוכה ולכן חיפשו דרך ליצר אמינות ביחס לכוונתם וליכולתם להשיג יציבות מחירים. לאור מצבם, ובשונה ממדינות עם היסטוריה של אינפלציה נמוכה, הם לא יכלו להסתפק בהצהרה איכותית ביחס למטרה של יציבות מחירים. כדי לבנות אמינות הם נאלצו (או בחרו) לפעול באמצעות הכרזה על מחויבות ליעד אינפלציה של מדד מחירים מסוים כיעד ביניים כמותי.

כפי שצינו קודם, תכונה חשובה של מצרף כספי או שער חליפין כיעד ביניים היא היכולת להשפיע מידית על יעד הביניים באמצעות הריבית.<sup>38</sup> ביחס לקצב האינפלציה היכולת הזו הייתה פחות ברורה. למרות זאת בנקים מרכזיים אלה החליטו לקבל על עצמם התחייבות להשגת יעד אינפלציה כמותי בטווח זמן מוגדר. לכן זו השפיעה המודעות שהתפתחה באותה עת לגבי החשיבות של האמינות והתועלת שניתן להפיק ממנה בקביעת עוגן נומינלי במשק, וההכרה בדבר האפקטיביות של יעדי ביניים ככלי לרכישת אמינות.

המודעות לחשיבות האמינות גברה משתי התפתחויות בשנות ה-70 וה-80:

(א) הניסיון בארה"ב של עליית האינפלציה במהלך שנות ה-70 וההצלחה בהדברתה, באמצעות תכנית הדיס-אינפלציה של הנגיד Volcker שנקטה בשנים 1979 עד 1982, שכנע כלכלנים רבים בדבר תפקידה המרכזי של המדיניות המוניטרית בקביעת רמת המחירים. אך בה בעת ניסיון זה הציף את העלויות הגבוהות, במונחי אובדן תוצר ריאלי ואבטלה, של מדיניות דיסאינפלציונית המתבססת על הגישה של "just do it", כלומר העלאת ריבית ללא צעדים נוספים המיועדים ליצירת אמינות;

(ב) התפתחויות בתיאוריה המאקרו-כלכלית שהדגישו את החשיבות של ציפיות הציבור והראייה קדימה בקבלת החלטותיו ובכך בקביעת ההתפתחויות המאקרו-כלכליות.

התפתחויות אלה לימדו שאמינות מסיעת בין היתר בהיבטים הבאים:

<sup>35</sup> הצטרפות למשטר, בעקבות ארבע הראשונות, הייתה בשני שלבים. תחילה, עד שנת 1997 הצטרפו מעט מדינות. מדינות אחרות שלא הצטרפו ככל הנראה עקבו אחרי התוצאות כשראו שהמשטר מצליח החלה הצטרפות של עוד ועוד מדינות. ראו רשימה אצל Freedman and Laxton (2009) או אצל Svensson (2007).

<sup>36</sup> ראו למשל: Orphanides (2009), Freedman and Laxton (2009) ו-Howitt (2006).

<sup>37</sup> לטיעון זה ראו למשל Friedman and Kuttner (1996).

<sup>38</sup> או גם באמצעות התערבות בשוק מטבע חוץ במקרה של שער החליפין.

- ההבנה שאמינות בעיני הציבור במחויבות של קובעי המדינות ליעד ביניים, משפיעה על הציפיות ועל ההתנהגות של היחידות הכלכליות בקביעת המחירים ובכך תורמת להשגת היעד ואף מוזילה את העלות הריאלית של השגתו.
- ההבנה שאורך הפיגורים (דהיינו: הזמן שעובר בין העלאת הריבית וביטויה במחירים) הוא פונקציה של אופי משטר המדיניות ושאמינות מקצרת פיגורים.
- ההבנה שמחויבות עשויה לטפל בהטיה האינפלציונית.

מכאן עלתה החשיבות לכלול מאמצים לעצב את ציפיות הציבור כדי למזער עלויות ריאליות.<sup>39</sup>

כדי ליצר אמינות במידה ובמהירות מרבית, ולשמרה בהמשך, הקימו הבנקים המרכזיים, במדינות שאימצו את משטר יעד האינפלציה, תשתית לשיפור התקשורת עם הציבור והממשלה. זה כלל פרסום שוטף, בזמנים קבועים, של דו"ח אינפלציה המתאר את ההתפתחויות שהתרחשו, המדיניות שננקטה והתוצאות. כן החלו לפרסם תחזית לשנים הקרובות. פעולות נוספות כללו נאומים של בכירי הבנקים והשתתפות עם האקדמיה במאמצים לפתח תאוריה ומודלים למדיניות מוניטרית. בהמשך כשהתבררה התועלת הרבה של פעולות אלה גם הבנקים המרכזיים האחרים, שלא נקטו במשטר יעד אינפלציה מלא<sup>40</sup>, אימצו את אמצעי התקשורת האלה.

עם זאת נראה שבהחלטה לנקוט במשטר יעד אינפלציה הייתה גם מידה רבה של אינטואיציה וכפי שמציינים מספר מחברים,<sup>41</sup> הגיבוי האקדמי להחלטה זו, בזמן האימוץ של המשטר על ידי ארבע המדינות החלוצות, לא היה רב ורבים באקדמיה היו ספקנים לגבי סיכויי ההצלחה של משטר זה.<sup>42</sup> בתקופה שקדמה למשטר יעד האינפלציה היו עבודות ומחקרים תאורטיים ואמפיריים שדנו ביתרונות ובחסרונות של שימוש במשתנים שונים כיעד ביניים כגון: מצרפים כספיים, שער החליפין, התוצר הנומינלי והאינפלציה. המסקנה ממחקרים אלה בדרך כלל הייתה שיעד אינפלציה אינו בהכרח הבחירה הטובה. לפי Freedman (1997, 1998) מה שמחקרים אלה החמיצו, וזה התברר רק מאוחר יותר לאחר שהחלו להפעיל את המשטר, שבגלל הפיגורים בהשפעת המדיניות יעד הביניים המתאים הוא לא קצב האינפלציה לטווח הזמן הקרוב אלא התחזית לאינפלציה לשנה-שנתיים הקרובות. ברגע שעברו להתמקד באינפלציה הצפויה כיעד ביניים התבררה העדיפות של משטר זה הן בהיבט האמפירי ובהמשך גם בהיבט התיאורטי.<sup>43</sup> בפרקטיקה של מדינות אלה החתירה ליעד מתבצעת באמצעות התאמת הריבית המוניטרית להתפתחות הצפויה של האינפלציה. כאשר האינפלציה הצפויה עולה הבנק המרכזי מעלה את הריבית וכאשר היא יורדת הבנק המרכזי מוריד את הריבית וכך באמצעות התאמת הריבית הבנק המרכזי מנסה להתאים את האינפלציה הצפויה ליעדה.

בהקשר זה חשוב גם לציין, כי למעשה כבר מההתחלה של יישום המשטר בארבע המדינות החלוצות, בטווח הקצר המיקוד היה לא רק על האינפלציה או האינפלציה הצפויה, אלא בפועל בהתאמת הריבית התחשבו גם במשתנים נוספים ובעיקר במידת הקרבה של המשק לתעסוקה מלאה. במילים אחרות, כבר

<sup>39</sup> ראו למשל Woodford (2003) שמדבר על כך שעיקר תכליתה של המדיניות המוניטרית הוא management of expectations.

<sup>40</sup> הכוונה כאן בין היתר לפד של ארה"ב, לבנק המרכזי של האיחוד האירופי (ה-ECB), לבנק השווצרי וליפן.

<sup>41</sup> ראו התייחסות לעניין זה אצל: Woodford (2003), Howitt (2006, 2012), Freedman (1997, 1998, 2005), Freedman and Laxton (2009).

<sup>42</sup> עם זאת, משטר יעד האינפלציה הינו המשך "טבעי" של משטר יעדי הביניים שנקטו במדינות רבות בשנים 1975-1990, ולמשטר יעדי הביניים הייתה תמיכה רבה של האקדמיה שהתבססה על מחקרים תאורטיים ואמפיריים רבים. העקרונות של משטר יעדי הביניים היוו תשתית להפעלת משטר יעדי האינפלציה ולפיכך ברור שההחלטה לנקוט במשטר של יעד אינפלציה לא נעשתה כלאחר יד והייתה מושתתת על עקרונות כלכליים מוצקים, ואולם גיבוש מלא ומפורש של תיאוריה המובילה ומצדיקה הפעלת משטר יעד אינפלציה בוצע מעט מאוחר יותר.

<sup>43</sup> Svensson (1997b) מפתח תיאוריה מצדיקה את השימוש באינפלציה הצפויה כיעד ביניים.

מההתחלה ניהלו משטר שמאוחר יותר כונה על ידי Svensson (1997) : "משטר גמיש של יעד אינפלציה". המשמעות של משטר זה היא שאם נוצרת סטייה של האינפלציה הצפויה מיעדה שואפים לתקן את הסטייה בהדרגה כאשר הקצב המתוכנן תלוי גם במרחק של המשק מתעסוקה מלאה ובמקור הזעזוע למחירים (היצע או ביקוש). אלמנט נוסף שהחל לקבל חשיבות בהתאמת הריבית בטווח הקצר, במיוחד בעקבות המשבר הפיננסי של שנת 2008, הוא היציבות הפיננסית.<sup>44</sup>

Charles Freedman (1994, 1997) מציין כי בעת ההכרזה על משטר יעד האינפלציה, וההצהרה על היעדים הכמותיים, לא הייתה ציפייה של הבנקים המרכזיים הללו שהאמינות תשוקם מידית רק בגלל ההכרזה. הם העריכו שההכרזה על המשטר ופעולה בהתאם להצהרות, כלומר, גיבוי ההתחייבות במעשים, יובילו בהמשך, כאשר תהיינה תוצאות ראשוניות, לבניית אמינות וזה יקל בהמשך הדרך. ואכן, כבר בשנים הראשונות של הפעלת המשטר בארבע המדינות שלעיל התברר שההצלחה הראשונית השפיעה ליצירת אמינות ביחס ליעד האינפלציה<sup>45</sup> וזו תרמה להקטנת העלות הריאלית של הגעה ושמירה על יציבות מחירים.

#### **4. הפרקטיקה של משטר יעדי הביניים והתיאוריה המוניטרית (המודל הקנוני הניאו קיינסיאני)**

כפי שצויין קודם, מאז תקופת הפעלת משטר יעדי הביניים, ואף לפני כן, בפרקטיקה הריבית המוניטרית היוותה ומהווה הכלי העיקרי של המדינות המוניטריות. העלאת הריבית פועלת לריסון - מיתון הפעילות והמחירים והפחתתה פועלת להרחבה - העלאת הפעילות והמחירים. מודלים ניאו קיינסיאניים המשלבים כלל ריבית ומתארים דפוס כזה של פרקטיקה פותחו והתבססו רק במחצית השנייה של שנות ה-90.<sup>46</sup> לפיכך די ברור שהפרקטיקה של ניהול המדינות המוניטריות באמצעות הריבית לרבות המדיניות של חתירה ליעד אינפלציה סמוי באותן מדינות שנקטו בכך, קדמה לתיאוריה. כמו כן משטר יעד האינפלציה, אף הוא, ננקט לפני שפותחו מודלים המתארים או מצדיקים התמקדות באינפלציה (או באינפלציה הצפויה) כיעד ביניים.

ראוי לציין שני הבדלים חשובים בתאוריה המוניטרית כשמשווים בין המודל הניאו קיינסיאני הקנוני שפותח במהלך שנות ה-90' ובין המודלים שקדמו. ההבדל הראשון הוא בתפקיד של כמות הכסף במנגנון התמסורת של המדינות המוניטריות. ההבדל השני הוא בתפקיד הציפיות לאינפלציה. ביחס לתפקיד של כמות הכסף במנגנון התמסורת: בתקופת הפעלת המדיניות של שימוש בכסף כיעד ביניים התברר ששום מצרף מוניטרי אינו מתאים לשמש עוגן למחירים ולכן בפרקטיקה הפסיקו להשתמש במצרף כספי כלשהו כיעד ביניים. בתאוריה נותרה כמות הכסף כמשתנה שקובע את האינפלציה (עוגן למחירים). מנגנון התמסורת במודל האופייני לאותה תקופה<sup>47</sup> הוא כזה: הריבית משפיעה על כמות הכסף וזו משפיעה על הביקושים ואלה משפיעים על העלויות ואלה משפיעות על המחירים. לעומת זאת, על פי הגישה הניאו קיינסיאנית, שהתפתחה בשנות ה-90', לכמות הכסף אין תפקיד אקטיבי במנגנון התמסורת. הריבית משפיעה ישירות על הביקושים ואלה משפיעים על העלויות ואלה משפיעות על המחירים.<sup>48</sup>

<sup>44</sup> השאלה האם בהתאמת הריבית יש להתחשב גם במצב היציבות הפיננסית מעוררת מחלוקת רבה בספרות. בפועל, בהתאמת הריבית, הבנקים המרכזיים מתחשבים במצב הפיננסי.

<sup>45</sup> Freedman (1997) מציין שהאמינות התבטאה בירידת האינפלציה הצפויה כפי שהשתקפה בשווקים הפיננסיים ובשווקי המוצרים והעבודה.

<sup>46</sup> למשל המודל הקנוני הבסיסי המוצג אצל CGG (1999).

<sup>47</sup> לביטוי במודלים של השינוי החשיבתי בין התקופות ראה McCallum (1981, 2002, 2005).

<sup>48</sup> כמה מילים ביחס לכמות הכסף (או מצרף כספי כלשהו) כיעד ביניים. Cukierman (1995) פיתח תאוריה מעניינת שדנה ביתרונות ובחסרונות של שימוש בכסף כיעד ביניים מול השימוש ביעד אינפלציה. גם אחרים דנים בכך. אולם לפי הגישה הניאו קיינסיאנית, כפי שמיוצגת למשל אצל Woodford (2003), לא קיימת תחלופה כזו משום שכלל לא קיימת היתכנות להשתמש בכמות הכסף כיעד ביניים. הסיבה לכך היא שמנגנון התמסורת עובד ישירות דרך הריבית. מעלים ומורידים את הריבית בהתאם להתפתחות האינפלציה. הריבית משפיעה ישירות על הביקושים ובאמצעותם

ההבדל השני הוא בתפקיד של הציפיות לאינפלציה. במודלים שלפני 1990 הציפיות השוררות היום ביחס לאינפלציה בעתיד משפיעות על האינפלציה בעתיד. הרעיון הוא שהציפיות משפיעות על השכר שנקבע בהסכמי השכר, ועל הסכמים אחרים שנחתמים בהווה, ובכך משפיעות על האינפלציה שתיווצר בעתיד. זה אומר בין היתר שקיים פיגור בהשפעת המדיניות המוניטרית. גם אם ניתן להשפיע על הציפיות לעתיד, הביטוי של זה באינפלציה יתרחש בעתיד. לעומת זאת בגישה הניאו קיינסיאנית הציפיות לאינפלציה בעתיד משפיעות על האינפלציה הנוכחית. לפי גישה זו היצרן לא יכול לשנות מחיר בכל רגע אלא כאשר מתאפשר לו. אם צופים עליית מחירים בעתיד אזי מי שיכול מתאים כבר היום את המחיר שכן בעתיד אולי לא יוכל להעלות את המחיר (ראו למשל (Woodford (2003)). מכאן יוצא שהפיגור בין המדיניות וביטוייה במחירים מתקצר יחסית לגישה הקודמת שכן אם שינוי במדיניות משפיע על הציפיות זה ישפיע מידית גם על המחירים. לכן דפוס כזה של תמסורת תומך באפקטיביות של יעד האינפלציה כיעד ביניים שכן הוא מקיים את התכונה שהוא מגיב מהר למדיניות.

היבטים אלה מדגישים את היתרון החשוב של שימוש באינפלציה (הצפויה) כיעד ביניים לעומת השימוש במצרך כספי או בשער החליפין. לצורך קביעת מחירים וחתימת הסכמים, הציבור זקוק להערכה של האינפלציה הצפויה. משטר יעד האינפלציה מספק לציבור הערכה זו ובמידה וקיימת אמינות הציבור משתמש בהערכה זו ובכך תורם להתממשותה. לעומת זאת במשטר המסורתי של יעדי הביניים קיימת אי וודאות רבה ביחס לאינפלציה הצפויה וזאת משני טעמים. ראשית, במשטר יעדי הביניים המסורתי לא תמיד ברור לאיזו אינפלציה מכוונים. שנית, גם אם מבהירים מראש לאיזו אינפלציה מכוונים עדיין לא מובטח שתתממש האינפלציה החזויה המותנית בהשגתו של יעד הביניים. למעשה ניתוק הקשר שבין יעד הביניים והאינפלציה הביא לכישלון משטר יעדי הביניים. אולם קיומם של שני סוגי אי הוודאות שלעיל תרמו ככל הנראה מראש להפחתת האמינות במשטר ולכן גם פגעו ביעילותו (בין היתר בכך שאי הוודאות הקשתה על הציבור "לשתף פעולה" ובכך לתרום להתממשות התחזית).

כפי שצויין קודם, המשטר שקדם, שימוש במצרך כספי או בשער החליפין כיעד ביניים, הפך עם הזמן ללא אפקטיבי ורוב המדינות שנקטו במשטר מסוג זה עברו לנהל את המדיניות ללא יעד ביניים מוצהר. מדינות אלה המשיכו לבצע התאמות של הריבית כאשר קצב האינפלציה היווה אחד מיעדי המדיניות המוניטרית, אך זאת מבלי להצהיר על יעדי ביניים. ההכרזה על משטר יעד אינפלציה, במדינות שבחרו במשטר זה, שמשמעותה למעשה מעבר להשתמש באינפלציה (הצפויה) כיעד ביניים, נועדה להשיב את היתרונות של שימוש ביעדי ביניים שעיקרם: בנייה ושימור של אמינות (ובכך להקל על הפחתת האינפלציה) והקלה בהתמודדות עם לחץ פוליטי של הממשלות שלרוב לא מעוניינות לשלם את המחיר של מניעת עליה של האינפלציה.<sup>49</sup> ניתן לומר שעל פי הגישה הניאו קיינסיאנית, משטר יעד האינפלציה הינו המשך "טבעי" של משטר השימוש ביעדי ביניים עם התיקונים הבאים: 1. התאמות של הריבית משפיעות ישירות על הביקושים ללא "תיווך" של כמות הכסף. 2. האינפלציה הצפויה היא יעד הביניים "הנכון" שמחליף את כמות הכסף כיעד ביניים (inflation forecast targeting).

חשוב כמובן להדגיש שבמשטר יעד אינפלציה ניתן דגש רב יותר לנושא האמינות, ביחס למשטר יעדי הביניים, ובמיוחד ביחס למדינות שנקטו במדיניות של יעד אינפלציה סמוי. הדגש לאמינות בא לידי ביטוי

---

על האינפלציה. לכמות הכסף כשלעצמה אין כל תפקיד אקטיבי בייצוב רמת המחירים. כאשר הריבית משמשת ככלי המדיניות כמות הכסף הופכת למשתנה אנדוגני שנקבע על סמך הביקוש לכסף וכשלעצמה אין לה כל תפקיד אקטיבי בקביעת רמת המחירים.

<sup>49</sup> ראו (Howitt (2006), Fischer (1994), Freedman and Laxton (2009).

בהצהרה על מחוייבות ליעד ביחס לאינפלציה, ובמתן חשיבות לתקשורת עם הציבור (מתן דין וחשבון ושקיפות).

### **5. מספר לקחים ביחס לתנאים הדרושים להשגה ולשמירה על יציבות מחירים**

הבנקים המרכזיים הגרמני והשווצרי הצליחו לשמור על יציבות מחירים לאורך כל התקופה משנת 1975 עד להקמת ה-ECB וזאת מבלי לעבור למשטר יעד אינפלציה. לעומתם בנקים מרכזיים אחרים הצליחו להשיג ולשמר יציבות מחירים רק לאחר שעברו למשטר של יעד אינפלציה. מכאן שמשטר יעד אינפלציה אינו תנאי הכרחי להשגה ולשמירה על יציבות מחירים אולם כפי שראינו בסעיפים קודמים הוא עשוי להקל מאוד ולהוזיל את העלות הריאלית של השגת המטרה של יציבות מחירים.

להלן ננסה לסכם את המרכיבים החיוניים הנדרשים להשיג ולשמר יציבות מחירים לאורך זמן, כפי שעולים מהדיון בסעיפים הקודמים:

- הצבת המטרה של יציבות מחירים והחלטה לחתור להשגתה.
- הטלת המשימה להשגת המטרה על הבנק המרכזי.
- מתן כלים ועצמאות לבנק המרכזי בהפעלתם.
- חתירה מתמדת להשגת יציבות מחירים.

כדי להקל על השגת יציבות מחירים, מבחינת קיצור משך הזמן הנדרש והקטנת הפגיעה הריאלית, חשוב להגביר את האמינות בדבר הכוונה והיכולת לפעול. זאת באמצעות שילוב האלמנטים של משטר יעד האינפלציה לרבות:

- הצהרה על יעד יציבות מחירים ועל התחייבות ליעדי ביניים ביחס לאינפלציה.
- מתן דין וחשבון (accountability) ושיפור התקשורת מול הציבור (שקיפות).

לקחים אלה יהיו אמת מידה שתסייע לנו לנתח ולהבין את התפתחות האינפלציה ואת המדיניות המוניטרית בישראל בתקופה שלאחר תכנית הייצוב של שנת 1985. כפי שנראה מאז תכנית הייצוב של שנת 1985 עברו עוד כ-15 שנים עד שהתקיימו מרבית התנאים והושגה יציבות מחירים.

## **ג. אימוץ משטר יעד האינפלציה בישראל**

### **ג'1. הקדמה**

בדצמבר 1991 הוכרז בישראל על שינוי במשטר שער החליפין – מעבר מניהול השער ברצועת ניוד עם שיפוע אופקי לרצועת ניוד עם שיפוע עולה ברציפות על פני זמן. כדי לקבוע את השיפוע של גבולות רצועת הניוד נדרשה הערכה לגבי תוואי האינפלציה המקומית.<sup>50</sup> נגיד בנק ישראל באותה עת, פרופ' יעקב פרנקל, החליט לנצל את ההזדמנות ולהכריז לראשונה בישראל על יעד לאינפלציה, לשנת 1992. זאת בהשראת משטרי יעד האינפלציה שאומצו עד אז בשתיים מהמדינות החלוצות, ניו זילנד וקנדה, וכן במידה מוגבלת בצילה. אולם בניגוד לאימוץ משטר יעד האינפלציה בארבע המדינות החלוצות, אימוץ משטר זה בישראל היה תהליך ארוך ומתמשך.

<sup>50</sup> כדי להימנע ממצב של ייסוף או פיחות מתמשך נקבע השיפוע כהפרש בין האינפלציה המקומית והעולמית הצפויות.



כפי שפורט בסעיף הקודם, המשטר של יעד אינפלציה כפי שאומץ במדינות החלוצות כלל רשימה של צעדי מדיניות, ביניהם הכרזה על יעד כמותי להתפתחות מדד מחירים מוגדר, טווח זמן מפורש להשגת היעד, כללי שקיפות לבנק המרכזי, התייחסות לאפשרות של מטרות אחרות למדיניות, עצמאות בהפעלת כלי המדינות להשגת היעד וכן הבנה שלא תהיה שליטה פיסקלית. כל אחת מארבע המדינות אימצו במלואה את חבילת הצעדים הנ"ל, שתיקרא להלן "משטר יעד אינפלציה מלא" (full-fledged inflation targeting) וזאת בעת ההחלטה לאמצו. הרקע לאימוץ משטר זה, עם מאפיינים דומים מאד, היה תנאי פתיחה רלבנטיים דומים במדינות האלה, למרות הבדלים מהותיים מאד בהרבה מאד מאפיינים כלכליים, פוליטיים וחברתיים אחרים. בפרט, בכל אחת מהמדינות, האינפלציה הייתה כבר ברמה חד-ספרתית בזמן אימוץ המשטר אך קובעי המדיניות חששו מהרעה בסביבת האינפלציה, בכל מדינה מסיבה נקודתית אחרת וכן המשטר הקודם של שימוש ביעד ביניים (כסף או שע"ח) לקביעת עוגן נומינלי התמוטט בכל אחת מהמדינות הללו. זאת ועוד, על רקע הניסיון בארה"ב בהפחתת האינפלציה בראשית שנות ה-80, האמינו קובעי המדיניות במדינות המערב, בכלל, ובארבע שאימצו את משטר יעד האינפלציה, בפרט, שהריבית המונית היא בעלת השפעה מכרעת על האינפלציה אך הם חיפשו דרך למזער את הריסון המונית הנדרש להשגת יציבות מחירים ואת העלויות הריאליות הכרוכות בריסון כזה (כגון אובדן תוצר ועליה באבטלה). לאור תוצאות תיאורטיות שפותרו מסוף שנות ה-70<sup>51</sup> הייתה הבנה של חשיבות הציפיות של הציבור לאינפלציה כגורם בקביעת האינפלציה בפועל ובשל כך נועדה גם חשיבות לאימוץ שנותן הציבור לגבי המחויבות של קובעי המדיניות לשאוף לשמירה על יציבות המחירים. לפיכך נתנו קובעי המדיניות משקל רב לנקיטת צעדים בוני אימוץ ביחס לכוונה לשמור על יציבות מחירים.

בישראל, לעומת זאת, אימוץ משטר יעד האינפלציה היה תהליך ארוך שנמשך על פני יותר מעשור.<sup>52</sup> ההכרזה על יעד אינפלציה בדצמבר 1991, שש שנים לאחר תכנית הייצוב של 1985, נעשתה כאשר סביבת האינפלציה עדיין הייתה דו-ספרתית, רחוקה מהסביבה במדינות המערב ומיציבות מחירים. ההכרזה על יעד האינפלציה באותה עת הייתה כאמור אלמנט בתכנית לשינוי משטר שער החליפין במטרה למתן את עוצמת תנועות ההון הבינלאומיות ולשמר, אך לא לשפר, לפחות לא בשלב הראשון, את הישגי תכנית הייצוב בתחום האינפלציה. ואכן, יעד האינפלציה הראשון שעליו הוכרז היה ברמה דו-ספרתית (14-15 אחוזים), עדיין רחוק למדי מסביבת האינפלציה המערבית ושיקף למעשה השלמה עם סביבת האינפלציה ששררה באותה עת. גם לא החלו להשתמש בתקשורת עם הציבור על מנת להגביר אמינות כפי שעשו ארבעת המדינות החלוצות. אמנם בשנה השנייה, במקביל להכרזה על יעד אינפלציה ל-1993, דובר על שאיפה להוריד את האינפלציה בהדרגה, כשהדבר יתאפשר, אולם הצהרה זו לא לוותה בתכנית עבודה מגובשת ומפורשת ודי ברור שחסרו עיקר האלמנטים של משטר יעד אינפלציה כפי שהושק במדינות החלוצות. כפי שנפרט בהמשך, בישראל אלמנטים אלה התווספו בהדרגה בשנים שלאחר מכן.

בהמשך סעיף זה נתאר את ההתפתחויות במדיניות המונית ובחשיבה המונית בישראל בתקופה מסמוך לאחר תכנית הייצוב של 1985 ועד להודעת הממשלה ובנק ישראל באוגוסט 2000 על יעד אינפלציה רב שנתי, בתוואי המגיע תוך שלש שנים מסביבה של כ-4 אחוזים לטווח יעד בלתי מוגבל בזמן שבין 1 ל-3 אחוזים, יעד שהוגדר "יציבות מחירים". ננסה להבין את הסיבות לפערים הגדולים בין אימוץ משטר היעד במדינות החלוצות לבין התהליך בישראל, של מעבר ממשטר מונית מבוסס שער חליפין למשטר של יעד אינפלציה מלא.

<sup>51</sup> Kydland and Prescott (1977), Barro and Gordon (1983), Rogoff (1985).  
<sup>52</sup> כפי שהיה בעוד מדינה מתעוררת, צ'ילה. Svensson (2010) מציין שאימוץ משטר יעד האינפלציה ברב הכלכלות עם שווקים מתעוררים (EMEs) שבהן הוא אומץ, היה הדרגתי מאד. עמוד 7 שם.

את התקופה מתוכנית הייצוב ועד הגעה למשטר יעד אינפלציה מלא ניתן לחלק לשלש תקופות משנה כדלקמן: (א) מתוכנית הייצוב עד אימוץ רצועת הניוד האלכסונית לשער החליפין וההכרזה על יעד אינפלציה בדצמבר 1991; (ב) מתחילת 1992 עד ספטמבר 1994, תקופה המאופיינת בהתייחסות לא מחייבת ליעד האינפלציה; (ג) מספטמבר 1994 עד אוגוסט 2000, תקופה שהתחילה בחריגה גדולה מיעד האינפלציה וקיום ישיבות ממשלה שבהן הוחלט לגבות את בנק ישראל לפעול להחזרת האינפלציה ליעד ונמשכה באימוץ הדרגתי של המאפיינים הנוספים של משטר יעד אינפלציה עד להשלמת אימוץ המשטר באוגוסט 2000.<sup>53</sup>

## **ג'2. מה קדם למשטר יעד האינפלציה? המדיניות הכלכלית מתכנית הייצוב עד להודעה הראשונה על יעד אינפלציה בסוף 1991**

נדבך חשוב של תכנית הייצוב הכלכלי של 1985 היה השימוש בשער החליפין כעוגן נומינלי מרכזי למחירים. במסגרת התכנית עצמה ובשנים הראשונות שלאחר מכן ננקטה מדיניות של ניסיון לייצב את שער החליפין. ההערכה הייתה שייצוב שער החליפין יוביל בסופו של דבר ליציבות מחירים, כלומר, לאינפלציה נמוכה ברמה של המדינות המערביות. הבעיה שהתעוררה הייתה שהאינפלציה לא נעצרה וכתוצאה מייצוב השער נוצר ייסוף ריאלי מתמשך. הצטברות הפרשי אינפלציה מול העולם הביאה לציפיות לפיחות ועמן לייצוא הון שמצדו הגביר את הציפיות לפיחות. כתוצאה נאלצו קובעי המדיניות לבצע מידי פעם פיחות. הפיחות פיצה חלקית על הייסוף ועצר זמנית את תנועות ההון אך מצד שני הזין את האינפלציה שהתמשכותה הביאה למחזור חדש של תנועות הון ופיחות וחוזר חלילה.

המדיניות הייתה, אם כן, ניסיון לייצב את המחירים באמצעות ייצוב שער החליפין כאשר הריבית משמשת אמצעי למתן את תנועות ההון. בהמשך, כאשר התברר שהאינפלציה לא עצרה ברמה של המדינות המערביות, קיוו קובעי המדיניות שהאינפלציה תרד בהדרגה לאור מדיניות פסקלית שהמשיכה להיות מרסנת והתאמת שער החליפין רק במידה חלקית להפרשי האינפלציה, תוך שמירה על שער חליפין קבוע בין הפיחותים (קודם בלי רצועת ניוד ואח"כ עם רצועה). אולם האינפלציה בפועל לא המשיכה לרדת וגם הציפיות לאינפלציה של הציבור נותרו גבוהות. בין השנים 1986 עד 1991 שרר קצב אינפלציה שבין 16 ל-21 אחוזים בהשוואה לקצב שבין 2 ל-5 אחוזים במדינות המפותחות (מדינות ה-G7) וההתאמות התכופות של שער החליפין התבטאו בפיחות שנתי ממוצע של כ-8% ביחס לדולר.

לגבי תקופה זו ניתן לשאול: מדוע האינפלציה נמשכה ומדוע לא נעשה ניסיון יותר נחוש לעצור אותה? המטרה המוצהרת של תכנית הייצוב של יולי 1985 הייתה להפחית את האינפלציה משיעור חודשי של 15-20 אחוזים ליציבות מחירים. בתכנית הייתה גם מטרה לשפר את הגירעון במאזן התשלומים וכן שייצוב המחירים יספק תשתית לחידוש הצמיחה. בתכנית הייצוב הוחלט לבצע צעדים דרסטיים שישפיעו על ציפיות הציבור ויגבירו את הביטחון בהצלחת התכנית. צעדים אלו כללו הפחתה דרסטית של גירעון הממשלה וקביעת עוגנים נומינליים. שער החליפין נתפס כעוגן המרכזי למחירים. מצרפי הכסף והאשראי, השכר הנומינלי והמחירים שבשליטת הממשלה נתפסו כעוגנים תומכים. התכנית הייתה להקפיד ככל האפשר את כל המערכת הנומינלית. בהתחשב באינרציה והשפעות קצה העריכו המתכננים שהאינפלציה תרד תחילה לקצב חודשי של 2-3% ולאחר מספר חודשים לשיעור נמוך יותר, ואכן כתוצאה מהפעלת התכנית חלה ירידה דרסטית של האינפלציה אולם זו התקבעה ברמה שנתית ממוצעת של כ-18%.

<sup>53</sup> בנספח בלוח 1 מוצגים מספר משתני מפתח ביחס לתקופת המחקר. באיור 1 בנספח מוצג גרף עם נתונים רבעוניים של קצב האינפלציה השנתי, הציפיות לאינפלציה לשנה והתחומים העליון והתחתון של יעד האינפלציה.

ביחס לשנתיים הראשונות שלאחר תכנית הייצוב, 1986 ו-1987, ניתן לציין מספר גורמים שפעלו להמשך אינפלציה גבוהה מזו שבמדינות המערב:

(א) ההצמדה לדולר והחלשות הדולר מול המטבעות האחרים. קביעת שער החליפין במסגרת תכנית הייצוב היתה מול הדולר ובשנה שלאחר מכן הדולר נחלש במידה נכרת מול המטבעות של המדינות האחרות שישראל סוחרת עמן. כתוצאה מכך שער החליפין האפקטיבי הרלבנטי לקביעת מחירי המוצרים הסחירים פוחת והדבר הניע אינפלציה במחירי המוצרים הסחירים ובעקבותיהם גם במחירי המוצרים הלא-סחירים.<sup>54</sup> כאשר קובעי המדיניות הבחינו שהתכנית מצליחה למגר את האינפלציה הגבוהה אך ההצמדה דווקא לדולר משאירה אינפלציה גבוהה מדי, הם עברו באוגוסט 1986 לייצוב שער החליפין ביחס לסל מטבעות.

(ב) לאחר קיצוץ משמעותי בשכר במסגרת התכנית, השכר חזר ועלה בקצב מהיר מהמתוכנן, בין היתר על רקע הסכמי עבודה ענפיים ומפעליים שנקבעו עוד לפני התכנית ולא היה ניתן להתאימם למצב החדש של אינפלציה נמוכה.<sup>55</sup>

(ג) גורם נוסף שהקשה על בלימת האינפלציה בשנתיים הראשונות היה הצורך בהתאמות של מחירי המוצרים שבשליטת הממשלה.

בתחילה סברו שהשפעת הגורמים הללו על האינפלציה משקפת סינכרוניזציה של העוגנים ובהמשך המחירים יתייצבו. מאוחר יותר כשהתברר שתופעת האינפלציה "העודפת" מתמידה, המשק עמד בפני בעיות שנראו דחופות וחשובות יותר מאשר מאבק באינפלציה. בעיות אלה כללו מיתון בשנים 1987 ו-1988 ומאוחר יותר הצורך לקלוט את גל העלייה מברית המועצות שהחל בשנת 1989 ונמשך בשנים הבאות. בשנתיים הראשונות לאחר תכנית הייצוב, היתה במשק גאות כלכלית ניכרת, ככל הנראה על רקע הבנה שייצוב המשק, והסרת האיום של התמוטטות מאקרו-כלכלית מהווה בעצם עליה בהכנסה הפרמננטית של הציבור שהביאה לביקוש מוגבר לצריכה פרטית. סביבה ריאלית זו אפשרה העלאת שכר ומחירים מעבר ליעדי התכנית. הציפיה של קובעי המדיניות (כפי שמוצג במפורש בדוחות בנק ישראל של אותן שנים) הייתה שייצוב שער החליפין יגרום להתכנסות הדרגתית של האינפלציה בישראל לזו שבמדינות המערב. אולם על רקע העלייה בביקוש המצרפי ובשכר הניסיון לייצב את שער החליפין לא זכה לאמינות של הציבור. הייסוף הביא לייצוא הון מה שחייב לבצע התאמות של שער החליפין.

מאמצע 1987 החלה האטה בפעילות הריאלית ועליה באבטלה.<sup>56</sup> בדוחות ב"י שנכתבו "בזמן אמת" (דוחות 1988 ו-1989) נאמר במפורש שהוחלט לתת עדיפות לעידוד התעסוקה והיצוא על חשבון הפחתה נוספת של האינפלציה. במילים אחרות, שמירת האינפלציה ברמתה הדו-ספרתית הנמוכה באותה עת הייתה בחירה מודעת של קובעי המדיניות. במהלך 1989 החל גל העלייה מבריה"מ לשעבר ונוצרה מערכת העדפות חדשה למדיניות המאקרו-כלכלית כאשר קליטת העלייה בראשית הסולם מסיבות מובנות לגמרי. בשנתיים הראשונות של גל העלייה, השפעתו המאקרו כלכלית העיקרית היתה הרחבת הביקוש המצרפי לאפשר קליטה

<sup>54</sup> לעומת זאת, חשוב לזכור שלייצוב שער החליפין דווקא מול הדולר היה יתרון לעומת הצמדתו לסל מטבעות, כי הדולר הוא מטבע מוכר לציבור וההצמדות למטבע חוץ בתקופת האינפלציה הגבוהה היו כנגד הדולר ולא כנגד סל מטבעות. לכן ההצמדה לדולר הביעה בהירות, ושקיפות על ידי קובעי המדיניות ותרמה רבות לאמינות התכנית; כלל לא בטוח שהתכנית היתה מגיעה לאותם הישגים לו בשלב ראשון היו מצמידים את שער החליפין לסל מטבעות. זאת ועוד, לפיחות האפקטיבי שהזין את האינפלציה הייתה גם השפעה חיובית בכך שסייע לשמור על קצב גידול הייצוא ובכך ריכז את ההשלכות הריאליות הממתנות של תכנית הייצוב.

<sup>55</sup> הקושי להיפטר מהסכמי שכר ארוכי טווח במסגרת תכנית ייצוב, המשנה משטר מוניטרי, הוא בעיה ידועה בתוכניות מסוג זה.

<sup>56</sup> המיתון נבע משילוב של שלושה אלמנטים: (א) עליות שכר שחרגו מהעליות שתוכננו כפיצוי חלקי על הפגיעה שלוותה את תכנית הייצוב וכן חרגו מהעליות על פי ההסכמים שנחתמו לפני התכנית. (ב) סיום "טבעי" של הגאות הכלכלית לאחר הייצוב, (ג) נקיטת צעדים מביניים לשיפור היעילות במשק כגון הפסקת פרויקט הלבאי והימנעות מחילוף חברות שנקלעו לקשיים.

ראשונית מוצלחת של העולים כך שבתקופה זו העליה פעלה להגברת האינפלציה או לכל הפחות למנוע את הפחתתה. לעומת זאת במהלך 1991 החלה הצטרפות מסיבית של העולים לשוק העבודה שגררה לחץ חזק להפחתת שכר. כלומר אז החלה העלייה להשפיע בכיוון המצופה של הורדת האינפלציה, כמאפיין זעזוע חיובי להיצע המצרפי. ואכן, כפי שיתואר בהמשך, בשנת 1992 נרשמה ירידה משמעותית של האינפלציה ל-9.4%.

פרופ' מיכאל ברונו, שהיה מאדריכלי תכנית הייצוב ונגיד בנק ישראל מאוגוסט 1986 ועד אמצע 1991, מתאר את השתלשלות העניינים באותה תקופה. תכנית הייצוב אכן הביאה להפחתה דרסטית של האינפלציה אולם זה כשלעצמו לא מתקן את הנגעים האחרים שהתקבעו כתוצאה מקיום אינפלציה גבוהה מאוד לאורך זמן (Bruno (1993)). לייצוב קדמה תקופה של 12 שנים של אינפלציה גבוהה ונוצרו מנגנונים שאפשרו להתמודד עם הקשיים שזו עוררה אך מנגנונים אלה נותרו גם לאחר הייצוב והקשו על הגעה ליציבות מחירים. אחד הנגעים הללו הוא מנטליות של חשיבה אינפלציונית. הציבור והעסקים רגילים ומצפים לאקומודציה אוטומטית של המצרפים המוניטריים, השכר ושער החליפין. וכן רגילים היו לחילוף אוטומטי של עסקים כושלים, מדיניות המקשה על הפחתת האינפלציה הן בתמיכתה בחוסר יעילות בצד ההיצע והן בהטלת נטל פסקלי בצד הביקוש. ייצוב שער החליפין הביא לייסוף ריאלי, לזה נלוותה רמה גבוהה של ריבית ובמקביל היה צורך לשמור על גירעון תקציבי נמוך.

הייסוף המתמשך הביא לציפיות לפיחות ולרכישה מוגברת של מטבע חוץ על ידי הציבור. כדי למתן את רכישות המט"ח נאלץ בנק ישראל להעלות את הריבית. אולם היה חשש שהעלאה דרסטית מידי של הריבית תפגע בפעילות ולכן נאלצו קובעי המדיניות לבצע מידי פעם פיחות של שער החליפין. הקונספציה של קובעי המדיניות הייתה לנסות ולפחת את השקל בטווחי זמן ארוכים יחסית ובשיעור נמוך מהאינפלציה, שילך ויפחת עם הזמן עד להגעה ליציבות מחירים. המחיר של הגעה ליציבות בדרך זו הוא ייסוף מתמשך, שמירה על ריביות גבוהות ועליה באבטלה.

לטענתו של ברונו מה שהקשה על ביצועה של תכנית זו היה לחץ מתמיד מצד האוצר לפחת את השער. בפרט, לפי Bruno (1993) (עמוד 135), בנק ישראל, האוצר והאקדמיה היו תמימי דעים ביחס לשמירה על גירעון נמוך. ואולם ביחס לשמירה על העוגנים הנומינליים, כאן כבר לא הייתה תמימות דעים. בתחילת הדרך, במשימה זו של עיגון שער החליפין הבנק נותר לבדו. משרד האוצר בלחץ התעשיינים דחף לפיחות. גם חלק מהאקדמיה לא צידד במדיניות של ייצוב שער החליפין. הציבור היה מודע ללחצים אלה והתנהג בהתאם, מה שהחריף את הציפיות לפיחות ואת תנועות ההון ובכך הקשה על הפחתת קצב הפיחות ובאמצעותו על הגעה ליציבות מחירים.

מה שעוד סיבך את התמונה מבחינת בנק ישראל הוא שהחלטות ביחס לשער החליפין חייבו תיאום עם האוצר. בדרך כלל האוצר הוא שדחף לבצע פיחות והתפתח דפוס פעולה של ביצוע פיחות כל כמה חודשים. ואולם הייתה אפיזודה מסוימת, ממארכ 1987 ועד דצמבר 1988, שבה דווקא האוצר, משיקולי בחירות, סירב לאשר לבנק ישראל לבצע פיחות ודחה את האישור עד לאחר הבחירות.<sup>57</sup> המציאות שבה הכלי העיקרי של הבנק המרכזי לייצוב המחירים הוא שער החליפין אך לצורך הפעלתו (או אי הפעלתו) נדרשת הסכמה של משרד האוצר מקשה מאוד על ניהול המדיניות המוניטרית. על רקע זה ניתן להבין את הדרישה של בנק

<sup>57</sup> לטענת ברונו, למרות ההפרעות מכיוונים שונים, השיטה בכל זאת עבדה וב-1992 האינפלציה ירדה לשיעור חד ספרתי של 9%. כלומר ברונו מיחס את ירידת האינפלציה גם לשיטה ולא רק לזעזוע היצע.

ישראל לעבור לרצועת ניווד ובהמשך להרחיב את רצועות הניוד, ובהמשך את הדרישה של הנגיד פרנקל לעבור לשיטת האלכסון.<sup>58</sup>

לאור המגבלה על השימוש בשער החליפין ככלי למדיניות עולה השאלה מדוע בנק ישראל לא השתמש באותה עת בצורה יותר אקטיבית בכלי הריבית. מה עוד שכלי הריבית הוא למעשה הכלי המרכזי המשמש את המדיניות המוניטרית ברוב המדינות לרבות ארבע המדינות החלוצות שלפחות שתיים מהן (שבדיה וניו זילנד) הן משקים קטנים ופתוחים, כמו המשק הישראלי. התשובה לשאלה זו היא שכאשר מייצבים את שער החליפין, האפקטיביות של הריבית ככלי לריסון האינפלציה היא מוגבלת. כדי שהאפקטיביות של הריבית תהיה מלאה צריך לנייד את שער החליפין, והיה חשש של קובעי המדיניות שניוד שער החליפין עלול להביא לאובדן עוגן נומינלי ו/או לפגיעה בייצוא.<sup>59</sup> כפי שנראה בהמשך חשש זה ליווה את משרד האוצר ואת חלק מבכירי הכלכלנים של בנק ישראל גם בשנים הבאות. כמו כן באותה עת שררה קונספציה אצל חלק מהכלכלנים בעולם ובישראל שהריבית אינה כלי מספיק יעיל לצורך השגה ושמירה על יציבות מחירים, (גם במשטר של שער חליפין ניידי). בכל אופן, כפי שנתאר בהמשך, במהלך שנות ה-90 שינה בנק ישראל בהדרגה את הקונספציה. דהיינו, בהדרגה גבר השימוש בריבית, בד בבד עם ניוד גובר של שער החליפין, והוכחה יעילותה הרבה של הריבית גם בישראל ככלי המרכזי לייצוב המחירים.

סיבה נוספת ולטעמנו הסיבה המרכזית להמשכה של אינפלציה "עודפת" בשנים 1986-1991 היא שלא הייתה ברורה חלוקת התפקידים בין הממשלה ובין בנק ישראל -- מי הגוף הממונה על השגת המטרה של יציבות מחירים? כאמור, הקונספציה המקובלת הן על הממשלה והן על הבנק המרכזי, הייתה ששער החליפין הוא הכלי המרכזי לייצוב המחירים, וההחלטות ביחס לכלי זה היו למעשה בידי הממשלה (באמצעות נציגה – משרד האוצר). על כן למעשה, מבחינת בנק ישראל, לפחות בחלק מהזמן, הממשלה היא שנתפסה כאחראית על השגת המטרה של יציבות המחירים. התפקיד של בנק ישראל היה לתמוך באמצעות הריבית ביעדי הממשלה שכללו בנוסף להשגת המטרה של יציבות מחירים גם יעדים נוספים בתחום הפעילות, התעסוקה והייצוא.<sup>60</sup> כיום אנו יודעים שכדי להבטיח השגת יציבות מחירים צריך שיהיה גוף (בדרך כלל הבנק המרכזי) שזו תהיה מטרתו ואחריותו - שיהיו בידו סמכות, כלים ותוכנית עבודה להשגת המטרה. התנאים הללו לא התקיימו בשנים 1986 עד 1991. כפי שיתואר בהמשך, החל מסוף שנת 1991, תחילת כהונתו של הנגיד פרנקל, החל תהליך שארך כעשור, שבו בנק ישראל קיבל בהדרגה את האחריות והכלים להשגת יעד האינפלציה ובמקביל גיבש תכנית עבודה וקונספציה מוניטרית להשגת היעד של יציבות מחירים.

<sup>58</sup> בתחילת 1988 בוצע פיחות ובמקביל עברו לרצועת ניווד של 3% מסביב לשער אמצע אופקי ביחס לסל מטבעות. בהמשך במאוס 1990 הורחב תחום הניוד ל-5% בכל כיוון.

<sup>59</sup> למרות הקושי להוריד את האינפלציה לרמה מערבית ולמרות הקושי בהצבת שער החליפין כעוגן, באותה עת התפיסה במשרד האוצר, ואצל חלק מכלכלני בנק ישראל, הייתה שלא ניתן לייצב את המחירים באמצעות שימוש בריבית, גם אם מניידים את שער החליפין.

<sup>60</sup> כך למשל בדו"ח בנק ישראל לשנת 1988 בסקירת מדיניות שער החליפין בפרק ג (עמוד 55) כותבים: "למרות שהממשלה שמרה על שער חליפין יציב עד לימים האחרונים של השנה, לא השתכנע הציבור כי היא תדבק במדיניות זו ..... דומה שציפיותיו התבססו על ההערכה, כי הממשלה לא תהיה מוכנה לשלם מחיר גבוה במונחי אבטלה ופגיעה בייצוא, כדי להגיע להישגים נוספים בתחום בלימת האינפלציה". בהמשך בעמוד 57 כותבים:

"קביעת שיעור פיחות הנופל מהשחיקה המצטברת של שער החליפין הריאלי היא בחזקת איתות לציבור על כוונת הממשלה להמשיך ולהשתמש בשער החליפין כמכשיר לבלימת האינפלציה, תוך הסתגלות חלקית בלבד לעלויות המחירים והעלויות בפועל".

ובהמשך בעמוד 63 כותבים: "אף שהממשלה אימצה, ביולי 1985, את שער החליפין כאמצעי מרכזי לייצוב רמת המחירים, היא לא קיבלה על עצמה התחייבות חד משמעית להימנע מהתאמתו". מהציטוטים שלעיל ברור שלדעת כותבי הדוח הממשלה היא שקבעה את שער החליפין, והיא שהחליטה ופעלה להשגה או לאי השגה של המטרה של ייצוב המחירים.

מבחינת הקונספציה, עיקר השינוי היה במעבר (הדרגתי מידי לטעמנו) מהישענות על שער החליפין כעוגן למחירים לניוד שער החליפין ושימוש בריבית ככלי המרכזי בעיגון המחירים.

ביחס לתקופה מ-1986 ועד 1991, קשה לדעת למה האינפלציה נעצרה דווקא ברמה שבין 16 ל-21 אחוזים אולם נראה שמדובר בהפרש נסבל מרמת האינפלציה שאפיינה את מדינות המערב. ייתכן שאם האינפלציה הייתה נעצרת בשיעור גבוה יותר, נניח 30 עד 50 אחוזים, אזי הממשלה ובנק ישראל היו משלבים ידיים ופועלים באופן יותר נחוש להגיע ליציבות מחירים ואילו רמת האינפלציה שהתפתחה בפועל היתה מספיק נמוכה בכדי ל"חיות" אתה לאורך שנים למרות הפער מהרמה המערבית.

לסיכום: לאורך שש השנים הראשונות לאחר תכנית הייצוב התקבעה מדרגת אינפלציה שבין 16 ל-21 אחוזים. לאחר כשנה וחצי שנדרשו להכיר בכך, קובעי המדיניות בחרו להשלים עם קצב זה ככל הנראה על רקע חשש להחמרת הפגיעה בפעילות ובתעסוקה, בשנים 1988 ו-1989 ועל רקע הרצון לעודד את תהליך קליטתו של גל העליה מברית המועצות שהחל במחצית השנייה של 1989. הניסיון בתקופה זו מראה כי שער החליפין מהווה עוגן נומינלי יעיל בתוכנית דיסאינפלציה דרסטית אך אינו מספק עוגן נומינלי יעיל ברמות אינפלציה נמוכות יותר; ואולם קובעי המדיניות ויועציהם לא הכירו בהבחנה חשובה זו בזמן אמת.

### ג'3. תהליך אימוץ משטר יעד אינפלציה בישראל

להלן נסקור את תהליך אימוץ משטר יעד האינפלציה בישראל שנמשך למעלה מעשור. בתהליך זה אנו מבחינים בשתי תקופות. התקופה הראשונה היא מסוף 1991 שאז הכריז הנגיד פרנקל על יעד אינפלציה לשנת 1992 ועד ספטמבר 1994 שבו חרגה האינפלציה כלפי מעלה מהיעד ובנק ישראל והממשלה נאלצו להחליט האם לעמוד על השגת יעד האינפלציה או לוותר. התקופה השנייה היא מספטמבר 1994 ועד אוגוסט 2000, אז הוחלט על יעד אינפלציה קבוע של 1 עד 3 אחוזים החל משנת 2003. התקופה השנייה אופיינה במאבק מתמשך של בנק ישראל לעבור למשטר של יעד אינפלציה מלא ולקבל את הכלים שיאפשרו את השגתו. המעבר חייב תהליך הדרגתי שכלל שינוי קונספציה בתוך בנק ישראל ביחס לתפקידם של שער החליפין והריבית בריסון האינפלציה, הטלת המשימה של השגת יעד האינפלציה על בנק ישראל ומתן חופש לבנק ישראל בהפעלת כלי המדיניות המוניטרית לצורך השגת יעדי האינפלציה. להלן נתאר תהליך זה ונמנה את הסיבות להתמשכותו.<sup>61</sup>

### ג'1.3 השלב הראשון - סוף 1991 עד ספטמבר 1994

<sup>61</sup> המעבר הממושך מהאינפלציה הדו-ספרתית בטווח בין 15 ל-21 אחוזים שנשארה אחרי תכנית הייצוב ליציבות מחירים נשען על משטר יעד האינפלציה אך לווה בשורה נוספת, ארוכה למדי, של רפורמות בתחום המוניטרי-פיננסי שרובן סייעו מאד ואולי אף נדרשו להשגת יציבות מחירים. רפורמות אלו כללו (א) הגמשת משטר ניהול שער החליפין; (ב) הסרת הפיקוח על מטבע חוץ; (ג) העברת ניהול החוב הציבורי מבסיס פיקוח/כפייתי הנותן עדיפויות שונות לחוב ציבורי על פני חוב פרטי למסגרת שוק חופשי ללא העדפות; (ד) הקטנת תפקידיה הישירים של הממשלה בתיווך הפיננסי על המקומי ושחרור מהגבלות פיקוחיות שנועדו לשרת את מעורבות הממשלה בזמנו; (ה) ביסוס הפיקוח הפיננסי על עקרונות של שמירת יציבות ועידוד תחרות והוגנות לצרכנים במקום לשרת את המעורבות הממשלתית. פרטי הרפורמות האלה חורגים מנושא נייר זה ונציין רק שני מאפיינים מרכזיים של המכלול שלהן: (א) היה מעבר חד ממצב של הלאמה אפקטיבית שאפיינה את המערכת הפיננסית בישראל מתקופת המנדט הבריטי לפני קום המדינה ועד לסוף שנות ה-80 אל מצב של ניהול התפקידים הפיננסיים במסגרת שוק על בעיותיה (ריכוזיות, ניגודי עניינים, וכדומה); (ב) היה מעבר מניהול ריכוזי מאד של כלל המדיניות הכלכלית על ידי משרד האוצר, כאשר גופים ציבוריים אחרים מייצגים למשרד האוצר בתחומיהם אך כפופים לו למצב של ביזור מסוים ובמיוחד העברת האחריות להשגת יציבות מחירים וסמכויות פעולה בנדון לבנק ישראל, כגוף ציבורי עצמאי. הרפורמות השונות מתועדות ומנותחות בספרות רחבה כאשר נציין פה את שני ספריו של הנגיד השישי של בנק ישראל, ד"ר דוד קליין (2009, 2014) המתארים את מכלול הרפורמות בראיה של מי שתרם רבות לחשיבה, לתכנון ולביצוע המוצלח שלהן.

בסוף 1991 הוכרז לראשונה בישראל על יעד אינפלציה אך, כאמור, לא במסגרת אימוץ משטר יעד אינפלציה הדומה לזה שאומץ במספר מדינות מערביות באותה תקופה אלא כמרכיב משני בשינוי משטר שער החליפין, שמטרתו העיקרית הייתה מיתון מחזורי תנועות ההון שאיפיינו את המשטר הקודם. במסגרת זו, החליט הנגיד החדש דאז, יעקב פרנקל, בשיתוף עם משרד האוצר, לשנות את משטר שער החליפין, מרצועת ניוד סביב שער אמצע אופקי, שהועלה מידי פעם, לרצועת ניוד סביב שער אמצע שעולה על פני זמן בשיעור פחות רציף וקבוע מראש. כדי לקבוע את שיעור הפיחות של שער האמצע ובשאיפה שלא ייוצר ייסוף או פיחות ריאלי מצטבר נקבע השיפוע בהתאם להערכת הפרשי האינפלציה - בין האינפלציה בישראל לבין האינפלציה העולמית הרלבנטית. את ההערכה לגבי האינפלציה המקומית כינו קובעי המדיניות בשם "יעד אינפלציה"<sup>62</sup>. דהיינו, יעד האינפלציה לא נקבע ברמה של האינפלציה המערבית באותה עת אלא ברמה שלפי הערכת קובעי המדיניות תאמה את התנאים ששררו במשק בעת ההכרזה לרבות הערכות של ציפיות הציבור לאינפלציה בתקופה הקרובה. בעת ההכרזה לא נאמר כי היעד מהווה שלב ביניים בדרך ליציבות מחירים, כפי שהיה במשקים המפותחים שאימצו אותו במלואו. למעשה ישראל החלה לפעול עם יעד אינפלציה בסוג משטר שזכה לאחר מספר שנים לכינוי "משטר יעד אינפלציה לייט". מדיניות דומה אומצה במועד קצת יותר מוקדם בעוד מדינה מתעוררת, צ'ילה. בשתי המדינות האלה, אמנם הוכרז על יעד אינפלציה אך הכרזה זו לא שיקפה מחוייבות למשטר יעד אינפלציה מלא. בפרט, בישראל היה ערפול לגבי משמעות המושג "יעד", לא הובהר שמדובר בנכונות לפעול להשגת היעד במידה והאינפלציה בפועל תחרוג ממנו ולכן הציבור התקשה להבחין האם מדובר ב"יעד" או ב"תחזית". כמו כן, ההכרזה בישראל לא גובתה בצעדים נוספים, בוני אימון המאפיינים משטר יעד אינפלציה כפי שאומץ בארבע המדינות המפותחות שעברו למשטר זה באותה תקופה או כפי שמשטר זה התפתח בעולם בעשור לאחר מכן. כמו כן היעד נקבע בשיתוף עם משרד האוצר אך באותה עת לא הוחלט מיהו הגוף האחראי להשגת היעד. זאת כמובן בניגוד לארבע המדינות החלוצות, בהן נקבע שהבנק המרכזי אחראי להשגת היעד בכלים שלרשותו (הריבית).

כעדות לכך שהאינפלציה לא היתה יעד עיקרי של שינוי המדיניות בסוף 1991 נציין שבפרק א' של דוח בנק ישראל לשנת 1991 אין כלל אזכור של המונח "יעד אינפלציה". הדוח פורסם כחמישה חודשים אחרי ההכרזה על מדיניות האלכסון לקביעת שע"ח ועל יעד האינפלציה. תיאור שינוי המדיניות בדוח נסוב סביב שער החליפין ותנועות ההון בלבד, כלומר השינוי נתפס על ידי כותבי הדוח כניסיון לתקן בעיה במשטר המוניטרי הקיים לאור הקושי לשמר שער חליפין יציב בנסיבות שלא נצפו בעת השקת תוכנית הייצוב ובשנים הראשונות שלאחר מכן. עוד נציין שהשינוי במשטר גם לא שיקף שינוי בחשיבה על מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית לרבות על אופן ניהולה – אם בעיקר באמצעות הריבית או באמצעות שער החליפין.<sup>63</sup> לעומת זאת, במדינות שעברו למשטר יעד אינפלציה באותה עת, קדמה למעבר עבודת הכנה מרובה כולל חשיבה על החשיבות של קביעת עוגן מוניטרי ועל תפקיד האמינות והשקיפות בהקלה על עלויות הריסון המוניטרי כשנדרש. כן היתה הכנת דעת הקהל לשינוי ולמשמעותו והובהר שהיעד הינו שלב ביניים בדרך ליציבות מחירים עם תכנית עבודה מסודרת המתארת את אופן ההגעה ליציבות מחירים. ניו זילנד הייתה המדינה הראשונה שהכריזה על יעד אינפלציה. שם המעבר היה כרוך גם בשינוי בסיסי בתפיסת הדוקטרינה לגבי המדיניות המוניטרית שעיקרה אימוץ גישה מוניטריסטית.<sup>64</sup> למעבר למשטר יעד אינפלציה מלא קדמה שם גם חקיקה של חוק חדש לבנק המרכזי (1989) שאמנם לא פרט לגבי המשטר אך כן הציב את יציבות

<sup>62</sup> "יעד האינפלציה" לשנת 1992 נקבע לשיעור של 15%-14. האינפלציה במדינות הסחר הוערכה בשיעור של כ-3 אחוזים, שער האמצע הועלה ב-3% ולפיכך נקבע השיפוע בשיעור שנתי של 9%.

<sup>63</sup> דהיינו, הבנק המשיך להתייחס לשער החליפין כעוגן המרכזי למחירים.

<sup>64</sup> ראו Svensson (2010).

המחירים כמטרת-על של הבנק המרכזי תוך הסדרת עצמאות מתאימה בכלים. למותר לציין שבדוח ב"י לשנת 1991 אין שמץ של עדות למעבר מסוג זה, לא בפרק א' וגם לא בפרקים האחרים של הדוח.

גם בהמשך, בשנים 1992 ו-1993, לא הייתה התייחסות ממשית ליעד האינפלציה. בשנים 1992 ו-1993 האינפלציה ירדה והגיעה ל-9.4 ו-11.2 אחוזים, בהתאמה, לאחר ממוצע של 18.5 אחוזים בשש השנים שקדמו. למרות זאת יעד האינפלציה הוזכר בדוחות של השנתיים האלה בצורה מינורית ביותר והדיון על צעדי המדיניות שננקטו בסוף 1991 היה במונחים של שינוי בפרטי משטר שער החליפין תוך דיון נרחב בתמסורת משער החליפין לאינפלציה. המושג "עוגן מוניטרי" לא הוזכר או הוזכר רק בקשר לשע"ח, ולא בקשר ליעד האינפלציה. בדוחות בנק ישראל לאותן שנים, ההתייחסות לירידת האינפלציה היתה כאל הישג והיא תוארה כירידת מדרגה עם סיכוי טוב להמשכה, אך היא לא שוייכה, ובצדק, להכרזה על יעד אינפלציה. ביחס לירידת האינפלציה באותה עת ראוי להדגיש שתי נקודות: (1) ההישג תואר כחזרה של האינפלציה לרמה ששררה בתחילת שנות ה-70 אך זו עדיין היתה הרבה יותר גבוהה מהיעד המקורי של תכנית הייצוב – יציבות מחירים או לפחות אינפלציה מערבית; (2) השנוי באינפלציה היה תוצאה של מספר זעזועים ריאליים ובראשם גידול ניכר בהיצע העבודה בשל הצטרפות עולים רבים לשוק העבודה, אך לא היתה הכרה מספקת – לא מבחינת הפעלת המדיניות ולא בכתיבה בדוחות – שהשפעתם של זעזועים מסוג זה על האינפלציה היא זמנית ואינם גורמים בעצמם לירידה מתמדת בה.

ראוי לציין שהמעבר לשיטת האלכסון של שער האמצע וההכרזה על יעד אינפלציה היו יוזמה של הנגיד פרנקל ואילו מחלקת המחקר של בנק ישראל התייחסה לצעד זה בהסתייגות.<sup>65</sup> בדוח בנק ישראל לשנת 1991, בפרק ג', יש סקירה של משטר שער החליפין ולגבי שיטת האלכסון מציינים הכותבים שהיתרון של שיטה זו הוא בהקטנת אי הודאות לגבי שער החליפין שעשויה להחליש את הגלים הספקולטיביים ומצד שני מבחנה של השיטה יהיה בכך שהיא לא תבלום ירידה בקצב האינפלציה במידה והתנאים יאפשרו זאת. במילים אחרות, היה חשש ששינוי משטר שער החליפין מסמן השלמה עם מצב של המשך פערי אינפלציה לפחות במשך תקופת ביניים משמעותית, דהיינו השהיית השאיפה להגיע לרמת אינפלציה מערבית בטווח תכנון המדיניות השוטפת. כמו כן לגבי עצם ההכרזה על יעד אינפלציה היו שסברו שהדבר מהווה הימור שכן אין ביכולתה של המדיניות להבטיח השגת קצב אינפלציה מסוים והחטאה של היעד, שסביר שתקרה, תגרום לערעור אמיתות.

עם זאת ברצוננו לציין שלוש נקודות חשובות לזכותה של השיטה שלא צוינו בדוחות בנק ישראל. הנקודה הראשונה היא שהשיטה הרחיבה את עצמאות הבנק בקביעת שער החליפין. כאן מראש נקבע קצב פחות שנתי של שער אמצע עם טווח נידוד של 5% לכל צד. המשמעות היא שבמהלך השנה משרד האוצר מפסיק להתערב בניהול השער.<sup>66</sup> תוואי האמצע קבוע מראש ובאמצעות הריבית בנק ישראל מסוגל להשפיע על השער בפועל, כל עוד הוא בתחום הניוד.<sup>67</sup> זהו למעשה צעד ראשון בתהליך, שיימשך בשנים הבאות, של השתחררות מהשליטה של האוצר במדיניות לגבי שער החליפין. הנקודה השנייה היא שעצם ההכרזה על יעד אינפלציה מעלה את האינפלציה על סדר היום הכלכלי ביתר תוקף. הכרזה על יעד אינפלציה משקפת מידה של מחויבות מצד קובעי המדיניות והחטאת היעד מחייבת התייחסות והסבר. הנקודה השלישית שקשורה לשתיים הקודמות היא שעם השתחררות ההדרגתית מהשליטה של האוצר בשער החליפין מתחיל להסתמן הבנק המרכזי כגוף האחראי להשגתו של יעד האינפלציה. במילים אחרות במעבר לשיטת האלכסון של שער

<sup>65</sup> להרחבה ראו קליין (2009).

<sup>66</sup> למעשה משרד האוצר המשיך לנסות ולהתערב בניהול השער בתוך הרצועה (ראו קליין (2009)).

<sup>67</sup> כמובן שעדיין נדרשת הסכמה של האוצר בקביעת השיפוע של שער החליפין, בשינוי דסקרטי של שער האמצע ובשינוי של גבולות הניוד.



החליפין ובהכרזה על יעד אינפלציה נזרעו הזרעים הראשוניים לתהליך מתמשך שבו בהדרגה בנק ישראל מקבל את האחריות להשגת היעד של יציבות מחירים ואת העצמאות בכלים לצורך השגתו.

כאמור, בשנת 1992 ירדה האינפלציה לשיעור של 9.4%, הרבה מתחת ליעד של 14-15%. בעקבות זאת נקבע בנובמבר 1992 לשנת 1993 יעד אינפלציה של 10% והשיפוע של שער האמצע הוקטן ל-8%. בשנת 1993 נרשמה אינפלציה של 11.2% מעט מעל היעד אולם במהלך המחצית הראשונה של השנה נראה היה שחלה התמתנות באינפלציה וביוולי 1993 נקבע לשנת 1994 יעד אינפלציה של 8% והשיפוע של שער החליפין הוקטן ל-6%. בשנים 1992 ו-1993 יעד האינפלציה שיקף, כאמור, תחזית לאינפלציה המשקפת את הכוחות הכלכליים ולכן קובעי המדינות סברו שניתן יהיה להשיג יעד זה ללא צורך בריסון מוניטרי. למעשה בשנתיים אלו נקט בנק ישראל בהרחבה מוניטרית ניכרת. ההערכה הייתה שקביעת השיפוע של שער האמצע די בה לאפשר את השגת יעד האינפלציה. בתחילת 1994 רמת האינפלציה המשיכה עדיין ב"מדרגה" הנמוכה של השנתיים הקודמות אך במחצית השניה היא עלתה מאד והאינפלציה במהלך השנה הגיעה ל-14.5 אחוזים, הרבה מעל היעד של 8%. חריגה גדולה זו גרמה לקובעי המדיניות, לא רק בנק ישראל אלא גם הממשלה, להתמודד לראשונה עם מלוא המשמעות של המושג "יעד" – כדבר הדורש פעילות אקטיבית להשגתו, לעתים בעלות לא מבוטלת. כלומר הממשלה נדרשה לשאלה האם לאפשר לבנק ישראל לנקוט בצעדי ריסון לצורך השגת יעד האינפלציה עם סיכון לפגיעה בפעילות הריאלית ובייצוא או שמא לנטוש את עניין יעד האינפלציה עם סיכון לעליית מדרגה באינפלציה.

## ג'2. השלב השני – ספטמבר 1994 עד אוגוסט 2000

### א. מהלך העניינים

כאמור, החריגה הניכרת של האינפלציה מהיעד לשנת 1994 חייבה התייחסות של קובעי המדיניות. הם נדרשו להחליט האם לבצע אקומודציה לאינפלציה של 14.5% ובכך למעשה להסתכן באובדן אמינות ובאובדן ההישגים שהיו בהפחתת האינפלציה, או לחילופין לפעול בנחישות להפחתת האינפלציה ליעד שנקבע לשנת 1994.

בספטמבר 1994 קיימה הממשלה שלש ישיבות בנושא יעד האינפלציה ובסופן העניקה לבנק ישראל גיבוי לפעול לריסון האינפלציה וקבעה יעד אינפלציה ל-1995 של 8 עד 11 אחוזים; זאת בעת שהאינפלציה בפועל בשנת 1994 הגיעה ל-14.5 אחוזים. היעד שנקבע ל-1995 אמנם היה רחוק מיציבות מחירים ומאינפלציה מערבית אך הוא הצביע בבירור על נחישות רבה של הממשלה להימנע מחזרה לתהליך אינפלציוני משמעותי. מיד לאחר קבלת החלטות אלו הפעיל בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרסנת חריפה בהעלותו את הריבית השולית על ההלוואה המוניטרית ל-17.3 אחוזים ברביע האחרון של 1994 לאחר 11.5 אחוזים ברביע השני של אותה שנה ו-9.8 אחוזים ברביע האחרון של 1993. במהלך 1995 נשמרה רמה גבוהה של ריבית וזו לחצה לירידת שער החליפין. כדי לשמור את השער בגבולות הניוד נאלץ בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ. כדי לצמצם את הצורך להגן על הגבול התחתון של רצועת הניוד לשער החליפין החליטו הממשלה ובנק ישראל ביוני 1995 להרחיב את הרצועה ל-7% לכל צד (מ-5%). כלומר בד בבד עם הריסון המוניטרי שנועד להחזיר את האינפלציה לטווח היעד בוצע צעד נוסף להגמשת ניהול שער החליפין ולהגדלת האפקטיביות של הריבית ככלי לריסון האינפלציה. הריסון המוניטרי אכן הצליח לבלום את עליית האינפלציה וזו הסתכמה ב-1995 ב-8.1%, כלומר בתחום היעד של 8-11%.

ביחס לשנת 1996 החליטה הממשלה להסתפק בהישג של בלימת העליה באינפלציה וקבעה ל-1996 יעד של 8-10%, כלומר הפחתה של נקודת אחוז מהגבול העליון. במהלך 1996 שמר בנק ישראל על רמה גבוהה

של ריבית והדבר התבטא במחצית השנייה של שנת 1996 בהצמדות של שער החליפין לגבול התחתון של רצועת הניוד. הדבר חייב את בנק ישראל שוב לבצע רכישות מסיביות של מטבע חוץ כדי להגן על רצועת הניוד. בשנת 1996 הסתכמה האינפלציה ב-10.6% קרוב לתחום היעד של 8-10%.

תוך זמן לא רב מקבלת ההחלטה בספטמבר 1994 להעלות את הריבית התברר שהנכונות להילחם בחריגת האינפלציה סימנה תפנית בהתייחסות לתהליך האינפלציוני, קודם כל של קובעי המדיניות ובעקבותיהם של הציבור: היעד נתפס כאמת מדה הדורשת נקיטת צעדים להשגתה והריבית המוניתית נתפסה ככלי המתאים להשגתה. הדבר בא לידי ביטוי הן בהפעלת כלי הריבית על ידי הבנק והן בתקשורת שלו לציבור על השאיפה להגיע לרמת אינפלציה מערבית בפרק זמן קצר יחסית. בפרט, בניגוד לשנים הקודמות, בדוח ב"י לשנת 1995 קיים דיון מהותי בחשיבות של יעד האינפלציה - כגורם חשוב המשפיע על הציפיות לאינפלציה, בניסוחים המאפיינים משטרים של יעד אינפלציה מלא. כלומר, כאן לראשונה ניתן לראות שתגובת המדיניות לחריגת האינפלציה ב-1994 שיקפה כוונה להתייחס ברצינות ליעד האינפלציה. על אף האמור, במדיניות שננקטה עדיין היו חסרים מרכיבים חשובים של משטר יעד אינפלציה מלא ובפרט חסרו: ביטוי לעדיפות שתיתן המדיניות המוניתית לחתירה ליעד האינפלציה על פני מטרות אחרות, ציון מפורש של תוואי יעד אינפלציה יורד לרמה מערבית בפרק זמן סביר ומוגדר ושימוש שוטף בכלי תקשורת בוני אימון כגון פרסום דוח אינפלציה או הסדרת מתן הסברים מפורשים על ידי בנק ישראל לממשלה ולציבור על חריגות עתידיות מתוואי היעד.

ההצלחה בבלימת העליה באינפלציה, הירידה של שער החליפין, והירידה בציפיות לאינפלציה בתגובה להעלאת הריבית השרו ביטחון באפקטיביות של כלי הריבית. לאור זאת, בקיץ 1996 הציע בנק ישראל לממשלה לאמץ תכנית רב שנתית שעיקרה הכרזה על מסלול יורד של יעדי אינפלציה במטרה להגיע בשנת 2001 לאינפלציה של המדינות המתועשות. הממשלה לא קבלה את ההצעה במלואה אך הלכה כברת דרך משמעותית נוספת לכיוון אימוץ משטר יעד אינפלציה מלא וקבעה בין היתר את ההחלטות הבאות: (א) שהיעד ל-1997 יהיה 7 עד 10 אחוזים; (ב) לשנים 1998 עד 2000 לא נקבעו יעדים מפורשים אך נקבע שהיעדים לשנים אלה יקבעו בקיץ של השנה הקודמת ולא לקראת סוף השנה ובכך יהווה היעד מסגרת מנחה לתקציב הממשלה, לציבור ולמדיניות המוניתית ו- (ג) היעד לשנת 2001 יהיה כמקובל במדינות ה-OECD.<sup>68</sup> אמנם ניתן לומר שבהחלטות אלה הממשלה עשתה כברת דרך חשובה בדרך לאימוץ משטר יעד אינפלציה מלא אך היא המשיכה להקשות על השגת יציבות מחירים בכך שנמנעה ממתן חופש לבנק המרכזי לפעול בהתמדה להשגת יעדי האינפלציה; זאת בגלל המשך השמירה על רצועת הניוד לשער החליפין.

הריסון המוניתרי נמשך גם בשנת 1997 ובמחצית הראשונה של השנה היה ייבוא הון ניכר שלחץ לירידת שער החליפין. לאורך כל אותה תקופה היה שער החליפין צמוד לגבול התחתון וחייב את בנק ישראל לרכוש כמויות חסרות תקדים של מטבע חוץ.<sup>69</sup> המצב חייב לקבל החלטה. בנק ישראל ביקש לבצע הרחבה של גבולות הניוד ובכך להפסיק את ייבוא ההון ולהגדיל את האפקטיביות של הריבית בריסון האינפלציה. האוצר וחלק מבכירי בנק ישראל התנגדו להרחבת רצועת הניוד מחשש לאובדן עוגן נומינלי (לשיטתם) ו/או להתרחשות ייסוף ריאלי שיכביד על הייצוא.<sup>70</sup> האלטרנטיבה להרחבת רצועת הניוד הייתה להעלות את שער החליפין באמצעות הורדת הריבית אך זאת במחיר של ויתור על חתירה להשגת יעדי האינפלציה. ביוני 1997

<sup>68</sup> באותה עת האינפלציה במדינות ה-OECD הייתה כ-4.5% בהמשך היא ירדה וירידה ניכרת.

<sup>69</sup> בדוחות בנק ישראל לשנים אלה מתוארים בהרחבה הקשיים, העלויות והסיכונים שנובעים מהצורך לרכוש כמויות גדולות של מטבע חוץ. כדי להעריך את ממדי רכישות המט"ח נציין כי בסוף 1994 הסתכמו יתרות המטח של בנק ישראל ב-כ-8 מיליארדי דולרים. בשנים 1995, 1996 ו-1997 בנק ישראל נאלץ לרכוש מט"ח בשיעורים של 1.2, 3.5 ו-9.3 מיליארדי דולרים בהתאמה.

<sup>70</sup> ראו למשל Ben-Bassat (1995) ודוחות בנק ישראל לשנת 1997.

החליטה הממשלה לקבל את הצעת בנק ישראל ולהרחיב את גבולות רצועת הניוד. הוחלט להעלות את הגבול העליון ב-15 נקודות אחוז ולהוריד את השיפוע של הגבול התחתון מ-6% ל-4%. בעקבות זאת פסק ייבוא ההון ובנק ישראל השתחרר מהצורך להתערב במסחר במט"ח כדי להגן על רצועת הניוד (למעשה מאמצע שנת 1997 ועד המשבר העולמי בשנת 2008 פסק בנק ישראל מלהתערב בשוק המט"ח).<sup>71</sup> בהמשך, וכדי להימנע מאפשרות שבנק ישראל יזקק להגן על הגבול התחתון, הקטינה עוד הממשלה את השיפוע של הגבול התחתון, ל-2% באוגוסט 1998 ול-0% לקראת סוף שנת 2001.<sup>72</sup>

בשנת 1997 חלה ירידה של האינפלציה ביחס לשנים הקודמות והיא הסתכמה ב-7.0%, הגבול התחתון של תחום היעד של 7-10%. עיקר ההתמתנות הייתה במחצית השנייה של השנה. באמצע השנה עדיין לא היה ברור שהאינפלציה מאטה ולשנת 1998 נקבע יעד דומה לזה של 1997, 7-10%. במהלך שמונת החודשים הראשונים של 1998 נמשכה הירידה באינפלציה לקצב שנתי של כ-4% וגם הציפיות לאינפלציה ויתר האינדיקטורים הצביעו על כך שהמשק התקרב מוקדם מהצפוי ליציבות מחירים. על רקע זה החליטה הממשלה לנצל את ההזדמנות וקבעה לשנת 1999 יעד אינפלציה של 4%. בסוף אוגוסט 1998 התחולל משבר בשווקים הפיננסיים העולמיים על רקע חדלות פירעון חובות של ממשלת רוסיה שהביא, בין היתר, לייצוא הון מהמדינות המתעוררות לרבות מישראל ולפיחות ניכר של שער החליפין של השקל מול הדולר. כדי למתן את קצב הפיחות על מנת שלא יביא לחריגה מיעד האינפלציה העלה בנק ישראל את הריבית העלאה ניכרת. כתוצאה מהפיחות עלתה האינפלציה ברביע האחרון של 1998 (ולשנת 1998 נרשמה בסופו של דבר אינפלציה של 8.6%, במרכז תחום היעד) ואולם העלאת הריבית מנעה מעליות המחירים של סוף השנה להתרגם לעליה נמשכת באינפלציה. בשנת 1999 ירדה האינפלציה לשיעור של 1.3% לעומת יעד של 4%. האינפלציה הנמוכה שיקפה ירידת מחירים ארעית ברביע הראשון (תיקון לעליה הגבוהה במחירים ברביע האחרון של 1998) ובהמשך השנה הקצב השנתי היה בסביבות 4%. מתחילת הירידה באינפלציה באמצע 1997 ועד אמצע 1999 הסתכמה האינפלציה בקצב שנתי של כ-4% לעומת שיעור של כ-10% בשנים 1995-1996. התפתחות זו הביאה את הממשלה לקבוע יעד אינפלציה של 3-4% לכל אחת מהשנים 2000 ו-2001. בשנת 2000 ירדה האינפלציה ל-0% בד בבד עם צמיחה ריאלית בקצב מרשים של כ-9%. ירידת האינפלציה, שהחל עוד באמצע שנת 1997, והאינפלציה הנמוכה במחצית הראשונה של שנת 2000 עודדו את הממשלה לקבוע באוגוסט 2000 תוואי יורד של יעדי אינפלציה לשנים 2001 ו-2002 וכן שהחל משנת 2003 יעד האינפלציה יהיה בין 1 ל-3 אחוזים ללא מגבלת זמן.

יש לציין שהודעת הממשלה בקיץ 2000 אכן התייחסה לתוואי רב-שנתי של יעדי אינפלציה עד להגעה ליציבות מחירים ובכך היה נדבך מרכזי בכיוון אימוץ משטר יעד אינפלציה מלא. ואולם אופן פרסום ההודעה עצמה היה מינורי – נספח למסמך תקציב המדינה ל-2001 – ורחוק מאמות המידה של "ברחל בתך הקטנה" שהיו נהוגות אז במשטרים אחרים של יעד אינפלציה מלא ושל מדינת ישראל בשנים לאחר מכן. בפרט, עדות על מדת הססנות באימוץ משטר יעד אינפלציה מלא בישראל היא התהליך הארוך והמייגע של התאמת חוק בנק ישראל לאימוץ משטר יעד אינפלציה מלא, שהושלם רק ב-2010 כעשור לאחר אימוץ שאר רכיבי המשטר. כפי שצויין קודם, אחת הפעולות שנקטו רב המדינות במסגרת אימוץ משטר יעד אינפלציה מלא הייתה עיגון המעבר בסוג כלשהו של חקיקה ראשית, בחלקן באמצעות חוק חדש לבנק המרכזי ובחלקן באמצעות סוג אחר של חקיקה הנותנת ביטוי עוצמתי לעקרונות המשטר. למותר לציין שחקיקה מסוג זה

<sup>71</sup> זאת פרט למספר ימים בספטמבר 1998 בגין הפיחות הניכר שחל כתוצאה מהמשבר באותה עת ברוסיה שהשפיע לתנועות הון במדינות רבות. ברנע וג'יברה (2006) מצאו כי החל משנת 1997, בעקבות הרחבת תחום ניוד שער החליפין, גברה מאוד האפקטיביות של המדינות המוניטריות.

<sup>72</sup> השינוי בפרמטרים של רצועת הניוד באמצע שנת 1997 הביא להתרחבות מתמדת בפער שבין הגבול העליון והתחתון ולמעשה הגבולות הללו פסקו מלהיות אפקטיביים. ביוני 2005 בוטלה רשמית רצועת הניוד של שער החליפין.

היא צעד חשוב ליצירת אמינות במחויבות קובעי המדיניות להתמיד בחתירה ליציבות מחירים, כאשר עצם קיום אמינות זו מהווה התרומה המרכזית של המשטר להצלחתה. גם בישראל התפתחה מודעות לכך ובשנת 1998 מינה ראש הממשלה דאז, בנימין נתניהו, ועדת מומחים בראשות שופט בית משפט עליון בדימוס, השופט שלמה לוין, לגבש תשתית לחקיקה כזו. הועדה גיבשה ופרסמה מסמך כמבוקש שעובד להצעת חוק על ידי צוות מומחים בבנק ישראל בראשות הנגיד דאז, דוד קליין. אך דוח ועדת לוין והצעת החוק של בנק ישראל נגנזו על ידי ממשלות ישראל במשך כעשור, גם אחרי שישראל אימצה דה פקטו את המשטר המלא של יעד אינפלציה והגיעה למצב של יציבות מחירים. רק בשנת 2009, כאשר נגיד בנק ישראל דאז, פרופ' סטנלי פישר, דרש את תיקון החוק כתנאי להסכמתו לקבלת קדנציה שנייה אכן חודשה העבודה להכנת חוק חדש לבנק ישראל וכאמור הוא אושר בכנסת רק במאי 2010.

כאמור, מההכרזה על יעד אינפלציה בסוף שנת 1991 עבר עשור עד ההחלטה של הממשלה באוגוסט 2000 לאמץ, החל משנת 2003, תוואי רב-שנתי, בלתי מוגבל בזמן של יעדי אינפלציה ברמות מערביות נמוכות. בתת הסעיף הבא נרחיב בסיבות לכך שהמעבר למשטר של יעד אינפלציה מלא נמשך כל כך הרבה זמן.

### **ב. הסיבות להתמשכותו של תהליך המעבר למשטר יעד אינפלציה מלא**

להלן נמנה מספר סיבות להתמשכותו של תהליך המעבר למשטר יעד אינפלציה מלא:

1. חשש של הממשלה מהמחיר הריאלי הכרוך בריסון האינפלציה. הדבר התבטא בכך שהסכמה להפחתת יעד האינפלציה במהלך התקופה ניתנה רק לאחר שנצפתה ירידה של האינפלציה בפועל.
2. חדשנותו של משטר יעד האינפלציה בעולם ותחושת אי וודאות של הממשלה ושל חלק מהיועצים הכלכליים, לרבות חלק מכלכלני בנק ישראל, לגבי היכולת להגיע ליציבות מחירים באמצעות משטר יעדי אינפלציה.
3. המעבר חייב שינוי קונספציה בתוך בנק ישראל ביחס לחשיבותם היחסית ותפקידם של שער החליפין והריבית בריסון האינפלציה.
4. המעבר חייב מתן חופש פעולה לבנק ישראל לפעול להשגת יעדי האינפלציה. בין היתר באמצעות הרחבה מתמדת של טווח ניווד שער החליפין.

להלן נרחיב בסוגיות אלה.

כפי שצוין קודם, בתחילת הדרך, בסוף שנת 1991, ההכרזה על יעד אינפלציה הייתה צעד נלווה לשינוי משטר שער החליפין ועד ספטמבר 1994 נמשכה המדיניות המוניטרית שעיקרה ניסיון לתמוך בתוואי שער החליפין. הקונספציה המשיכה להיות שבמשק קטן ופתוח, תוואי שער החליפין קובע בסופו של דבר את האינפלציה והריבית נועדה למתן את תנועות ההון ולאפשר לשער החליפין להתנהל לאורך האלכסון. התפרצות האינפלציה במהלך 1994 וההפעלה המוצלחת של הריבית לצורך ריסון האינפלציה (ולא לצורך תמיכה בשער החליפין) תרמה לכרסום בקונספציה הישנה והחלה להתגבש קונספציה "חדשה" שהריבית היא הכלי המתאים לטיפול באינפלציה; הניסיון לנהל את שער החליפין לא רק שלא עוזר אלא מפריע להשגת יעדי האינפלציה. שינוי הקונספציה היה הדרגתי ונמשך עד סוף שנת 1997. כך למשל רק בדוח בנק ישראל לשנת 1995, שנכתב בתחילת שנת 1996, כאשר מנתחים את התקופה של העלאת הריבית החל מספטמבר 1994 מרמזים על תחילת שינוי קונספציה:

"מהלכים אלו של המדיניות המוניטרית מבטאים שינוי דגש: ממדיניות המתמקדת בשער החליפין, ובאמצעות שמירה על התוואי שלו משפיעה על קצב עליית המחירים כולם למדיניות המתרכזת בקביעת הריביות על מקורות בנק ישראל, במטרה להשיג את יעד האינפלציה." (עמוד 11 דוח 1995).

על אף הניסיון המוצלח, מסוף 1994 עד אמצע 1995, להדוף את הכוחות לעליית האינפלציה באמצעות העלאת הריבית, כלכלנים מובילים בישראל, ובבנק ישראל בפרט, לא השתכנעו שניתן במשק קטן ופתוח כמו המשק הישראלי לשמור אינפלציה בקרבת תוואי מיועד באמצעות הריבית. הוויכוח בלט במיוחד כאשר הועלתה הריבית בשנים 1995 ו-1996 והחלו תנועות הון שגרמו לשער החליפין להיצמד לגבול התחתון. כאן בנק ישראל שאף להגדיל את טווח הניוד של שער החליפין ואילו האוצר וחלק מכלכלני בנק ישראל חששו מהרחבת טווח הניוד. חששו לאבד עוגן מוניטרי וחששו מיסוף ריאלי שיפגע בייצוא ו בפעילות.<sup>74</sup>

כאמור, מספטמבר 1994 החלו הממשלה ובנק ישראל להתייחס ביתר מחויבות ליעד האינפלציה ואולם עצם המחויבות והחשש מכישלון או מהצורך לנקוט צעדי ריסון בכדי לעמוד במחויבות הביאה למדיניות זהירה בקביעת יעדי האינפלציה שעיקרה הימנעות מקביעת יעדים שאפתניים לשנים 1996 עד 1998. החלטה זו גם הושפעה מהמצב המקרו כלכלי בשנים 1995 ו-1996 שאופיין בלחצים ניכרים לעליית שיעור האינפלציה, בין היתר כתוצאה מוויתורים של הממשלה בתביעות להעלאה נרחבת של השכר בסקטור הציבורי. ביטוי נוסף של זהירות זו היא בהחלטת הממשלה בסוף שנת 1996 שלא לאמץ מראש תוואי יורד של יעדי אינפלציה לשנים 1997 ו-1998. אומנם הממשלה הודיעה כי החל משנת 2000 יעד האינפלציה יהיה ברמת האינפלציה של מדינות ה-OECD אך הממשלה נמנעה מלהתחייב לתוואי מסוים של התכנסות ליעד זה. עם זאת בהמשך הממשלה נקטה מדיניות של ניצול הצלחה: כאשר התרחש זעזוע שהוריד את האינפלציה נאותה הממשלה להפחית את יעד האינפלציה.

גורם מעכב נוסף היה חדשנותו באותה עת של משטר יעד האינפלציה בעולם: באמצע שנות ה-90 משטר יעד האינפלציה עדיין היה סוג של "תעשיית ינוקא" – חדש, בלתי מוכר לקובעי מדיניות בהרבה מדינות ועדיין לא נצבר מספיק ניסיון עם המשטר כדי לדעת אם אכן הוא מוצלח, הן מבחינת שמירה על אינפלציה ביעד והן מבחינת מזעור העלויות הריאליות של ההתמודדות עם סטיות מהיעד. ראוי גם לציין שבישראל, בניגוד למצב בארבע המדינות החלוצות, באותה עת האינפלציה הייתה גבוהה משמעותית משיעור של יציבות מחירים.

לאור הגורמים האמורים, נמנעה הממשלה מלאמץ במלואה את הצעת בנק ישראל בשנת 1996 להצהיר על תוואי הדרגתי של הפחתת האינפלציה אולם כאמור הממשלה הלכה חלק מהדרך ובמיוחד קבעה כי החל משנת 2000 היעד יהיה אינפלציה דומה לזו של ממוצע מדינות ה-OECD. כמה התפתחויות בשנים 1997 עד

<sup>73</sup> אחד הביטויים לוויכוח זה ניתן למצוא בשני מאמרים שונים שנכתבו על ידי בכירים בבנק ישראל והוצגו בשנת 1995 בשני כנסים שונים שנערכו בלונדון האחד בבנק המרכזי של אנגליה והשני ב-CEPR. Ben Bassat (1995) מציג את הגישה המסורתית שלפיה יש חשיבות לשמור על ניהול שער החליפין ומסתייג מהכרזה על יעד אינפלציה. לעומת זאת Bufman et. al (1995) דווקא מצדדים במדיניות של הכרזה על יעדי אינפלציה, שימוש אינטנסיבי בכלי הריבית ומעבר הדרגתי לניוד של שער החליפין.

<sup>74</sup> חשוב לציין שבניגוד למצב הקיים כיום (שנת 2019), לפני עשרים שנה הצמדות לשער החליפין עדיין היו נפוצות מאד בישראל, לרבות במחירי הדירות שהן מוצר לא-סחיר מובהק, וחלק ניכר של הנכסים וההתחייבויות של הציבור, הן בשקלים והן במטבע חוץ, עדיין נוהלו בכפוף להכוונה כבדה ומפורטת של משרדי ממשלה שונים; הליברליזציה בתחומים אלו, שחוללה מאז מהפכה במערכת הפיננסית הישראלית, הייתה רק בתחילתה. על כן ניתן להבין את החשש באותה עת לנייד את שער החליפין. איתות בולט וקונקרטי לאי הסכמה ביחס לניוד שער החליפין היה ביוני 1997 כאשר שר האוצר דן מרידור, שתתם לייצוב המשק בכך שבלם את הלחצים להמשך ההרחבה הפיסקלית, התפטר מתפקידו כתגובה להחלטת ממשלה, ביוזמת נגיד בנק ישראל פרנקל, על הרחבה משמעותית של רצועת הניוד של שער החליפין שהפכה את הרצועה לכמעט בלתי אפקטיבית.

1999 הביאו לירידה ניכרת של שיעור האינפלציה והניעו את הממשלה לנצל הצלחה ולאמץ משטר כמעט מלא של יעד אינפלציה.

הגורם העיקרי לירידת האינפלציה החל משנת 1997 היה הרחבה ניכרת ומוצלחת, ביוני 1997, של רצועת ניווד שער החליפין, כהשלמה מחייבת לריסון המוניטרי הקודם. אומנם המניע להרחבה זו היה רצון למתן את ייבוא ההון שחייב רכישות מסיביות של מטבע חוץ ולא כאמצעי להפחתת האינפלציה אולם עצם ניווד השער אותה לציבור שהממשלה למעשה הכריעה בין השימוש בריבית ככלי מוניטרי מרכזי לבין ניהול שער החליפין והדבר הביא להגברת האימון במדיניות יעדי האינפלציה ולירידת הציפיות לאינפלציה. גורמים נוספים שתורמו לירידת מדרגת האינפלציה החל משנת 1997 היו: תיקון לחריגה הפסקלית בשנת 1997 ובלימה מוצלחת של התפרצות שער החליפין והאינפלציה בעקבות המשבר העולמי בסתיו 1998. הביטוי של התפתחויות אלה היה ירידה של האינפלציה בפועל לרמות מערביות ברב חודשי 1998 וב-1999 ללא פגיעה בצמיחת התוצר.

אחרי שנה וחצי של אינפלציה בפועל חד-ספרתית נמוכה וצמיחה מואצת, הכריזה הממשלה באוגוסט 2000 על יעד אינפלציה רב-שנתי הכולל תוואי יורד במשך שלוש שנים עד לטווח של 1 עד 3 אחוזים ושמירה על טווח יעד זה ללא הגבלת זמן. להכרזה זו קדמה, כאמור, הגמשת משטר ניהול מטבע חוץ, לרבות ביטול אפקטיבי של רצועת הניווד של שער החליפין וכן התקדמות בליברליזציה בפיקוח על מט"ח כמעט עד לביטולו. נושא התקשורת עם הציבור התפתח בהדרגה כבר בשנים הקודמות והמשיך לאחר מכן, כאשר ציון דרך חשוב הוא סוף שנת 1998, עת תחילת פרסום "דוח אינפלציה" תקופתי לציבור.

למרות הירידה בסביבת האינפלציה לרמות מערביות בשנים 2000 ו-2001 וההכרזה על יעד של יציבות מחירים החל משנת 2003, בדיעבד נראה שלפחות אצל קובעי המדינות לא הייתה הפנמה מלאה של משטר יעד האינפלציה. במהלך שנת 2001 הופעלו על בנק ישראל לחצים מצד הממשלה ומשרד האוצר להפחית את הריבית בכדי להקל על המיתון הכלכלי שהתפתח באותה עת ושנבע מהמשבר העולמי בענפי הטכנולוגיה העילית (ה-dot.com crash) והאינתיפדה השניה. מצב שבו הממשלה קובעת את יעד האינפלציה ולבנק המרכזי יש עצמאות בכלים להשגת היעד אמור לשדר אמינות. אולם זו הייתה תחילת הדרך ושר האוצר באותה עת דרש להקל מאד על הריסון המוניטרי למרות שבנק ישראל סבר שהקלה במידה כזו תפגע באפשרות לשמר יציבות מחירים. בסופו של דבר נעשתה "עסקת חבילה" שכללה, בין היתר, הפחתת ריבית בלתי צפויה בשיעור ניכר של 2 נקודות אחוז<sup>75</sup> (הפחתה מ-5.8 ל-3.8 אחוזים). הפחתה בלתי צפויה זו הביאה לפגיעה באמינות של קובעי המדינות ביחס ליעד האינפלציה, שהתבטאה בפיחות ניכר ובעלייה ניכרת בצפייות לאינפלציה ובהמשך גם בעלייה של האינפלציה בפועל. יש לציין שבנק ישראל התעשת די מהר וביצע העלאה דרסטית של הריבית ושמר על ריבית גבוהה למשך כשנתיים עד שהאינפלציה והציפיות לאינפלציה חזרו לשיעור של יציבות מחירים. נראה שגם הממשלה וגם הבנק המרכזי הפיקו את הלקחים מעסקה לא מוצלחת זו ומאז לא חזרה תופעה כזו. על רקע זה ניתן להבין את החשיבות של חקיקת חוק בנק ישראל החדש בשנת 2010 שמדגיש את העצמאות של בנק ישראל בהפעלת הכלים.

#### ד. אחרית דבר

בעבודה זו סקרנו את הרקע ואת המניעים לאימוץ משטר יעד אינפלציה בעולם ובישראל וכן את תהליכי האימוץ.

<sup>75</sup> "בתמורה" קבל בנק ישראל חופש פעולה בהנפקת המק"מ וכן כמה הקלות במעט הפיקוח שנשאר על מט"ח.

ביחס לעולם, הנסיון שנלמד כתוצאה מעליית האינפלציה והדברתה בשנות ה-70' וה-80' ופיתוחים בתיאוריה הכלכלית הורישו מספר לקחים חשובים, שביחס אליהם לא הייתה הסכמה עד אז, ושיושמו בהמשך במשטר יעד האינפלציה. ראשית, למדו שאינפלציה גבוהה גורמת נזקים משמעותיים לכלכלה. שנית, למדו כי המדיניות המוניטרית מסוגלת באמצעות כלי הריבית להפחית את האינפלציה ולשמר יציבות מחירים. שלישית, למדו כי לציפיות הציבור יש השלכה לגבי האפקטיביות של המדיניות המוניטרית ולכן לאמינות של המדיניות בעיני הציבור יש חשיבות מכרעת ביחס למחיר של חתירה ליציבות מחירים. היישום של לקחים אלה בא לידי ביטוי החל מתחילת שנות ה-90 באימוץ משטר יעד אינפלציה במספר הולך וגדל של מדינות. אבן היסוד של משטר יעד האינפלציה כפי שאומץ בעולם, במיוחד בראשית הדרך על ידי ארבע המדינות החלוצות, היא הצעדים שננקטו כדי לרכוש אמינות ביחס למחויבות להשיג את המטרה של יציבות מחירים, ובכך להפחית את העלויות הריאליות של מדיניות זו. מתוך הבנת העניין, אימצו ארבע המדינות החלוצות תוכנית שלמה, נטולת עמימות, של תקשורת עם הציבור כדי לבנות את האמינות והצליחו בכך מעבר למצופה. עם זאת, מעניין לציין כי בנקיטת משטר יעד האינפלציה על ידי ארבע המדינות החלוצות הפרקטיקה קדמה לתיאוריה במובן זה שמודל מקרו כלכלי המתאר את מנגנון התמסורת ומצדיק דווקא את משטר יעד האינפלציה פותח רק כמה שנים לאחר האימוץ הראשוני של המשטר.

בניגוד גמור לתהליך יישום המשטר במדינות החלוצות וברב המדינות שאימצו את המשטר לאחר מכן, תהליך אימוץ משטר יעד האינפלציה בישראל היה ארוך ומפותל. בשלבים הראשונים לאחר הכרזה פורמלית על יעד אינפלציה בסוף שנת 1991, כלל לא היתה מטרה להשיג יציבות מחירים ולכן נושא האמינות לא טופל. רק לאחר ניסוי וטעיה של כעשור, שאופיין בתנדויות רבה של האינפלציה ובוויכוחים מקצועיים ופוליטיים רבים, ולאחר שמשטר יעד האינפלציה זכה למוניטין רב בעולם הגיעו בישראל קודם כל ליציבות מחירים, ורק לאחר מכן לאימוץ המשטר במלואו. הדרך הארוכה והמפותלת בה עבר המשק הישראלי עד להגעה ליציבות מחירים ולאימוץ משטר יעד אינפלציה גבתה בודאי מחיר ריאלי שניתן היה לחסוך אותו, אם ניתן היה מההתחלה לנקוט במשטר מלא של יעד אינפלציה. ואולם בתחילת שנות ה-90 כאשר הוכרז לראשונה על יעד אינפלציה, המשק הישראלי לא היה בשל לנקיטת משטר של יעד אינפלציה. על מנת להגיע למצב של חתירה ליציבות מחירים היה צורך בעריכת שינוי מהותי בהסדרים המוסדיים ובקונספציה ביחס למדיניות המוניטרית. בצד המוסדי נדרש היה על הממשלה להציב את המטרה של יציבות מחירים ולצייד את בנק ישראל בסמכות ובכלים לפעול להשגת מטרה זו.<sup>76</sup> בצד הקונספציה נדרש היה מהבנק המרכזי להשתחרר מהניסיון המתמשך להשתמש בשער החליפין כעוגן למחירים ולעבור לניוד שער החליפין ולשימוש בריבית ככלי המרכזי לריסון האינפלציה. כן נדרש היה להכיר בחשיבות של ציפיות הציבור ובתרומה של האמינות להוזלת העלות של ריסון האינפלציה והגעה ליציבות מחירים.

<sup>76</sup> זה כולל מתן כלים לניהול שוטף של המדיניות המוניטרית, לרבות הסרת מגבלות על שימוש בכלי ספיגה לרבות המק"מ והפסקת מעורבות של הממשלה בניהול שער החליפין.

## References

- דוחות בנק ישראל לשנים 1986 עד 2003.
- עמי ברנע ויוסי ג'יברה (2006). "שינויים במדינות המוניטרית, במדינות שער החליפין ובמנגנון התמסורת בישראל". סקר בנק ישראל 79, דצמבר 2006, עמ' 87-138.
- קליין דוד, 2009. "נגד הזרם; ביזור מרכזי הכח הפיננסי במשק הישראלי" (הוצאת "ידיעות ספרים").
- קליין דוד, 2014. "פרופ' סטנלי פישר, הנגיד השמיני של בנק ישראל: מה ירש ומה הוריש" (הוצאת "אופיר ביכורים").
- Barro, Robert J. and David B. Gordon, 1983. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, no. 1, pp. 101-121.
- Bufman, G., L. Leiderman and M. Sokoler, 1995, "Israel's Experience with Explicit Inflation Targets: A First Assessment" in *Inflation Targets*, L. Leiderman and L.E.O. Svensson (eds.), London: Centre for Economic Policy Research.
- Ben-Bassat, Avraham, 1995, "The Inflation Target in Israel: Policy and Development" in Haldane, Andrew G. (ed.), *Targeting Inflation*, London: Bank of England.
- Bernanke, Ben and Frederic S. Mishkin, 1992, "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries". NBER Macroeconomics Annual 1992, vol. 7.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons From the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, Ben S. and Frederic S. Mishkin, 1997, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, no. 2, pp. 97–116.
- Bernanke, Ben, and Ilian Mihov. 1997. "What Does the Bundesbank Target?" *European Economic Review*, Vol 41, no. 6, 1025-1052.
- Blanchard Olivier J & Giovanni Dell'Ariccia & Paolo Mauro, 2013, "Rethinking Macro Policy II; Getting Granular," IMF Staff Discussion Notes 13/03, International Monetary Fund.
- Bruno, Michael, 1993, *Crisis, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus*, Oxford: Clarendon Press.
- Central Bank News, January 2018
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles Evans, 1996, "The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flow of Funds," *Review of Economics and Statistics*, vol. 78:1, pp. 16–34.



\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, 1997. "Sticky Price and Limited Participation Models of Money: A Comparison," *European Economic Review*, vol. 41, no. 6, pp. 1201–49.

Clarida, Richard and Mark Gertler, 1997, "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy," in *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. Christina Romer and David Romer, eds. Chicago: NBER, pp. 363–412.

\_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, 1998. "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence," *European Economic Review*, 42:6, pp. 1033–67.

Clarida, Richard, Jordi Galí and Mark Gertler, 2000, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory" *Quarterly Journal of Economics*, February, vol. 115, pp 147-180.

Crow, John W., 1992, "What to Do about the Bank of Canada." Lunchtime remarks to the Canadian Economic Association Annual Meeting, Charlottetown, P.E.I. Bank of Canada, mimeo, June.

Cukierman, Alex, 1992, *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, MA: The MIT Press.

\_\_\_\_\_, 1995, "Towards a Systematic Comparison Between Inflation Targets and Money Targets." In Leiderman, L., and L. Svensson, eds., *Inflation Targets*. London: Centre for Economic Policy Research, pp. 192-209.

\_\_\_\_\_ and Rafi Melnick, 2015, "The Conquest of Israeli Inflation and Current Policy Dilemmas", in *Maintaining Price Stability: The Bank of Israel's Sixth Decade*, Offenbacher, Akiva (Edward) (ed.), pp. 13-62.

Debelle, Guy and Stanley Fisher, 1994, "How Independent Should a Central Bank Be?" in Jeffrey C. Fuhrer (ed.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Policy Makers*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series No. 38, pp. 195 – 221.

Fuhrer, Jeffrey C., 1994, "Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio", Federal Reserve Bank of Boston Conference Series No. 38, pp. 43-87.

\_\_\_\_\_, 1997, "Inflation/Output Variance Tradeoffs and Optimal Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29 no. 2, pp. 214–23.

\_\_\_\_\_ and George R. Moore, 1995, "Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output," *American Economic Review*,

Fischer Stanley, 1994, "Modern Central Banking" in Forrest Capie (et. al., eds.) *The Future of Central Banking*. Cambridge: Cambridge University Press.

Freedman, Charles, 1994, "Formal Targets for Inflation Reduction: The Canadian Experience." in J. Onno de Beaufort Wijnholds, Silvester C.W. Eijffinger and Lex H. Hoogduin (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, Dordrecht, Netherlands: Kluwer Academic Publishers, pp. 17-29.

\_\_\_\_\_, 1996, "What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability?" in *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, pp. 241 – 85.

\_\_\_\_\_, 1997, "The Influence (or Lack Thereof) of Academic Research on Policy Design in Recent Years", Notes for Remarks for the Canadian Macroeconomics Study Group, University of Toronto, November 7.

\_\_\_\_\_, 1998, Comments on Lars Svensson "Open Economy Inflation Targeting" BIS-CEPR Conference on Asset Prices and Monetary Policy, January 26-27.

\_\_\_\_\_, 2005, "Reflections on Three Decades at the Bank of Canada", in *Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability: A Festschrift in Honor of Charles Freedman held in 2003*, Ottawa: Bank of Canada. pp. 317 – 37.

\_\_\_\_\_ and Douglas Laxton., 2009, "Why Inflation Targeting?" IMF Working Paper WP/09/86.

Friedman, Benjamin M. 1990. "Targets and Instruments of Monetary Policy." In Benjamin M. Friedman and Frank K. Hahn, eds. *Handbook of Monetary Economics*, vol. 1. Amsterdam and New York: North-Holland.

\_\_\_\_\_, 1996. "The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy." in Iwao Kuroda (ed.) *Towards More Effective Monetary Policy*,. London: Palgrave Macmillan, pp. 137-175.

\_\_\_\_\_, 1997, "The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy." in Iwao Kuroda (ed.), *Towards More Effective Monetary Policy*, London: Palgrave Macmillan, pp. 137 – 75.

Friedman, Benjamin M., and Kenneth N. Kuttner, 1992, "Money, Income, Prices, and Interest Rates." *American Economic Review*, vol. 82, no. 3 pp. 472-92.

\_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, 1993, "Another Look at the Evidence on Money-Income Causality." *Journal of Econometrics*, vol. 57, no. 1-3, pp. 189 – 203.

\_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, 1996, "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets," *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*, vol. 27, no. 1, pages 77-146.

\_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, 2010, "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?", NBER Working Paper no. w16165.

Goodhart, Charles, and José Vinals , 1994, "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes." in Jeffrey C. Fuhrer (ed.), *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series no. 38, pp. 139–87.

- Haldane, Andrew G. (ed.), 1995, *Targeting Inflation*. London: Bank of England.
- Hammond Gill, 2012, "State of Art Inflation Targeting" London: Centre for Central Bank Studies, Bank of England.
- Hetzl, Robert L., "The Evolution of US Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper Series no. 18-01, December 2017.
- Howitt Peter, 2006, "Inflation Targeting in Canada: Optimal Policy or Just Being There?" Brown University working paper. October 2.
- Howitt, Peter, 2012. "What Have Central Bankers Learned From Modern Macroeconomic Theory?," *Journal of Macroeconomics*, vol. 34, no. 1, pp. 11-22.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott, 1977, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3, June, pp. 473-492.
- Leiderman, Leonardo, and Lars E. O. Svensson (eds.), 1995, *Inflation Targets*. London: Centre for Economic Policy Research.
- McCallum, Bennett T., 1981, "Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations," *Journal of Monetary Economics*, vol. 8, no. 3, pp. 319-329.
- McCallum, Bennett T., 1988, "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy," *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy*, no. 29, pp. 173–204.
- \_\_\_\_\_, 1996, "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General." NBER Working Paper No. 5579, May.
- \_\_\_\_\_, 1997a, "Crucial Issues Concerning Central Bank Independence," *Journal of Monetary Economics*, vol. 39, June, pp. 99–112.
- \_\_\_\_\_, 1997b, "Issues in the Design of Monetary Policy Rules," NBER Working Paper no. 6016. Published also in John Taylor and Michael Woodford (eds.), *The Handbook of Macroeconomics*, vol. 1 part C, New York: North-Holland, 1999.
- \_\_\_\_\_, 2002, "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Role of Theory and Evidence" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 88, no. 1, pp. 67-96.
- \_\_\_\_\_, 2005, "What We Have Learned Since October 1979" Panel discussion I, *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review*, March/April 2005, vol. 87, no. 2, part 2, pp. 287-91.
- McNees Stephen K., 1986, "Modeling the Fed: A Forward- looking Monetary Policy Reaction Function" *New England Economic Review*, Issue November, pp. 3-8.
- McNees, Stephen, 1992, "A Forward- looking Monetary Policy Reaction Function: Continuity and Change", *New England Economic Review*, November/December, pp. 3-13.

Mishkin Fredric S., 1999, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", NBER Working Paper No. 6965, February.

Rogoff, Kenneth, 1985, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target" *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, pp. 1169-1189.

Poole William, 1994, "Monetary Aggregate Targeting in a Low Inflation Economy" in Federal Reserve Bank of Boston Conference Series no. 38, pp. 87-135.

Svensson, Lars E. O., 1997. "Inflation forecast targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review*, vol. 41, no. 6, pp. 1111-1146.

\_\_\_\_\_, 1997a, "Inflation targeting in an open economy: strict or flexible inflation targeting?," Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series no. G97/8.

\_\_\_\_\_, 1997b, "Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway?" in Anne Berit Christiansen and Jan Fredrik Qvigstad (eds.), *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press (Universitetsforlaget AS), Oslo, pp. 120-138. [PDF](#).

\_\_\_\_\_, 1999, "Inflation Targeting: Some Extensions," *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 101, no. 3, pp. 337-361.

\_\_\_\_\_, 2007, "Optimal inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting" in Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting, Central Banking, Analysis, and Economic Policies* vol.11, Santiago: Central Bank of Chile, pp. 187—225.

\_\_\_\_\_, 2010, "Inflation Targeting," in Benjamin M. Friedman & Michael Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, edition 1, volume 3, New York: Elsevier, pp. 1237-1302.

Orphanides Athanasios, 2009, "Reflections on Inflation Targeting" speech at the 6<sup>th</sup> Norges Bank Monetary Policy Conference on Inflation Targeting Twenty Years On, Oslo, 11 June.

Taylor, John B., 1979, "Estimation and Control of Macroeconomic Models with Rational Expectations," *Econometrica*, vol. 47, pp. 1267–86.

\_\_\_\_\_, 1993, "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* No. 39, pp. 195 – 214.

Woodford, Michael, 2003, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.

\_\_\_\_\_, 2007, "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, no. 4, pp. 3–24.

\_\_\_\_\_, 2009, "Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, no. 1.

לוח 1 – אינדיקטורים למדיניות המוניטרית 1986 עד 2003

השנה	תשואת המק"ם לשנה makam	ריבית בנק ישראל I_boi	הציפיות לאינפלציה לשנה Exp12	האינפלציה depi	יעד האינפלציה	הפיחות ביחס לדולר de	הפיחות ביחס לסל	התשואה לפידיון על אג"ח ל-5 שנים	makam -exp12	I_boi-exp12
1986	18.1	31.1		19.6		0.1	6.0	5.3		
1987	20.0	31.5		16.1		4.4	14.2	4.4		
1988	16.0	19.1	14.1	16.4		3.1	1.3	3.9	5.0	1.9
1989	12.9	13.8	15.6	20.7		22.2	19.7	1.7	-1.8	-2.7
1990	15.1	14.2	20.7	17.6		3.7	11.1	1.2	-6.5	-5.7
1991	14.5	16.1	17.6	18.0		13.7	11.6	2.2	-1.5	-3.1
1992	12.2	12.1	10.7	9.4	14-15	16.9	14.9	2.4	1.3	1.5
1993	11.2	11.4	8.9	11.2	10	10.1	8.0	3.0	2.4	2.3
1994	12.9	13.4	9.7	14.5	8	1.8	5.4	3.1	3.7	3.2
1995	14.5	15.6	9.3	8.1	8-11	3.1	5.8	4.3	6.3	5.2
1996	15.5	16.3	10.4	10.6	8-10	5.0	3.0	4.6	5.9	5.1
1997	13.4	14.6	8.3	7.0	7-10	7.9	3.7	4.1	6.3	5.1
1998	11.3	12.5	5.6	8.6	7-10	18.2	20.6	5.2	6.9	5.8
1999	11.4	12.9	4.7	1.3	4	0.4	-2.5	5.6	8.2	6.7
2000	8.8	9.7	1.9	0.0	3-4	-2.7	-6.3	6.0	7.8	6.9
2001	6.5	7.0	1.2	1.4	2.5-3.5	4.8	3.7	4.9	5.8	5.3
2002	7.4	7.2	2.7	6.5	2-3	9.8	14.2	4.8	4.5	4.7
2003	7.0	7.7	2.0	-1.9	1-3	-6.4	-0.5	4.9	5.8	5.0

ציפיות: לשנה הקרובה. ממוצע שנתי. אינפלציה: לסוף שנה.

