

קשרי הגומלין בין מדיניות מוניטרית ומדיניות פיסקלית: תובנות משני מחזורי עסקים

בישראל*

קובי ברוידא וקרנית פלוג
בנק ישראל

תמצית

השוואה בין שתי תקופות של מיתון משמעותי שהיו בישראל בעשור האחרון מלמדת כי משמעת פיסקלית מתמשכת ומדיניות מוניטרית אמינה בזמנים רגילים מרחיבות את מגוון אפשרויות הפעולה העומד לרשות קובעי המדיניות בעתות משבר. במהלך המיתון הראשון ישראל נאלצה לנקוט מדיניות פיסקלית ומוניטרית מצמצמת, ואילו במהלך המיתון השני היה ביכולתה לנקוט מדיניות מרחיבה. ההבדל מבחינת ההשפעה של תגובת המדיניות הוא משמעותי: צעדי המדיניות שנקטו החריפו את המיתון הראשון אך תרמו להקלת המיתון השני.

הקדמה

במהלך העשור האחרון עברה ישראל שני מחזורי עסקים משמעותיים. תגובת המדיניות המוניטרית והפיסקלית למיתון בסוף העשור הייתה שונה מאוד מהתגובה למיתון של תחילת שנות ה-2000. במיתון הקודם, לאחר עלייה חדה בגירעון התקציבי והורדת הריבית ב-2 נקודות האחוז בבת אחת, נאלצו קובעי המדיניות לבצע תפנית חדה ולנהל מדיניות מרסנת בעיצומו של המיתון. במיתון השני ננקטה הרחבה מוניטרית ופיסקלית עד להתבססותה של ההתאוששות.

מאמר זה בוחן את הגורמים שמאחורי ההבדלים בתגובת המדיניות בשתי התקופות.

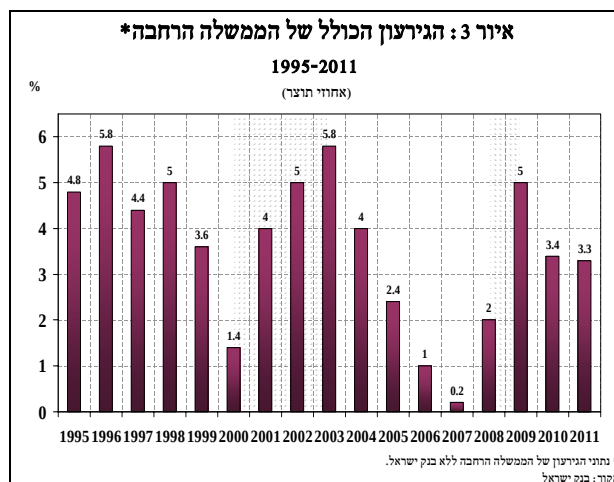
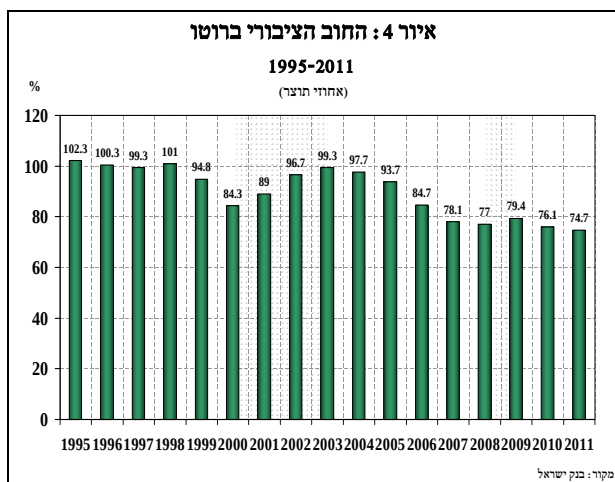
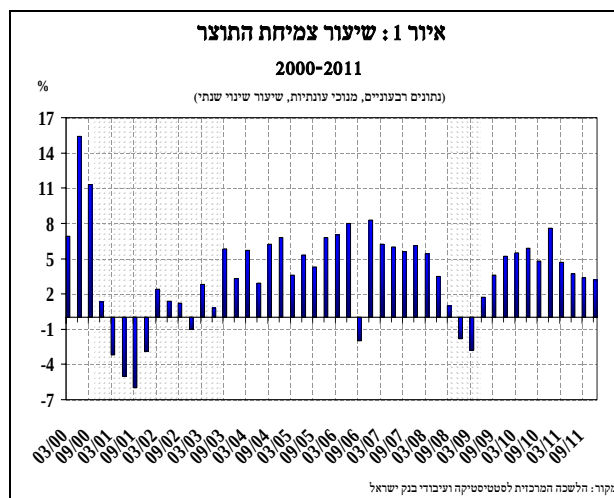
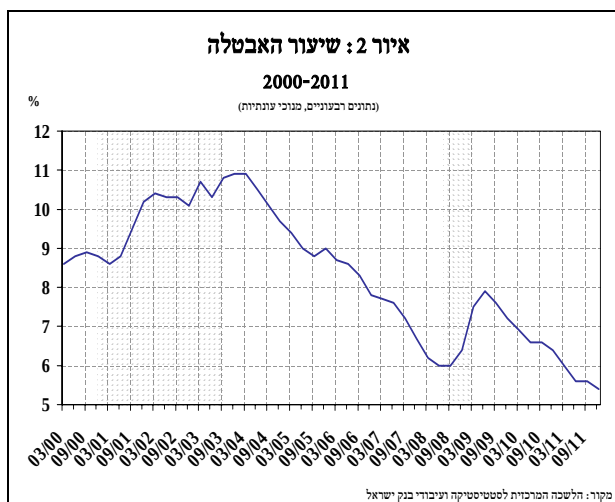
באמצעות השוואה בין שתי התקופות, אנו מצביעים על חשיבותן של משמעת תקציבית והפחתת החוב הציבורי לאורך זמן ליכולת לנהל מדיניות מוניטרית ופיסקלית אנטי מחזורית במהלך מיתון. בפרט, אנו מראים שהמצב הפיסקלי המשופר ערב המיתון האחרון, לצד גורמים נוספים, מילא תפקיד חשוב ביכולתו של בנק ישראל לנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר במהלך מיתון זה, דבר שסייע להקל ולקצר אותו. מנגד, המצב הפיסקלי העגום שקדם למשבר הקודם והקיצוץ החד-מדי בריבית, שהתברר כי אינו בר-קיימא, לא רק מנעו הרחבה מוניטרית במהלך אותו משבר; הם אילצו את הבנק המרכזי להעלות את שיעור הריבית בעיצומו של המשבר ואת הממשלה לקצץ בהוצאותיה, והדבר הביא להחרפת המיתון. אומדן גס מראה כי ההבדל בין שתי התקופות מבחינת השפעת המדיניות על התוצר היה משמעותי.

שתי תקופות מיתון – נסיבות שונות

בין השנים 2001-2003 נקלעה ישראל למיתון הקשה ביותר שחוותה זה עשרות שנים, שכלל ארבעה רביעים עוקבים של צמיחה שלילית (איור 1). השינוי החריף במצב המשק, שהתרחש אחרי שיעור צמיחה יוצא דופן של 9 אחוזים בשנת 2000, נבע מהשילוב הבלתי נעים של התפוצצות "בועת ההי-טק" בעולם והידרדרות חדה במצב הביטחוני (האינתיפאדה השנייה). האבטלה עלתה בשיעור חד עד לכ-11 אחוז (איור 2), והחלה לרדת רק כעבור כשלוש שנים. הגירעון התקציבי גדל

* המאמר הוצג בכנס משנים-לנגיד של Bank for International Settlements (BIS) שהתקיים בבאזל ב-17-18 בפברואר 2012. אנו מודים לסטנלי פישר ולאלון בנימיני על הערותיהם המועילות ולנעה היימן על הסיוע במחקר.

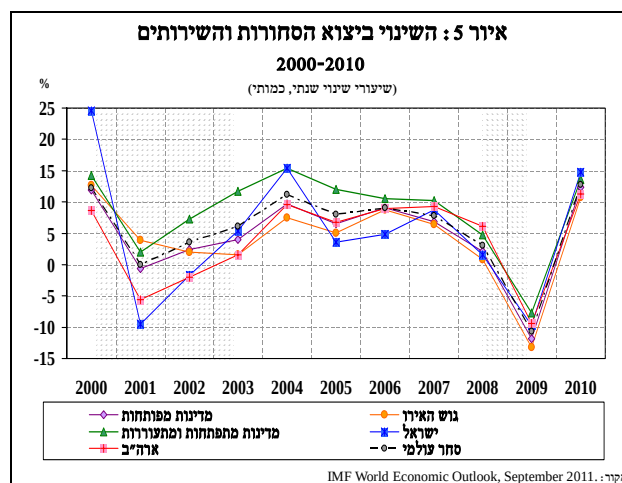
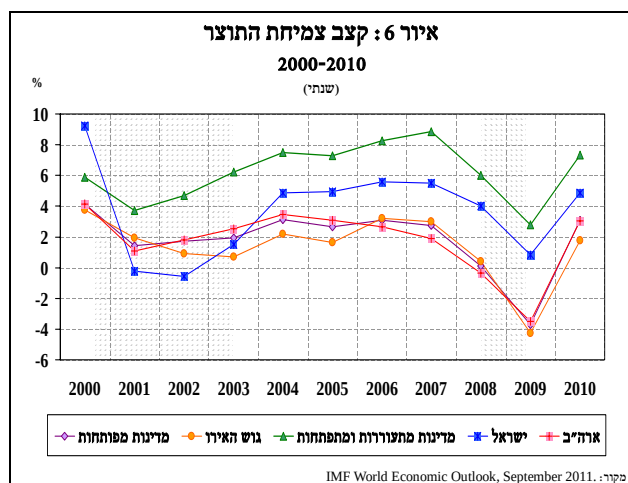
עד לכ-6 אחוזי תוצר ב-2003 (איור 3), והחוב הציבורי, שהיה גבוה מלכתחילה, הגיע ל-100 אחוז כמעט מהתוצר באותה שנה (איור 4).



המיתון בשנים 2008-2009 בישראל היה שונה במידה מסוימת: הוא נבע כולו מגורמים חיצוניים – המשבר הכלכלי-עולמי – והיה מתון יותר וקצר יותר מהמיתון של 2001-2003. בפרט, הצמיחה הייתה שלילית למשך 2 רבעים בלבד, ועליית האבטלה, אף שהייתה חדה יחסית, הייתה קצרת מועד: היא הגיעה לשיאה בתוך 3 רבעים בלבד ולאחר מכן החלה לרדת. יודגש, עם זאת, כי רק במבט לאחור אנו יכולים לאפיין את תוצאות המשבר האחרון כמתונות יותר. ייתכן שהעזוץ לפעילות הריאלית בישראל לא היה קטן בהרבה מאשר במיתון הקודם, והעזוץ לשווקים הפיננסיים היה בוודאות חזק יותר. העובדה שבדיעבד התברר כי המשבר האחרון בישראל היה קל יותר מזה שקדם לו, וקל ביחס לחששות ששררו לגביו בזמן אמת, נובעת בחלקה מהמדיניות הנמרצת יותר שננקטה בישראל, ובחלקה מהצלחת המדיניות שננקטה בחו"ל להתמודדות עם המשבר.

ראוי לציין מספר הבדלים חשובים בנסיבות שבהן התפתחו שני המיתונים:

אופיו היחסי של הזעזוע: כאמור, ב-2001 ישראל עמדה בפני שילוב ייחודי של זעזועים כך שהיא נפגעה באופן חמור יותר מיתר העולם והסיכון היחסי שלה עלה. במיתון האחרון, לעומת זאת, לב המשבר לא כלל את ישראל ובמובנים רבים מצבה היה טוב יותר מזה של רוב המדינות המתקדמות במהלך המיתון. לדוגמה, ירידת הייצוא והתוצר בישראל ב-2001 הייתה גדולה בהרבה מאשר במדינות המתקדמות, בשעה שב-2008-2009 הייצוא של ישראל פחת במידה דומה לזו שבמדינות המתקדמות וירידת התוצר הייתה קטנה יותר במידה משמעותית (איורים 5 ו-6). ציון כי אף שירידות חדות במחירי הדיור ובהשקעות בדיור מילאו תפקיד מרכזי בהתפתחות המשבר האחרון בארה"ב ובמשקים מתקדמים אחרים, הביקוש והמחירים בשוק הדיור בישראל עלו במהלך 2009. עלייה זו נבעה בחלקה מהורדת ריבית בנק ישראל ושיקפה את התמסורת הרצויה של מדיניותו המוניטרית המרחיבה אל מגזר הבנייה ובאמצעותו אל המשק כולו.¹ הלחצים המשמעותיים לייסוף השקל במהלך חלק גדול מתקופת המשבר האחרונה, שבנק ישראל ניסה למתן על ידי רכישת מטבע חוץ, שיקפו גם הם את מצבה הטוב יחסית של ישראל באותו הזמן.

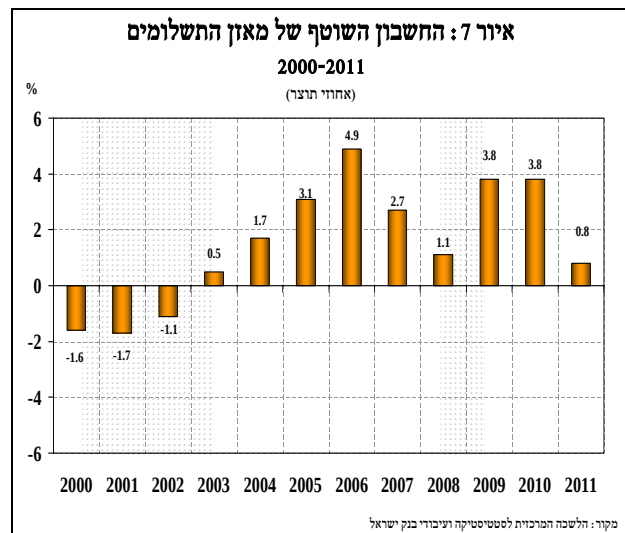
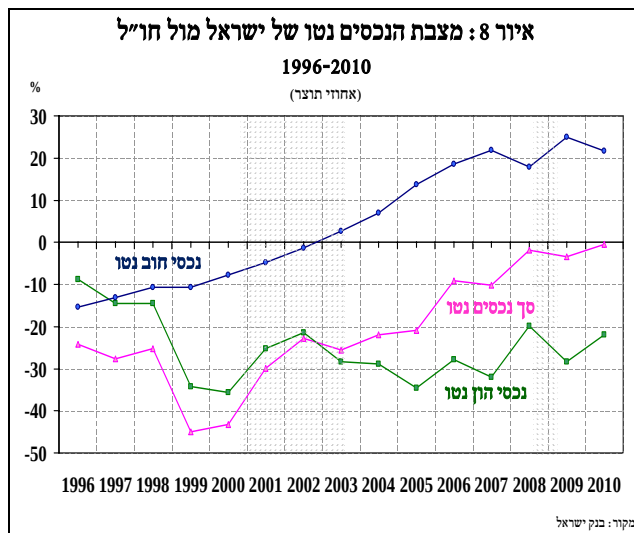


המדיניות במדינות העולם: ריביות נמוכות והרחבות מוניטריות ופיסקליות משמעותיות ברחבי העולם במהלך המשבר האחרון הפכו מדיניות כזו בישראל לאפשרית וקבילה יותר בעיני השווקים הפיננסיים. הדבר נכון במיוחד בנוגע למה הנמוכה מאוד שאליה הגיעה הריבית בישראל. ואולם, אין לייחס רמה זו רק לרמתן הנמוכה של הריביות בחו"ל, מכיוון שלא רק רמת הריבית בישראל הייתה נמוכה בהרבה במיתון האחרון בהשוואה למיתון של 2001-2003. איור 11 מראה שפערי הריביות גם הם היו נמוכים בהרבה. עובדה זו משקפת ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל ומבליטה את חשיבות השיפור במצבה-היא בהשוואה למיתון של 2001-2003, מעל ומעבר לנסיבות העולמיות.

¹ הפעילות בשוק הדיור בישראל הואטה בשיא המשבר (סוף 2008 ותחילת 2009) אך הואצה לאחר מכן. ההאצה במהלך 2009 עמדה בניגוד לירידת המחירים הריאליים ולרמתה הנמוכה של הפעילות בשוק זה בעשור שקדם למשבר.

מצב המשק בשנים שקדמו למשבר: המשבר האחרון פגע בישראל לאחר כ-5 שנים של צמיחה גבוהה במיוחד (כ-5 אחוזים בשנה). הייתה זו צמיחה יציבה ובת קיימא² במובן זה שהיא נשענה על גורמי יסוד איתנים: גידול מהיר של היצוא שנשען על הביקוש העולמי ומדיניות מקרו-כלכלית נאותה, שכללה משמעת פיסקלית ואמינות מוניטרית, יחד עם רפורמות מבניות. שיעורי הצמיחה בשנים שקדמו למיתון הקודם היו אטיים יותר³ ולא התבססו במידה מספקת על גורמי יסוד איתנים ועל משמעת תקציבית.

החשבון השוטף ומצבת הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל: כמו בהיבטים אחרים של המשק, החשבון השוטף של ישראל ערב המיתון האחרון היה במצב טוב בהרבה לעומת התקופה שקדמה למיתון של 2001-2003 (איור 7). לישראל היה גירעון בחשבון זה לפני המיתון הקודם ובמהלך רוב תקופתו, ואילו מאז 2003 נרשמו עודפים משמעותיים. עודפים מצטברים אלה גם שיפרו את מצבת הנכסים וההתחייבויות של המשק ערב המשבר האחרון, דבר שהגביר את חוסנו לנוכח המשבר. למעשה, ההתחייבויות הזרות נטו של ישראל קרובות לאפס מאז 2008, ובפרט, יש לה יתרת נכסים נטו חיובית ועולה במכשירי חוב מאז 2003 (איור 8).⁴ עם זאת, ראוי לציין שאף לא אחד משני המשברים היה במהותו משבר של מאזן תשלומים. יתרה מכך, הגירעון בחשבון השוטף בתחילת המיתון הקודם לא היה גדול (1.6 אחוזי תוצר) והיה במגמת ירידה באותן שנים. נראה איפוא שלמרות חשיבותו של מאזן התשלומים, הוא איננו ההבדל העיקרי בין שני המשברים מבחינת מצב המשק.



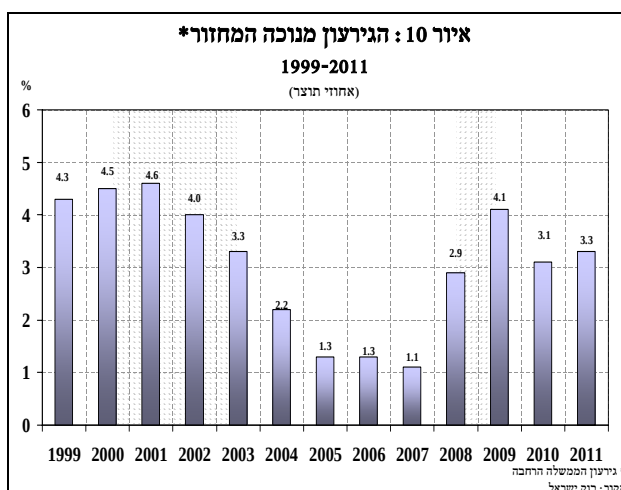
² אלמלא המשבר העולמי הצמיחה האיתנה עשויה הייתה להימשך, אם כי בקצב אטי במקצת שכן המשק היה שרוי במעבר הדרגתי מהתרחבות מחזורית לצמיחה ארוכת טווח.
³ כאמור, הצמיחה המהירה ב-2000 הייתה יוצאת דופן ולא הייתה בת קיימא. היא הייתה קשורה להתנפחות בועת ה"דוט קום" וירדה באופן חד עם התנפצות הבועה ופרוץ האינפלציה.
⁴ למצבת הנכסים נטו במכשירי חוב יש קשר חזק במיוחד למשברי חוב ברחבי העולם. ראו תיבה 1.5 ב- IMF World Economic Outlook, September 2011.

תפיסת חומרת המשבר בזמן אמת: מעבר לנסיבות האובייקטיביות המתוארות לעיל, הבדלים בהערכת חומרת המצב בזמן אמת תרמו אף הם להבדלים בתגובת המדיניות. האירועים הדרמטיים בשווקים הגלובליים, שאפינו את התפרצות המשבר האחרון לצד חוסר הוודאות והחששות מפני הידרדרות נוספת, הצביעו על האפשרות שמשבר זה יהיה גרוע בהרבה עבור ישראל מזה של 2003-2001. היות שקובעי המדיניות נדרשו לפעול בתנאי חוסר ודאות, להגיב במהירות וככל הניתן להקדים תרופה למכה, מילאה ההערכה בזמן אמת לגבי חומרת המצב תפקיד חשוב בהנעת תגובת המדיניות הנמרצת בישראל. העובדה שבדיעבד, המשבר האחרון בישראל התברר כקל יותר מן החששות, נובעת בחלקה מן המדיניות הנמרצת שננקטה כאן ובחלקה מהצלחת המדיניות שננקטה בחו"ל להכלת המשבר.

תגובת מדיניות שונה

למרות הנסיבות השונות, המיתון בשני המקרים היה עמוק דיו כדי להצדיק תגובת מדיניות פיסקלית ומוניטרית אנטי-מחזורית משמעותית. אולם מדיניות כזאת ננקטה רק במיתון של 2009-2008.

במיתון הראשון, הגידול בגירעון התקציבי (איור 3) שנוצר עקב הירידה בפעילות הכלכלית גרם לזינוק בתשואות על אג"ח ממשלתיות ב-2002-2003 (איור 9) מפני שהשווקים הפיננסיים נרתעו מפני מימון החוב הגדל. לפיכך, ישראל נאלצה לנקוט מדיניות פיסקלית פרו-מחזורית שהתבטאה בקיצוץ חד של ההוצאה הציבורית, כפי שמשקף בירידת הגירעון מנוכה-המחזור⁵ במהלך 2002-2001 (איור 10). כמו כן התברר כי ההפחתה החדה-מדי של ריבית בנק ישראל – 2 נקודות אחוז בבת אחת – אינה בת קיימא (איור 11): תגובת השווקים הפיננסיים, למשל עליית התשואות ופיחות השקל, אילצה את בנק ישראל להעלות את הריבית בשיעור חד בעיצומו של המיתון – 5 נקודות אחוז לערך בתוך חודשים ספורים – ולהשאירה ברמה גבוהה למשך תקופה ארוכה.



המיתון של 2008-2009 שונה מאוד מבחינת המדיניות הפיסקלית והמוניטרית. הפעם, הממשלה לא נאלצה לקצץ בסך ההוצאות, ולמעשה אפשרה למייצבים האוטומטיים של ההכנסות

⁵ התחשיב מבוסס על ההכנסות ממסים שהיו צפויות אילו התוצר היה כעת ברמתו הפוטנציאלית.

ממסים לפעול במלואם, מה שאפשר לגירעון התקציבי לעלות עד ל-5 אחוזים מהתוצר ב-2009, בהתאם לירידה בתקבולי המסים.⁶ הגירעון התקציבי מנוכה-המחזור אף עלה במהלך 2008-2009 (איור 10) – תופעה יוצאת דופן לעומת מיתונים קודמים בישראל, שבהם המדיניות הייתה פרו-מחזורית בדרך כלל.⁷ המדיניות התקבלה בעין יפה בשווקים הפיננסיים, כפי שעולה מהיציבות היחסית של תשואות האג"ח הממשלתיות ב-2008 (שאפילו ירדו במקצת בתחילת 2009), בניגוד גמור לעלייתן החדה ב-2002.

ההבדל במדיניות המוניטרית בין שתי התקופות בולט אולי אף יותר. בנק ישראל הגיב למשבר האחרון בהרחבה מוניטרית חסרת תקדים. החל באוקטובר 2008 הוריד הבנק את הריבית ב-3.75 נקודות האחוז עד לרמה של 0.5 אחוזים באפריל 2009, רמתה הנמוכה ביותר מעולם (איור 11). בניגוד להורדה החדה בריבית בסוף 2001, שהתברר כי אינה בת-קיימא, הפעם הצליח הבנק לשמור את הריבית ברמה קרובה לאפס והחל להעלות אותה בספטמבר 2009 על רקע השיפור המהיר במצב הכלכלי וחידוש הצמיחה, ולא בגלל לחצים מצד השווקים הפיננסיים. כאשר הריבית התקרבה לאפס, הבנק גם החל לנקוט הקלה כמותית על ידי רכישת אג"ח ממשלתיות בשוק המשני. בה בעת, המשיך הבנק ברכישת מטבע חוץ, בה הוא החל כשנה קודם לכן כדי למתן בעוד מועד את ייסוף השקל. פגיעתו של הייסוף בייצוא עלולה הייתה להיות קשה במיוחד, לנוכח התכווצות הביקושים בחו"ל עקב המיתון העולמי. אמצעים אלה, שנראו כבלתי מתקבלים על הדעת במיתון הקודם וככל הנראה היו מערערים את היציבות בשווקים הפיננסיים בעת ההיא, לא עוררו כל תגובות חריגות בשווקים במיתון האחרון. כאמור, התשואות נותרו יציבות יחסית במהלך 2008-2009.

התפתחות שער החליפין נותנת המחשה נוספת להבדל בין שני המיתונים (איור 12). לאחר הורדת הריבית בסוף 2001, השקל פוחד בשיעור חד ונותר ברמתו המפוחתת למשך יותר משנה, למרות הגידול החד בשיעור הריבית שבא מיד לאחר הניסיון להורידה. מצב זה הדגיש את חוסר היכולת לבצע הרחבה מוניטרית באותו הזמן, שנבע בחלקו מהמצב הפיסקלי ומערעור אמינותה של המדיניות המוניטרית. במהלך המיתון האחרון, לעומת זאת, לא זו בלבד שבנק ישראל הוריד את הריבית והקטין את פערי הריבית מול העולם, הוא גם רכש סכומים משמעותיים של מטבע חוץ כדי לגרום לפיחות ובכך לתמוך בייצוא. הפיחות החד של השקל במחצית הראשונה של 2008 ובתחילת 2009 שיקף רכישות אלה, כמו גם את השינוי בתפיסת השווקים בנוגע לחוסנו של המשק המקומי לנוכח המיתון העולמי.⁸

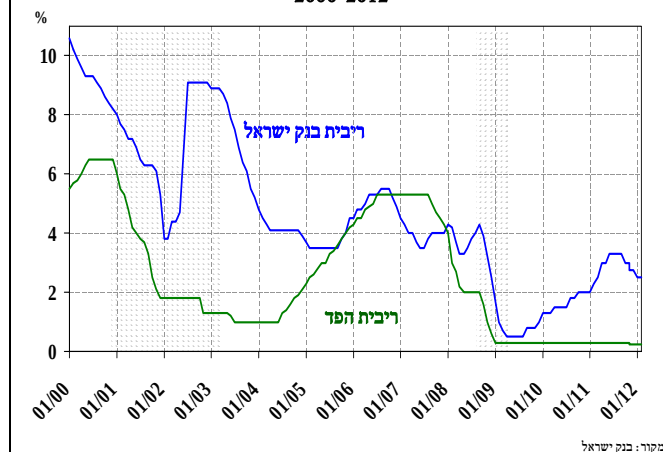
⁶ הממשלות בישראל נוטות להעלות את שיעורי המסים העקיפים (בעיקר מע"מ) במהלך מיתון. במובן זה, המיתון של 2008-2009 לא היה חריג, כפי שתואר אצל Strawczynski and Weinberger (2011). אולם בשונה ממיתונים קודמים, העלאה זו נועדה מפורשות כדי לאפשר גידול מקביל בהוצאות, ולא כדי לקזז את השפעת המייצבים האוטומטיים.

⁷ מחזוריות המדיניות הפיסקלית בישראל נידונה אצל Strawczynski and Zeira (2007).
⁸ יצוין כי התמסורת מתנועות שער החליפין אל מדד המחירים לצרכן פחתה עם הזמן בישראל (במידה רבה בשל צמצום ההצמדה של מחירי הדיור לשער החליפין של השקל מול הדולר). לפיכך, הפיחות במהלך המשבר האחרון יצר לחץ אינפלציוני קטן בהרבה מאשר במיתון של 2001-2003. מכאן שהיה פחות צורך לאזן בין היתרונות של הפיחות עבור הייצוא ובין העלות האינפלציונית שלו.

איור 12 : שער החליפין הנומינלי (שקל-דולר)
2000-2012



איור 11 : ריבית בנק ישראל והפד
2000-2012



מדוע הייתה תגובת המדיניות כה שונה?

ההבדל בתגובות המדיניות בין שני המשברים, שהיו שניהם חמורים דיים כדי להצדיק אמצעים פיסקליים ומוניטריים אנטי-מחזוריים, מעלה את השאלה מדוע מדיניות כמו זו שננקטה במיתון של 2008-2009 לא הייתה אפשרית במיתון של 2001-2003. במילים אחרות, מדוע ב-2008-2009 השווקים היו מוכנים לקבל מדיניות פיסקלית ומוניטרית שעמה לא יכלו להסכין בשום פנים ואופן במיתון של 2001-2003?

אנו טוענים שלתנאים ההתחלתיים ערב פרוץ המשבר יש חשיבות מכרעת להבנת ההבדל הזה. כאמור, ישראל נכנסה למשבר האחרון במצב טוב בהרבה מבחינת מצב המשק. אופיים השונה של המשברים ושל הסביבה העולמית גם הוא חשוב. אולם, הגורם החשוב ביותר הוא קרוב לוודאי ההבדל במצב המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בערבים של שני המשברים. במשבר האחרון, ישראל קטפה את הפירות של כמה שנים של מדיניות מאקרו-כלכלית נאותה, בפרט הקפדה מתמשכת על משמעת פיסקלית, שהייתה חסרה לפני המשבר הקודם, וביסוס אמינותו של יעד יציבות המחירים.

המדיניות הפיסקלית: בשנים שקדמו למשבר האחרון הקפידה ישראל על משמעת פיסקלית.⁹ היא נמנעה מהגדלה משמעותית של ההוצאה הציבורית למרות הצמיחה המהירה, והשתמשה בהכנסות המחזוריות הגדולות ממסים ובתקבולי ההפרטה להקטנת החוב הציבורי. הגירעון התקציבי ירד בהתמדה בין 2003 ל-2007 (התקציב היה מאוזן כמעט ב-2007), והגירעון מנוכה-המחזור ירד אף הוא עד 2007 (איורים 3 ו-10). כתוצאה מכך החוב הציבורי פחת מרמה של 100 אחוזים כמעט מהתוצר ב-2003 ל-77 אחוזים ב-2008 (איור 4).

משמעת תקציבית שכזאת לא שררה בשנים שקדמו למיתון של 2001-2003, והממשלה לא השיגה התקדמות מרובה במונחי קונסולידציה פיסקלית באותה תקופה. במהלך השנים 1995-1999 עמד הגירעון בתקציב על 4-5 אחוזים מהתוצר, והחוב הציבורי עמד על כ-100 אחוזי

⁹ ברנרד (2009) בחן את המדיניות הפיסקלית של ישראל בשנים 1985-2007 והסיק שבמהלך אותן שנים רק שתי תקופות – 1985-1992 ו-2002-2006 – יכולות להתאפיין כתקופות של קונסולידציה בת קיימא.

תוצר, ללא סימנים של ממש כי הוא צפוי לרדת בשנים הקרובות.¹⁰ ישראל נכנסה אפוא למשבר ב-2001 עם חוב ציבורי גבוה במיוחד, מוניטין פיסקלי ירוד, ותחזית מטרידה לגבי מצבה הפיסקלי בהסתכלות קדימה. מצב זה הפך אותה לפגיעה במיוחד לזעזועים. משום כך, הזעזועים שפגעו במשק וגידולו של הגירעון עקב הירידה בהכנסות ממסים, גרמו לזינוק מיידי של התשואות ושל שער החליפין. בנסיבות אלה קובעי המדיניות איבדו למעשה את חופש הפעולה: הם נאלצו להדק את המדיניות הפיסקלית ולקזז את השפעת המייצבים האוטומטיים ואף מעבר לכך. המצב הפיסקלי הבעייתי השפיע גם על המדיניות המוניטרית: לנוכח מצב זה, השווקים הפיננסיים הסתייגו גם מהרחבה מוניטרית.

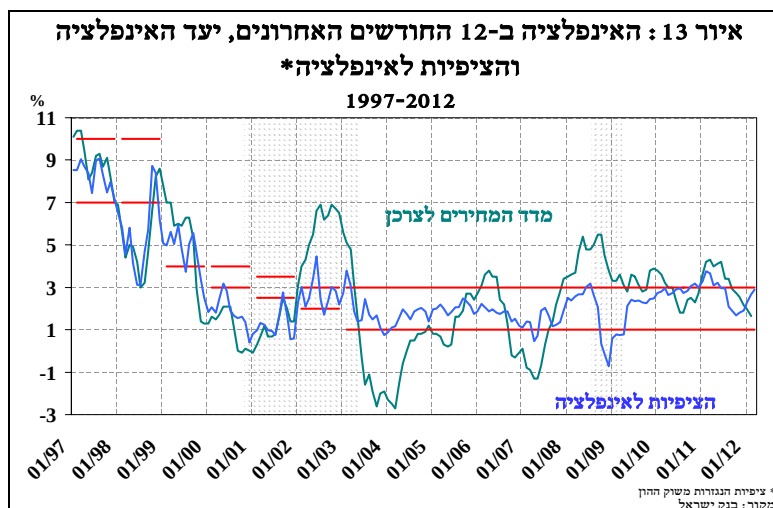
המדיניות המוניטרית: למרות תנודות משמעותיות באינפלציה בפועל בשנים 2003-2007, הציפיות לאינפלציה שמרו על יציבות יחסית ונשארו בתוך טווח יעד האינפלציה כמעט לחלוטין באותה תקופה (איור 13). הדבר משקף את רמת האמינות שרכשה המדיניות המוניטרית באותן שנים. אמינות זו מילאה תפקיד חשוב בכך שאפשרה מדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר במהלך המשבר האחרון מבלי לסכן את יציבות המחירים והשווקים הפיננסיים: למרות ההורדה החדה של הריבית, ההקלה הכמותית, והעובדה שהאינפלציה בפועל חרגה מעבר לגבול העליון של טווח היעד במהלך המשבר, הציפיות לאינפלציה נותרו בתוך גבולות היעד רוב הזמן והתנודות בהן היו קטנות מאלה של האינפלציה בפועל.¹¹

אמינותה של המדיניות המוניטרית לא הייתה מבוססת בעת שהמיתון של 2001-2003 הכה במשק. במהלך המחצית השנייה של שנות ה-90 ישראל עדיין הייתה בתהליך של דיסאינפלציה. אף שהאינפלציה ירדה משמעותית באותן שנים, למעשה אל מתחת ליעד האינפלציה, הציפיות לאינפלציה נותרו תנודתיות כמו האינפלציה בפועל והאמינות טרם התבססה די הצורך (איור 13). בנסיבות אלה, הורדת הריבית החדה-מדי בסוף 2001 ערערה את האמינות. לעומת זאת, בהתבסס על האמינות שנבנתה בשנים האחרונות ותוך שהוא פורס את הפחתות הריבית על פני מספר חודשים, הצליח בנק ישראל לבצע הפחתה מצטברת גדולה הרבה יותר של הריבית (3.75 נקודות האחוז) במהלך המיתון של 2008-2009, ולשמר אותה לאורך זמן.¹²

¹⁰ הירידה החדה בגירעון הציבורי ובחוב בשנת 2000 אינה משקפת קונסולידציה פיסקלית אלא תוצאה (קצרת מועד) של צמיחה יוצאת דופן (וקצרת מועד באותה מידה) של התוצר באותה שנה. יתרה מכך, כפי שמציין ברנדר (2009), הממשלה אף העלתה את יעד הגירעון לאותה שנה והנהיגה מספר צעדי מדיניות מרחיבים.

¹¹ למעשה הציפיות לאינפלציה בסוף 2008 ובתחילת 2009 היו נמוכות מן הגבול התחתון של יעד האינפלציה, עובדה ששיקפה בחלקה הגדול חששות מפני המשבר והידרדרותו האפשרית. אחת המטרות המרכזיות של המדיניות המוניטרית באותה תקופה הייתה אכן למנוע סחרור דפלציוני.

¹² חוסר הסובלנות של השווקים הפיננסיים כלפי הפחתת הריבית ב-2001 נבע גם מגורמים נוספים. הפחתה זו הייתה אמורה להיות חלק מעסקת חבילה שבה הממשלה אמורה הייתה לנקוט אמצעים מיידיים להפחתת הגירעון, אך הדבר לא קרה. נראה גם ששיעור הריבית נשמר ברמה גבוהה מדי לאורך זמן רב מדי, וכי הפחתה הדרגתית יותר לאורך זמן עשויה הייתה להחזיק מעמד בצורה טובה יותר. הקיצוץ הדרמטי של 2 נקודות האחוז הפתיע את השווקים ונתפס כהפרה של המדיניות.



אומדן להשפעה של תגובות המדיניות השונות

בחלק זה אנו מציגים אומדן גס להשפעת תגובות המדיניות בכל אחד מן המשברים. אנו אומדים את הפסד התוצר המצטבר (ההיפותטי) שהיה נגרם על ידי הגורמים האקסוגניים בהיעדר תגובות מדיניות כלשהי, ומשווים אותו להפסד התוצר המצטבר בפועל.¹³ אנו מייחסים את ההבדל בין שני ההפסדים בכל אחד מן המשברים להשפעתה של תגובת המדיניות (פיסקלית ומוניטרית) באותה עת.

הגורמים האקסוגניים העיקריים שהשפיעו על קצב הצמיחה במיתון של 2001-2003 היו האינטיפאדה, ובמידה מועטה יותר, ההאטה בסחר העולמי. במיתון של 2008-2009 הירידה בסחר העולמי הייתה הגורם האקסוגני המרכזי, וגורם חשוב נוסף היה השפעת העושר שנבעה מהירידה בערכם של נכסים פיננסיים, דבר שהשפיע על רכישת מוצרים בני קיימא.¹⁴ אנו מחשבים את השפעת הסחר העולמי על התוצר בכל אחד מהמשברים. לשם כך אנו מסתמכים על הגמישות היחידתית של הייצוא הישראלי לסחר העולמי, שנמצאה במחקרים רבים, וכן על שיעור הייצוא בתוצר ועל הערך המוסף של הייצוא שהיה נכון לאותה עת. הפסד התוצר עקב האינטיפאדה מבוסס על אומדנים שפרסם בנק ישראל (2001-2003) בדוחותיו השנתיים. השפעת הירידה ברכישת מוצרים בני קיימא על התוצר נגרמת בעיקר באמצעות מסי יבוא. הסיבה היא שחלק ניכר ממוצרים אלה בישראל מיובא והמסים הניכרים על יבוא זה הם חלק מהתוצר בהתאם לכללי החשבונאות הלאומית. אנו אומדים אפוא את הפסד התוצר בגין הפסד ההכנסות ממסים אלה. הפסד התוצר בפועל בכל אחת מתקופות המיתון מחושב כהפרש המצטבר בין הצמיחה הפוטנציאלית לצמיחה בפועל באותה תקופה בהתאמה.

תוצאות החישובים שלנו מדווחות בלוח 1. שתי העמודות הראשונות מראות שהמיתון של 2001-2003 היה חמור יותר מזה של 2008-2009 הן מבחינת עוצמת הזעזועים האקסוגניים (העמודה הראשונה) והן מבחינת הפסד התוצר בפועל (העמודה השנייה). אולם לענייננו, הממצא העיקרי מתקבל מהעמודה האחרונה: במיתון של 2001-2003, הפסד התוצר בפועל היה גדול ב-1.5 נקודות האחוז מההפסד המיוחס לזעזועים האקסוגניים. כלומר, התגובה המרסנת של המדיניות

¹³ אנו בוחנים את התקופה מ-2001 עד המחצית הראשונה של 2003 לגבי המיתון הראשון, ומהרביע השלישי של 2008 עד הרביע השני של 2009 לגבי המיתון השני.

¹⁴ מגבלות האשראי על הצרכנים ועל שוק הדיור היו קלות יחסית בישראל במהלך המיתון של 2008-2009.

המוניטרית והפיסקלית באותה עת החמירה את המשבר. במיתון של 2008-2009 היה המצב הפוך: המדיניות המרחיבה סייעה למתן את השפעת המשבר על המשק – לפי אומדנו, הפסד התוצר בפועל היה קטן ב-0.9 נקודות אחוז מזה שהיה נגרם מהזעזועים לולא תגובת המדיניות. נראה שהחישוב שלנו ממעיט בהיקפו של הפסד התוצר שנגרם מהזעזועים החיצוניים במיתון האחרון, מאחר שאיננו מביאים בחשבון את כל ההשפעות הפיננסיות של אותם זעזועים, כמו הגידול בעלות האשראי לפירמות. מכאן עולה שתרומתה של תגובת המדיניות להקלת המשבר בישראל בשנים 2008-2009 הייתה ככל הנראה גבוהה מהאומדן המוצג בלוח 1.

לוח 1: השפעת הזעזועים והמדיניות על התוצר בתקופות המיתון 2001-2003 ו-2008-2009 (השפעה מצטברת, אחוז מהתמ"ג)

השפעת המדיניות על התוצר	הפסד תוצר בפועל	הפסד תוצר עקב זעזועים אקסוגניים	
-1.5	9.1	7.6	2001-2003
0.9	4.2	5.1	2008-2009

חישוב נפרד באמצעות מודל ה-DSGE של בנק ישראל עבור המשק הישראלי הניב תוצאות דומות.¹⁵ הוא מראה שאימוץ המדיניות המרסנת של המיתון הקודם במהלך המיתון של 2008-2009 היה גורם להפסד של 2.6 אחוזי תוצר. עוד מראה המודל כי שלושה רבעים מההפסד שהיה נגרם נובעים מהמדיניות המוניטרית, והיתר מהמדיניות הפיסקלית. החישוב שלנו, שגזור את השפעת המדיניות כשארית, אינו מאפשר הבחנה כזו בין ההשפעה של המדיניות המוניטרית והפיסקלית.

מבט קדימה – התמודדות עם המשבר שבפתח

האפשרות שיפרוץ משבר עולמי נוסף בעקבות האירועים הנוכחיים באירופה מעלה את השאלה אם ישראל יכולה לחזור על המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית שפעלו היטב במשבר האחרון. התשובה אינה מובנת מאליה.

כאמור ישראל נפגעה באופן קל יחסית מהמיתון של 2008-2009 והתאוששה מהר, תוך שהיא נהנית משיעורי צמיחה גבוהים מאלה שרשמו רוב המדינות המתקדמות. היא נמנעה מהעלייה המשמעותית של החוב הציבורי שאירעה ברבות מהמדינות המתקדמות במהלך המשבר, ושמרה על משמעת פיסקלית מאז היציאה ממנו. כתוצאה מכך, במונחים של יחסי חוב-תוצר וגירעון-תוצר, מצבה בהשוואה למדינות מתקדמות אחרות השתפר בשנים האחרונות. היא גם צברה יתרות משמעותיות של מטבע חוץ בשנים האחרונות. בנוסף, ישראל העלתה את הריבית מספר פעמים בשנתיים האחרונות, בשעה שרוב המדינות המתקדמות הותירו אותה ברמה נמוכה מאוד. לכאורה, מכל אלה אפשר להסיק שלישאל יש מרחב פעולה רב לנקוט הרחבה פיסקלית ומוניטרית – לאפשר למייצבים האוטומטיים להגדיל את הגירעון וכן להחזיר את הריבית לרמה הקרובה לאפס.

ואולם, חלק מהנסיבות השתנו מאז המשבר האחרון. נראה כי לאור הלקחים שהופקו בעולם מהמדיניות הפיסקלית במשבר זה, ולנוכח משבר החוב באירופה והמצב הפיסקלי

¹⁵ אנו מודים לאלון בנימיני על הביצוע של חישוב זה. המודל מתואר בפירוט אצל Argov et al. (2012).

בארה"ב, השווקים הפיננסיים העולמיים מגלים פחות סובלנות לגירעונות תקציביים בהשוואה ל-2008-2009. גורמים אלה יחד עם הסכנה של הדבקה בין השווקים, מלמדים כי ביצועיה הפיסקליים של ישראל בשנים האחרונות לא בהכרח יספיקו כדי לאפשר לה להגדיל את הגירעון במידה שעשתה במשבר האחרון. יתרה מזאת, ירידת הגירעון המבני נבלמה בשלוש השנים האחרונות, ורמתו—מעל 3 אחוזים—עלולה להקטין את מרחב התמרון של קובעי המדיניות לאפשר את פעולתם של המייצבים האוטומטיים בעת משבר.

הערות לסיכום

ניסיונה של ישראל בשתי תקופות מיתון בעשור האחרון מספק דוגמה מעניינת לקשרי הגומלין שבין מדיניות מוניטרית ופיסקלית, ולתנאים הנדרשים לכך שניתן יהיה לנקוט במדיניות אנטי-מחזורית. הלקחים העיקריים הם כי תנאים התחלתיים נוחים ערב המשבר ומדיניות מקרו-כלכלית נאותה בעת שגרה מרחיבים את מגוון ומרחב אפשרויות הפעולה העומדות לרשות קובעי המדיניות בעת צרה.

במאמר זה התמקדנו במדיניות פיסקלית ומוניטרית, אך הלקח הוא כללי יותר: מדיניות טובה בזמנים טובים מניבה פירות נאים בזמנים קשים. מדיניות טובה בהקשר זה פירושה התמדה במשמעת פיסקלית במהלך חלקו העולה של מחזור העסקים, אשר מכוונת באופן אמין לרמה קבילה של יחס חוב ציבורי לתוצר וחותרת לתוואי של יחס זה היורד בהתמדה על פני זמן, לצד מדיניות מוניטרית המקדמת יציבות מחירים. מדיניות כזאת מתוגמלת על ידי סובלנות מצד השווקים הפיננסיים כלפי הרחבה פיסקלית ומוניטרית בזמן מיתון: התשואות, פרמיות הסיכון ושער החליפין שומרים על יציבות יחסית כאשר הבנק המרכזי מוריד את הריבית וכאשר הממשלה מניחה למייצבים האוטומטיים לפעול ולהגדיל זמנית את הגירעון התקציבי ואת החוב הציבורי. החישוב שלנו מראה שהשפעתה של תגובת מדיניות כזאת על התוצר יכולה להיות בסדר גודל משמעותי.

מקורות

בנק ישראל (2001-2003), *דוחות שנתיים*.
ברנדר, עדי (2009), "ייעדים או צעדים? תפקידם של יעדי הגירעון וההוצאה במאמצי הקונסולידציה הפיסקלית של ישראל, 1985-2007", *הרבעון הישראלי למסים וכלכלה*, כרך ל"ג, גליון 129, עמ' 7-33.

Argov, Eyal, Emanuel Barnea, Alon Binyamini, Eliezer Borenstein, David Elkayam and Irit Rozenshtrom (2012), *MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy*, Discussion Paper No. 2012.6 Research Department, Bank of Israel.
International Monetary Fund (2011), *World Economic Outlook*, September.
Strawczynski, Michel and Gila Weinberger (2011), *The Cyclicity of Statutory Taxes in Israel*, Bank of Israel, mimeo.
Strawczynski Michel and Joseph Zeira (2007), "Cyclicality of Fiscal Policy in Israel," *Israel Economic Review*, Vol. 5 (1), pp. 47-66.