



29.11.05

דברי הנגיד בערב עיון לציון 10 שנים

למותו של דן פטינקין ז"ל

תפקיד הבנק המרכזי: המקרה הישראלי

במהלך רבע המאה האחרונה, קרה שינוי משמעותי בבנקאות המרכזית. שינוי זה קרה במקביל להתפתחויות בתיאוריה המקרו-כלכלית, בעקבות גישת הציפיות הרציונליות ותורת המשחקים, ובתגובה לאינפלציה של שנות ה-70 וה-80 ולראיות לגבי אופי עקומת פיליפס.

שינויים אלה השפיעו מאוד על הבנקאות המרכזית בישראל. בדברים שלי כאן, לזכרו של דן פטינקין, שהיה מורה וחבר לרבים מאיתנו שנמצאים כאן הערב, ניתנת לי ההזדמנות להביא בפניכם את דעתי באופן שיטתי לגבי הגישה הנוכחית למדיניות המוניטרית ולתפקידו של הבנק המרכזי בישראל, ולהציג את העבודה האקדמית והניסיון בעולם שעליהם היא מתבססת. הדברים שאומר כאן מתבססים על מאמר שכתבתי באנגלית ובו הפניות לספרות.

בדיון על הבנקאות המרכזית המודרנית, אדבר קודם כל על עצמאות הבנק המרכזי, לאחר מכן על גישת יעדי האינפלציה עבור המדיניות המוניטרית, ולבסוף על ההסדר המוסדי להצלחת הבנק המרכזי. כמובן, אני אתייחס לישראל ולשינויים המוצעים בחוק בנק ישראל. עם זאת, אני אתמקד במדיניות המוניטרית ולא בהיבטים אחרים של עבודת בנק ישראל, בייחוד הפיקוח על הבנקים ותפקיד הנגיד כיועץ הכלכלי לממשלה.

1. עצמאות הבנק המרכזי

עצמאות הבנק המרכזי רצויה על רקע הנטיות האינפלציוניות שבמתח שבין ההשפעות קצרות הטווח וארוכות הטווח של הרחבה מוניטרית, ובפיתוי של הממשלה לקבל מימון מהבנק המרכזי להוצאותיה. במילים אחרות, ממשלות בעלות אופק קצר מעדיפות בדרך כלל מדיניות מוניטרית מרחיבה יותר מממשלות אחרות. זאת, מאחר שבטווח הקצר, מדיניות מוניטרית מרחיבה נוטה להשפיע קודם כל על

התוצר ורק מאוחר יותר על האינפלציה והן מעדיפות להשאיר את בעיית האינפלציה לשלב מאוחר יותר. בדומה לכך, ממשלה שקשה לה לממן את הוצאותיה בשוק ההון תעדיף לבקש מהבנק המרכזי מימון לגירעון שלה.

שני התרחישים האלה מוכרים בישראל – לגבי הראשון, ישנו הנסיון של שנות ה-80, ולגבי השני, נמצא לו פיתרון באמצעות חוק "אי-הדפסה" בשנת 1985, שהיה למעשה הצעד הראשון בדרך לעצמאות בנק ישראל.

בסקירתו של צוקרמן (2005), מוצגות ראיות לכך שהאינפלציה ועצמאותו של הבנק המרכזי למעשה קשורות ביחס הפוך. זאת ועוד, עצמאות גדולה יותר לבנק המרכזי מתקשרת באופן חיובי לצמיחה טובה ויציבה יותר, וליציבות גדולה יותר באינפלציה ובשיעורי הריבית.

אלה הן סיבות טובות ומספיקות כדי לתמוך בעצמאות הבנק המרכזי.

אציין שלושה נושאים נוספים בנושא עצמאות הבנק המרכזי :

ראשית, כדי שהבנק המרכזי יהיה עצמאי, צריך להטיל עליו את האחריות לתת דין וחשבון: צריך לתת לבנק המרכזי משימה מוגדרת היטב, ולתת לו את האחריות לעמוד במטרות שלו. בנוסף, יש לדרוש ממנו להסביר ולהצדיק את מדיניותו בפני הרשות המחוקקת, הממשלה והציבור. אחזור לנקודה זו מאוחר יותר.

שנית, אני מאוד מתרשם מהאופק הארוך של ממשלת הלייבור הבריטית מיד עם כניסתה לתפקיד, בשנת 1997, כאשר העניקה לבנק המרכזי של אנגליה עצמאות. עד אז, הבנק המרכזי לא היה עצמאי, וההחלטות הריבית התקבלו במשרד האוצר. הממשלה, ובמיוחד שר האוצר, הבינו שביצועי המשק יהיו טובים יותר אם הבנק המרכזי יהיה עצמאי, וסביר להניח שהם גם הבינו שכדאי להם מבחינת פוליטית לא לשאת באחריות להחלטות הריבית. ההחלטה לתת לבנק המרכזי של אנגליה עצמאות התבררה ככונה מאוד, לאור ביצועי המדיניות המוניטרית והכלכלה שם.

שלישית, חשוב להבחין בין בנק מרכזי עצמאי במטרות ובכלים. בנק מרכזי עצמאי לחלוטין יהיה עצמאי בשניהם: הוא יחליט לגבי מטרות המדיניות שלו ולגבי הדרך שבה ישתמש בכלים שלו כדי להשיג אותן. כך, למשל, הבנק המרכזי האירופי. לעומת זאת, לגבי בנק מרכזי עצמאי בכלים, הממשלה מגדירה את המטרות של המדיניות שלו והוא משתמש בכלים שלו כדי להשיג אותן. רוב הבנקים המרכזיים העצמאיים נמצאים במצב הזה – וגם בפועל בנק ישראל, וזה יהיה המצב לפי ההצעה לחוק בנק ישראל החדש.

2. מטרות המדיניות המוניטרית וגישת יעדי האינפלציה

מאז אימץ הבנק המרכזי של ניו-זילנד גישה של יעדי אינפלציה למדיניות המוניטרית בשנת 1990, הלכו בעקבותיו בנקים מרכזיים בקרב מדינות ה-G7 ביותר וגם בנקים מרכזיים במדינות מתועשות ומתפתחות, ביניהן ישראל. גם בן ברנקה, היו"ר החדש של הבנק המרכזי בארצות הברית, תומך במדיניות יעדי אינפלציה.

הדבר העיקרי בגישה זו הוא קביעת יעד אינפלציה כמטרה המרכזית של מדיניות הבנק המרכזי. בחלק מהמקרים היעד הוא מספר יחיד – באנגליה, למשל, מדובר ב-2 אחוזים – ובמקרים אחרים הוא טווח – בישראל, למשל, בין 1 ל-3 אחוזים.

בדרך כלל, גם מטרות אחרות של המדיניות המקרו-כלכלית, כולל תעסוקה וצמיחה, מוגדרות כיעדי מדיניות של הבנק המרכזי, אבל בתנאי מיוחד שהבנק יפעל להשגתן כל עוד הן לא יתנגשו עם יציבות מחירים בטווח הארוך. מטרה נוספת היא אחריות הבנק המרכזי לתמוך ביציבות המערכת הפיננסית.

מדוע חל שינוי בגישה שהייתה בעבר לפיה היו הרבה מאוד מטרות מדיניות עבור הבנק המרכזי, בלי לתת עדיפות לאף אחת מהן?

בראש ובראשונה, חשוב שלמשק יהיה עוגן נומינלי למחירים, ויעד האינפלציה מהווה עוגן כזה. הצורך בעוגן נומינלי שישמור על רמת המחירים מובן היטב, לפחות מאז פירסם דן פטנקין את הספר המפורסם *Money, Interest and Prices* בשנת 1956, ויש בספרות הרבה חומר בעניין זה.

יש בעולם הבנה רחבה כי יעד האינפלציה הוא העוגן הנומינלי של הכלכלה וזאת, משום שרמת המחירים או שיעור האינפלציה הם עוגן נומינלי נכון יותר לעומת מלאי נומינלי כמו כמות הכסף. הסיבה לכך היא שיעד אינפלציה אמין יכול להפחית אי-הוודאות באשר לערך הריאלי של החוזים.

הבחירה בשיעור אינפלציה נמוך בתור יעד האינפלציה מבוססת על ניתוח היתרונות והחסרונות שבאינפלציה: כלומר, לאינפלציה יש הרבה חסרונות, ומעט יתרונות ובמיוחד, היא פוגעת בעניים.

מאז סוף שנות ה-60 ישנה הבנה שבטווח הארוך, אין תחלופה בין האינפלציה לאבטלה. כלומר, לא נקבל תועלת במונחים של הקטנת האבטלה אם נניח לאינפלציה לעלות – אלא אם מדובר בשיעורי אינפלציה נמוכים מאוד, או דפלציה.

למרות זאת, יכול להיות קשר בטווח הארוך יותר בין אינפלציה לבין צמיחה. אין ספק כי האינפלציה והצמיחה קשורות זו לזו ביחס שלילי בשיעורי אינפלציה גבוהים.

בכל המקרים שבהם האינפלציה הייתה נמוכה ויציבה במשך זמן מה, קבעו הממשלות יעד לאינפלציה סביב שיעור של 2 אחוזים – זאת, כדי לאזן את העלויות הצפויות של הדפלציה האפשרית עם העלויות של העיוותים הנגרמים מאינפלציה גבוהה יותר. כך, טווח היעד הישראלי הוא, כאמור, בין 1 ל-3 אחוזים.

חשוב לציין כי אינפלציה שלילית ואפילו אינפלציה נמוכה מהיעד יקרה. מסיבה זו, בנק ישראל הדגיש כי מטרתו היא לשמור על האינפלציה במרכז טווח היעד, וכי הוא מתייחס לחרیגה מן היעד, כלפי מעלה וכלפי מטה, כאל טעות. בהמשך לגישה זאת, חוק בנק ישראל החדש מציע שבמקרים של סטיית האינפלציה מטווח היעד יכתוב הנגיד מכתב לממשלה ויפרט את הסיבות לסטייה, ואיך הבנק מתכנן להחזיר את שיעור האינפלציה לטווח.

למרות שאין תחלופה בטווח הארוך בין האינפלציה לאבטלה (או לצמיחה), יש תחלופה בטווח הקצר: צמיחה מהירה יותר מביאה בדרך כלל לחצים לאינפלציה גבוהה יותר. תחלופה זו אינה מסבכת במיוחד את המדיניות המוניטרית. לדוגמה, אם שיעור האינפלציה נמוך מדי בגלל מיתון, תהיה החלטת המדיניות המוניטרית להוריד את שיעור הריבית כדי שהאינפלציה והתוצר יגדלו. באופן דומה, אם המשק בחימום-יתר, והאינפלציה עולה, יש להעלות את הריבית.

אפשר לומר, כי בנסיבות אלה העדיפות ליעד האינפלציה אינה צריכה להשפיע על בחירת המדיניות של הבנק המרכזי: מדיניות שמתאימה להשגת יעד הריבית תתאים גם למטרות של השגת יעדי התוצר והאבטלה.

לעומת זאת, החלטת המדיניות המוניטרית איננה פשוטה כאשר המשק נמצא בזעזוע מצד ההיצע, הדוחף את האינפלציה מעל ליעד שנקבע ומקטין את התוצר. הבנק המרכזי יכול להעלות את הריבית בצורה חדה ולהשפיע על הקטנה נוספת בתוצר, בניסיון לחזור מהר ככל האפשר אל טווח היעד של האינפלציה. אפשרות אחרת לפעול להחזרת האינפלציה ליעד באופן הדרגתי. הבחירה בין החזרה של האינפלציה ליעד באופן חד או באופן הדרגתי תלויה בהשוואת העלויות והתועלות בין שתי האפשרויות, התואמים למסלולים שונים של שיעור הריבית – וזאת, יש לעשות בעזרת מודל אקונומטרי.

גישה זו, שלפיה הבנק המרכזי לפעמים לא יכול לחזרה מיידית אל טווח היעד של האינפלציה, ידועה בשם *מדיניות גמישה של יעדי אינפלציה* או באנגלית: *flexible inflation targeting*.

רבים מדגישים כי גישת יעדי האינפלציה למדיניות המוניטרית היא צורה של שיקול דעת כפוי - או באנגלית *constrained discretion*. המטרות הרחבות של המדיניות מוגדרות, אבל בגלל שאין אפשרות להגדירן באופן מספיק מדויק, הבנק המרכזי חייב להפעיל שיקול דעת בנוגע לתחלופה בין האינפלציה לצמיחה או האבטלה בטווח הקצר, ויש לו שיקול דעת להחליט מהי הדרך הטובה ביותר להשתמש בשיעור הריבית ובכלי המדיניות האחרים העומדים לרשותו.

גישת יעדי האינפלציה למדיניות המוניטרית פועלת היטב, אבל כמו כל דבר בתחום המדיניות, עדיין נותרו שאלות פתוחות.

ראשית, הבנק המרכזי נמצא לפעמים מול הלחץ לנסות ולהשפיע על שער החליפין הריאלי. באופן זמני, יכול הבנק המרכזי לייצר פחות ריאלי על-ידי הורדת הריבית, אבל מהלך כזה יכול לגרום לעליית האינפלציה. במקרה ששיעור האינפלציה נמוך מטווח היעד, קביעת יעדי האינפלציה יכולה להשפיע על שער החליפין הריאלי בכיוון הרצוי באופן זמני. אבל הדרך הטובה ביותר להשפיע לזמן ארוך יותר על שער החליפין הריאלי היא באמצעות המדיניות הפיסקלית.

שאלה נוספת קשה לא פחות היא, מה לעשות במקרה של שיבושים בלתי רציונליים - *irrational exuberance* - במחירי הנכסים. התשובה הרגילה לשאלה זו היא לא לעשות דבר, אלא אם התנהגות מחירי הנכסים ישפיעו על האינפלציה. למרות זאת, אין הסכמה עדיין בשאלה מה צריכה להיות התגובה המתאימה של המדיניות המוניטרית בנסיבות אחרות.

שלישית היא השאלה איזו אינפלציה יש לקבוע כיעד האם האינפלציה בפועל המדווחת לציבור, כמו מדד המחירים לצרכן, או מדד כלשהו של אינפלציה בסיסית. במדינה שבה ההצמדה למדד נרחבת, מומלץ לקבוע יעד לאינפלציה בפועל; יתרה מכך, כאשר אין ביטחון שמחיר האנרגיה חסר מגמה, אין להתעלם מאינפלציית מחירי האנרגיה במדד המשמש לקביעת יעד האינפלציה.

השאלה הרביעית היא, האם לקבוע יעד לשיעור האינפלציה או יעד עבור מסלול רמת המחירים. במקרה שהיעד מצוין במונחים של שיעור אינפלציה לעתיד, שגיאות קודמות בהשגת היעד שייכות לעבר, ואילו

היעד היה רמת המחירים, היה צורך לתקן את שגיאות העבר, כאשר המטרה היא לחזור אל מסלול רמת המחירים לפי היעד שנקבע.

השאלה החמישית היא סוגיית תפקידם של מדדי ציפיות האינפלציה בגישת יעדי האינפלציה. בשנים האחרונות, ייחס בנק ישראל משקל רב לתנועות בציפיות האינפלציה בבואו לקבל החלטות ריבית. ציפיות האינפלציה נגזרו משוקי ההון ומתחזיות. קרן המטבע הבינלאומית ביקרה את בנק ישראל על העדפתו לגישה זו על פני ביסוס החלטתו בראש ובראשונה על המודלים שלו.

עם זאת, מעניין לציין כי גישת הבנק פעלה היטב. זאת, משום שבעזרת הציפיות הנגזרות מהשווקים, ניתן להסיק איזה מסלול של מדיניות מוניטרית נתפס בהם כמסלול שתואם את מסלול האינפלציה הצפוי. מניסיוני הקצר עד כה בבנק ישראל, אוכל להעיד כי הנחות השוק לגבי מהלכי המדיניות של הבנק היו קרובות למציאות. לפיכך, אפשר להתייחס אל מדיניות מוניטרית המגיבה לציפיות השוק כאל מדיניות המבוססת על המודלים שבהם משתמשים השווקים, שאינם בהכרח טובים פחות מן המודלים של הבנק המרכזי.

למרות זאת, חיוני שיהיו לבנק המרכזי מודלים משלו, ובהם ישתמש, כדי להבטיח שהבנק מבין את הבסיס לדעות השוק, וכן למקרים שבהם עליו ליישם מדיניות שונה. בנק ישראל עוסק כעת בפיתוח ובשיפור המודלים האקונומטריים שבהם הוא משתמש לניסוח החלטות מדיניות.

3. הסדרים מוסדיים

בנקים מרכזיים עצמאיים פועלים בהתאם להסדרים מוסדיים שונים. בכמה מדינות, ובהן ניו-זילנד וקנדה, הנגיד מקבל את החלטות בקשר למדיניות המוניטרית – זהו המודל בשם 'מקבל החלטות יחיד', והוא מיושם גם בישראל.

אבל ברוב הבנקים המרכזיים, החלטות המדיניות המוניטרית מתקבלות על ידי ועדה בראשות הנגיד. קיימת סיבה – ועדויות תומכות – להעדיף קבלת ההחלטות בועדה.

אני מאמין, בהתאם להמלצות ועדת לוין, כי עדיף שהחלטות המדיניות המוניטרית של בנק ישראל יתקבלו במסגרת של ועדה, בדומה לבנק אנגליה. הועדה הבריטית כוללת מיעוט של חברים חיצוניים, ולדעתי גישה

כזאת תועיל גם במקרה הישראלי. זאת, משום שתהיה אפשרות למומחים חיצוניים, שאינם מחויבים לבנק ולנגיד, לקחת חלק בהחלטות הריבית באמצעות הצבעה.

הכרחי שחברי הוועדה החיצוניים יהיו מומחים בתחום המקצועי, ולא מינויים פוליטיים. לכן, הצעת חוק בנק ישראל החדש מציינת כי החברים החיצוניים של הוועדה המונית צריכים להיות מומחים בתחומים רלוונטיים, והמועמדים הפוטנציאליים ייבחרו על ידי ועדה חוץ-פוליטית, בראשות שופט בדימוס, וכי הממשלה תצביע לאישור או דחייה של הרשימה בכללותה, ולא על מינוי כל חבר בנפרד.

על מנת שהוועדה המונית תצליח בפעילותה, הכרחי ששימויותיה ייתפסו כמקצועיות. מסיבה זו, חשוב שמטרות הוועדה יפורטו בצורה בהירה. כאן אני רוצה לצטט מדבריו של מרווין קינג, נגיד הבנק המרכזי של אנגליה:

"[M]y belief is that in a committee without a clear objective there would be scope for people to set their own agenda. Members might try to argue that their view of the objective is the right one and other people's the wrong one. What is true about our Monetary Policy Committee...is that the entire discussion is focused on a technical economic judgment about what it is necessary to do to hit the inflation target. ...Individual accountability, allied to the fact that the target is given to us from outside means that the nature of our discussions is absolutely, solidly focused on the state of the economy and what we need to do to interest rates to keep inflation on track to hit the target"

לאור חשיבות אמינותה של מדיניות הבנק המרכזי חשוב שהוא יסביר בצורה בהירה ככל האפשר את היסוד להחלטותיו, כולל התחזיות הכלכליות שעליהן ביסס אותן. כמו כן, חשוב שהבנק יציג בקביעות את דעותיו על ההתפתחויות הכלכליות הצפויות, בפרט בתחום האינפלציה, כפי שעושים רבים מהבנקים המרכזיים, ובהם בנק ישראל, באמצעות דוחות אינפלציה.

כל הבנקים המרכזיים נוהגים לפרסם, בדרך כלל לפני ישיבת המדיניות הבאה, את סיכום דיוני הועדה המונית מהישיבה שבה הוחלט על הריבית, ובכלל זה אופן ההצבעה של כל אחד מחבריה. חוק בנק ישראל החדש ידרוש לפרסם את הדיון ואת ההצבעות של כל חבר, זמן רב לפני ישיבתה הבאה של הועדה.

בבריטניה, סיכום דיוני הועדה כולל מידע על עמדותיו של כל חבריה. הדבר אינו רצוי לנו קרוב לוודאי, מפני הסכנה שאנשים ידברו לפרוטוקול במקום לנסות להגיע להחלטה האופטימלית.

הבנק המרכזי, והנגיד בפרט, ישא באחריות להשגת מטרות הבנק. אחריות זו תבוא לידי ביטוי בחובת הבנק להסביר ולנמק את מעשיו במסגרת דוחות שיוצגו בפני המחוקק והממשלה, וכן בפני הציבור. היא גם תבוא לידי ביטוי בחובת הנגיד להגיש לממשלה הסבר המפרט מדוע לא הצליח הבנק להשיג את מטרותיו, במידה וכך היה, כולל תכניות להחזרת האינפלציה לטווח היעד שנקבע. המחוקק יהיה רשאי לבקש מהבנק, מהנגיד או מחברי הועדה המונית, להופיע בפניו, כפי שנעשה כיום במדינות רבות. החוק כולל סעיף שלפיו יפוטרו הנגיד וחברי הועדה המונית במקרים של הזנחה קיצונית של תפקידם, אבל צריך שמהלך כזה יוכל להיעשות ללא קושי. ניתן להעלות על הדעת שיוקמו מנגנוני אכיפה לחברי הועדה המונית כדי לחזק את אחריותם, אבל מנגנון האכיפה הטוב ביותר הוא הצורך הטבעי לשמור על המוניטין של חברי הועדה בציבור.

בחלק מהבנקים המרכזיים, מתקבלות ההחלטות הניהוליות והחלטות המדיניות על ידי אותו הגוף. באחרים, קיימת מועצה מינהלית נפרדת, שתפקידה מקביל לתפקידו של דירקטוריון בתאגיד. לאור ההבדל בין המומחיות הנדרשת לניהול מוסד כמו בנק מרכזי לזו הנדרשת לקבלת החלטות בתחום המדיניות המונית, עדיפה הקמת מועצה מינהלית, או מועצת מנהלים (דירקטוריון), אשר תישא באחריות לאישור התקציב, לתכנית העבודה ולהחלטות ניהוליות אחרות המתקבלות על ידי הנהלת הבנק. בהקשר זה, הנגיד פועל כמנכ"ל של הבנק. הצעת חוק בנק ישראל מציעה להקים מועצת מנהלים כמתואר כאן, עם רוב מוחלט של חברים חיצוניים, אשר אחד מהם ישמש יו"ר. נגיד הבנק והמשנה לנגיד יהיו חברים במועצת המנהלים.

במטרה לשמר את עצמאות הבנק, חשוב שחברי המועצה המינהלית, אשר רובם יהיו בעלי ניסיון עסקי או ניהולי, ייבחרו בזכות כישוריהם המקצועיים ולא על בסיס פוליטי. הצעת החוק ממליצה גישה דומה בבחירת חברי מועצת המנהלים לזו של בחירת חברי הועדה המונית.

4. הערות לסיום

הצעת חוק בנק ישראל תביא למודרניזציה של התשתית החוקית של הבנק, בכך שתגדיר את עצמאותו ואת האחריות לתפקידו. החוק החדש יביא למבנה הפנימי ולתהליכי קבלת ההחלטות בבנק ישראל סטנדרטים הנהגים במדינות העולם.

בנק ישראל נהנה כבר היום מעצמאות בפועל, ומתעוררת השאלה, האם יש צורך בשינוי החוק. התשובה היא – כן. כל עוד המצב בפועל אינו עקבי עם החוק, יש סבירות גבוהה לחיכוכים כאלה או אחרים – כמו פגיעה בעצמאותו של הבנק. מעבר להגדרת עצמאותו ואחריותו של הבנק, יביא החוק החדש גם לידי שיפורים גדולים בתהליך קבלת ההחלטות בבנק בתחום המדיניות המוניטרית, בניהולו של הבנק ובשקיפותו. זהו הישג ראוי.