

דר' מיכאל שראל
msarel@kohelet.org.il
ראש פורום קהלת לכלכלה

פורום קהלת (ע"ר)
עם ועולמו 8, ירושלים
17 במאי 2023



חשיבותה של עצמאות בנק ישראל

ערן יוגב – חוקר, פורום קהלת לכלכלה

תקציר

לאחר שני עשורים בהם נהנו הבנקים המרכזיים בעולם המערבי מעצמאות ביצועית רבה, לאחרונה עלו מחדש שאלות בנוגע לאותה עצמאות, על רקע האינפלציה הגבוהה והעלאות הריבית התכופות. אולם, לעצמאות הביצועית של הבנק המרכזי תפקיד מפתח בשמירה על היציבות הפיננסית במשק. יתרה מכך, אף על פי שבנק ישראל הוא בפועל דרג מקצועי המקבל החלטות מדיניות חשובות, התערבות של הדרג הפוליטי הנבחר בהחלטות הביצועיות של הבנק המרכזי, לרבות החלטות על העלאת ריבית, עלולות להוביל לתוצאות לא אופטימליות ולא רצויות. במידה ולחצים פוליטיים ישפיעו על החלטות הריבית, הציבור צפוי לאבד אמון ביעדי האינפלציה ובצעדי המדיניות של בנק ישראל, להתאים את הציפיות שלו לגורמים אחרים (לרבות האינפלציה בתקופות קודמות), ובכך להוביל להחרפת האינפלציה.

לאחר כשני עשורים בהם נהנו הבנקים המרכזיים בעולם המערבי מעצמאות רבה, המצב הכלכלי הנוכחי בעולם, המתאפיין באינפלציה גבוהה והעלאות ריבית תכופות, מעלה מחדש את השיח אודות העצמאות לה זוכים הבנקים המרכזיים בכל הקשור להתמודדות עם האינפלציה והחלטות לגבי גובה הריבית. תופעה זו אינה פוסחת על ישראל – לא אחת גורמים פוליטיים התבטאו כנגד החלטות של בנק ישראל, בעיקר סביב העלאות ריבית המשפיעות באופן ישיר על נטל החזר המשכנתאות וההלוואות האחרות שנטלו משקי בית ועסקים וגם באופן עקיף על רמת הפעילות במשק, שיעור האבטלה ורמת החיים בארץ. טענתם העיקרית – כיצד ייתכן שגוף שאינו נבחר משפיע בצורה כה משמעותית על החיים של כולנו, והאם לא ראוי יותר שהחלטות כה משמעותיות בנושאי מדיניות יגיעו לפתחם של נבחרים הציבור?

בנייר זה אנסה להתמודד עם טענה זו, תוך התבססות על הספרות המחקרית בנושא, ואטען כי בכל הקשור לבלימת האינפלציה ושמירה על רמת מחירים יציבה, עצמאותו של הבנק המרכזי היא הכרחית. יתרה מכך, צמצום העצמאות של בנק ישראל והגברת ההתערבות של נבחרים הציבור בהחלטות הריבית של הבנק עלולות לצמצם בצורה דרמטית את היכולת של בנק ישראל לעמוד במטרותיו, ובסבירות גבוהה גם להוביל לחוסר אמון של השווקים במדיניות בנק ישראל, לאינפלציה גבוהה יותר, לתנודתיות מיותרת במשק וייתכן שאף למיתון לא הכרחי. לצד זאת, ראוי כי נבחרים הציבור יגדירו לבנק המרכזי את יעדיו, ימנו את הנגיד וכן יבקרו את פעולותיו – בדיוק כפי שהם עושים כיום.

לפני שאפנה לטיעונים על אודות הבנק המרכזי, אציג תחילה את תופעת האינפלציה ואת השפעתה על רווחתם של אזרחי המדינה. בפשטות, אינפלציה היא קצב העלייה ברמת המחירים בין תקופות מסוימות (לרוב בין שנים). לצורך העניין, אם מדד המחירים בחודש מסוים גבוה ב-5% לעומת החודש המקביל בשנה הקודמת לו, האינפלציה במשק עומדת על 5%. בפועל, העלייה ברמת המחירים שוחקת את ההכנסה הריאלית של משקי הבית – אם בשנה הקודמת המשכורת הספיקה לקניית סל מוצרים מסוים, היום היא מספיקה לקניית של כ-95% מאותו סל (בהנחה וההכנסה נותרה זהה). בשל אותה שחיקה, האינפלציה משפיעה לרעה על ההתנהלות הכלכלית במשק – משקי בית ועסקים נאלצים לחשב בזירות יתרה את צעדיהם תוך מתן דגש על גידור מפני האינפלציה, מערכת המחירים מתעוותת והתפלגות העושר בחברה משתנה (כשמחקרים רבים מראים כי השכבות החלשות הן אלו הנפגעות בצורה המשמעותית ביותר מהאינפלציה).¹

בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים בעולם המפותח, פועל בחסות החוק ובו מוגדרים יעדיו ויחסי הגומלין שלו עם הדרג הנבחר. בדומה לבנקים מרכזיים רבים, מטרתו העיקרית של בנק ישראל היא לשמור על יציבות מחירים (המתבטאת בעמידה ביעדי אינפלציה הנקבעים מראש). כדי לעמוד במטרה זו, החוק קובע את קיומה של הוועדה המוניטרית של בנק ישראל, אשר בסמכותה לקבוע את הריבית במשק.² ניתן להכליל ולומר כי על פי רוב המודלים המקרו-כלכליים המקובלים בעולם, הריבית במשק היא הכלי המרכזי להתמודדות עם אינפלציה, כשריבית גבוהה יותר אמורה "לצנן" את הביקוש במשק, לצמצם את הצריכה ואת ההשקעות ובכך לבלום את עליית המחירים.

¹ כפי שציין נשיא הפד במינסוטה בנאומו:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard2020405a.htm>

² חוק בנק ישראל (2010)

אם כן, על מנת להתמודד עם המצב הכלכלי המורכב שפוקד את העולם בימים אלה ועליית המחירים שהוא טומן בחובו, החליטה הוועדה המוניתרית של בנק ישראל על מספר העלאות ריבית בשנה האחרונה. אין ספק כי החלטות אלה השפיעו באופן ישיר על רווחתם של אזרחי ישראל, ועל כן נשאלת השאלה מדוע גוף שאיננו נבחר מקבל החלטות מדיניות משמעותיות באופן בלתי תלוי בדרג הנבחר?

כדי להתמודד עם טענה זו, אטען כי התערבות פוליטית עלולה להשפיע על הציפיות לאינפלציה בקרב הציבור. כדי להבין את חשיבות הציפיות לאינפלציה, נחשוב על הדוגמה הבאה: נניח שבשנה מסוימת המחירים בישראל מאמירים בצורה מהירה. אם הציבור מאמין שהמחירים ימשיכו לעלות במהירות גם בהמשך (האינפלציה הגבוהה תימשך), משקי הבית ימהרו לרכוש את מוצרי הצריכה שלהם, שהרי לאורך זמן ההכנסה הריאלית שלהם נפגעת וייתכן כי הם לא יוכלו לצרוך את אותם המוצרים בעתיד. כתוצאה מכך, הביקוש המצרפי יגדל והמחירים יעלו, מה שיגרום לעלייה נוספת ברמות האינפלציה וחוזר חלילה.

נוסף על הגברת הצריכה בטווח המידי, חוזי השכר, השכירות ודומיהם יעודכנו לאור הציפיות החדשות לאינפלציה, כך שהעובדים ידרשו שכר נומינלי גבוה יותר, משכירי הדירות ידרשו שכר דירה גבוה יותר וכדומה, כך שבפועל נראה עלייה נוספת ברמת המחירים. כדי להתמודד עם מצב כזה הבנק המרכזי יאלץ בסופו של דבר להעלות את הריבית במשק באופן חד ומשמעותי, ולמעשה לפגוע במשק עד לכדי מצב של מיתון.

לעומת זאת, אם משקי הבית היו מאמינים שבשנה הבאה האינפלציה תחזור לרמתה המקורית, סביר להניח שהם היו ממתנים עם רכישות שאינן הכרחיות, מצמצמים את הביקוש וכך תורמים לירידת המחירים ולבלימת האינפלציה. גם הלחצים לחתימת חוזי שכר ושכירות חדשים יהיה חלש יותר. במצב כזה, הבנק המרכזי יכול להסתפק בעלויות ריבית מתונות, בעלות היקפי נזק מצומצמים ביותר ביחס לתרחיש הקודם. באופן כללי, ציפיות מהסוג האחרון נקראות "ציפיות מעוגנות", שהרי הן מעוגנות ליעד האינפלציה של הבנק המרכזי, בעוד שציפיות מהסוג הראשון נקראות "ציפיות אדפטיביות", שעל פי רוב נקבעות על פי האינפלציה בתקופה הקודמת (למשל בשנה האחרונה).

אם כן, מקובל לחשוב כי ציפיות מעוגנות מאפשרות לבנק המרכזי לעמוד במטרה של יציבות מחירים מבלי לנקוט בהעלאות ריבית אגרסיביות, אשר עלולות להביא את המשק לכדי מיתון. אם כך, מדוע התערבות פוליטית במדיניות המוניתרית עלולה להשפיע על הציפיות? התשובה לכך פשוטה – העלאות הריבית, המייקרות את מחיר הכסף בפועל, מאטות את הכלכלה ופוגעות ברווחתם של האזרחים. להבדיל מבנק ישראל, נבחרי הציבור נדרשים לתת דין וחשבון לציבור הבוחרים שלהם לאורך תקופת כהונתם, ולכן קיים עבורם תמריץ משמעותי מאוד שלא לפגוע ברמת החיים וברווחה של אזרחי המדינה בטווח המידי והקצר. על כן, פוליטיקאים המעוניינים לזכות באהדת הבוחרים ולהיבחר לקדנציה נוספת עשויים להעדיף להימנע עד כמה שניתן מהעלאות הריבית, גם אם הן הכרחיות בהסתכלות ארוכת-טווח. במקום העלאות ריבית יעדיפו הפוליטיקאים לקדם "פתרונות קסם" לטיפול באינפלציה, כמו הקפאת מחירים באמצעות סבסוד או פיקוח מחירים – על אף שאותם "פתרונות" פוגעים ביעילות המערכת הכלכלית, עלולים להגדיל את הגירעון התקציבי, וגם יוסיפו ללחצים האינפלציוניים בטווח הבינוני והארוך ויקשו על שמירה על יציבות המחירים.

בפועל, במידה ולחצים פוליטיים ישפיעו על החלטות הריבית, הציבור צפוי לאבד אמון ביעדי האינפלציה ובצעדי המדיניות של בנק ישראל, להתאים את הציפיות שלו לגורמים אחרים (לרבות האינפלציה בתקופות קודמות), ובכך להוביל להחרפת האינפלציה. חשוב לציין שהשלכה תיאורטית זו מקובלת בספרות המחקרית עוד מראשית שנות ה-90, כשמאמרים רבים (תיאורטיים ואמפיריים) ביססו אותה (Alesina & Summers, 1993; Balls et al., 2018; Bodea & Hicks, 2014; Fischer & Debelle, 1994).

ניתן לחשוב על הטיעון לעיל גם בצורה הבאה: כדי לאפשר יציבות מחירים, בנק ישראל נדרש לשמור על רמות שקיפות, מהימנות ואמינות גבוהות. במילים פשוטות, כאשר אזרחי המדינה, חברות מקומיות ומשקיעים זרים מאמינים לתחזיות בנק ישראל ויכולים לצפות בצורה מדויקת יחסית את צעדי המדיניות שהוא ינקוט בהם בתרחישים השונים, הם יכולים לתכנן את צעדיהם הכלכליים בהתאם ליעדיו. להבדיל מהשיקולים ארוכי הטווח של הבנק המרכזי, שיקולים פוליטיים נוטים להיות קצרי טווח ותנודתיים, ולכן גם בלתי צפויים. בהתאם לכך, כאשר שיקולים פוליטיים משפיעים על צעדי המדיניות, לרבות על החלטות הריבית של הבנק המרכזי, יהיה קשה יותר לחזות בצורה מהימנה את צעדי המדיניות שיינקטו. כפועל יוצא, משקי בית, פירמות ומשקיעים יאבדו את אמונם ביעדים המוגדרים של הבנק המרכזי ויעדכנו את ציפיותיהם בנוגע לריבית בהתאם לגורמים אחרים, שכאמור פוגעים ביכולת להתמודד עם לחצי האינפלציה בצורה יעילה.

יתרה מכך, בכל הקשור להתמודדות עם אינפלציה נדרשת תגובה מהירה ואגרסיבית. לאור עדויות אמפיריות רבות, נהוג לחשוב שהעלאת ריבית תיתן את אותותיה רק כעבור חצי שנה מרגע ההעלאה, כשחלק מההשפעה יתרחש רק כעבור שנה או שנתיים. כמו כן, כללים מוניטריים מקובלים מראים כי תגובה יעילה לאינפלציה חייבת להיות אגרסיבית – העלאת הריבית צריכה להיות גדולה יותר מהעלייה באינפלציה אם ברצוננו למגר את האינפלציה (Taylor, 1979).

בהתאמה, הבנק המרכזי נדרש לקבל החלטות במהירות ובתוך מציאות משתנה וחסרת וודאות, המורכבת ממספר רב של גורמים מקרו ומיקרו כלכליים. על פי רוב, נבחרי הציבור אינם כלכלנים במקצועם ולרוב טרודים בסוגיות חשובות לא פחות. הזמן שיידרש להם ללמוד לעומק את הנושא, הרצון לתגובה "רכה" בשל אינטרסים פוליטיים, תוך עיכובים צפויים, עלולים להוביל לכך שהתגובה תהיה מאוחרת, לא יעילה ולא רלוונטית. אם לא די בכך, תגובה מאוחרת ולא יעילה עלולה להשפיע על ציפיות הציבור, ובכך לפגוע עוד יותר ביכולתו של הבנק המרכזי לעמוד במטרותיו.

נוסף על מטרתו לשמירה על יציבות מחירים, לבנק ישראל יש עוד יעדים ותפקידים אופרטיביים, לרבות פיקוח על הבנקים. גם בתחום זה ישנם קולות מהדרג הפוליטי הקוראים לצמצם בפועל את עצמאותו של בנק ישראל. לדוגמה, בנק ישראל קובע את שיעור ההחזר המקסימלי של המשכנתאות מתוך הכנסת משק הבית כחלק מהדרישות שלו מהבנקים, במטרה לשמור על יציבותם. בשנים האחרונות היו מספר ניסיונות מצד חברי כנסת להגדיל את אותו שיעור מקסימלי, מתוך רצון לאפשר לציבור לקבל אשראי גדול יותר, ובכך לשפר את יכולתו לרכוש דירות. ניסיונות אלה אולי לא מזיקים בסביבה יציבה מבחינה מקרו-כלכלית, אך בסביבה אינפלציונית, המלווה בתנודתיות בריבית וגידול בחוסר וודאות במערכת הפיננסית, החלטה שכזו עלולה להוביל למצב בו משקי בית לא יוכלו לעמוד בהחזרי ההלוואה, כך שמצבם יורע.

מעבר לכך, סכנה גדולה בהרבה היא פגיעה ביציבות הבנקים – כאשר המלווים לא מחזירים לבנק את ההלוואות שלקחו, לא ניתן להתעלם מהאפשרות של התמוטטות המרחפת מעל לראשו של הבנק. כאשר בנקים מתמוטטים הנזק לציבור וליציבות הכלכלית הוא עצום, כפי שאפשר ללמוד מהמשברים הכלכליים הגדולים במאה השנים האחרונות. למותר לציין שהגברת הסיכון למשברים כאלו בוודאי סותרים את מטרותיו של הבנק המרכזי.

אם כן, הטעונונים הללו מראים כי בכל הקשור לשמירה על יציבות מחירים (וייתכן שגם בנוגע למטרות נוספות, כגון יציבות המערכת הפיננסית), העצמאות של הבנק המרכזי היא קריטית. טעונונים אלה אינם ייחודיים לישראל וניתן למצוא אותם בספרות המחקרית בנושא החל משנות ה-90 ועד לימים אלה. טעונונים אלה זכו לאישוש חוזר ונשנה באמצעות מחקרים אמפיריים רבים, המראים כי רמת העצמאות של הבנק המרכזי מתואמת באופן חזק מאוד עם יציבות המחירים במדינה מסוימת (Alesina & Summers, 1993; Balls et al., 2018; Bodea & Hicks, 2014).

עם זאת, אין באמור כדי לטעון שהבנק המרכזי צריך לקבל עצמאות מוחלטת, בדגש על עצמאות לקביעת יעדיו. יעדי בנק ישראל (וכנגזרת מכך גם פעולותיו) משפיעים באופן ניכר על הכלכלה והחברה בישראל, כך שראוי שנבחרי הציבור יקבעו את אותם יעדים, בהתייעצות עם אנשי המקצוע. דעה זו רווחת גם כן במחקר הכלכלי, המבדיל בין עצמאות אינסטרומנטלית (דהיינו עצמאות למימוש היעדים המוגדרים) לבין עצמאות בקביעת היעדים. קיים קונצנזוס רחב בנוגע לצורך הממשי בעצמאות אינסטרומנטלית, תוך הסתייגות מהענקת עצמאות בקביעת היעדים עבור הבנקים המרכזיים בעולם (Balls et al., 2018; Fischer, 1996).

בהקשר זה ראוי להזכיר את דבריו של פאוול, יושב ראש הפד של ארה"ב. לפי פאוול, כדי להתמודד עם האינפלציה, הבנק המרכזי נאלץ לבצע פעולות שאינן פופולריות (לרבות העלאת הריבית), ועל כן חוסר התלות שלו בפוליטיקאים הוא הכרחי. מן העבר השני, הסביבה הפוליטית מעוניינת לעיתים להגדיר מטרות נוספות לבנקים המרכזיים, כמו למשל צמצום אי-שוויון או התמודדות עם משבר האקלים. מטרות נוספות אלה, על אחת כמה וכמה בנושאים בהם סמכויותיו של הבנק המרכזי אינן מוגדרות בצורה ברורה ומושפעות מהסביבה הפוליטית, פוגעות בפועל בעצמאותו של הבנק ומקשות עליו לעמוד במטרותיו העיקריות, ובראשן עמידה ביעדי האינפלציה.³ על כן, על נבחרי הציבור, בהתייעצות עם גורמי המקצוע, לבחור בשום שכל את יעדיו של הבנק המרכזי, תוך הקדשת מחשבה לאפשרות שהוספת יעדים נוספים עלולה לפגוע ביכולתו של הבנק לעמוד ביעדיו העיקריים.

אף על פי שהדרג הפוליטי אינו מעורב ישירות בהחלטות הריבית של בנק ישראל, חשוב להדגיש כי בנק ישראל, מתוקף חקיקה, מחויב באחריותיות (accountability) בנוגע לעמידה ביעדיו, הן כלפי נבחרי הציבור והן כלפי כלל הציבור. בפועל, בנק ישראל מפרסם באופן קבוע דוחות (רבעוניים ושנתיים) בנוגע להחלטותיו ולגורמים המשפיעים עליהן (כולל האופן בו הוא רואה את הכלכלה הישראלית והעולמית). כמו כן, נגיד בנק ישראל מופיע לעיתים קרובות בוועדת הכספים בכנסת ועונה שם לשאלותיהם של נבחרי הציבור וגורמי המקצוע. על כן, יחסי הגומלין הנוכחיים בין הבנק המרכזי לבין הממשלה והכנסת מאפשרים שקיפות וביקורת ציבורית בנוגע להחלטות הבנק, כך שלציבור ולנבחרי יש אפשרות קונקרטיה לבקר את פעולות הבנק בצורה מבוססת ומעמיקה, ובכך

³ נאומו של ראש הפד, פאוול, במסגרת ועידה על עצמאות הבנקים המרכזיים:

<https://www.reuters.com/markets/us/powell-fed-needs-independence-fight-inflation-should-avoid-climate-policy-2023-01-10>

להשפיע על מדיניותו העתידית מבלי לעוות יתר על המידה את החלטות המקצועיות של הבנק המרכזי ואת הציפיות בשווקים.

במידה רבה, ניתן לבצע אנלוגיה בין בנק ישראל לבין מערכת הביטחון הישראלית. כשם שאין זה מצופה מפוליטיקאים להשפיע על החלטות הדרג הצבאי בנוגע לשאלה האם לבצע איגוף ימני או איגוף שמאלי מבחינה טקטית (בהינתן שהיעד המדיני הוגדר כהלכה ומדובר בפעולה צבאית שגרתית), כך גם במקרה של בנק ישראל: לאחר שיעד האינפלציה הוגדר, התערבות של נבחרי הציבור בהחלטות אופרטיביות להשגת היעד צפויות להוביל לתוצאות לא רצויות ואף לחוסר יכולת לעמוד ביעדים אותם הגדיר הדרג הנבחר מבעוד מועד. כמובן שבמקרים חריגים, שאינם נכללים ביעדים השגרתיים של הבנק המרכזי, כדוגמת משבר הקורונה, ההתערבות הפוליטית בלתי נמנעת ושיתוף פעולה בין הבנק המרכזי לבין הממשלה הוא הכרחי ורצוי.

ניתן לסכם ולומר כי להבדיל ממקרים רבים בהם הדרג הפקידותי מקבל החלטות שראוי שיתקבלו על ידי הדרג הנבחר, בכל הקשור להתמודדות עם אינפלציה התערבות אקטיבית של הדרג הנבחר צפויה להזיק לכלכלה המקומית ולפגוע בפועל ברווחתם של אזרחי ישראל בטווח הארוך. לצד זאת, ראוי כי הדרג הנבחר ישקול בכובד ראש את יחסי הגומלין שלו עם הבנק המרכזי תוך שימת לב מרכזית ליעדים אותם הוא מגדיר לבנק. במצב שכזה תתאפשר מערכת של איזונים ובקורות שתחזק את יציבות המחירים ואת היציבות הפיננסית במשק הישראלי.

רשימת מקורות

- Alesina, A., & Summers, L. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance : Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151–162.
- Balls, E., Howat, J., & Stansbury, A. (2018). Central Bank Independence Revisited : After the financial crisis, what should a model central bank look like? *M-RCBG Associate Working Paper Series*, 87(April), 1–113. www.hks.harvard.edu/mrcbg
- Bodea, C., & Hicks, R. (2014). Price stability and central bank independence: Discipline, credibility, and democratic institutions. *International Organization*, 69(1), 35–61. <https://doi.org/10.1017/S0020818314000277>
- Fischer, S. (1996). *American Economic Association Central-Bank Independence Revisited*. 85(2), 201–206.
- Fischer, S., & Debelle, G. (1994). How independent should a central bank be? In *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers* (pp. 195–228).
- Taylor, J. B. (1979). *Estimation and control of a macroeconomic model with rational expectations*.