

לקראת תאוריה היסטורית של עצמאות בנקים מרכזיים: ארבע אפיזודות בהיסטוריה של חוק בנק ישראל

מאמר זה מציג גישה היסטורית לחקר מוסדות כלכליים בכלל, ובנקים מרכזיים בפרט. הגישה ההיסטורית מציעה אלטרנטיבה לגישה הכלכלית, שלפיה למוסדות כלכליים פונקציה אוניברסלית וא־היסטורית, ולגישה הסוציולוגית, המתמקדת ביחסי עוצמה ואינה עוסקת בתפקיד הכלכלי של מוסדות. בנקים מרכזיים, על פי הגישה ההיסטורית, הם מוסדות שמטרותיהם משתנים בהתאם לנסיבות הכלכליות בהקשר ההיסטורי המקומי, ובהתאם לתפיסה הכלכלית של הנהגת הבנק. גישה זו סבורה כי המשקל שניתן למשתנה של עצמאות הבנק המרכזי אינה משקפת את השפעתו בפועל על התנהגות הבנק. הגישה ההיסטורית מתמקדת בשני משתנים אחרים – עוצמת הבנק ומידת השמרנות שלו – כגורמים המסבירים את ההבדלים בין התנהגות בנקים מרכזיים ואת השינוי שלה. המאמר מדגים את הגישה ההיסטורית באמצעות בחינה של ארבע אפיזודות בהיסטוריה של חוק בנק ישראל: הקמת הבנק (1954), חקיקת תיקון 15 (1985), הניסיון שלא צלח לחוקק חוק חדש בתקופתו של יעקב פרנקל, וחקיקת החוק החדש בתקופתו של סטנלי פישר. המאמר מנתח את היחסים בין החוק, התנהלות הבנק, התפיסות הכלכליות ביחס למטרות הבנק והתנאים הכלכליים, ומראה כי בכל אחת מארבע האפיזודות תפקד בנק ישראל כמוסד בעל עוצמה, אך מטרותיו ומידת השמרנות שלו השתנו. זאת, ללא תלות במידת העצמאות המשפטית שלו.

מבוא

אחד מן האתגרים הכרוכים בכתיבת היסטוריה של בנקים מרכזיים נובע מכך שהסיפור (נרטיב) ההיסטורי תלוי בהנחות יסוד תאורטיות לגבי המטרה של בנקים מרכזיים והתכלית שלשמה הוקמו. הדילמה העומדת בפני החוקר היא האם להניח כי מטרות המוסד מוגדרות על יסוד תאוריה או כי יש לגזור את מטרות המוסד מן התפיסה של הגיבורים ההיסטוריים. כלכלנים היסטוריים נוטים לאמץ נורמות מדיניות המקובלות בהווה כדי לפרש את התנהגות

* אריה קרמפף הוא מרצה בכיר בבית הספר לממשל וחברה, המכללה האקדמית של תל־אביב-יפו. חלק מן המחקר המוצג במאמר זה נעשה במסגרת פרויקט המחקר על "אסטרטגית הצמיחה של ישראל בעידן הפוסט־פרודיסטי: אידיאולוגיה, בטחון וכלכלה" הממומן במענק מחקר מהקרן הישראלית למדע.

השחקנים – למשל בנקאים מרכזיים – בעבר. סוציולוגים התמודדו עם דילמה זו באמצעות התמקדות ביחסי כוח בין הבנק המרכזי ושחקנים אחרים, וצמצום המשקל – לעיתים אף התעלמות מוחלטת – מן התכליות של הבנק המרכזי. התוצאה היא שהספרות ההיסטורית על בנקים מרכזיים, ברובה, מציעה שני סיפרי-על (מטא-נרטיבים) אלטרנטיביים: האחד מתבסס על הנחות פונקציונליסטיות א-היסטוריות, והאחר מתאר את הבנקים המרכזיים כמוסד המבקש להגדיר את עוצמתו באמצעות הלגיטימציה המקצועית שלו.

במאמר זה אני טוען ששתי הגישות, הכלכלית והסוציולוגית, מחמיצות מרכיבים מהותיים באופן שבו בנקים מרכזיים פועלים בעולם האמיתי. המאמר מציע גישה שלישית, שאותה אני מכנה הגישה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים, אשר נגזרת מן הגישה המוסדית-היסטורית (Historical Institutionalism). אחד המאפיינים של הגישה המוסדית-היסטורית הוא הדגש שהיא שמה על ההשפעה של אירועים היסטוריים מקריים (contingent), בפרט משברים, על התגבשות של מוסדות לאורך זמן.¹ מתוך טענה כללית זו אני גוזר את הטענה ביחס לבנקים מרכזיים שלפיה העצמאות, העוצמה והמטרות של בנקים מרכזיים נגזרות מאירועים היסטוריים מקומיים וגלובליים, ממשברים ומבעיות מדיניות מקומיות וגלובליות. כפי שטוען הול, בנקים מרכזיים, גם כאשר הם עצמאיים, פועלים על פי כללים ארעיים (קונטינגנטיים) משום שאת הכללים הפורמליים המגולמים בחוק ניתן לשנות, בפרט בזמן משבר.² כלומר, על פי הגישה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים ממשלות מעניקות לבנקים מרכזיים מידה של עצמאות ועוצמה, משום שהם מאפשרים לממשלה להשיג מטרות שהממשלה אינה יכולה להשיג בעצמה באופן ישיר. בניגוד לגישה הכלכלית, הגישה ההיסטורית טוענת כי המטרות של בנקים מרכזיים אינן אוניברסליות, אלא נגזרות מבעיות המדיניות המקומיות. כפועל יוצא מטענה זו, התאוריה ההיסטורית מייחסת תפקיד מרכזי לעמדות הכלכליות שהנהגת הבנק מחזיקה בהן. היא גורסת כי פערי העמדות בין כלכלנים וראשי בנקים מרכזיים ביחס למטרות הבנק הם ניכרים, וכי יש להם השפעה על התנהגות הבנק, מדיניותו ועוצמתו.

הגישה ההיסטורית מושתתת על שלושה מושגים מרכזיים: העצמאות המשפטית של הבנק, שמרנות הבנק והעוצמה של הבנק. ההגדרות של מושגים אלו מרוכזות בטבלה 1 ותוסברנה בהרחבה בהמשך. בעוד שהגישה הכלכלית מתמקדת בשאלת הגורמים וההשלכות של השינויים בעצמאות הבנקים המרכזיים, הגישה ההיסטורית מתמקדת בשאלת השינוי של שמרנות הבנק והעוצמה שלו. אומנם גם הגישה הסוציולוגית מתמקדת בעוצמת הבנקים המרכזיים, אולם רוב החוקרים מניחים במובלע או במפורש שעצמאות הבנק היא מדרד מוצלח של עוצמתו. הגישה ההיסטורית מראה כי אין הלימה בין עצמאות הבנק, עוצמתו ומידת השמרנות שלו. אם בתקופה היסטורית מסוימת הלימה כזו נוצרת, יש להסביר אותה על בסיס התנאים ההיסטוריים המקומיים.

1 James Mahoney, *Path Dependence in Historical Sociology*, 29 *THEORY Soc'y* 507 (2000); Streeck Wolfgang & Kathleen Thelen, *Introduction: Institutional Change in Advanced Political Economies*, in *BEYOND CONTINUITY: INSTITUTIONAL CHANGE IN ADVANCED POLITICAL ECONOMIES* 1 (2005).

2 RODNEY BRUCE HALL, *CENTRAL BANKING AS GLOBAL GOVERNANCE: CONSTRUCTING FINANCIAL CREDIBILITY* 128 (2008).

טבלה 1: המסגרת המושגית-היסטורית לחקר בנקים מרכזיים

<p>העצמאות המשפטית (legal independence) של בנק מרכזי היא מונח התופס את אופי היחסים בין הבנק המרכזי והמוסדות הפוליטיים – הממשלה והפרלמנט – כפי שאלו באים לידי ביטוי בחוק (המנדט של הבנק). רוב המדרים המקובלים לעצמאות בנקים מרכזיים מייחסים לבנקים שמרנים יותר עצמאות גדולה יותר.</p>	<p>עצמאות משפטית</p>
<p>משתנה רעיוני (ideational) הבודק את מידת השמרנות של הבנק, כפי שהיא מתבטאת במדיניות הבנק ו/או בעמדות של הנהגת הבנק. שמרנות היא תפיסה הגורסת כי על הבנק המרכזי להתמקד במטרה אחת – בדרך כלל מטרת אינפלציה – ולפעול בהתאמה לכללי מדיניות קבועים ושקופים. בנק שמרן יפעל בהתאם לכללים גם אם פעילות זו פוגעת במטרות מדיניות אחרות. שמרנות נמוכה תתואר כתפיסה הטרודוקסית (או פוסט-קיינסיאנית). לפי גישה זו יש להקנות לבנק המרכזי מרחב שיקול דעת רחב לפעול להשגת כמה מטרות מדיניות בהתאם לבעיות הכלכליות העומדות על הפרק, וכן לאפשר לו לעשות שימוש במספר גדול של מכשירי מדיניות.</p>	<p>שמרנות</p>
<p>משתנה רב-ממדי המתייחס ליכולתו של הבנק המרכזי לפעול בהתאם למידת השמרנות שלו, גם אם משמעות הדבר חריגה מן המנדט של הבנק או התעמתות עם שחקנים אחרים הנפגעים ממדיניות זו ומתנגדים לה.</p>	<p>עוצמה</p>

לאחר שאציג בהרחבה את הגישה ההיסטורית, אדגים את כוח ההסבר שלה באמצעות ניתוח של המקרה של בנק ישראל. שני מחקרים בולטים נעשו בשנים האחרונות על ההיסטוריה של בנק ישראל. מחקר אחד נעשה על ידי כלכלני בנק ישראל לשעבר, ניסן לויתן וחיים ברקאי, והתבסס על הגישה הכלכלית לחקר בנקים מרכזיים.³ המחקר השני בוצע על ידי הסוציולוגים דניאל ממן וזאב רוזנהק, ומתבסס על הגישה הסוציולוגית לחקר בנקים מרכזיים.⁴ על אף ההנחות התאורטיות השונות של שני המחקרים, שני המחקרים בונים סִיפֵר היסטורי דומה שלפיו בנק ישראל הפך ממוסד חסר עצמאות, חלש ובעל אופי פוליטי עד שנות השמונים, לבנק מרכזי עצמאי, בעל עוצמה ושמרן לאחר מכן. "במסגרת מודל המדינה המפתחת", כותבים ממן ורוזנהק, "היה מעמדו של בנק ישראל שולי".⁵

במאמר זה אני אבקש להפריך את הסיפֵר המקובל ולטעון כי מה שהשתנה לאורך השנים הוא מטרות הבנק, וזאת כתוצאה משינויים בתנאים הכלכליים, ושינויים בעמדות הכלכליות של ראשי הבנק.

3 **בנק ישראל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית** (ניסן לויתן וחיים ברקאי עורכים (2004) (להלן: לויתן וברקאי).

4 DANIEL MAMAN & ZEEV ROSENHEK, THE ISRAELI CENTRAL BANK: POLITICAL ECONOMY, GLOBAL LOGICS AND LOCAL ACTORS (2011) (להלן: MAMAN & ROSENHEK); דניאל ממן וזאב רוזנהק **בנק ישראל: כלכלה פוליטית בעידן נאו-ליברלי** (2009) (להלן: ממן ורוזנהק בנק ישראל).

5 ממן ורוזנהק **בנק ישראל, שם, בעמ' 63.**

המאמר יבחן ארבע אפיוזורות בהיסטוריה של בנק ישראל, ויראה כי בכל אחת מן האפיוזורות החזיק בנק ישראל במשאבי עוצמה שאפשרו לו להתעמת עם גופים בעלי עוצמה. שנית, המאמר יראה כי בכל אחת מן האפיוזורות נגזרו מטרות הבנק מבעיות מדיניות מקומיות שונות. שלישית, המאמר יראה כי לתפיסה הכלכלית של הנגיד הייתה השפעה על התנהלות הבנק. ארבע האפיוזורות בהיסטוריה של בנק ישראל הן: הקמת הבנק ופעילותו בשנות החמישים והשישים, חקיקת תיקון 15 לחוק בנק ישראל במהלך תוכנית החירום לייצוב המשק (1985),⁶ הניסיונות לעדכן את חוק בנק ישראל במסגרת ועדת לוין בשנות התשעים, וכלה בתהליך שהביא לחקיקת חוק בנק ישראל החדש ב-2010.⁷

המאמר מחולק לשני חלקים. בחלק הראשון של המאמר אניח את התשתית התאורטית לדיון בעוצמה, בעצמאות ובמטרות של בנקים מרכזיים. אסיים חלק זה בהצגה מפורטת של הגישה ההיסטורית. בחלק השני של המאמר אציג את הניתוח ההיסטורי של ארבע האפיוזורות בהיסטוריה של בנק ישראל: האפיוזורה של הקמת הבנק, האפיוזורה של תיקון 15 בתקופת מדיניות החירום לייצוב המשק, האפיוזורה של ועדת לוין, ולבסוף התיקון לחוק בנק ישראל בתקופת סטנלי פישר. הניתוח של כל אחת מן האפיוזורות ידגים את המגבלות של הגישות המקובלות לחקר בנקים מרכזיים, וכן את הכוח ההסברי של הגישה ההיסטורית.

א. הפוליטיקה של בנקים מרכזיים – תשתית תאורטית

התפיסה המקובלת על אודות הכלכלה הפוליטית של בנקים מרכזיים היא כי העצמאות המשפטית של הבנק היא המשתנה החשוב ביותר המסביר את התנהגותם לאורך זמן. מחקרים רבים התמקדו במהלך השנים במעקב אחר השינוי בעצמאות הבנקים המרכזיים לאורך זמן ובאופן השוואתי. ההתמקדות בעצמאות הבנקים מניחה באופן מובלע כי ראשי בנקים מרכזיים הם ביסודם שמרנים – ניצי אינפלציה – וכי הגורם שמשפיע על השונות בהתנהגותם של בנקים מרכזיים הוא היכולת שלהם לבטא את שמרנותם במדיניות.⁸ ההנחה בדבר שמרנותם של ראשי בנקים מרכזיים גובתה במחקרים שטענו כי הבנקאים המרכזיים מהווים קהילה אפיסטמית שחבריה מחזיקים בעמדות כלכליות דומות.⁹ אולם, דימוי הומוגני זה של קהילת הבנקאים המרכזיים נדחה על ידי מחקרים אחרים המזהים ויכוחים ומחלוקות בין כלכלנים ובנקאים מרכזיים לגבי תכליתה של המדיניות המוניטרית וכלי המדיניות שלה.¹⁰ הגישה

6 חוק בנק ישראל (תיקון מס' 15), התשמ"ה-1985, ס"ח 201 (להלן: חוק בנק ישראל (תיקון מס' 15)).

7 חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ס"ח 452 (להלן: חוק בנק ישראל, התש"ע-2010).

8 CHRISTOPHER ADOLPH, BANKERS, BUREAUCRATS, AND CENTRAL BANK POLITICS: THE MYTH OF NEUTRALITY AT XIX (2013) (להלן: ADOLPH).

9 Martin Marcussen, *The Transnational Governance Network of Central Bankers*, in TRANSNATIONAL GOVERNANCE: INSTITUTIONAL DYNAMICS OF REGULATION 180 (Marie-Laure Djelic & Sahlin-Andersson eds., 1st ed. 2008).

10 Amy Verdun, *Political Leadership of the European Central Bank*; 8 לעיל ה"ש ADOLPH, 39 J. EUROPEAN INTEGRATION 207 (2017); PETER CONTI-BROWN, THE POWER AND INDEPENDENCE OF THE FEDERAL RESERVE (2017) (להלן: CONTI-BROWN).

ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים גורסת כי קיים מנעד ניכר בעמדות ראשי בנקים מרכזיים לגבי מטרות בנקים מרכזיים. מנעד זה ניתן לתיאור באמצעות המשתנה של מידת השמרנות של ראשי הבנק. נוח להציג את מידת שמרנות הנגיד באמצעות ציר הנמתח בין העמדה המוניטרית השמרנית המבוססת על הנחות יסוד כלכליות נאוקלאסיות מצד אחד, והעמדה המוניטרית ההטרודוקסית המבוססת על הנחות יסוד כלכליות פוסט-קיינסיאנית מצד שני. בשני תת-הפרקים הבאים אציג את שתי ההעמדות הללו המגדירות את ציר השמרנות.

1. הגישה המוניטרית השמרנית

מדיניות מוניטרית שמרנית מאופיינת כהעדפה לקביעת מדיניות באמצעות מחויבות של הבנק המרכזי לכלל מוניטרי שקוף, מדיד ופשוט ככל האפשר. ההצדקה לגישה מוניטרית שמרנית מתבססת על הנחות יסוד כלכליות נאוקלאסיות. על פי הנחות אלה, בטווח הארוך אין למחויבות לכלל מוניטרי עלויות, אך יש יתרונות. ניהול מדיניות באמצעות כללים שקופים ופשוטים מספקת לשווקים סביבה פוליטית יציבה והיא מצמצמת את אי-הוודאות הפוליטית. זאת בניגוד לניהול מדיניות מוניטרית המבוססת על שיקול דעת שעלולה לייצר חוסר יציבות, כתוצאה מאי-ודאות לגבי התנהלות הרשות המוניטרית.

להגדרה כללית זו של שמרנות מוניטרית – מחויבות לכלל מוניטרי – היו ביטויים שונים לאורך ההיסטוריה. במחצית השנייה של המאה התשע עשרה היא באה לידי ביטוי בהסדר המוניטרי של בסיס הזהב.¹¹ ההסדר המוניטרי של בסיס הזהב קרס בעקבות מלחמת העולם הראשונה. לאחר מלחמת העולם השנייה אימצו רוב המדינות גישה קיינסיאנית, שהעניקה לבנק המרכזי מרחב שיקול דעת רחב. אולם, חלק מן המדינות – גרמניה למשל – אימצו כלל מוניטרי של גידול קבוע בהיקף אמצעי התשלום.¹² בשנות השמונים והתשעים התגבש הקונצנזוס המקרו-כלכלי החדש (New Consensus in Macroeconomics).¹³ במסגרת הקונצנזוס החדש התבסס הכלל המוניטרי על מטרת אינפלציה (inflation targeting), בהתאם

11 בסיס הזהב (Gold Standard) היה הסדר המוניטרי הבינלאומי במהלך המחצית השנייה של המאה התשע עשרה ועד פרוץ מלחמת העולם הראשונה. הוא אופיין בכלל המוניטרי של הצמדת המטבע המקומי של רוב המדינות לזהב, ומחויבות של הבנק המרכזי להחליף זהב תמורת מטבע ולהפך. ראו Giulio M. Gallarotti, *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard 1880* (1995).

12 Peter A. Johnson, *The Bundesbank's Monetarist Regime Change, 1970-1985*, in *The Government of Money: Monetarism in Germany and the United States* 69 (2019).

13 Philip Arestis, *A Critical Appraisal of the New Consensus Macroeconomics*, in *Microeconomics, Macroeconomics and Economic Policy: Essays in Honour of Malcolm Sawyer* 99 (Philip Arestis ed., 2011).

לכלל טיילור (Taylor Rule)¹⁴. על פי גישה זו, מכשיר המדיניות היחיד של הבנק המרכזי הוא שער הריבית שעל בסיסה הבנק המרכזי מנהל עסקאות עם הבנקים המסחריים.¹⁵ העמדה השמרנית לניהול מדיניות מוניטרית מוצדקת על בסיס כלכלי ומשפטי. מבחינה כלכלית נטען כי יציבות מחירים היא תנאי הכרחי לצמיחה, כי אין לה עלות בטווח הרחוק ואין לה השלכות חלוקתיות של ממש.¹⁶ במילים אחרות, יציבות מחירים מהווה מוצר ציבורי המשרת את כל הקבוצות החברתיות, הסקטורים והאזרחים, ולכן מדובר במטרה א-פוליטית. מכאן נגזר המעמד הא-פוליטי של הרשות המוניטרית.

היגיון נוסף המצדיק את העמדה המוניטרית השמרנית הוא חוקתי. מדיניות מוניטרית שמרנית שומרת על כוח הקנייה של המטבע ולכן היא מגוננת על זכויות הקניין של כל מי שמשתמש במטבע. בנק מרכזי שאינו שמרן צפוי לאפשר יצירה מופרזת של אמצעי תשלום, ובכך לפגוע בערך הנכסים המוחזקים על ידי הציבור. הרשות המוניטרית השמרנית, אם כך, היא אחד מן היסודות של משטרים כלכליים ליברליים. אינפלציה, מבחינה זו, מהווה פגיעה בזכויות הקניין ובשלטון החוק.¹⁷ לכן, "ההיגיון של בנק מרכזי עצמאי מקביל להיגיון... של עצמאות בתי המשפט האומיים".¹⁸

ההגיונות הכלכלי והמשפטי של הגישה המוניטרית השמרנית הפכו אותה לעמדה הדומיננטית בשנות התשעים. אולם, כאשר הכלכלה העולמית התמודדה עם סדרה של משברים פיננסיים – המשבר במדינות האסיאתיות (1998–1999), משבר הסאב-פריים בארה"ב (2008) ומשבר הארו (2009–2012) – החלו בנקים מרכזיים בעולם לפעול בצורה שאינה עולה בקנה אחד עם ההמלצות השמרניות.¹⁹ הסטייה של הבנקים המרכזיים מן ההמלצות השמרניות העניקו לרעיונות כלכליים הטרודוקסיים, המבוססים על התאוריה הפוסט-קיינסיאנית, במה מרכזית יותר בשיח המדיניות הכלכלית.

2. הגישה הפוסט-קיינסיאנית לבנקאות מרכזית

התאוריה הפוסט-קיינסיאנית (Post-Keynesian economics) היא אחת מתוך שלוש פרדיגמות כלכליות מקובלות, לצד הפרדיגמה הנאוקלאסית (neoclassical economics) והניו-קיינסיאנית

14 כלל טיילור מציע פונקציית תגובה פשוטה לחישוב ריבית המדיניות של הבנק המרכזי על פי שיעור האינפלציה וקצב הצמיחה. ראו Pier Francesco Asso, George A. Kahn & Robert Leeson, *The Taylor Rule and the Practice of Central Banking*, in FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY, RESEARCH WORKING PAPER (2010).

15 Robert J. Barro & David B. Gordon, *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, 1079 NAT'L BUREAU ECON. (Research Working Paper Series, 1983).

16 DOUGLASS C. NORTH, INSTITUTIONS, INSTITUTIONAL CHANGE AND ECONOMIC PERFORMANCE (1990); Barry R. Weingast, *The Economic Role of Political Institutions: Market-Preserving Federalism and Economic Development*, 11 J.L. ECON. & ORG. 1 (1995).

17 Bernd Hayo & Stefan Voigt, *Inflation, Central Bank Independence, and the Legal System*, 164 J. INST. THEORETICAL ECON., 751 (2008).

18 ECB, *Strengthening the Rule of Law – a central bank perspective* (2019).

19 Bayoumi et al., *Monetary Policy in the New Normal* (2014) (להלן: Tamim Bayoumi et al., (et al.

(New-Keynesian economics). יש לציין כי התאוריה הפוסט־קיינסיאנית היא בעלת מעמד הטרודוקסי. משמעות הדבר היא שאין היא נלמדת ברוב המחלקות לכלכלה, ורוב הכלכלנים דוחים את הנחות היסוד שלה. עם זאת, הדומיננטיות של התאוריה הפוסט־קיינסיאנית הולכת וגדלה בשנים האחרונות, בעיקר בקרב מדעני מדינה וכלכלנים פוליטיים. יתר על כן, תובנות פוסט־קיינסיאניות חודרות לזרם המרכזי של הכלכלה ומשפיעות עליו מבפנים. הפרדיגמה הפוסט־קיינסיאנית מבטאת בצורה הנאמנה ביותר את רעיונותיו המקוריים של הכלכלן הבריטי ג'ון מיינרד קיינס (John Maynard Keynes), מי שהניח את היסודות לתחום המקרו־כלכלה.²⁰

בתחום המוניטרי, התאוריה הפוסט־קיינסיאנית שוללת את היכולת של הרשות המוניטרית לשלוט באינפלציה או בהיקף אמצעי התשלום באמצעות המכשיר של ריבית קצרת טווח.²¹ כפועל יוצא, היא שוללת את האפשרות של כלל מוניטרי של מטרת אינפלציה. הכלכלה הפוסט־קיינסיאנית גורסת כי בפועל מטרת המדיניות של בנקים מרכזיים היא שער הריבית, משתנה אשר משפיע על הפעילות הכלכלית, ההשקעה, התעסוקה והצמיחה.²² מכיוון ששער הריבית מושפע גם מן המדיניות הפיסקלית,²³ אין מנוס משיתוף פעולה בין משרד האוצר והבנק המרכזי.²⁴ משמעות הדבר היא שהבנק המרכזי אינו יכול להיות עצמאי, משום שהוא תלוי במדיניות האוצר, באותה מידה שהאוצר תלוי במדיניות הבנק.²⁵

הבדל מהותי נוסף בין הגישה השמרנית והפוסט־קיינסיאנית נוגע ליחסים בין הרשות המוניטרית והרשות המפקחת על הבנקים, או באופן כללי יותר, ליחס בין המטרות של יציבות מחירים והמטרה של יציבות פיננסית. הגישה השמרנית ממליצה על הפרדה בין הרשות המוניטרית והמפקחת, על שום החשש שהצורך לפקח על הבנקים יפגע במחויבות הבנק ליציבות מחירים.²⁶ כמו כן, הגישה השמרנית אינה מקנה משקל גדול למטרה של יציבות פיננסית משום שהיא מאמצת את היפותזת השווקים היעילים (efficient market hypothesis) שלפיה שווקים פיננסיים הם בעלי נטייה לרגולציה־עצמית ולשווי משקל, ולכן מספיקה רגולציה מצומצמת כדי לשמור על שווקים פיננסיים יציבים.²⁷ לעומת זאת, הגישה

MICHEL DE VROEY, A HISTORY OF MACROECONOMICS: FROM KEYNES TO LUCAS AND BEYOND 20 (2015).

21 ריבית הבנק המרכזי היא שער הריבית שבו הבנק מנהל עסקאות אשראי קצרות טווח עם הבנקים המסחריים. שינוי שער הריבית על ידי הבנק המרכזי משפיע על כל הריביות במשק.

22 JÖRG BIBOW, *A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story*, in MONETARY ECONOMICS (2010) (להלן: Bibow).

23 Marc Lavoie, *Advances in the Post-Keynesian Analysis of Money and Finance*, in FRONTIERS HETERODOX ECON. 89 (P. Arestis, M. Sawyer eds., 2019).

24 Bibow, לעיל ה"ש 22, בעמ' 16.

25 Sheila Dow, *Central Banking in the Twenty-First Century*, 41 CAMBRIDGE J. ECON. 1539,1542 (2017) (להלן: Dow).

26 DANIEL GROSS & PAUL DE GRAUWE, A NEW TWO-PILLAR STRATEGY FOR THE ECB, 24 (2009).

27 Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383 (1970).

הפוסט-קיינסיאנית מאמצת את היפותזת חוסר היציבות הפיננסית (Financial Instability Hypothesis) של מינסקי (Minsky) שלפיה שווקים פיננסיים נוטים לחוסר יציבות ודורשים הסדרה על ידי הרשויות.²⁸ לכן, הגישה הפוסט-קיינסיאנית מייחסת משקל קריטי לתפקיד של הבנק המרכזי כמלווה לשעת דחק (Lender of Last Resort). מכיוון שרק לבנק המרכזי יש יכולת להוציא כסף, הוא חייב למלא את התפקיד של מלווה לשעת דחק. פורמלית ניתן היה להעביר את סמכויות הפיקוח לגוף נפרד, כפי שנעשה בחלק מן המדינות, אולם בפועל הבנק המרכזי הוא המוסד היחיד שיש לו היכולת להוציא כסף ולשמש כמלווה לשעת דחק. התאוריה הפוסט-קיינסיאנית, אם כן, מבהירה מדוע לא ניתן לנתק בין הרשות המוניטרית והרשות המפקחת על הבנקים, וכן מדוע ייתכנו מקרים של טרייד-אוף בין המטרות של שתי הרשויות.²⁹ המסקנה היא כי בנק מרכזי המחויב להעמיד את יציבות המחירים בראש סדר העדיפויות עלול לסכן את יציבות המערכת הפיננסית.

סוגיה נוספת המבדילה בין ההמלצות של התאוריה הנאוקלאסית והפוסט-קיינסיאנית נוגעת לשער החליפין ולהתערבות בשוק מטבע חוץ. סוגיה זו היא בעלת חשיבות בעיקר במדינות קטנות ובכלכלות פתוחות שבהן לשינויים בשער הריבית יש השלכות על הכלכלה כולה. מן הניתוח הכלכלי המבוסס על עקרונות נאוקלאסיים נובע שאם הבנק המרכזי מתמקד במטרה של יציבות מחירים, אין הוא יכול להשפיע על שער החליפין.³⁰ כלומר, המשמעות של הכלל המוניטרי של מטרת אינפלציה נמוכה היא שער חליפין המתנייד בהתאם לכוחות השוק ולתנועות ההון. לכן, הגישה השמרנית גורסת שעל הרשות המוניטרית להתעלם מן ההשפעה של המדיניות שלה על שער החליפין. לעומת זאת, כלכלנים פוסט-קיינסיאנים – וגם ניר-קיינסיאנים – גורסים כי בתנאים מסוימים ובתקופות מוגבלות ניתן להתמודד עם הטרייד-אוף בין יציבות מחירים להשפעה על שער החליפין באמצעים שונים הכוללים רכישה/מכירה של מטבע חוץ ורכישה/מכירה של נכסים פיננסיים מקומיים.³¹ המחלוקת בשאלת ההתערבות בשווקים של מטבע חוץ חוצה את השיח הכלכלי של הזרם המרכזי ואת קהילת הבנקאים המרכזיים. השמרנים קוראים להתעלם משער החליפין, ואילו אלו הנוטים לכיוון הניו או הפוסט-קיינסיאניות רואים בשער החליפין מטרת מדיניות לגיטימית.³²

28 Hyman P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis* (1993) 28

29 Dow, לעיל ה"ש 25, בעמ' 1548.

30 Maurice Obstfeld & Kenneth Rogoff, *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, 9 J. ECON. PERSP. 73 (1995)

31 בנק מרכזי יכול להתערב בשווקים הבינלאומיים, ולנטרל את ההשפעה של התערבות זו על הערך המקומי של המטבע באמצעות פעולה הנקראת עיקור (sterilization), הכוללת רכישה או מכירה של נכסים פיננסיים מקומיים. ראו Marc Lavoie & Peng Wang, *The 'Compensation' Thesis, as Exemplified by the Case of the Chinese Central Bank*, 26 INT'L REV. APPLIED ECON. 287 (2012)

32 Rogerio P. Andrade & Daniela Magalhães Prates, *Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy*, 35 J. POST KEYNESIAN ECON. 399 (2013); John T. Harvey, *Exchange Rates and the Balance of Payments: Reconciling an Inconsistency in Post Keynesian Theory*, 42 J. POST KEYNESIAN ECON. 390 (2019)

לסיכום, ההצבה של העמדה השמרנית – המבוססת על הגישה הכלכלית הנאוקלאסית, והעמדה ההטרודוקסית – המבוססת על התאוריה הפוסט־קיינסיאנית, מראה כי קיים מרחב של תפיסות לגבי האופן שבו בנקים מרכזיים אמורים לפעול. קיומו של מרחב זה חותר תחת ההנחה כי הבנקאים המרכזיים מהווים קהילה אפיסטמית הפועלת בהתאם לאותן נורמות מדיניות והנחות סיבתיות. את ההנחה הזו יש להחליף בהנחה כי קיים משתנה רעיוני של מידת השמרנות של הנגיד, המשתנה בזמן ובמרחב.

3. בין עצמאות ועוצמה

לטענה כי קיים מנעד עמדות כלכליות שבהן נגידי בנקים מרכזיים יכולים להחזיק, יש השפעה על ההגדרה של העצמאות המשפטית של הבנק, וגם על האופן שבו חוקרים את עוצמתו של הבנק. למושג העצמאות של בנקים מרכזיים יש היסטוריה ארוכה, והמשמעות שיוחסה לו גם היא השתנתה במשך הזמן. רק בשנות השמונים והתשעים של המאה העשרים פותחו מדדים כמותניים של עצמאות בנקים מרכזיים. המדד הראשון והנפוץ פותח על ידי אלכס צוקרמן.³³ מדד זה פותח במקביל להתגבשות הקונצנזוס סביב החוק המוניטרי של אינפלציה נמוכה, והמדד משקף זאת.³⁴ ההנחה היא כי נגיד בנק מרכזי "צריך להיות שמרן, כאשר שמרנות מבטאת את החשיבות שהוא/היא מייחס לזיכיונות מחירים ביחס למטרות מקרו־כלכליות אחרות".³⁵ במדד העצמאות של צוקרמן, העצמאות הוגדרה כיכולתו של הבנק "להיצמד למטרה של יציבות מחירים גם במחיר של מטרות מדיניות אחרות בטווח הקצר".³⁶ הלימה זו בין עצמאות ושמרנות מאפיינת את רוב המדדים שפותחו מאוחר יותר.³⁷ כלומר, במסגרת הקונצנזוס שהתגבש בשנות התשעים, נוצרה הלימה – ולכן גם טשטוש – בין מושג העצמאות של הבנק למושג השמרנות שלו. במידה רבה, שמרנות הבנק – מידת המחויבות שלו ליציבות מחירים – הפכה למדד של עצמאותו.³⁸ למשל, אלכס צוקרמן מתאר את העצמאות בפועל של בנק מרכזי (actual independence) על פי מדדים הכוללים את גודל תקציב הממשלה, האפקטיביות של ההגבלות ללוות מן הבנק המרכזי, מידת הליברליזציה של המערכת הפיננסית, סוג משטר שער החליפין, וקיומן של מטרות אינפלציה.³⁹ כלומר, צוקרמן תופס את העצמאות בפועל כאימוץ של גישה מוניטרי שמרנית.

ALEX CUKIERMAN, CENTRAL BANK STRATEGY, CREDIBILITY, AND INDEPENDENCE: THEORY AND EVIDENCE (להלן: CUKIERMAN) (1992). 33

Dow, לעיל ה"ש 25. 34

Donato Masciandaro & Davide Romelli, *Ups and Downs of Central Bank Independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, Institutions and Empirics*, 22 FIN. HIST. REV. 259, 263 (2015) (להלן: Masciandaro & Romelli). 35

CUKIERMAN, לעיל ה"ש 33, בעמ' 370. 36

Masciandaro & Romelli, לעיל ה"ש 35. 37

Helge Berger, Jakob de Haan & Sylvester C. W. Eijffinger, *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*, 15 J. ECON. SURV. 3 (2001) 38

Alex Cukierman, *Legal, Actual and Desirable Independence: A Case Study of the Bank of Israel* 10 (2005), <https://tinyurl.com/2aba4hf9> (last visited Oct 30, 2020) 39

לעומת זאת, הגישה ההיסטורית מבקשת להפריד בין השמרנות והעצמאות המשפטית: שני המשתנים הם בלתי תלויים.

בעקבות הדומיננטיות של מדד עצמאות הבנקים המרכזיים, הוא אומץ גם על ידי סוציולוגים ואנשי מדע המדינה. אולם, במסגרת המחקרים הסוציולוגיים עבר מושג העצמאות תהליך של סחיפה ושינוי משמעות: רבים מן הסוציולוגים ומדעני המדינה השתמשו במדדי העצמאות כמדדים לעוצמת הבנק. שני המונחים נתפסו כחליפיים.⁴⁰ אולם התאוריה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים גורסת כי יש להבחין בין העצמאות המשפטית של הבנק ועוצמתו.

המשמעות של עצמאות משפטית (legal independence) גבוהה, כי לבנק יש יכולת גדולה להתחייב למטרת אינפלציה נמוכה. אולם, יש לזכור כי עצמאות משפטית גבוהה כוללת הגבלות המוטלות על הבנק ביחס למטרות אחרות. מסיבה זו הצביע ג'רלד אפשטיין בראשית שנות התשעים על כך ש"באופן פרדוקסלי, העוצמה הפוליטית של בנקים מרכזיים גדלה, במקביל לכך שהעוצמה הכלכלית שלהם מצטמצמת".⁴¹ הוא כיוון לכך שבשנות התשעים איבדו בנקים מרכזיים רבות מן היכולות שלהם להתערב במערכת הפיננסית. בתקופת המשבר הפיננסי העולמי (2008) פעלו בנקים מרכזיים רבים, בפרט הבנק הפדרלי בארה"ב והבנק מרכזי של אירופה, להשגת מטרות מדיניות נוספות ליציבות מחירים.⁴² הם ספגו ביקורת כפולה: שהם חורגים מן המנדט שלהם ונעשו גופים חזקים מדי, וכי הם איבדו את עצמאותם ועברו פוליטיזציה.⁴³ ביקורת כפולה ומנוגדת זו מדגימה מדוע עצמאות ועוצמה אינם מושגים חופפים. אם כן, מה הם היחסים וההבדלים בין עצמאות ועוצמה, ומה הם משאבי העוצמה של בנקים מרכזיים?

תאוריות סוציולוגיות של בירוקרטיה מסבירות את מקור העוצמה של בנקים מרכזיים על סמך היוקרה המקצועית שלהם.⁴⁴ בהתאם למסורת הוובריאנית, סוציולוגים מציעים כי העוצמה של בנקים מרכזיים – כמו זו של המעמד הבירוקרטי בכלל – מבוססת על תהליך

40 דייוויד הורוואת', למשל, כותב על הבנק המרכזי של אירופה כי עוצמתו "נטועה בעצמאותו".
David Howarth, *The European Central Bank: The Bank That Rules Europe?*, in
CENTRAL BANKS IN THE AGE OF THE EURO: EUROPEANIZATION, CONVERGENCE, AND POWER,
.73 (Dyson Kenneth & Martin Marcussen eds. 2009)

41 Gerald Epstein, *Political Economy and Comparative Central Banking*, 24 REV. RADICAL
.POL. ECON. 1 (1992)

42 PAUL TUCKER, *UNELECTED POWER: THE QUEST FOR LEGITIMACY IN CENTRAL BANKING AND
.THE REGULATORY STATE* (2018)

43 Pier Domenico Tortola, *The Politicization of the European Central Bank: What Is It,
and How to Study It?*, 58 J. COMMON MKT. STUD. 501 (2019); Alexander W. Salter,
The Federal Reserve Is Both Too Politicized and Too Powerful, AM. INST. ECON. RSCH.
(2020).

44 Amy Verdun, *The Role of the Delors Committee in the Creation of EMU: An Epistemic
Community?*, 6 J. Eur. Pub. Pol'y 308 (1999); RODNEY BRUCE HALL, *CENTRAL BANKING
.AS GLOBAL GOVERNANCE: CONSTRUCTING FINANCIAL CREDIBILITY* (2008)

של דה-פוליטיזציה.⁴⁵ תהליך דה-פוליטיזציה מתבצע באמצעות העברה של סמכויות לסוכנות מדינה בעלת מעמד עצמאי, או באמצעות "אימוץ מדיניות המבוססת על כללים ברורים".⁴⁶ שני האמצעים מצמצמים את היכולת של הדרג הפוליטי להשפיע על קביעת מדיניות בתחום, וכתוצאה, מעצימים את המעמד הבירוקרטי. התאוריה הוובריאנית של דה-פוליטיזציה יכולה להסביר מדוע רבים משתמשים במונחי העצמאות והעוצמה כמונחים חליפיים. שניהם מוסברים על בסיס אותם גורמים: העברת סמכויות לסוכנות א-פוליטיות וקביעת מדיניות בהתאם לכללים ברורים ושקופים. הגישה הוובריאנית משכנעת כל עוד הממצאים ההיסטוריים מראים שראשי בנקים מרכזיים אכן נוטים להעדיף קביעת מדיניות באמצעות כללים קבועים מראש. אולם, התאוריה הוובריאנית של דה-פוליטיזציה מתקשה להסביר מקרים שבהם יש לבנקאי המרכזי העדפה של שיקול דעת על פני כללים. שכן, מן התאוריה עולה שבנקאי המעדיף שיקול דעת רחב מוותר על אחד ממשאבי העוצמה של הבנק: הדימוי הא-פוליטי שלו.

במהלך המשבר הפיננסי הגלובלי ומשבר הארו שברו בנקים מרכזיים את הכללים וחרגו מן החוק שלכאורה ביסס את עוצמתם.⁴⁷ עובדה זו מחלישה את כוח ההסבר של התאוריה הוובריאנית של עוצמת המעמד הבירוקרטי. ההיסטוריון האמריקאי קונטי-בראון הצביע על כך כי ההנחה שלפיה ראשי בנקים מרכזיים מעדיפים לפעול לפי כללים בעוד שפוליטיקאים מעדיפים שיקול דעת אינה תקפה עובדתית. לעיתים דווקא הדרג הפוליטי מציג עמדה שמרנית, בניגוד לאנשי המקצוע בבנק המרכזי שנוקטים גישות הטרודוקסיות ושוברים את הכללים.⁴⁸ איימי וורדאן (Verdun) מציעה לראות בבנקים מרכזיים סוג של "מנהיגות פוליטית", להבדיל מקהילה הפועלת על פי כללים ונורמות.⁴⁹ ברוח זו, כריסטופר אדולף מתאר את ראשי הבנקים המרכזיים כשחקנים בעלי "העדפות מדיניות" הפועלים למימושן ולא כפקידים הפועלים לפי כללים.⁵⁰

מן הניתוח עולה כי על ההיסטוריון הכלכלי להבחין בין עוצמה לבין עצמאות משפטית של בנק מרכזי. הוא מתייחס למטרות הפורמליות המוטלות על הבנק ולפעולות האסורות על הבנק. העוצמה של הבנק משקפת את היכולת שלו לפעול בצורה שאינה עולה בקנה אחד עם המנדט שלו, וליכולת של הבנק לפעול בניגוד לאינטרסים ולהעדפות של גופים אחרים. התאוריה ההיסטורית מעניקה משקל גדול יותר לעוצמה של הבנק המרכזי, ופחות לעצמאות המשפטית שלו, וזאת על בסיס ההנחה כי התנהגות הבנק נגזרת מבעיות המדיניות והצרכים הכלכליים, ולא מן החוק היבש.

Kathleen McNamara, *Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Deregulation*, 25 W. EUR. POL. 47 (2002)

Matthew Flinders & Jim Buller, *Depoliticisation: Principles, Tactics and Tools*, 1 BRIT. POL. 293 (2006)

.19, לעיל ה"ש 19, BAYOUMI ET AL.

.4, לעיל ה"ש 10 בעמ' 4, CONTI-BROWN

Amy Verdun, *Political Leadership of the European Central Bank*, 39 J. EUR. INTEGRATION 207 (2017)

.8, לעיל ה"ש 8, ADOLPH

4. התאוריה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים

בדיון עד כה חידדתי את ההבדל בין עצמאות ושמרנות ובין עצמאות ועוצמה. מכאן עולה כי הניתוח ההיסטורי של בנקים מרכזיים נדרש להתייחס לשלושת המונחים – עצמאות, עוצמה ושמרנות – כשלושה משתנים שאינם תלויים זה בזה. משתנים אלו מרכיבים את המסגרת המושגית של התאוריה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים.

עצמאות. העצמאות המשפטית (de-jure or legal independence) היא מושג מרכזי בתאוריות המקובלות לחקר הפוליטיקה של בנקים מרכזיים. היא משמשת גם כלכלנים במסגרת התאוריה הנאו-קלאסית שעליה מבוססת הגישה השמרנית, וגם סוציולוגים. קיימת הסכמה בין כלכלנים וסוציולוגים כי העצמאות המשפטית של הבנק היא משתנה מהותי להיסטוריה של הבנק. העצמאות המשפטית היא משתנה המתאר את יכולתו של הבנק להתחייב לכלל מדיניות המנוסח במנדט שלו, וזאת על אף התנגדות של שחקנים אחרים בזירה, ועל הפגיעה האפשרית במטרות מדיניות אחרות. עצמאות המשפטית של בנק מרכזי אינה זהה לעוצמתו, משום שהעצמאות כוללת גם הגבלות המוטלות על הבנק. על בנק מרכזי בעל מידה גדולה של עצמאות מוטלים איסורים. הגישה ההיסטורית מצמצמת את החשיבות של העצמאות המשפטית של בנקים מרכזיים ביחס לשני המושגים האחרים – שמרנות ועוצמה – על סמך ההנחה כי חוקות של בנק מרכזי אינן מגבילות את פעילות הבנק כאשר נוצר צורך להתנהגות החורגת מן החוקה.

שמרנות. מידת השמרנות של הבנק היא משתנה רעיוני המשקף את מרחב העמדות הלגיטימיות של ראשי הבנק המרכזי ביחס למטרות הבנק והאמצעים להשגתן. במאמר זה הצגתי משתנה זה באמצעות ציר הנפרש בין שמרנויות המבוססות על הפרדיגמה הנאו-קלאסית מצד אחד, וגישות הטרודוקסיות המבוססות על הפרדיגמה הפוסט-קיינסיאניות מצד שני. התאוריה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים גורסת שמשנתה רעיוני זה הוא משתנה מסביר הכרחי של התנהלות כל בנק מרכזי.

עוצמה. במסגרת הגישה ההיסטורית, העוצמה של בנק מרכזי מוגדרת כיכולתם של ראשי הבנק המרכזי לפעול בהתאם לתפיסה הכלכלית שלהם (קרי, בהתאם למידת השמרנות שלהם). בכלל זה, העוצמה של הבנק משקפת את מידת יכולתו לחרוג מן הכללים הפורמליים שהחוק מטיל על הבנק, וכן את יכולתו להתעמת עם שחקנים אחרים בזירה המקומית. כפועל יוצא, הגישה ההיסטורית גורסת כי דה-פוליטיזציה אינה משאב העוצמה היחיד העומד לרשות הבנק המרכזי, וגם לא העיקרי שבהם. בנקים מרכזיים יכולים לנקוט אסטרטגיות שונות כדי להגביר את עוצמתם. במאמר זה אתייחס לעוצמה כמשתנה מסביר, ולא אתייחס למשאבי העוצמה של הבנקים המרכזיים.

הגישה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים, שאני מציג כאן, הולכת בדרכם של קונטי-בראון, ורדאן ואדולף. היא גורסת כי כל מחקר היסטורי המתמקד בבנק מרכזי מסוים חייב לכלול התייחסות למשתנה הרעיוני של מידת שמרנות הבנק, וכן להבדל שבין עצמאות ועוצמה. גישה מעין זו תאפשר למחקר למקם את ההיסטוריה של הבנק המרכזי בהקשר ההיסטורי המקומי והזמני שלו. היא תראה כי בנקים מרכזיים מגיבים לבעיות מדיניות דחופות מקומיות, וזאת בהתאם לתפיסות הכלכליות של ראשי הבנק, ובהינתן המגבלות הפוליטיות והחוקתיות.

ב. בנק ישראל – מקרה בוחן ליישום הגישה ההיסטורית

מחקרים קודמים על ההיסטוריה של בנק ישראל תיארו תהליך שבו הפך הבנק מזרוע של האוצר והממשלה, בשנות החמישים והשישים, למוסד עצמאי בעל עוצמה בשנות התשעים והאלפיים.⁵¹ נקודות המפנה בתהליך זה היו החקיקה של תיקון 15 בשנת 1985, ועדת לוין (1997–1998) וחקיקת חוק בנק ישראל החדש (2010). ניסן לויתן וחיים ברקאי מבססים סיפּר זה במסגרת הנחות היסוד הנאו-קלאסיות בספר שפורסם לרגל חמישים שנה לבנק ישראל.⁵² דניאל ממן וזאב רוזנהק מבססים סיפּר דומה במסגרת הנחות יסוד סוציולוגיות.⁵³ בחלק ההיסטורי של המאמר אנתח ארבע אפיוזודות בהיסטוריה של בנק ישראל. במסגרת כל אחת מן האפיוזודות אבסס טענה היסטורית שאינה עולה בקנה אחד עם התחזיות של התאוריות הכלכלית או הסוציולוגית, ואשר ניתנת להסבר משכנע יותר באמצעות התאוריות ההיסטוריות. את הטענות ההיסטוריות העיקריות לגבי כל אפיוזודה ניתן לסכם באופן שלהלן.

אפיוזודה 1: הקמת הבנק ופעילותו בשנים הראשונות. עם הקמתו, ובתקופת הנגידות של דוד הורוביץ, היה בנק ישראל מוסד בעל עוצמה רבה שאפשר לממשלה להוציא לפועל את מדיניות הפיתוח המהיר באמצעות הידוק השליטה והפיקוח על המערכת הבנקאית. המעמד האפוליטי של הבנק המרכזי מנע מן המגזר ההסתדרותי להשפיע על תהליך הקצאת האשראי, ולבנק להקצות אשראי למגזר הפרטי. טענה זו מפריכה את התזה שבנק מרכזי שאינו פועל לשמירה על יציבות מחירים הוא בנק חלש וחסר עצמאות.

אפיוזודה 2: חקיקת תיקון 15 לחוק בנק ישראל בתקופת משבר האינפלציה (1985). בנק ישראל מילא תפקיד מהותי בהוצאה לפועל של תוכנית החירום ליישוב המשק בכך שצמצם באופן דרסטי את היקף האשראי, והתנה את ביטול המדיניות בביצוע של קיצוץ התקציב. המחקר יראה כי לא היה קשר סיבתי בין תיקון 15 לחוק בנק ישראל. היכולת של הבנק לנקוט מדיניות זו, חרף ההתנגדויות הרבות, נבעה מן התמיכה שקיבל הבנק משר האוצר, יצחק מודעי, אשר תמך בקיצוץ התקציב אך נתקל בהתנגדות מצד גורמים אחרים בממשלת האחדות. טענה זו מפריכה את התזה שבנק מרכזי שפועל להורדת האינפלציה הוא בהכרח עצמאי, ואת התזה שהדרג הפוליטי שמרני פחות מן הבנק המרכזי.

אפיוזודה 3: המלחמה באינפלציה בתקופת ממשלות רבין ונתניהו וועדת לוין. בשנות התשעים, תחת הנהגתו של יעקב פרנקל, ניהל הבנק מדיניות מוניטרית מצמצמת כדי להוריד את האינפלציה לרמות נמוכות מאוד. המחקר מראה כי היכולת של פרנקל לעשות זאת לא נבעה מן העצמאות המשפטית של הבנק אלא מן התמיכה שקיבל פרנקל מראש הממשלה, בנימין נתניהו. יתר על כן, המחקר יראה כי עמדתו של פרנקל הייתה ייחודית בקרב הכלכלנים והמומחים, וכי לא היה קיים קונצנזוס ביחס למטרות הבנק. טענות אלו

51 ממן ורוזנהק **בנק ישראל**, לעיל ה"ש 4; לויתן וברקאי, לעיל ה"ש 3.

52 ספרם של לויתן וברקאי אינו עוסק כלל בחקיקת חוק בנק ישראל החדש. ראו לויתן וברקאי, לעיל ה"ש 3.

53 הגרסה העברית של ספרם של ממן ורוזנהק פורסמה ב־2009 ואינה עוסקת בחקיקת חוק בנק ישראל החדש (ראו ממן ורוזנהק, לעיל ה"ש 4). הגרסה האנגלית של ספרם עוסקת גם בחוק החדש. ראו MAMAN & ROSENHEK, שם.

מפריכות את התזה שבנק מרכזי שמרני הוא בהכרח גם עצמאי, ואת התזה שקהילת הבנקאים המרכזיים מהווה קהילה אפיסטמית בעלת עמדות כלכליות אחידות.

אפיזודה 4: המשבר הפיננסי הגלובלי וחקיקת חוק בנק ישראל החדש (2010). המחקר יראה כי עמדותיו של סטנלי פיישר כלפי מטרות המדיניות המוניטרית נטו לכיוון הפוסט-קיינסיאני. פיישר העניק ליציבות מחירים משקל נמוך יותר מקודמיו בתפקיד, והעניק משקל גבוה יותר למטרות של ניהול שער החליפין וליציבות פיננסית. חוק בנק ישראל החדש (2010) שיקף את עמדותיו של פיישר. אף על פי שהבנק היה פחות שמרני בתקופת פיישר, עוצמתו לא הייתה נמוכה יותר מאשר בתקופה של קודמיו. טענות אלו מפריכות את התזה שקהילת הבנקאים המרכזיים מאופיינת בעמדות שמרניות אחידות, וכן את התזה שהעוצמה של בנק מרכזי תלויה במדיניות מבוססת-כללים.

המאמר מבוסס על מחקר ארכיוני מקיף. חלק מן הממצאים המוצגים במאמר זה נחשפים כאן לראשונה, וחלק אחר נדון במחקרים קודמים שלי. החומר הארכיוני כולל מסמכים הנוגעים לתוכנית החירום לייצוב המשק, מסמכי ועדת לוין בנושא חוק בנק ישראל, ופרוטוקולים של ועדת הכספים של הכנסת.

1. אפיזודה א: חקיקת חוק בנק ישראל ופעילותו בשנות החמישים

קיימת הסכמה בספרות כי חוק בנק ישראל שאושר בכנסת בדצמבר 1954⁵⁴ סיפק לבנק סמכויות מצומצמות מאוד לניהול מדיניות מוניטרית, וסמכויות נרחבות בתחום הפיקוח על הבנקים.⁵⁵ במסגרת התאוריות המקובלות – השמרנית והסוציולוגית – קשה להסביר את הפער בין סמכויות הבנק בשני תחומי המדיניות. אם לא היה לממשלה רצון בבנק בעל עוצמה – מדוע העבירה אליו סמכויות נרחבות בתחום הפיקוח על הבנקים? בתת-פרק זה אראה כי הגישה ההיסטורית מציעה הסבר משכנע לשאלה זו. הסבר זה מציב במרכז את בעיית המדיניות המרכזית שאיתה התמודדה הממשלה בעשור הראשון: ההוצאה לפועל של מדיניות הפיתוח המהיר. מדיניות הפיקוח המהיר דרשה שליטה הדוקה על המערכת הבנקאית ועל הקצאת האשראי. הבנק המרכזי אפשר לממשלה להשיג שליטה זו. בתקופת הקמתו של בנק ישראל התקשתה הממשלה מאוד לשלוט בהקצאת האשראי, וזאת כתוצאה מן המבנה המבוזר של המערכת הבנקאית, ויחסי הכוח בין הממשלה וההסתדרות.⁵⁶ אחת העדויות לחוסר השליטה של הממשלה היא התוצאות של המדיניות הכלכלית החדשה (1952), שבמסגרתה אימצה הממשלה מדיניות פיסקלית מצמצמת, לראשונה מאז הקמת המדינה. למרות הקיצוץ בתקציב וצמצום ההשקעות הציבוריות, היקף האשראי המשיך לגדול, והוא זרם לאפיקים צרכניים שלא תרמו ליצירת מקומות עבודה. הקושי של הממשלה לשלוט על האשראי נבע משני גורמים עיקריים. האחד, המבנה המבוזר של המערכת הבנקאית:

54 חוק בנק ישראל, התשי"ד-1954, ס"ח 192.

55 ממן ורוונהק בנק ישראל, לעיל ה"ש 4, בעמ' 63; לויתן וברקאי, לעיל ה"ש 3, בעמ' 89.

56 אריה קרמפף המקורות הלאומיים של כלכלת השוק: פיתוח כלכלי בתקופת עיצובו של הקפיטליזם הישראלי (2015) (להלן: קרמפף המקורות הלאומיים של כלכלת השוק); אריה קרמפף "מקורות ריכוזיות המערכת הבנקאית בישראל: מחירו של פיתוח?" הרבעון לכלכלה 83 (2012).

המערכת הבנקאית בישראל עם הקמת המדינה הייתה מבוזרת מאוד, וכללה מספר קטן של בנקים גדולים – בפרט בנק הפועלים ובנק לאומי – ומספר גדול, יותר ממאה, של מוסדות בנקאיים קטנים – אגודות שיתופיות לאשראי – שהיו פזורים גאוגרפית בכל הארץ. הממשלה הצליחה לפקח על הבנקים הגדולים; אלו נהנו מהטבות ממשלתיות שונות ובתמורה שיתפו פעולה עם הממשלה וסיפקו אשראי זול יחסית לאפיקים שתואמו עם הממשלה. המוסדות הבנקאיים הקטנים, לעומת זאת, פעלו ללא פיקוח. אלו סיפקו אשראי יקר, ולכן יכלו גם להציע לחוסכים ריבית גבוהה יותר מזו שהציעו להם הבנקים הגדולים שפעלו תחת פיקוח.⁵⁷ מצב זה גרם לקונפליקט בין הממשלה והבנקים הגדולים.⁵⁸ ראשי הבנקים הגדולים התלוננו ששיתוף הפעולה שלהם עם הממשלה מונע מהם להתחרות עם המוסדות הקטנים. הבנקים הקטנים, שלא שיתפו פעולה, שגשגו ורווחיותם גדלה.⁵⁹

גורם נוסף שהקשה על הממשלה להגיע לשליטה על הקצאת האשראי היה יחסיה של הממשלה עם הסקטור ההסתדרותי, שתרם כ-20 אחוז מן התוצר ומקומות התעסוקה.⁶⁰ החברות הכלכליות בבעלות ההסתדרות, שהיו מאגדות בחברת העובדים, שימשו אמצעי לפיתוח מהיר: הממשלה הזרימה הון ישירות להסתדרות ולחברת העובדים, וההון הושקע באפיקים שנתפסו פרודוקטיביים. התפקיד שמילאה ההסתדרות בפיתוח הכלכלי יצר תלות הדדית בין הממשלה וההסתדרות. כפי שתיאר זאת זאב און, יו"ר חברת העובדים: "אם הממשלה רוצה להקצות אשראי למטרות פרודוקטיביות ולהפלות בין אשראי יצרני וצרכני, בין אשראי חיוני ובלתי-חיוני, אזי פורום זה [הוועדה הכלכלית של מפלגת העבודה] יכול לעשות זאת טוב יותר מכל סקטור אחר באמצעות מוסדותיו ובאמצעות חברת העובדים".⁶¹ שיתוף הפעולה של הממשלה וההסתדרות שירת את הממשלה, אך גם הגביל את אסטרטגיית הפיתוח שלה. התלות בהסתדרות מנעה מן הממשלה לעודד את הפיתוח של הסקטור הפרטי, שהיווה כ-60 אחוז מן הכלכלה.⁶² כדי לגייס את המגזר הפרטי לתהליך הפיתוח היה צורך, מצד אחד, להתגבר על ההתנגדות של ההסתדרות, ומצד שני לפתח מנגנון להקצאת אשראי למגזר הפרטי.

כאשר נחקק חוק בנק ישראל הדגיש שר החקלאות כי "נדמה לי שעל זה יש הסכם, שהבנק [המרכזי] יהיה מכשיר להכוונת אשראי".⁶³ אולם גם בנק ישראל נתקל בקושי לכפות על הבנקים לשתף פעולה עם מדיניות הכוונת האשראי של הממשלה. כדי להתגבר על

57 הממצאים מוצגים בפירוט שם.
 58 על מתחים אלו מעידים הפרוטוקולים של ועדת הבנקאות. ראו ארכיון המדינה (א"מ) ג-5617/2.
 59 Arie Krampf, *Between private property rights and national preferences: The Bank of Israel's early years*, 20 *ISR. AFF.* 104 (2014).
 60 דוד לוי-פאור היד הלא נעלמה: הפוליטיקה של התיעוש בישראל 150-155 (2001); קרמפף המקורות הלאומיים של כלכלת השוק, לעיל ה"ש 56, בעמ' 115-117; MICHAEL SHALEV, LABOUR AND THE POLITICAL ECONOMY IN ISRAEL (1992).
 61 פרוטוקול ישיבת הוועדה הכלכלית של מפלגת העבודה (1.4.1954). ארכיון מפלגת העבודה 2-007-1954-32a.
 62 חיים ברקאי "הסקטור הציבורי, סקטור ההסתדרות והסקטור הפרטי במשק הישראלי" דו"ח שישי 1961-1963 (מכון פאלק למחקר כלכלי בישראל 1968).
 63 פרוטוקול ישיבה מג/ש"ד של הממשלה החמישית, 14 (8.2.1954).

בעיה זו הפך הבנק המרכזי את המערכת הבנקאית לריכוזית יותר. כפי שהראיתי במקומות אחרים, בנק ישראל נקט פעולות שתכליתן להביא לחיסול המוסדות הבנקאיים הקטנים ומיזוגם עם הגדולים.⁶⁴ הפרוטוקולים של הוועדה המייעצת של בנק ישראל מראים כי בין הבנק המרכזי והבנקים הגדולים התגבשה מערכת יחסים של תלות־הדדית: הבנקים הגדולים שיתפו פעולה עם הממשלה, והבנק הגן עליהם מפני תחרות. כדי לבנות מערכת זו אולצו הבנקים הקטנים – אגודות שיתופיות לאשראי – להתאחד עם הבנקים הגדולים.⁶⁵ מעמדו של בנק ישראל כסוכנות בעלת עצמאות משפטית אפשר לממשלה להשתמש בו כדי לצמצם את היכולת של המגזר ההסתדרותי להפעיל על הממשלה לחצים פוליטיים בתחום הקצאת האשראי. הייצוג של ההסתדרות בוועדה המייעצת של הבנק היה מצומצם ביחס למגזרים אחרים. רק חבר ועדה אחד היה בעל זיקה למגזר ההסתדרות: אברהם זברסקי. אולם זברסקי היה יו"ר בנק הפועלים, והזיקה שלו לאינטרסים של הבנק הייתה חזקה מזיקתו למגזר ההסתדרותי. שאר חברי הוועדה היו מזוהים עם מפא"י, עם הסוכנות היהודית ועם המגזר הפרטי.⁶⁶

אם כן, התפקיד שמילא בנק ישראל בתיווך בין הממשלה והמערכת הבנקאית, וכן בבניית ערוץ הכוונת אשראי למגזר הפרטי, תוך עקיפת המגזר ההסתדרותי, מסבירה את ההשפעה שהייתה להקמת בנק ישראל על הכלכלה הפוליטית הישראלית, ואת העוצמה שהייתה לו. השליטה שהשיגה הממשלה על המערכת הבנקאית, באמצעות בנק ישראל, אפשרה לה להקצות אשראי דרך הבנקים המסחריים גם למגזר הפרטי. תפקיד זה מסביר מדוע העניקה הממשלה לבנק המרכזי מעט סמכויות בתחום השליטה על המחירים וסמכויות מרובות בתחום הפיקוח על הבנקים: בתנאים ששררו בשנות החמישים, כאשר הממשלה הוציאה לפועל את מדיניות הפיתוח המהיר, בעיית המדיניות הרחופה הייתה השליטה על המערכת הבנקאית, וההתגברות על התלות של הממשלה בהסתדרות. יש לציין כי השימוש בבנק המרכזי כאמצעי לשליטה על האשראי ועל המערכת הבנקאית לא היה ייחודי לישראל. המסמכים הארכיוניים מעידים על כך כי חוק בנק ישראל הושפע ממודלים של בנקים מרכזיים במדינות מתפתחות אחרות.⁶⁷

בשנות החמישים והשישים, אם כן, פעל בנק ישראל בהתאם לנורמות מקובלות במדינות מתפתחות. המטרה של שמירה על יציבות מחירים הייתה פחות רלוונטית למדינות הנתונות בתהליך של פיתוח מהיר ושהמערכות הפיננסיות לא היו מפותחות בהן. הבעיה הקריטית בתחום המוניטרי הייתה השליטה על הכוונת אשראי. בנק ישראל היה גוף רב עוצמה אשר מילא תפקיד זה, ובהצלחה לא מבוטלת.

ניתן בכל זאת לטעון כי בנק ישראל היה נתון להשפעה פוליטית משום שהוא מילא תפקיד פוליטי: הכוונת אשראי. טענה זו נכונה, אולם יש לזכור שבמובן זה גם בנק מרכזי "עצמאי" הפועל לשם שמירה על יציבות מחירים ממלא אחר הוראות הממשלה והוא פועל

64 קרמפף המקורות הלאומיים של כלכלת השוק, לעיל ה"ש 56, בעמ' 88.

65 ראו שם. לשם עיון בפרוטוקולים ניתן לפנות אל הכותב.

66 שם, בעמ' 164.

67 ראו מכתב מאת דוד הורביץ "הערות לתזכירם של ה"ה גאס ולרנר מהלשכה לייעוץ כלכלי, על חוק בנק ישראל" (2.5.1954) א"מ 5617/13ג.

בהתאם לציפיות של הדרג הפוליטי ממנו. בסעיף הבא נדון באפיזודה של חקיקת תיקון 15 לחוק בנק ישראל, ונדגים טענה זו.

2. אפיזודה ב: תיקון 15 לחוק בנק ישראל

תיקון 15 לחוק בנק ישראל⁶⁸ מתואר בספרות כביטוי למיסוד עצמאותו החוקית של בנק ישראל, כמהלך שהוביל להעצמת כוחו של הבנק, וככזה שהפך את הבנק לשמרן יותר. בקיץ 1985, במקביל לדיונים על תוכנית החירום לייצוב המשק, העבירה הממשלה תיקון לחוק בנק ישראל שקבע כי "הבנק לא ייתן לממשלה הלוואה למימון הוצאותיה". מכיוון שהממשלה לא נהגה להחזיר את ההלוואות מן הבנק המרכזי, משמעות הסעיף הייתה כי על הבנק חל איסור להוציא ("להדפיס") כסף כדי לממן את הגירעון התקציבי של הממשלה אלא בתנאים מיוחדים שאליהם אתיחס בהמשך. התיקון, כפי שטוענים ממן ורוזנהק, הניח "את אחת מאבני היסוד לעצמאותו והתעצמותו של הבנק המרכזי".⁶⁹ חיים ברקאי כותב כי תיקון 15 "היה תנאי הכרחי להצלחת תוכנית הייצוב" וכי התיקון "היה גלולה מרה שהממשלה והקהילה הכלכלית כולה נאלצה לבלוע".⁷⁰ ברקאי מכוון לכך כי במהלך סתיו 1985 נקט נגיד בנק ישראל מדיניות מוניטרית מצמצמת קיצונית, והתנה את הפסקתה בקיצוץ תקציב המדינה. באופן זה הוא מילא תפקיד קריטי בהוצאה לפועל של תוכנית הייצוב.

המחקר המוצג בתת-פרק זה מאשר את טענת ברקאי כי המדיניות השמרנית של הבנק הייתה קריטית להצלחת התוכנית הכלכלית, אולם הוא דוחה את הטענה כי התיקון נכפה על המערכת הפוליטית וכי הייתה לתיקון השפעה מהפכנית על מעמד הבנק ומדיניותו. המחקר יראה כי השינוי בהתנהגות הבנק – מדיניות צמצום האשראי – התאפשרה הודות לתמיכה שקיבל הבנק משר האוצר המכהן, ולכן לא הייתה ביטוי לעצמאותו המשפטית.

כדי להבין את המשמעות של תיקון 15 יש להציבו בהקשר היסטורי: לאחר פרישתו של דוד הורוביץ מן הנגידות ב־1971 נכנס בנק ישראל לעידן שבו עוצמתו, השפעתו ויוקרתו דעכו. לנגידי הבנק בשנות השבעים והמחצית הראשונה של שנות השמונים – משה זנבר, ארנון גפני ומשה מנדלבאום – לא היו הברק והיוקרה המקומיים והבינלאומיים שהיו להורוביץ. יתר על כן, במהלך שנות השבעים לא היה לממשלה תמריץ או צורך לשמור על מעמדו העצמאי של הבנק. הסיוע הפיננסי שקיבלה הממשלה מארה"ב צמצם את החששות מניהול מדיניות של תקציב גירעוני. גורם נוסף שפגע אנושות במעמדו של הבנק המרכזי ושל העומד בראשו היה משבר מניות הבנקים ב־1983.⁷¹ רוח ועדת החקירה קבע כי הנגיד, מנדלבאום, היה אחראי אישית למשבר.⁷² העננה מעל ראשו של הנגיד המכהן ריחפה עוד לפני פרסום הדוח, כאשר הוזמן לתת עדות תחת אזהרה שבועות ספורים לפני חקיקת תיקון

68 חוק בנק ישראל (תיקון מס' 15), לעיל ה"ש 6.

69 ממן ורוזנהק *בנק ישראל*, לעיל ה"ש 4, בעמ' 83.

70 לויתן וברקאי, לעיל ה"ש 3, בעמ' 64-65.

71 Asher A. Blass & Richard S. Grossman, *Assessing Damages: The 1983 Israeli Bank Shares Crisis*, 19 CONTEMP. ECON. POL'Y 49 (2001).

72 "רוח ועדת בייסקי" *רבעון לבנקאות* 6 95 (א' הלפרין עורך 1986).

73.15 במהלך 1985 התקיימו דיונים בכנסת ובוועדת הכספים על הצורך לחזק את עצמאות של הבנק, אולם הועלו גם טענות קשות על כך ש"בכירים בבנק ישראל ניצלו את העצמאות הזאת, כדי לעשות 'חיים משוגעים'".⁷⁴

על רקע היוקרה הנמוכה של הבנק ושל העומד בראשו בתקופה שקדמה להכרזה על תוכנית הייצוב, קשה להסביר את המהפך שהתרחש במהלך קיץ 1985 כאשר הנגיד עמד בפני לחצים עצומים מצד כל הגופים הכלכליים במשק, צמצם את האשראי, והכריז כי על הממשלה לבצע קיצוץ תקציבי בטרם יביא הבנק להורדת הריבית. האומנם החקיקה של תיקון 15 מספיקה כדי להסביר את המהפך לכאורה שחל במעמד הבנק? בהמשך הדברים אטען כי תיקון 15 לבדו אינו יכול להסביר את המהפך במדיניות הבנק, וכי הגורם החשוב ביותר המסביר את התנהגות הבנק הוא התמיכה שקיבל בנק ישראל משר האוצר המכהן. הרעיון כי יש לשנות את חוק בנק ישראל, כפי שמראים ממן ורוזנהק, הסתובב בשיח במחצית הראשונה של שנות השמונים בהקשרים שונים.⁷⁵ יקר פלסנר, שהיה יועצו של שר האוצר יורם ארידור, הציע לחזק את הבנק המרכזי כחלק מתוכנית הדולריזציה.⁷⁶ במקביל הציעו כלכלני בנק ישראל – ליאורה מרידור ועקיבא אופנבארגר, בדוח פנימי שהוכן בדצמבר 1983 – לחזק את הבנק.⁷⁷ בדצמבר 1984 פרסמו הנגיד משה מנדלבלאום ושר האוצר יצחק מודעי ברכים את הכוונה לחזק את העצמאות של בנק ישראל.⁷⁸ מן הדיונים בכנסת ובוועדת הכספים עולה כי בראשית 1985 לא פקפק איש – לפחות לא בפומבי – בצורך לחזק את עצמאות הבנק.

באביב 1985 עמדו על הפרק שתי הצעות עיקריות לשינוי חוק בנק ישראל. הממשל האמריקאי המליץ שהבנק יאמץ את המטרה של יציבות מחירים. כתנאי לקבלת סיוע חירום כלכלי דרש הממשל האמריקאי ממשל ישראל לקדם שינויים מבניים שיבטיחו שהמשבר לא יחזור על עצמו.⁷⁹ במסמך בלתי רשמי שכלל עשר נקודות ונמסר על ידי נציגים של הממשל האמריקאי לממשלת ישראל צוין כי יש לעשות שינויים בחוק בנק ישראל, ובמסגרתם לחייב את הבנק לפעול על פי הכלל המוניטרי של מטרת יציבות מחירים.⁸⁰ הצעה שנייה קודמה על ידי מיכאל ברוננו, כלכלן במחלקה לכלכלה באוניברסיטה העברית, שבשיתוף עם סטנלי פישר – באותה עת כלכלן במחלקה לכלכלה של ה-MIT – חיבר את תוכנית הייצוב. ההצעה של ברוננו הייתה הרכה יותר צנועה מן הדרישה האמריקאית: הוא

73 גבי קסלר "על הכוונת של הוועדה לחקירת מפולת המניות" מעריב 20.6.1985.
 74 ד"כ 27.3.1985, 2221.
 75 ממן ורוזנהק בנק ישראל, לעיל ה"ש 4, בעמ' 76.
 76 פרוטוקול ישיבה 146 של ועדת הכספים, הכנסת ה-11 (17.6.1985) (להלן: פרוטוקול ישיבה 146 של ועדת הכספים).
 77 Nahum T. Gross, *Economic Policy in Israel as Viewed by Leading Officials of the Bank of Israel, 1954–2000*, in THE BANK OF ISRAEL: SELECTED TOPICS IN ISRAEL'S MONETARY POLICY 98, 115 (Haim Barkai & Nissan Liviatan eds., 2007).
 78 ממן ורוזנהק בנק ישראל, לעיל ה"ש 4.
 79 צבי בראל "שו"ץ קרא לקונגרס לעקב סיוע כלכלי נוסף לישראל" הארץ 4.4.1985.
 80 "עשר הנקודות של הרב" הארץ 18.4.1985.

ביקש לקבוע בחוק "שאינן הממשלה יכולה לממן עצמה יותר מהלוואות מבנק ישראל".⁸¹ ברוננו התנגד לגישה השמרנית שביטאה ההצעה האמריקאית וסבר שיש להביא את הכלכלה הישראלית ל"אינפלציה שאינה עולה על 5-7 אחוזים לשנה" תוך כדי "מינימיזציה של הנזק במונחי תעסוקה ומאזן התשלומים".⁸² במסגרת תוכנית החירום לייצוב המשק אימצה הממשלה את הגישה של ברוננו. גם נגיד בנק ישראל תמך בהצעה ואמר כי "הדבר החשוב ביותר בשמירה על עצמאות בנק ישראל, הוא הפסקת השיטה של מתן הלוואות לממשלה על פי דרישה".⁸³

הממצאים מצביעים על כך כי התמיכה בחוק החדש הייתה רחבה וחד-משמעית. הרוב המכריע של חברי הכנסת – מן הקואליציה ומן האופוזיציה – תמך בחוק.⁸⁴ חלק מחברי הכנסת אף סברו שהחוק אינו מספק, משום שאם הממשלה תרצה לנהל מדיניות פסקלית מרחיבה היא תוכל לגייס את ההון הדרוש בשוק הפרטי המקומי או הגלובלי. כפי שניסח זאת חבר כנסת אריאל ויינשטיין מן הליכוד: "החוק יהיה עמיד אם תהיה מדיניות כלכלית מצמצמת. אם תהיה מדיניות כלכלית מצמצמת, אין צורך בחוק".⁸⁵ משמעות הדברים היא כי בנק ישראל יהיה עצמאי בדיוק במידה שבה הממשלה תאפשר לו, וזאת ללא תלות בחוק. ח"כ חיים רמון הצביע על כך שגם במסגרת החוק הישן יכול היה הנגיד לסרב לבקשות הממשלה לאשראי. הבעיה היא, טען, שהנגיד לא השתמש בסמכויותיו. משום כך, סיכם, "אינני רואה בחוק זה שינוי מהפכני".⁸⁶ לבסוף אישרה הכנסת את התיקון שקבע כי "הבנק לא ייתן לממשלה הלוואות למימון הוצאותיה", וזאת במקום הסעיף בחוק המקורי שקבע כי "הבנק רשאי ליתן לממשלה מקדמות למימון הוצאותיה".⁸⁷ עם זאת, החוק החדש כלל שני סייגים: הבנק יהיה רשאי לתת לממשלה מקדמות למימון הוצאותיה, הבנק יהיה רשאי לרכוש איגרות חוב ממשלתיות והוא יהיה רשאי להלוות לממשלה לצורך החזר חובות לבנק.⁸⁸ במובן זה, החוק השאיר פתח למימון הממשלה באמצעות הבנק המרכזי.

ראוי לציין כי ההתנגדות של ברוננו – וכפי הנראה גם של פישר – להצעה האמריקאית נבעה מתפיסתו לגבי הגורמים לאינפלציה בישראל והדרכים להילחם בה. בעוד שהתפיסה האורתודוקסית גרסה כי האינפלציה נובעת מן המימון הגירעוני של תקציב הממשלה, ברוננו סבר שאין קשר סיבתי פשוט בין הגירעון והאינפלציה. המשק הישראלי, טען, נמצא במצב של "שיווי משקל יציב" של אינפלציה גבוהה.⁸⁹ הוא סבר שניתן להוריד את האינפלציה עם קיצוץ תקציבי מצומצם יותר מכפי שדרשה הגישה האורתודוקסית. כדי להעביר את המשק לשיווי משקל של אינפלציה נמוכה יותר, סבר, יש לנקוט אמצעים "אדמיניסטרטיביים"

81 מיכאל ברוננו "תוכנית ייצוב ללא דולרים" 6.1.1984, א"מ פ-4128/8.

82 שם.

83 פרוטוקול ישיבה 96 של ועדת הכספים, הכנסת ה-11, 6 (12.3.1985).

84 ד"כ 3.6.1985.

85 שם.

86 פרוטוקול ישיבה 146 של ועדת הכספים, לעיל ה"ש 76.

87 חוק בנק ישראל (תיקון מס' 15), לעיל ה"ש 6.

88 שם.

89 Michael Bruno & Stanley Fischer, *The Inflationary Process in Israel: Shocks and Accommodation*, NBER WORKING PAPER (1984).

שכללו הקפאת שכר והקפאת שער החליפין.⁹⁰ במסגרת התוכנית של ברוננו היה בנק ישראל אמור למלא תפקיד צנוע יחסית של הצמדת שער החליפין לשכר הריאלי. כוכב המשקל נפל על האמצעים האדמיניסטרטיביים.

התוכנית של ברוננו ספגה ביקורת מן "הפרופסורים התל-אביבים" אשר קידמו תוכנית כלכלית שמרנית יותר. תוכניתם דרשה קיצוץ עמוק יותר בתקציב ולא כללה אמצעים אדמיניסטרטיביים. הקבוצה התל-אביבית, שכללה כלכלנים כמו אסף רזין, אלחנן הלפמן, אפרים צדקה ועדי קרני, לא האמינה באפקטיביות של האמצעים האדמיניסטרטיביים.⁹¹ הכלכלן אסף רזין היה פעיל במיוחד בתקשורת הכתובה, ופרסם כמעט מדי חודש טור דעה בנושא. עם פרסום תוכנית הייצוב ביקר אותה רזין בחריפות וטען כי הקיצוץ היה צריך להיות עמוק יותר, וכי על הממשלה לנייד את שער החליפין.⁹² תוכנית זו נתמכה על ידי הממשל האמריקאי, ותאמה את תוכנית עשר הנקודות.⁹³ במסגרת תוכנית זו, המטרה של בנק מרכזי שמרני ועצמאי הייתה להוות מנגנון אשר יאלץ את הממשלה לקיים את הבטחתה ולקצץ את התקציב.

הממשלה בחרה בתוכנית של ברוננו, אשר נהנתה מן התמיכה של סטנלי פישר. כחודשיים לאחר ההכרזה על התוכנית נתקל תהליך הוצאתה לפועל בקשיים: ההסתדרות התנגדה באופן עז וחסר פשרות להקפאת השכר, וטענה כי הממשלה אינה מכבדת הסכמים. ההסתדרות סירבה לקיים את ההוראות במפעלים שברשותה, והיא קראה גם למעסיקים הפרטיים לעשות אותו דבר. שר האוצר ביקש להפעיל תקנות לשעת חירום נגד מנהיגי ההסתדרות, ואף להפעיל עונשי מאסר נגד מי שיפעל בניגוד לתוכנית.⁹⁴ ראש הממשלה פרס סירב להפעיל אמצעים משטרתיים כדי לאכוף את הקפאת השכר על המגזר ההסתדרותי, ולבצע פיטורין בהיקף המתוכנן. יציבותה של ממשלת האחדות עמדה בסכנה, וכך גם הצלחתה של התוכנית. לקראת ספטמבר הצטברו נתונים שהצביעו על כישלון צפוי של התוכנית, כאשר יתרות מטבע החוץ הידרדרו במהירות.⁹⁵ זה היה הרגע שבו הפך בנק ישראל להיות שחקן מרכזי במימוש התוכנית. בראשית אוגוסט הכריז נגיד בנק ישראל על מדיניות לצמצום האשראי במשק. הבנק השתמש בסמכויותיו כמפקח על הבנקים והורה להגדיל את שיעור יתרות הנזילות שהבנקים המסחריים נדרשים להחזיק בעבור פיקדונות וחסכונות. משמעות הדבר הייתה הקפאת האשראי לעסקים ומשקי בית. כתוצאה, הריבית הריאלית עלתה והגיעה ל-20 אחוזים במונחים שנתיים.⁹⁶ יש לציין שהשימוש ביתרות הנזילות כמכשיר מדיניות במטרה שאינה שמירה על יציבות הבנקים אינו חלק מן האורתודוקסיה הנאווקלאסית. בנוסף,

90 פרוטוקול ישיבת הממשלה ה-21 בנושא תוכנית חירום לייצוב המשק 30.6.1985, א"מ פ-8/4129.
 91 צבי זינגר "הפרופסורים לכלכלה אמרו לשרים: צריך לקצץ 2 מיליארד דולר מתקציב הממשלה" **ידיעות אחרונות** 21.9.1984.
 92 אסף רזין "התוכנית הכלכלית החדשה מותירה סימני שאלה רבים" **ידיעות אחרונות** 9.7.1985.
 93 שרגא מקל "המשלחת הכלכלית מארה"ב עליכם לקצץ עוד בתקציב" **מעריב** 6.6.1985.
 94 יצחק דיש "האוצר ממליץ לבצע הפיטורים בצווי חרום" **מעריב** 12.8.1985.
 95 שרגא מקל "יתרות מטבע החוץ יורדות בקצב של 10 מיליון דולר ביום" **מעריב** 26.9.1985.
 96 יצחק דיש "שער החליפין תלוי במערכת השכר" **מעריב** 26.11.1985.

בניגוד להחלטת הממשלה להקפיא את שער השקל, פיחת בנק ישראל את המטבע במטרה לשחוק את השכר הריאלי.⁹⁷

הנגיד לא הסתיר את הכוונה שעמדה מאחורי התוכנית: "אם הממשלה לא תקצץ בתקציבה שערי הריבית יישארו גבוהים והסקטור העסקי יפגע. ככל שהקיצוץ התקציבי יהיה עמוק יותר, ניתן יהיה להוריד את הריבית הריאלית ולגרום לריסון חריף פחות של פעילות הסקטור הפרטי".⁹⁸ בהתניה המפורשת של הורדת הריבית בביצוע של קיצוץ תקציבי חרג בנק ישראל מן המנדט שלו. הוא הגדיר לעצמו מטרת מדיניות שלא הוגדרה בחוק. יתר על כן, הבנק אימץ בפועל מטרה של הורדת האינפלציה: "אני לא מכיר מדינה שהצליחה להדביר את האינפלציה בלי כאב. הפעם עשו תכנית כואבת, לדעתי לא מספיק כואבת. אני חושב שצריך היה לקצץ בתקציב המדינה עוד חצי מיליארד דולר".⁹⁹ גם התעשיינים תקפו את מדיניות הריבית של בנק ישראל וטענו כי הוא פועל ללא סמכות, וכי מדיניות הריבית שלו "מקובלת רק בארגוני פשע מאורגן".¹⁰⁰ במהלך החודשים ספטמבר עד נובמבר הייתה המערכת הכלכלית כמרקחה על רקע שיעורי הריבית הגבוהים שקבע בנק ישראל, והמחיר החברתי והכלכלי שהם גבו.

לכל אורך התקופה, מאוגוסט ועד סוף השנה, לא פצה שר האוצר מודעי פה נגד מדיניות הבנק. אף על פי שהעיתונות בתקופה זו הייתה עמוסה בדיווחים על מתקפות נגד הנגיד והבנק, לא ניתן למצוא התייחסות מפורשת של שר האוצר למדיניות הבנק. פרס פנה למנכ"ל משרד האוצר כדי שזה יפנה לבנק ישראל ויבקש ממנו להוריד את הריבית, אך מהלך זה נכשל.¹⁰¹ קיימים דיווחים על כך כי לאור הנתונים הכלכליים בספטמבר, שלפיהם הממשלה חרגה מן התקציב, ביקש מודעי להקשיח את התוכנית.¹⁰² שר האוצר הטיל את מלוא כובד משקלו על הצלחת התוכנית, ואף הצהיר כי יתפטר אם לא תמומש כלשונה.¹⁰³ אם כן, לשר האוצר ולבנק ישראל הייתה מטרה משותפת: כפייה על הממשלה ביצוע קיצוץ דרסטי בתקציבה. על כן ניתן להסיק כי בנק ישראל ושר האוצר פעלו בתיאום, וכי שר האוצר תמך בשתיקה במדיניות הבנק. ההתניה של בנק ישראל השיגה לבסוף את מבוקשה. הממשלה ביצעה את הקיצוץ, ולקראת סוף השנה הצביעו המשתנים הכלכליים על הצלחת התוכנית.

הניתוח ההיסטורי מראה כי תיקון 15 לא נכפה על המערכת הפוליטית, הוא לא היה נתון במחלוקת, ובזמן החקיקה הוא לא נתפס כמהפכני. כמו כן, הניתוח מראה כי לצורך הפעלת המדיניות המוניטרית השמרנית בקיץ וסתיו 1985 לא היה בנק ישראל זקוק לתיקון 15, שכן הבנק השתמש בסמכויות שהיו בידיו בטרם התיקון. כפי שצוקרמן מציין, בנק ישראל היה בעל מידה לא מובטלת של עצמאות משפטית מבחינת השימוש בכלים מוניטריים כבר עם הקמתו. אולם רק לאחר 1985 נעשו הסמכויות שקיבל "בעלות משמעות" כאשר המדינה

- 97 שרגא מקל "מחלוקת בנושא פיחות השקל" מעריב 5.9.1985.
- 98 שרגא מקל "הנגיד קורא לביצוע קפדני של פרטי התכנית הכלכלית" מעריב 6.8.1985; יצחק ריש "בנק ישראל: הריבית עוד אם יושלם הקיצוץ בתקציב" מעריב 29.10.1985.
- 99 עמירם פליישר "ביצוע הקיצוצים – תנאי לירידת הריבית" מעריב 13.9.1985.
- 100 עמירם פליישר "בנק ישראל מקיים ריבית של מאפיה" מעריב 23.9.1985.
- 101 דוד ליפקין "ראש הממשלה יידרש להכריע בהורדת הריבית" מעריב 22.10.1985.
- 102 שרגא מקל "מסמך באוצר: יש לנקוט בקרוב צעדים נוספים – אין די בתכנית" מעריב 19.9.1985.
- 103 "מודעי הבהיר לפרס כי יתפטר אם לא ימומשו כל הגזירות הכלכליות" מעריב 7.7.1985.

הפסיקה להשתמש באשראי מוכוון ושערי החליפין נורידו.¹⁰⁴ כלומר, זו לא החקיקה ששינתה את עוצמתו של הבנק, אלא שינויים רחבים יותר בסביבת המדיניות. בנוסף, הניתוח מראה כי ההכרעה של הנגיד להתנות את סיום מדיניות האשראי המצמצמת בקיצוץ תקציב הממשלה היוותה חריגה מן המנדט, שכן הבנק התעלם מן ההשלכות של המדיניות שלו על התעסוקה והצמיחה, כפי שהחוק חייב אותו לעשות. לבסוף, הניתוח הראה בסבירות גבוהה כי הבנק נהנה מתמיכה של שר האוצר, מכיוון ששני הגופים החזיקו בעמדות כלכליות שמרניות, והם ביקשו לכפות על הממשלה קיצוץ תקציבי.

הטענות מצביעות על כך שאין הלימה הכרחית בין עצמאות משפטית, שמרנות ועוצמה. בנק מרכזי יכול להיות שמרן גם אם החוק אינו מחייב אותו להתנהג באופן זה. יתר על כן, מדיניות שמרנית אינה מעידה בהכרח על עוצמה, שכן היא יכולה לבטא את ההעדפות של הדרג הפוליטי.

3. אפיזודה ג: השינוי שלא היה: ועדת לוין

במהלך שנות התשעים והאלפיים נעשו ניסיונות מספר לשנות את חוק בנק ישראל בחוק מעודכן יותר שישקף את השינויים שחלו בנורמות המקובלות בתחום הבנקאות המרכזית. רבים תופסים את הניסיונות הללו כחלק מן התהליך החקיקתי שהחל ב־1985 והסתיים עם חקיקת החוק החדש ב־2010, ושכמהלכו מוסדו העצמאות והשמרנות של הבנק.¹⁰⁵ אולם בחינה מדוקדקת של התהליך מספרת סיפור מורכב יותר. בתת־פרק זה אבחן את תקופת הנגידות של יעקב פרנקל, ואתמקד במידת השמרנות של הבנק בתקופתו, ובניסיונות של פרנקל לעצב את חוק בנק ישראל בהתאם לתפיסותיו הכלכליות.

יעקב פרנקל מונה לתפקיד הנגיד בתקופת ממשלתו של יצחק שמיר בשנת 1991, והוא ניהל את הבנק במשך כמעט שתי קדנציות, עד שפרש בשנת 2000. תקופתו של פרנקל כנגיד הבנק ושל ממשלכו, דוד קליין, הייתה השמרנית ביותר בהיסטוריה של בנקי ישראל. פרנקל וקליין קידמו תפיסה שלפיה על הבנק לשאוף לאינפלציה נמוכה ככל האפשר, גם אם יש לכך השלכות שליליות על משתנים כלכליים אחרים.¹⁰⁶ על פי מחקרים שבוצעו על ידי מחלקת המחקר של הבנק, פרנקל כיוון למטרות אינפלציה שהיו נמוכות יותר ממטרות האינפלציה שקבעה הממשלה, וכי בקדנציה השנייה שלו כיוון למטרת אינפלציה של אפס.¹⁰⁷ לפי בריקה שלי, במהלך הקדנציה השנייה של פרנקל והקדנציה של קליין החמיץ בנק ישראל את מטרת האינפלציה מלמטה 57 אחוז מהזמן, וזאת בהשוואה ל־13 אחוז מהזמן בקדנציה

104 CUKIERMAN, לעיל ה"ש 33, בעמ' 370.

105 ממן ורוונהק בנק ישראל, לעיל ה"ש 4; לויתן וברקאי, לעיל ה"ש 3.

106 Daniel Maman & Zeev Rosenhek, *The Contested Institutionalization of Policy Paradigm Shifts: The Adoption of Inflation Targeting in Israel*, 7 Soc. ECON. REV. 217 (2008)

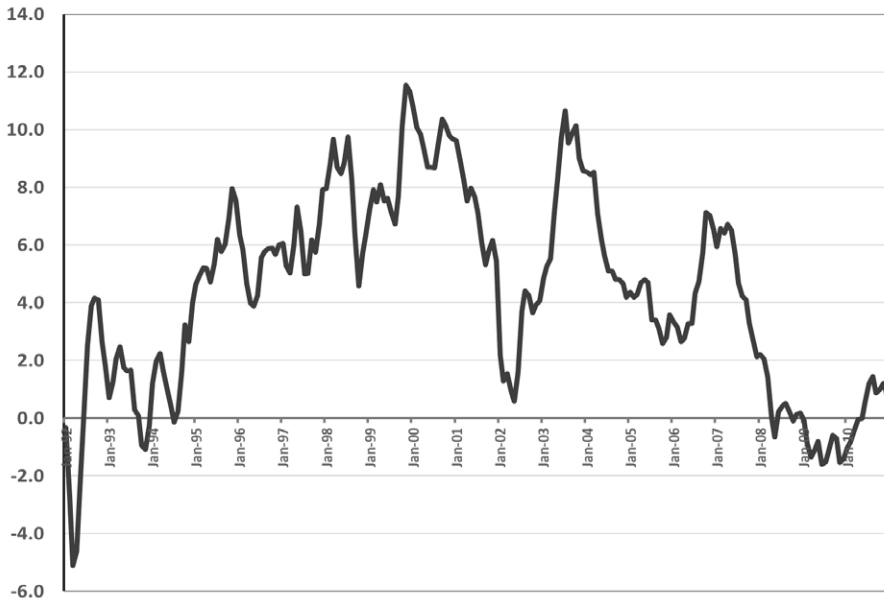
107 ריצמן נגר "החטאת יעד האינפלציה מלמטה בתהליך הדיסאינפלציה בישראל: אסימטריה או יעד סמוי?" (חטיבת המחקר של בנק ישראל 2011); Nathan Sussman, *Monetary Policy in Israel, 1986–2000: Estimating the Central Bank's Reaction Function*, in THE MONETARY HISTORY OF ISRAEL: THE BANK OF ISRAEL. 46 (Haim Barkai & Nissan Liviatan eds., 2007)

הראשונה שלו ו-12 אחוז מהזמן בתקופתו של פישר (טבלה 2). השאלה שבה אתמקד היא כיצד ניתן להסביר את השינוי שחל במידת השמרנות של הבנק בקדנציה השנייה של פרנקל.

טבלה 2: שמרנות בנק ישראל בשלוש תקופות (1992-2012)¹⁰⁸

האינפלציה בפועל ומטרות האינפלציה של הממשלה (אחוז הזמן לפי ממוצע חודשי)

תקופה	הנגידים המכהנים	אינפלציה מעל החסם העליון	אינפלציה בתחום	אינפלציה מתחת לחסם התחתון	סה"כ
1996-1992	פרנקל	67	20	13	100
2005-1997	פרנקל וקליין	26	17	57	100
2012-2006	פישר	48	40	12	100



תרשים 1: הריבית הריאלית של בנק ישראל¹⁰⁹

הריבית הריאלית של בנק ישראל מחושבת כפער בין ריבית בנק ישראל הנומינלית והאינפלציה במשק. העלאת הריבית משמעותה כי הבנק המרכזי נוקט מדיניות מוניטרית מצמצמת המובילה לצמצום האשראי וההשקעות במשק.

¹⁰⁸ חישוב של הכותב. נתוני האינפלציה מתוך הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה "מדד המחירים לצרכן, טבלה 13.3". שנתון סטטיסטי לישראל 2010 (2010) (להלן: שנתון סטטיסטי לישראל 2010).

¹⁰⁹ חישובי המחבר. נתונים לגבי הריבית הנומינלית של בנק ישראל מתוך בנק ישראל הריבית שמפרסם בנק ישראל – 1995 ואילך (<https://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Lists/>); וכן מתוך בנק ישראל "ריבית בנק ישראל והריבית BoiTablesAndGraphs/bointerh.xls

פרנקל היה כלכלן בוגר המחלקה לכלכלה באוניברסיטת שיקאגו, ושירת ככלכלן הראשי של קרן המטבע הבינלאומית בשנים 1987-1991. בתקופה זו קרס הגוש הקומוניסטי והואץ תהליך האינטגרציה האירופי. בתוקף תפקידו היה פרנקל שותף לעיצוב הרעיונות הכלכליים והמוניטריים שעמדו ביסוד פרויקט האיחוד האירופי. עמדתו שיקפה את הקונצנזוס שהתגבש באירופה באותה תקופה שלפיו על הבנק המרכזי להתמקד במטרת אינפלציה נמוכה מאוד. "יציבות מחירים נתפסת לאחרונה – בצדק לדעתנו – כתנאי הכרחי (אך לא מספיק) להשגה של כל שאר המטרות הכלכליות, ככלל זה צמיחה בת־קיימא", כתב במאמר שפרסם באותה תקופה.¹¹⁰

תחת ממשלת רבין – ואברהם בייגה שוחט כשר אוצר – אשר ניהלה מדיניות פסקלית מרחיבה, לא נותרה לפרנקל ברירה אלא להתאים את עצמו לסדר העדיפויות של הממשלה.¹¹¹ לאחר ניצחון הליכוד בבחירות והרכבת ממשלת נתניהו הקשיח פרנקל את המדיניות המוניטרית במידה ניכרת. הריבית הריאלית, שהחלה לעלות בשנת 1995, הגיעה לרמות של בין 6 ל-12 אחוז בשנים הבאות (תרשים 1). נשאלת השאלה האם קיים קשר סיבתי בין ניצחון הליכוד בבחירות והשינוי במידת השמרנות של מדיניות בנק ישראל. ניתן למצוא רמזים לתשובה לשאלה זו מן הפעילות הפרלמנטרית בנושא חוק בנק ישראל.

בשנים 1994 ו-1995 חוקקה הכנסת שלושה תיקונים לחוק בנק ישראל שמטרת כולם הייתה הגבלה בצורה זו או אחרת של הבנק או של הנגיד: תיקון 17 הגביל את התעסוקה של עובדי הבנק לאחר פרישתם,¹¹² תיקון 18 הרחיב את גמישות הממשלה ביחס למקדמות שעדיין מותר היה לקבל מבנק ישראל למרות תיקון 15,¹¹³ ותיקון 19 הכפיף את הבנק למשרד מבקר המדינה.¹¹⁴ פעילות פרלמנטרית זו הגיעה לשיאה בתקופת ממשלת הליכוד בהצעת חוק פרטית לתיקון חוק בנק ישראל שהגיש שוחט – כעת חבר כנסת מן השורה במפלגת העבודה – בשיתוף עם מאיר שטרית ממפלגת הליכוד ואברהם פורז ממפלגת שינוי. הצעת החוק, כפי שהוצגה על ידי שוחט בכנסת בתחילת 1997, דרשה להקים ועדה מוניטרית המורכבת מחמישה חברים: הנגיד, אחד מראשי המחלקות בבנק, כלכלן אקדמי, אישיות כלכלית ונציג משרד האוצר. "חמישה אנשים ישבו, ידונו, יכתבו פרוטוקול... הדבר לא בא לפגוע בעצמאות בנק ישראל, הוא בא לקבוע שלא אדם אחד בלבד יקבע את אורח פעולתו של המשק".¹¹⁵ הצעת החוק נועדה למנוע מפרנקל לקבוע מדיניות מוניטרית ללא התייעצות, ובניגוד לעמדת כלכלנים בכירים בבנק. הצעת החוק עברה בקריאה ראשונה, אך כפי שנראה להלן, נבלמה על ידי הממשלה.

המוצגות (1995), <https://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Lists/BoiTablesAndGraphs/>, נתונים לגבי האינפלציה מתוך שנתון סטטיסטי לישראל 2010, לעיל ה"ש 108. boirib94h.xls

Jacob A. Frenkel & Morris Goldstein, *Monetary Policy in an Emerging European* 110
Economic and Monetary Union: Key Issues, 38 IMF ECON. REV. 356 (1991)

111 בנק ישראל דוח בנק ישראל 1994 6-7 (מחלקת המחקר של בנק ישראל 1994).

112 חוק בנק ישראל (תיקון מס' 17), התשנ"ה-1995, ס"ח 147.

113 חוק בנק ישראל (תיקון מס' 18), התשנ"ה-1995, ס"ח 196.

114 חוק בנק ישראל (תיקון מס' 19), התשנ"ה-1995, ס"ח 375.

115 הצעת חוק בנק ישראל (תיקון – ניהול מדיניות מונטרית), התשנ"ז-1996, ד"כ 19.2.1997.

נקודת ציון נוספת בהסלמת היחסים בין בנק ישראל והמערכת הפוליטית הייתה משבר קופות הגמל בשנים 1995 ו-1996.¹¹⁶ על רקע המאבק של בנק ישראל באינפלציה והעלאת הריבית, שהגיעה לשיעור של 8 אחוזים (ריאלית), החלו חוסכים למשוך חסכונות ארוכי טווח, ובכלל זה את חסכונות הפנסיה שלהם. חברות הפנסיה נאלצו למכור איגרות חוב ממשלתיות כדי להיענות לדרישת החוסכים, מגמה שהובילה לפילת מחירי איגרות החוב, והעמידה בסכנה את יציבות המערכת הפיננסית. חברי כנסת דרשו מפרנקל להתערב ולרכוש את איגרות החוב כדי למנוע קריסה. בוועדת הכספים הוטח בפניו כי "95 אחוז מהכלכלנים... חושבים שהמדיניות המוניטרית שלך איננה נכונה".¹¹⁷ תגובתו של פרנקל הייתה רפה, והוא טען שהבנק לא יספק "רצפת בטון" למחירי איגרות החוב הממשלתיות.¹¹⁸

בתגובה לפעילות הפרלמנטרית, שנתפסה כאיום על הבנק, מינה פרנקל ועדה פנימית בראשות ראש מחלקת המחקר של הבנק, צבי זוסמן. לצידו ישבו אבי בן בסט, כלכלן מחלקת המחקר, ודוד קליין, ראש המחלקה המוניטרית. פרנקל, כפי הנראה, קיווה להשתמש בהמלצות הרוח כדי לקדם הצעת חוק מטעם הבנק. אולם, בניגוד לציפיות, לא הצליחו חברי הוועדה להגיע להסכמות ובמקום המלצה אחידה כלל הרוח חלופות מספר, כאשר כל אחת מהן ייצגה את עמדתו של כלכלן אחר. הרוח ציין כי "היו בצוות דעות שונות באשר לשאלה האם על הבנק לפעול להשגת יעדים נוספים [בנוסף ליציבות מחירים]".¹¹⁹ לאחר שהוגש הוסתר הרוח על ידי הנגיד במשך חודשים מספר. משנחשף, הגיע לידי שוחט וזה טען כי הרוח "קובע המלצה ברורה שעומדת בניגוד לכל הצהרה שמושרד הנגיד".¹²⁰

לאחר שהצעת החוק של שוחט זכתה לפופולריות בקרב חברי הכנסת ואושרה בקריאה ראשונה, נקטה ממשלת הליכוד מהלכים אחדים כדי לחסום את החקיקה. ראשית, יו"ר ועדת הכספים דחה את הדיון בהצעה בטענה שהממשלה מבקשת לקדם הצעת חוק משלה. במקביל הקים ראש הממשלה נתניהו, בעצה אחת עם פרנקל, ועדת מומחים בנושא חוק בנק ישראל.¹²¹ בראש הוועדה עמד השופט דב לוין, שעל שמו נקראה הוועדה. בנוסף, היא כללה את הכלכלנים חיים בן-שחר ואלכס צוקרמן, ולצידם ארנון גפני, הנגיד לשעבר, הרב שלמה לורנץ, יחזקאל פלומין, חבר ליכוד, ויעקב רובין, ראש לשכת עורכי הדין לשעבר. ראוי לציין כי בין נתניהו ופרנקל התקיימו יחסי אמון קרובים. מעבר לעובדה שנתניהו המליץ על מינויו של פרנקל לקדנציה שנייה, הוא גם מינה אותו לעמוד בראש המועצה לייעוץ כלכלי במשרד ראש הממשלה, מוסד שלא היה קיים לפני כן.¹²² חברי כנסת ממפלגת העבודה אף טענו כי פרנקל היה שותף לניסוח המצע הכלכלי של הליכוד בבחירות של

116 בנק ישראל דוח בנק ישראל 1996 165 (1996).

117 פרוטוקול ישיבה 7 של ועדת הכספים, הכנסת ה-14 (23.7.1996).

118 ד"כ 17.7.1996.

119 צבי זוסמן "רוח ביניים בדבר מבנה בנק ישראל ותפקידיו" (24.6.1996). א"מ ג-9145/6.

120 צבי לביא "שוחט: פרנקל ניסה למנוע ממני לפרסם את רוח זוסמן – ואף הסתירו זמן רב ממרדור" גלובס 27.3.1997.

121 ממן ורוזנהק בנק ישראל, לעיל ה"ש 4, בעמ' 155.

122 Bank of Israel Governor Jacob Frenkel to Head PM's Economic Advisory Council,

.ISRAEL MINISTRY OF FOREIGN AFFAIRS (June 19, 1996) tinyurl.com/y6knt3rp

1996. ¹²³ הראיה המוצקה ביותר לתמיכה שפרנקל קיבל מנתניהו היא העובדה שכאשר התלקחה מחלוקת בין שר האוצר דן מרידור ופרנקל על רקע רצועת הניוד, מי שנאלץ להתפטר היה שר האוצר ולא הנגיד. ¹²⁴ הרכב ועדת המומחים גם הוא העיד על הכוונה שעמדה מאחורי המינוי שלה: שני הכלכלנים בוועדה, בן שחר וצוקרמן, היו ידועים בעמדותיהם המוניטריות השמרניות. רבים סברו כי המלצות הוועדה צפויות לאמץ את העמדה של פרנקל. ¹²⁵ בדיוני הוועדה הציגו פרנקל וקליין את העמדה השמרנית המקובלת כי יש "לתת לבנק המרכזי יעד ממוקד" של מטרת אינפלציה, ולשחרר אותו ממטרות אחרות. לתפיסתם, צריכה להתקיים "חלוקת עבודה" בין הרשויות המוניטריות והפיסקליות. ¹²⁶ משמעות הדבר היא שהבנק המרכזי אינו צריך להתחשב בהשפעה של מדיניותו על צמיחה ותעסוקה. כמו כן הציגו פרנקל וקליין כי הוועדה המוניטרית תהיה מורכבת משלושה עובדי בנק, אחד מהם הנגיד עצמו, ושני חברים שימונו על ידי הממשלה בהסכמת הנגיד. ¹²⁷ פרנקל הצדיק את עמדתו בטענה שהם למעשה תרגמו "מילולית ככתבו ולשונו את השפה שבחקיקת מסטריך". ¹²⁸ לטענתם, היה קיים "קונצנזוס" סביב מודל מאסטריכט. ¹²⁹ מכל בחינה שהיא, עמדותיהם של פרנקל וקליין משקפות את העמדה השמרנית שתיארתי בחלק א של המאמר. חברי הוועדה נטו לקבל את עמדת פרנקל וקליין, ואף הציגו עמדה שמרנית עוד יותר. השופט לויין סבר שחוק בנק ישראל כמוהו כחוק יסוד המעגן זכות אזרחית יסודית למטבע יציב: "השאלה מתעוררת... אם מעגנים בחוק יסוד את [יציבות] המחירים, כיעד של בנק ישראל". בדיונים הוזכרה העובדה שהשופט אהרן ברק התייחס לאינפלציה כפגיעה בזכות הקניין. ¹³⁰ חיים בן שחר ואלכס צוקרמן סברו כי יש להוציא מידי הממשלה את הסמכות לקבוע את יעדי האינפלציה, ולקבוע את יעד האינפלציה בחוק. זאת מתוך חשש שקיימת סתירה בין עצמאות הבנק והעובדה שהממשלה קובעת את מטרת האינפלציה. ¹³¹ הממצא המפתיע העולה מתוך הפרוטוקולים של ועדת לויין הוא הביקורת הקשה והמפורשת שמתחו כלכלני בנק ישראל, צבי זוסמן ואבי בן-בסט, על עמדתו של הנגיד המכהן. זוסמן ובן-בסט דחו את תפיסת "הפרדת הרשויות" שהציג פרנקל, בטענה שהיא לא מעשית. בפועל, חייב להיות שיתוף פעולה בין הרשות המוניטרית והפיסקלית. השאלה, הסביר

- 123 פרוטוקול ישיבה 5 של ועדת הכספים, הכנסת ה-14 (18.7.1996).
- 124 "שר האוצר דן מרידור התפטר. מקורביו: נתניהו וליברמן פעלו להדחתו" גלובס (18.6.1997) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=63029>
- 125 זאב קליין והרס מגן "הערכות: רוב לתומכי עמדותיו של פרנקל בוועדה לבחינת חוק בנק ישראל" גלובס (21.12.1997). <https://tinyurl.com/yrrzsrp5>
- 126 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 24.8.1998" 16. א"מ ג-9145/1.
- 127 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 4.3.1998" 139. א"מ ג-9145/2.
- 128 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 4.2.1998" 4. א"מ ג-9145/1.
- 129 "מודל מאסטריכט" מתייחס למודל הבנקאות המרכזית של הבנק המרכזי של אירופה (European Central Bank). קווים לדמותו של המודל שורטטו במסגרת ההכנות לקראת החתימה על הסכם מאסטריכט, ההסכם להקמת האיחוד האירופי, שנחתם בשנת 1992.
- 130 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 30.3.1998" 15. א"מ ג-9145/4.
- 131 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 27.5.1998" 28. א"מ ג-9144/5 (להלן: ישיבה מיום 27.5.1998).

זוסמן, היא "איך אני שומר על עצמאות של גוף כמו בנק ישראל, ויחד עם זה מוודא שיהיה תיאום בפעולות, תיאום בינו ובין הממשלה".¹³² בן בסט דחה את הטענה כי קיים "קונצנזוס" בין הכלכלנים סביב מודל מאסטריכט. מדובר ב"אופנה", אמר. "זה דבר חדש, החל רק בתחילת שנות התשעים, אנחנו שומעים עליו הרבה, אני לא יודע אבל אם דיווחו לכם כמה מדינות אימצו אותו, שתיים עשרה מדינות ואולי אני טועה במספר ויש היום ארבע עשרה. אז איפה כל עוד 130 מדינות שלא כל כך רוצות לאמץ את האופנה החדשה ואני טוען שהם לא מאמצות".¹³³ בן בסט התלונן על כך שכבנק ישראל "הרוח נושבת להקצנה של יציבות מחירים כמעט כיעד בלעדי".¹³⁴

גם המומחים הזרים שהוזמנו להעיד בפני הוועדה דחו את עמדתו של פרנקל. סטנלי פיישר ביטל באופן חד-משמעי את הרעיון כי יש לקבוע בחוק את יעדי האינפלציה: "חייב להיות קשר בין המטרות והנקבעות על ידי הממשלה הנבחרת באופן דמוקרטי והמטרות של הבנק המרכזי".¹³⁵ צ'ארלס גודהרט (Goodhardt), חבר הוועדה המוניתרית של הבנק המרכזי של בריטניה, גם הוא דחה את הרעיון לקחת מן הממשלה את הסמכות לקבוע את מטרות הבנק, והוא ביקר את מודל מאסטריכט שעושה זאת.¹³⁶

על אף ההרכב השמרני של הוועדה, בהמלצותיה היא אימצה נוסחה הקרובה יותר להצעת החוק של שוחט מאשר להצעה של פרנקל. הוועדה המליצה כי הממשלה תקבע את מטרות האינפלציה, וכי הוועדה המוניתרית תביא בחשבון גם את מטרות הממשלה בתחום הצמיחה והתעסוקה. כמו כן היא המליצה כי שלושה מתוך חמשת החברים בוועדה המוניתרית יהיו מומחים "שאינם עובדי המדינה או עובדי הבנק".¹³⁷ על רקע חוסר ההלימה בין המלצות הוועדה ועמדת הנגיד המכהן הוקפא תהליך החקיקה למשך כעשור.

הממצא הבולט והחשוב העולה מתוך הניתוח של השינוי שלא קרה הוא העובדה כי עמדתו השמרנית של פרנקל נדחתה על ידי עמיתיו הכלכלנים המקומיים והזרים. גם בשנות התשעים לא ייצג פרנקל את העמדה המקובלת בקרב הבנקאים המרכזיים. ממצא זה דוחה את ההנחה המקובלת כאילו הבנקאים המרכזיים מתפקדים כקהילה אפיסטמית בעלת עמדות אחידות ושמרניות, וכי הפוליטיקאים הם בעלי העדפות אנטי-שמרניות. בפועל, משאב העוצמה העיקרי של פרנקל היה התמיכה שקיבל מראש הממשלה גופו. ממצאים אלו חותרים תחת הנחת היסוד של התאוריה הסוציולוגית לחקר בנקים מרכזיים כי ההסכמה בין הבנקאים המרכזיים היא אחד ממשאבי העוצמה העיקריים שלהם.

4. אפיוזודה ד: חוק בנק ישראל החדש

מיד עם מינויו למשרת נגיד בנק ישראל ב-2005 הצהיר סטנלי פיישר כי יעמיד את המטרה של קידום חוק חדש לבנק ישראל בראש סדר העדיפויות. באותה הזדמנות העביר מסר פייסני

132 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 30.3.1998". א"מ ג-9145/4.

133 שם.

134 שם, בעמ' 28.

135 ישיבה מיום 27.5.1998, לעיל ה"ש 131, בעמ' 23.

136 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "ישיבה מיום 14.4.1998" 57. א"מ ג-9144/3.

137 הוועדה לבחינת חוק בנק ישראל "דין וחשבון מסכם 3.12.1998". א"מ ג-9146/3.

למשרד האוצר והצהיר שיקבל את העיקרון של רוב לנציגי ציבור בוועדה המוניתרית.¹³⁸ משרד האוצר, מצידו, הגיב גם הוא במסר פייסני, וביטל את רצועת הניוד – נושא שהיה נתון במחלוקת בין האוצר והבנק. "פישר הוא לא קליין", צוטטו פקידי האוצר בעיתונות.¹³⁹ הטענה כי עמדותיו הכלכליות של פישר היו שונות מהותית מאלו של פרנקל וקליין תעמוד במרכז הדיון בפרק זה של המאמר. אראה כי עמדותיו של פישר היו קרובות יותר לעמדה הפוסט-קיינסיאנית כלפי תפקידי הבנק המרכזי, גם אם לא ניתן לתאר את עמדותיו של פישר כפוסט-קיינסיאניות. אטען כי הבדלי העמדות בין פישר ופרנקל משקפים שינויים מהותיים בתפיסות הכלכליות שלהם, אף על פי שהבדלים אלו התחדרו גם כתוצאה מן המשבר הפיננסי הגלובלי.

פישר הביע עמדות הטרודוקסיות בנוגע לתפקידיו של בנק מרכזי עוד בטרם מונה לנגיד בנק ישראל. כבר ב-1995, כאשר "הקונצנזוס החדש" היה בשיאו, טען פישר כי אסור שבנק מרכזי יהיה "יותר מדי עצמאי", משום שזה יהפוך אותו "לפחות מדי רגיש לצורך לייצב את התוצר".¹⁴⁰ את גישתו תיאר פישר כ"מטרת אינפלציה גמישה" או כ"שיקול דעת במסגרת מגבלות".¹⁴¹ במאמר משנת 1991 טען כי בכלכלות עולות (emerging economies) היתרונות מרמת אינפלציה נמוכה מתבטלים על רקע הנזק הכלכלי והחברתי שהמדיניות המוניטרית השמרנית עלולה לגבות.¹⁴² בנאומו בוועדת הכספים לאחר מינויו הדגיש פישר כי "חשוב [שהבנק המרכזי] לא יתמקד רק באינפלציה".¹⁴³ במסגרת התפיסה של מטרת אינפלציה גמישה, הוא התעקש כי לבנק תינתנה שנתיים להגיע למטרת האינפלציה, פרק זמן ארוך למדי שאפשר לבנק מרחב שיקול דעת גדול. ואכן, החוק החדש קבע כי על הבנק לשמור על יציבות "לאורך זמן", כלומר מצב שבו "שיעור האינפלציה יהיה בתחום יציבות המחירים... בתוך תקופה שלא תעלה על שנתיים". בנוסף, החוק החדש מציין כי על בנק לתמוך במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, כמו "צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים", וכן "לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה". מטרת היציבות הפיננסית היא בעלת משקל גדול במיוחד, והיא אינה מותנית בכך שהשגתה לא תפגע במטרה של יציבות מחירים.¹⁴⁴ מטרות הבנק שהתקבלו בחוק, מלבד המטרה של שוויון חברתי, הן העתק כמעט מדויק של הנוסח שהציג פישר בנאומו בוועדת הכספים במאי

138 מירב ארלוזורוב "לאחר עשור מסתמנת הסכמה על חוק בנק ישראל: מועצה מוניטרית ובה הנגיד, המשנה ושלושה נציגי ציבור תנהל הבנק" **TheMarker** (20.9.2005) <https://tinyurl.com/2y32jusb>

139 מוטי בסוק "למה בוטל האלכסון? כי פישר הוא לא קליין" **הארץ** (16.6.2005) <https://tinyurl.com/2p9wrt75>

140 Stanley Fischer, *Central-Bank Independence Revisited*, 85 AM. ECON. REV. 201 (1995)

141 Stanley Fischer, *Panel Discussion*, in RESERVE BANK OF AUSTRALIA 50TH ANNIVERSARY SYMPOSIUM 38 (Christopher Kent & Michael Robson eds., 2010) (להלן: Fischer).

142 Rudiger Dornbusch & Stanley Fischer, *Moderate Inflation*, 7 WORLD BANK ECON. REV. 1 (1993)

143 פרוטוקול ישיבה של ועדת הכספים, הכנסת ה-18 (23.2.2010) (להלן: ועדת הכספים 23.2.2010).

144 חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, לעיל ה"ש 7.

2005, מייד לאחר כניסתו לתפקיד.¹⁴⁵ עובדה זו מלמדת שהחוק החדש שיקף את ההעדפות המדיניות של פישר, ולא היה פשרה עם הדרג הפוליטי. המשקל הנמוך יחסית שייחס החוק החדש למטרה של יציבות מחירים, והחשיבות שהוא ייחס לשאר המטרות וכן לשיתוף הפעולה עם הממשלה, מסבירים את הביקורת שספג פישר מן הנגיד הקודם, דוד קליין. קליין טען כי החוק החדש פגע במעמדו ובעצמאותו של בנק ישראל.¹⁴⁶ לטענתו, "ב-11 מתוך 97 סעיפים בחוק בנק ישראל החדש מופיע שר האוצר. בחוק הקודם (משנת 1954) הוא לא הופיע כלל. העובדה שצרכים להתייעץ אתו על כל נושא, פוגעת בעצמאות בנק ישראל", כתב.¹⁴⁷ קליין טען שהחוק החדש הפך את הבנק לפחות עצמאי.

מבחינת המחויבות של הבנק למטרת אינפלציה נמוכה, הממצאים מראים כי בתקופתו של פישר היה הבנק שמרני פחות מבתקופת הקדנציה השנייה של פרנקל וזו של קליין: בתקופתו החמיץ הבנק את מטרת האינפלציה כלפי מטה רק 12 אחוז מן הזמן, וזאת בהשוואה ל-57 אחוז מן הזמן בתקופה של פרנקל וקליין (טבלה 2). השוואה זו אינה לוקחת בחשבון את העובדה כי רמות האינפלציה בתקופתו של פישר היו נמוכות יותר. מנגד, בקדנציה הראשונה של פרנקל היו רמות האינפלציה גבוהות, ועל פי מדד זה מידת השמרנות שלו הייתה נמוכה מזו שבמהלך הקדנציה השנייה שלו.

ביטוי נוסף לעמדה ההטרודוקסית של פישר הוא המדיניות שלו בתחום מטבע חוץ. בנק ישראל החל לרכוש מטבע חוץ באוקטובר 2007. הדוח השנתי הסביר כי "בנק ישראל רכש השנה מט"ח בהיקף ניכר לצורך הגדלת היתרות ועל רקע הייסוף המואץ".¹⁴⁸ ניסוח זה מצביע על כך שהבנק ביקש להשפיע על שער החליפין, מטרה שאינה מקובלת על הגישה השמרנית. במרץ 2008 הכריז הבנק על תוכנית להגדלת יתרות מטבע חוץ לסכום של 40 מיליארד דולר בקצב של 25 מיליון דולר ליום, ובסוף השנה הכריז הבנק על הגדלת קצב הרכישה ל-100 מיליון דולר ליום ללא תקרה מוצהרת.¹⁴⁹ דוח הבנק הסביר כי "במקביל לרכישות המט"ח והאג"ח משתמש בנק ישראל בכלים העומדים לרשותו כדי לספוג את הכספים אותם מזורים בכיצוע הרכישות".¹⁵⁰

מדיניות רכישת הדולרים של פישר משכה ביקורת מתוך הבנק ומחוצה לו.¹⁵¹ דוח ה-OECD כתב כי היקף יתרות מטבע החוץ של ישראל הגיעו לרמה של "יותר מסבירה"

145 פרוטוקול ישיבה של ועדת הכספים, הכנסת ה-16 (30.5.2005).

146 דוד קליין פרופ' סטנלי פישר הנגיד השמיני של בנק ישראל: מה ירש ומה הוריש (2014).

147 אדריאן פילוט "דוד קליין תוקף את פישר: יצר בוועת נדל"ן והותיר ב" לא עצמאי" גלובס <https://tinyurl.com/yckpdapa> (20.5.2014).

148 בנק ישראל דוח בנק ישראל לשנת 2007 (2007).

149 "מה-24/03/08, יפעיל בנק ישראל תכנית להגדלת רמת יתרות המטח בכ-10 מיליארד דולר על פני כשנתיים עי רכישות מטח של כ-25 מיליון דולר ביום" בנק ישראל (20.3.2008) <https://tinyurl.com/4tr723ur>.

150 "שאלות ותשובות בעניין הגברת היקף רכישות האג"ח הממשלתיות והמשד רכישות המט"ח" בנק ישראל (25.3.2009).

151 ריאיון של הכותב עם סטנלי פישר, נגיד בנק ישראל ה-8 (28.7.2011).

ולכן "על הבנק לחזור מהר ככל האפשר למשטר של שער חליפין נייד".¹⁵² לטענת הנגיד הקודם, קליין, בנק ישראל נכנע ללחצים מצד היצואנים, שאיימו כי "אם סטנלי לא יתערב בשוק המט"ח ויבלום את התחזקות השקל, הם יביאו לכנסת הצעה לשים עליו ועדה שתקבע את הריבית".¹⁵³ בנק ישראל אכן החל לרכוש דולרים לאחר דרישה מצד היצואנים,¹⁵⁴ אולם פישר הצביע על הצורך בהתערבות בשוק מטבע החוץ עוד לפני מינויו לנגיד. במאמר שפרסם ב-2001 טען כי קיים "מנעד רחב של הסדרי שער חליפין גמיש אפשריים", וכי "יש לצפות שממשלות ברוב המדינות לא יהיו אדישות לתנודות בשער החליפין".¹⁵⁵ עמדה זו התגבשה, כפי הנראה, בעקבות המשבר האסיאתי שבמהלכו היה פישר כלכלן במחלקת המחקר של קרן המטבע.¹⁵⁶ בעקבות המשבר הגיע פישר למסקנה כי מדינות קטנות חייבות לצבור יתרות מטבע חוץ כאמצעי הגנה מפני זעזועים חיצוניים.¹⁵⁷ לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי טען כי "אסור שכלכלה קטנה ופתוחה תהיה אדישה להתנהגות של שער החליפין שלה".¹⁵⁸ החשיבות שייחס פישר לצבירה של יתרון מטבע חוץ הרחיקה אותו מן הקונצנזוס השמרני. מאפיין הטורדוקסי נוסף של מדיניות פישר הוא המשקל שייחס למטרה של יציבות פיננסית. מייד עם כניסתו לתפקיד הסביר פישר לחברי ועדת הכספים:

התפקיד המסורתי של הבנק המרכזי הוא מה שנקרא להיות המלווה לעת מצוקה. קוראים לזה באנגלית: לנדר אוף לאסט ריזורט... זה מלווה כמוצא אחרון. אנחנו קוראים לזה תפקיד הבנק המרכזי, כאימא [של הבנקים]. זאת האימא שצריכים לרוץ אליה כאשר יש משבר פיננסי, כאשר צריכים מימון כדי להציל וזה התפקיד המסורתי של הבנק המרכזי.¹⁵⁹

תקופה קצרה לאחר שנכנס לתפקידו פיטר פישר את המפקח על הבנקים יואב להמן, שמונה על ידי קליין. לתפיסתו של פישר, להמן העניק משקל גדול מדי לעידוד התחרותיות

- OECD, OECD Economic Surveys: Israel 2009, 13 (2010) 152
- דיאנה בחור ניר ואדריאן פילוט "פישר גרם לבנק ישראל להתמכר לרכישת דולרים" כלכליסט 153
<https://tinyurl.com/ys2e39vu> (18.11.2019)
- אורה קורן "התאחדות התעשיינים מאיימת: נפטר עובדים אם הדולר ימשיך להידרדר" TheMarker 154
<https://tinyurl.com/2s3rkvjj> (18.11.2019)
- Stanley Fischer, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, 15 J. ECON. 155
 PERSP. 3, 5 (2001)
- המשבר האסיאתי פרץ ב-1997 במדינות המזרח-אסיאתיות כגון תאילנד, אינדונזיה, קוריאה 156
 הרומית והפיליפינים כתוצאה מתנודות מהירות בתנועות הון בינלאומיות. ראו: Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini, What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: A Macroeconomic Overview (Nat'l bureau of Econ. Rsch., Working Paper .No. 6833 1999)
- Stanley Fischer, *On the Need for an International Lender of Last Resort*, 13 J. ECON. 157
 PERSP. 85 (1999)
- Fischer, לעיל ה"ש 141, בעמ' 39. 158
- ועדת הכספים 23.2.2010, לעיל ה"ש 143. 159

במערכת הבנקאית והזניח את יציבות המערכת הבנקאית.¹⁶⁰ הזרו לפיטורין היה דוח של קרן המטבע הבינלאומית אשר קבע כי קיימים סיכונים מערכתיים גבוהים במערכת הבנקאית הישראלית, ופישר ייחס זאת להתנהלות של להמן.¹⁶¹ להערכתו, אין זה מקרה כי להמן תפס את המטרה העיקרית של תפקיד המפקח כשמירה על הלקוחות ולא כשמירה על יציבות המערכת הבנקאית. ניתן להסביר זאת על בסיס העמדה השמרנית המצמצמת את אחריות הרשויות המוניטריות ליציבות מחירים. תפיסה זו אפיינה גם את הנגיד קליין. בתקופתו של קליין קרסו שני בנקים מסחריים – הבנק למסחר והבנק לפיתוח התעשייה – ורכים ראו בבנק ישראל את האחראי לכך. בתגובה העבירו הנגיד והמפקח את האחריות לקריסה אל הממשלה, אל הבנקים ואף אל הלקוחות.¹⁶² ראשי הבנקים ביקרו גישה זו של הבנק וקראו להפרדה בין הפיקוח על הבנקים לבין הרשות המוניטרית, משום שלטענתם הבנק הקריב את יציבות המערכת הבנקאית על מזבח יציבות המחירים.¹⁶³ מגמה זו השתנתה בתקופתו של פישר; פישר ספג ביקורת הפוכה, שהוא מספק יותר מדי הגנה למערכת הבנקאית.

בנוסף לרכישת מטבע חוץ עשה פישר שימוש במכשיר נוסף שאינו חלק מארגז הכלים של בנק מרכזי שמרני: רכישת איגרות חוב ממשלתיות. בפברואר 2009 החל בנק ישראל לרכוש איגרות חוב ממשלתיות, מדיניות שנמשכה לאורך השנה. הכוונה הייתה להגיע להיקף של עד 20 מיליארד ש"ח. דוח בנק ישראל הסביר כי "רכישת האג"ח נועדה לתמוך בירידת הריביות לטווחים ארוכים יותר, ובכך להקל את תנאי האשראי במשק ולתמוך בפעילות הכלכלית".¹⁶⁴ הבנק הגדיל את היקף איגרות החוב הממשלתיות מ-0.8 אחוז מתוך המאזן שלו ל-5.5 אחוז.¹⁶⁵ יש לציין כי הבנק הפדרלי והבנק של אנגליה החלו לרכוש איגרות חוב ממשלתיות במסגרת מדיניות ההרחבה הכמותית במרץ 2009, והבנק המרכזי של אירופה במאי 2010.¹⁶⁶ כלומר, בנק ישראל הקדים את הבנק הפדרלי ואת הבנק של אנגליה ברכישות של איגרות חוב ממשלתיות.

בנוסף, בתקופת פישר התנגד הבנק לניסיונות לכפות על הבנקים הורדה של שיעורי העמלות שגבו מן הלקוחות. הנושא עלה על סדר היום הציבורי לאחר פרסום דוח "ועדת זקן" לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות ביולי 2012. בדיונים בוועדות הכנסת טען מנכ"ל המועצה לצרכנות כי בנק ישראל "נרדם בשמירה", וכי הדוח מהווה "כתב אישום חמור נגד מחדלי בנק ישראל בהגנת הצרכנים... ומחיר ההזנחה של הגנת הצרכנים נמדד

160 "האופוזיציה של להמן בבנק ישראל: השקיע בנושאים שוליים של הפיקוח על הבנקים" *TheMarker* (15.3.2006), <https://www.themarker.com/misc/1.357704>.

161 IMF, Israel: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation, <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2007/024/article-A002-en.xml> (2007).

162 פרוטוקול ישיבה 385 של ועדת הכספים, הכנסת ה-15 (6.5.2002).

163 דורית בר "ראשי הבנקים: להוציא הפיקוח על הבנקים מסמכות הנגיד" *Ynet* (30.9.2002), <https://www.ynet.co.il/articles/0,7340,L-2146455,00.htm>.

164 בנק ישראל דוח בנק ישראל לשנת 2009 109 (2009).

165 שם, בעמ' 109.

166 Brett W. Fawley & Christopher J. Neely, *Four Stories of Quantitative Easing*, 95 *FED. RRV. BANK ST. LOUIS REV.*, 51 (2013).

במיליארדים רבים של שקלים בעמלות ובריכויות שהצרכנים היו צריכים לשלם.¹⁶⁷ פישר הגן על עמדת הבנק וטען כי "בנקים שלא מרוויחים לא יכולים לספק אשראי בריכויות נמוכות ולהיות מוסדות יציבים. אם לא נשמור על הבנקים – נשלם מחיר. אם יבוא משבר – לא יהיו לנו בנקים איתנים".¹⁶⁸ בעיתונות נטען כי בנק ישראל הפך לרגולטור שבוי בידי הבנקים.¹⁶⁹ ביקורת זו גובתה בדוח של ועדת חקירה פרלמנטרית שקבע כי "הפיקוח על הבנקים בישראל מתנהל מול המערכת הבנקאית כרגולטור שבוי אשר לא פועל להרתעת מפוקחיו", וכן כי "מדיניות הפיקוח מדגישה תהליך של 'דיאלוג' מתמשך עם התאגידים הבנקאים... ואכיפה בלתי פורמלית... ולא תהליך של אכיפה רגולטורית אפקטיבית".¹⁷⁰

הממצאים לגבי תקופתו של פישר מצביעים על הברדל ברור ומובהק בין גישתו למדיניות מוניטרית ובין גישתם של קודמיו, פרנקל וקליין. בניגוד לעמדה השמרנית, פישר לא ייחס משקל רב למחויבות הבנק לכללי מדיניות קשיחים ותמך בגישה גמישה יותר אשר לוקחת בחשבון מספר גדול של מטרות מדיניות. גישה זו מוסדה בחוק בנק ישראל מ-2010. מנקודת מבט שמרנית, המשמעות של גישה זו היא בנק פחות עצמאי וחלש יותר. הגישה ההיסטורית מראה כי החוק החדש משקף תפיסה כלכלית הקרובה יותר לרעיונות פוסט-קיינסיאניים.

ג. דיון ומסקנות

המאמר הדגים את יכולת ההסבר של הגישה ההיסטורית באמצעות בחינה של ארבע אפיוזרות בהיסטוריה הכלכלית של בנק ישראל, החל בהקמתו, וכלה בחקיקת חוק בנק ישראל החדש ב-2010. המאמר ביקש לבנות סיפור היסטורי על אודות השינויים שעבר בנק ישראל, עצמאותו, שמרנותו ועוצמתו. המסקנה העולה מן הניתוח ההיסטורי היא שאף על פי שבנק ישראל נעשה עצמאי יותר מבחינה משפטית, ההשפעה של החקיקה על התנהגות הבנק הייתה פחותה מכפי שנטען בספרות. בעקבות תוכנית החירום לייצוב המשק הפך בנק ישראל לשמרני יותר, וייחס משקל גדול יותר ליציבות מחירים מאשר בעבר, אולם הגורם לשינוי לא נבע מן השינוי בחוק (עצמאות משפטית) אלא משינויים בבעיות המדיניות ומעמדות של ראשי הבנק והכלכלנים. בתקופתו של פרנקל – בפרט במהלך הקדנציה השנייה שלו – נעשה הבנק שמרני מאוד. הגורמים לכך היו עמדותיו הכלכליות של פרנקל וכן התמיכה של ראש הממשלה בתקופה זו, בנימין נתניהו, בעמדותיו פרנקל. על אף תמיכת ראש הממשלה לא הצליח פרנקל למסד את עמדותיו השמרניות באמצעות חוק בנק ישראל חדש, כפי הנראה כתוצאה מן ההתנגדות של כלכלנים רבים, חלקם כלכלני מחלקת המחקר של בנק ישראל בעבר ובהווה. בתקופתו של פרנקל גדלה העצמאות המשפטית של הבנק בעקבות חקיקת חוק בנק ישראל החדש, אולם הבנק הפך להיות פחות שמרן בהשוואה לתקופת הנגידים הקודמים, פרנקל וקליין. בהשוואה לפרנקל, פישר החזיק בעמדות שניתן לתאר כניו-

167 פרוטוקול ישיבה 921 של ועדת הכלכלה, הכנסת ה-18 (17.7.2012).

168 פרוטוקול ישיבה 806 של ועדת הכלכלה, הכנסת ה-18 (21.3.2012).

169 מירב ארלוזורוב "מלחמת הרגולטורים" הארץ (17.7.2008) <http://www.haaretz.co.il/> misc/1.1337924

170 ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים דין וחשבון מסכם 15-16 (2017).

קיינסיאניות, ומדיניות הבנק בתקופתו הייתה בעלת מאפיינים הטרודוקסיים. פישר ייחס משקל קטן יותר למטרה של יציבות מחירים ומשקל גדול יותר מקודמיו ליציבות פיננסית, צמיחה, תעסוקה ויבוא. פישר גם נקט אמצעים הטרודוקסיים כמו התערבות בשוק מטבע חוץ ורכישה של איגרות חוב ממשלתיות. כמו כן, פישר ייחס חשיבות רבה לשיתוף הפעולה בין הבנק ומשרד האוצר. פישר פעל למיסוד תפיסתו בחוק החדש של הבנק, והצליח בכך. המאמר הראה כי עוצמתו של הבנק לא נגזרה רק מגורמים הקשורים לבנק עצמו אלא מהתפקיד שהבנק מילא בכל אחת מן האפיוזודות ומהתמיכה שקיבל משחקנים שונים בזירה, אשר אפשרה לו להתעמת עם שחקנים אחרים. בשנות החמישים קיבל הבנק גיבוי מן הממשלה, והעוצמה שנגזרה מכך אפשרה לו להתעמת עם המערכת הבנקאית ועם ההסתדרות; במהלך ההוצאה לפועל של תוכנית הייצוב זכה הבנק לתמיכה מן האוצר אשר אפשרה לו להתעמת עם הממשלה, התעשיינים וההסתדרות; בשנות התשעים נהנה פרנקל מתמיכה לא מסויגת של ראש הממשלה, בנימין נתניהו, אשר כאמור אפשרה לו לנהל מדיניות מוניטרית שמרנית מאוד; פישר הוא מקרה ייחודי, מבחינת המקרים שנדונו כאן, משום שהוא לא קיבל תמיכה מן הממשלה או האוצר. נראה כי בתקופת פישר לפחות חלק מעוצמת הבנק ניתנת להסבר על ידי האמון הציבורי יוצא הדופן שממנו נהנה פישר. הכלכלן אסף צימרינג השווה את ההערצה הציבורית לפישר ל"הערצת הרמטכ"לים של פעם"¹⁷¹ טענה זו, יש לציין, אינה נידונה במסגרת מאמר זה והיא דורשת דיון נפרד.

מסקנה נוספת העולה מן המחקר נוגעת להשפעה של מידת השמרנות של הנהגת הבנק המרכזי על מדיניות הבנק בפועל. עד לאחרונה התעלמו רוב המחקרים ההיסטוריים על בנקים מרכזיים מגורם זה, וזאת על סמך ההנחה כי נגידי בנקים מרכזיים מחזיקים בעמדות דומות מאוד. בניגוד להנחה זו, המאמר הראה כי קיימים הבדלים מהותיים בין חברי קהילת הבנקאים המרכזיים, וכי הבדלים אלו יכולים להסביר שונות במדיניות הבנק המרכזי בזמנים שונים. הציר הרעיוני של משתנה השמרנות, הנמתח בין העמדות השמרנית או הנאו־קלאסיות מצד אחד לבין עמדות הטרודוקסיות או פוסט־קיינסיאניות מהצד האחר, שימושי לצורך אפיון עמדות של בנקאים מרכזיים ולצורך הסבר השונות בהתנהגות בנקים מרכזיים. יש לציין כי לא בכל המקרים ניתן לבודד את ההשפעה של המשתנה הרעיוני ממשנתים אחרים, כגון המציאות הכלכלית שהבנק מתמודד איתה.

הגישה ההיסטורית לחקר בנקים מרכזיים היא בעלת השלכות לקביעת מדיניות. נובע ממנה כי הניסיון לנסח כללים קבועים וכלליים נדון לכישלון, משום שכאשר נוצר משבר או בעיית מדיניות אחרת, קובעי המדיניות – ובכלל זה הבנקים המרכזיים – יעשו כל מה שנדרש כדי לפתור אותה, ורק לאחר מכן יבדקו האם הם פעלו בהתאם לכללים. בחירת הנגידים היא בעלת השפעה גדולה יותר על אופי המדיניות ואיכותה.

171 אסף צימרינג "זו לא הכלכלה, טמבל" העין השביעית (6.2.2013). <https://www.the7eye.org.il/38031>

