

# בנק מרכזי: הרשות הרביעית במדינה המודרנית

המים הכלכליים של המאה ה-21 מתגלים כסוערים, ואת המדינות השטות בהם מנווטים בין היתר הבנקים המרכזיים – מוסדות בלתי נבחרים שעצמאותם ועתידם ניצבים בפני אתגרים חדשים, טכנולוגיים ופוליטיים. מורה נבוכים

"הנגיד החליט: הריבית תישאר ללא שינוי". כותרת זו, אשר כמותה מופיעות בתקשורת מעת לעת, עשויה להעלות אצל האזרח הקשוב כמה שאלות: "מדוע דבר חשוב כמו גובה הריבית במשק נקבע בהחלטה מנהלית על ידי פקיד, ולא על ידי נבחר ציבור – שר האוצר, לדוגמה – או על ידי כוחות השוק?". "מדוע אותו נגיד עומד בראש גוף שהוא גם 'בנק', אבל גם שייך למדינת ישראל?". ובכן, האמת היא שנגיד בנק ישראל אינו קובע את הריבית בעצמו; ועדה בראשותו קובעת אותה. וריבית זו היא למעשה הריבית על הכסף שבנק ישראל מייצר בעצמו ומלווה לבנקים המסחריים. ואולם, לריבית זו יש השפעה ניכרת על שאר הריביות במשק, כמו גם על האינפלציה, שער החליפין, התוצר והאבטלה. המשמעות היא שלבנק ישראל, שאינו חלק ממשרד האוצר, יש השפעה ניכרת על מצב הכלכלה. כך מקובל היום בכל העולם; אבל זה לא מובן מאליו. לא תמיד היה כך, ולא מן ההכרח שכך זה יישאר. מצב זה הוא תוצר של התפתחות היסטורית של כסף, בנקים, אינפלציה, שפל כלכלי, מלחמות ותאוריה כלכלית במדינות המובילות במערב.

עליית האינפלציה וירידתה, בארץ ובעולם, בייחוד מאז משבר הקורונה, הגדילו את המודעות לחשיבותם של הבנקים המרכזיים, האמונים כיום בעיקר על שליטה באינפלציה. מאמר זה יסביר מאין צץ מוסד הבנק המרכזי, מדוע הוא נחוץ, כיצד הוא

---

ד"ר דרור גולדברג הוא מרצה בכיר במחלקה לניהול ולכלכלה באוניברסיטה הפתוחה. ספר הלימוד שכתב, "זהב, נייר וקרפיטו: היבטים תיאורטיים, היסטוריים ומעשיים בכלכלה מוניטרית", הופיע השנה בהוצאת האוניברסיטה הפתוחה.

עובד, האם הוא מהווה רשות מדינתית נפרדת, האם ראוי שכך יהיה, ומה עשוי להיות עתידו של הבנק המרכזי ושל הכסף שהוא מייצר. המאמר יתמקד בבנק ישראל, שעבר שינוי מוחלט בתפקידו במהלך שנות קיומו: מבנק שתכליתו הכוונת אשראי בהתאם לתכנונה ומטרותיה של הממשלה, לבנק מרכזי מודרני המתמקד במניעת אינפלציה, מציית לקונצנזוס העולמי העכשווי במבנהו ובדרכי פעולותיו, ומתמודד בהצלחה עם אתגרי השנים האחרונות.

## מאין הגיע הבנק המרכזי?

הבנק המרכזי של ימינו נולד מתוך מוסד הבנק המסחרי, שהחל, בצורתו המודרנית, כמוסד פרטי בערי המדינה שבצפון איטליה בימי הביניים המאוחרים. הבנקאים הראשונים היו חלפני כספים שהחלו לשמור כפיקדון מטבעות זהב וכסף של סוחרים ואנשים אחרים בתמורה לעמלה. עיסוק זה התקיים גם בארץ ישראל בימי המשנה; חלפן כזה נקרא אז "שולחני", משום השולחן שהציב בשוק. גם המילה "בנק" באה ממילה איטלקית שמובנה שולחן (ובאנגלית הפכה ל"ספסל", bench). החידוש האיטלקי היה שחלק מהבנקאים לא באמת שמרו את כל המטבעות בכספת, אלא הלוו את רוב הכסף לאחרים, הרוויחו עליו ריבית, וקיוו שלא יגיעו בבת אחת מפקידים רבים וידרשו את כל מטבעותיהם – דבר שפירושו קריסת הבנק. ייתכן שבמקור הייתה זו מעילה בכספי הלקוחות, שלא ידעו על השימוש שנעשה בכספם; אבל פעילות הבנקים כמתווכים בין מפקידים ללווים היטיבה מאוד עם הכלכלה, ולכן השרץ הוכשר. מכאן והלאה, כל מפקיד ידע שהפקדת כספו בבנק כרוכה בסיכון מסוים, אבל בתמורה הוא קיבל חלק מרווחי הריבית שהבנק גבה על השימוש בכספו.

הסיכון של קריסת הבנקים התממש פעמים רבות, והדבר הביא באיטליה לשני פתרונות: גולציה של העיר על בנקים פרטיים, שדרשה שישמרו "מספיק" מטבעות בכספות בכל זמן; או הקמת בנק בעלות העיר ובניהולה הישיר. הרעיון הבנקאי התפשט באירופה, וב-1656 הוקם בנק פרטי בשבדיה. הבנק קרס כעבור חמש שנים ופתיחתו מחדש ב-1668 כבנק של ממלכת שבדיה כולה (ולא של עיר אחת בלבד) יצרה למעשה את "הבנק המרכזי" הראשון בהיסטוריה.

בנק מרכזי חשוב יותר הוא הבנק המרכזי של הממלכה המאוחדת – Bank of England. כמו במקרה השבדי, מקורו של בנק זה פרטי, ועברו מאות שנים עד שהוא נהפך לבנק מרכזי בצורתו המודרנית. הוא נוסד ב-1694 כחברה פרטית שקיבלה פיקדונות במטבעות זהב וכסף מהציבור, הנפיקה שטרות שהיו הבטחה לספק מטבעות לפי דרישה, והלוותה את השטרות לממשלה הבריטית למימון מלחמתה עם צרפת. דווקא חברה פרטית הייתה דרושה למטרה זאת, שכן איש לא סמך על משרד האוצר של מלך אנגליה שיחזיר הלוואות – לאור ניסיון העבר. לאחר מכן, בתהליך איטי מאוד שארך 250 שנה, התקדם הבנק בהדרגה למעמד של בנק



מרכזי מודרני: הבנק קיבל מונופול על הנפקת שטרות בלונדון ואחר כך בכל אנגליה; השטרות, שהיו במקור בעריכים ענקיים משום ששימשו את הממשלה, האצולה והסוחרים הגדולים בלבד, הופחתו כך שיתאימו לשימוש פרטי ויומימי; השטרות קיבלו מעמד משפטי של כסף ריבוני; המחלקה שהנפיקה שטרות הופרדה מיתר המחלקות; והבנק החל לחלץ, באמצעות הלוואות, בנקים אחרים שנקלעו לצרות. רק ב־1946 הולאם הבנק ועבר לידי המדינה. הבנק תרם להפיכתה של בריטניה למעצמת על במאה התשע־עשרה, ובדרכי פעולתו, כגון חילוץ בנקים אחרים, הוא היווה מודל לחיקוי ברחבי העולם.

ארצות הברית – כמו בהרבה דברים אחרים – היא מקרה חריג. לאחר השגת העצמאות במאה ה־18 הקים הקונגרס בנק פרטי עם סמכויות יוצאות דופן, שהיה למעשה חיקוי של המודל הבריטי. ואולם, מוסד כזה לא התאים להלך הרוח האמריקני שתיעב מונופולים חזקים, ואחרי עשרים שנה נמנע הקונגרס מלחדש את רישיונו. בנק דומה הוקם שוב ושרד גם הוא עשרים שנה עד שחוסל, הפעם בידי נשיא ארצות הברית. רק ב־1913, לאחר קריסות רבות מספור של בנקים פרטיים ובהיעדר מה שנתפס כ"מבוגר אחראי" שיציל אותם, הוקם יצור כלאיים מוזר ומבוזר שנמצא לכאורה בבעלות הבנקים הפרטיים, אבל שרוי גם בהשפעת הממשל הפדרלי. השפעת הממשל על אותה "מערכת רזרבות פדרלית" (Federal Reserve System) הוגברה מאוד בעקבות כישלונה של זו בשפל הגדול של שנות השלושים. אף על פי כן, בארץ החירות, החשדנית כל כך כלפי כוחות הממשל, מעולם לא יכול היה לקום בנק מרכזי "נורמלי" שיהיה באופן רשמי חלק אורגני ממוסדות השלטון.

התוצאה של התהליך ההיסטורי בשבדיה, בריטניה וארצות הברית היא שכיום בנקים מרכזיים בכל העולם הם ארגונים שאומנם אינם פרטיים, אבל גם אינם חלק ממשרד האוצר. בחלק מהמקרים, וכפי שנראה בהמשך, הם עדיין נתונים להשפעה לא־מבוטלת מצד המגזר הפרטי.

## תפקידי הבנק המרכזי המודרני

סמכותו העיקרית של הבנק המרכזי המודרני היא קביעת כמות השטרות והמטבעות שיש במשק – בין אם הוא גם זה שמייצר את הפריטים הפיזיים הללו, או בין אם גוף ממשלתי אחר עושה זאת. הבנק המרכזי גם אחראי להלוואת הכסף לבנקים המסחריים, שבתורם מזרימים אותו למשק. ואולם, כסף "מזומן" זה הוא חלק קטן מכמות הכסף הרלוונטית לכלכלה. בדומה לבנק האיטלקי של ימי הביניים, בנק מסחרי מודרני שומר בכספותיו כמות חלקית בלבד מהכסף שהופקד אצלו, ואת רובו הוא מלווה לאחרים. אותם אחרים שמחזיקים כעת במזומן רואים אותו ככסף שהם יכולים לרכוש בו מוצרים ושירותים; בה בעת, גם המפקידים רואים את היתרה הרשומה בחשבון הבנק שלהם ככסף שנמצא ברשותם, זמין להוצאה דרך המחאות,

כרטיסי אשראי, וכיום גם יישומונים.

כמות הכסף האפקטיבית במשק, אם כן, אינה כמות המזומן לבדה, אלא כמות המזומן (שאינו קבור בכספות), בתוספת סכום כל היתרות בחשבונות עובר ושב. זהו כוח הקנייה של סך הגורמים הכלכליים במשק, ונהוג לכנותו "כמות אמצעי התשלום". לבנק המרכזי אין שליטה רשמית על כמות זו (בניגוד לשליטתו בכמות המטבעות והשטרות), שכן היא תלויה גם בבנקים המסחריים, המחליטים כמה כסף להלוות ללקוחותיהם, ובלקוחות הבנקים המחליטים כמה מכספם יפקידו בבנקים. למרות זאת, לבנק המרכזי יש יכולת השפעה מכרעת על כמות אמצעי התשלום בזכות כוחו לקבוע באיזו ריבית להלוות את הכסף המזומן לבנקים המסחריים. כשהבנק המרכזי מעלה ריבית, לבנקים המסחריים כדאי להעלות את הריביות שהם גובים מהלווים שלהם – ובדרך כלל הם גם מעלים את הריביות שהם מעניקים למפקידים אצלם. עלייה זו מתמרצת את המפקידים להפקיד את כספם בחשבון חיסכון נושא ריבית (במקום להחזיקו כמזומן או בחשבון עובר ושב), ואת הלווים הפוטנציאליים היא מתמרצת לא לקחת הלוואות. שתי השפעות אלו מקטינות את כמות אמצעי התשלום.

לכמות אמצעי התשלום חשיבות רבה, משום ששינויים בה משפיעים על רמת המחירים. כסף אינו שונה במובן זה מכל מוצר אחר: עלייה בכמות – דהיינו בהיצע – של אמצעי התשלום מורידה את ערכם כל עוד היא איננה מלווה בעלייה בביקוש. ירידת ערכם של אמצעי התשלום משמעה שצריך יותר מהם כדי לקנות מוצר או שירות מסוימים, וזו, בהגדרה, עלייה ברמת המחירים. עלייה מתמשכת בכמות אמצעי התשלום גורמת לעלייה מתמשכת ברמת המחירים – דהיינו אינפלציה. בגין שליטתו הישירה של הבנק המרכזי על כמות הכסף המזומן, והשפעתו המכרעת על כמות אמצעי התשלום, יש לו היכולת הגבוהה ביותר מכל הגורמים במשק למנוע שתי תופעות בלתי רצויות – אינפלציה ודפלציה. זהו תפקידו הראשון.

## מניעת אינפלציה ודפלציה

מיותר, אולי, להסביר לאדם בוגר שהתגורר בכדור הארץ בשנים האחרונות, מה רע באינפלציה. אבל עלינו לזכור כי התנודות הכלכליות של העת האחרונה הן כאין ואפס לעומת הנזקים שעלולה לחולל אינפלציה היוצאת משליטה. המקרה הקלאסי הממחיש את פוטנציאל ההרס של האינפלציה הוא ההיפר-אינפלציה הגרמנית שהגיעה בשנת 1923 לשיעור של 85 מיליארד אחוז בשנה. בישראל של שנות השמונים, בהשוואה, האינפלציה לא עברה את רף ה-500% בשנה – אבל גם זה הספיק כדי לשגע את הכלכלה, כפי שחלק מאיתנו עוד זוכרים. כשהאינפלציה גבוהה, המשכורות במשק אינן עולות באותו קצב כמו רמת המחירים, וכוח הקנייה של העובדים נפגע – מה שמוביל לסכסוכי עבודה ושבתות בלתי פוסקות. השחיקה

המהירה בערך הכסף מתמרצת גם את כל מי שנמצא בחוב לדחות את פריעתו וכך להחזיר כסף שערכו פחות. תופעה זו ממוטטת את מערכות האשראי והמיסוי שעליהן מסתמכת הכלכלה המודרנית. אנשים הנסמכים על תשלומים קבועים כמו פנסיות נקלעים למשבר, בעוד שמי שלקחו משכנתה לפני הזינוק באינפלציה מקבלים דירה חינם. העושר מתחלק מחדש בצורה שהיא שרירותית במקרה הטוב ומהווה עוול במקרה הרע, שכן היא מענישה את החוסכים ומתגמלת את הלווים.

ירידה מתמשכת בכמות הכסף וברמת המחירים – דפלציה – עלולה להיות קטלנית לכלכלה אפילו יותר. בשנות השפל הגדול (1929-1933) קרסו שליש מהבנקים בארצות הברית, ואיתם נעלמו גם הפיקדונות שהוחזקו בהם. כלומר, כמות הכסף במשק הצטמצמה בשליש, ובהתאמה גם רמת המחירים. זאת הובילה בתורה לירידת פדיון המכירות של בתי עסק רבים, שכעת לא יכלו לעמוד בהוצאות שעליהן התחייבו לפני ירידת המחירים (בעיקר משכורות לעובדים והחזרי הלוואות לבנקים), והמוני עסקים פשטו רגל. עד מהרה המשבר התפשט לאירופה וגרם שם לתוצאות דומות. הגרמנים, שטרם התאוששו מטראומת האינפלציה של 1923, לא העזו להגדיל את כמות הכסף בניסיון לייצב את רמת המחירים, ומצבם החריף והלך.

מכיוון שגם אינפלציה וגם דפלציה יכולות להזיק לכלכלה, ניתן היה לצפות שבנקים מרכזיים יכוונו ליציבות מוחלטת ברמת המחירים, אבל זה לא המצב. הקונצנוס בבנקים מרכזיים ברחבי העולם ובאקדמיה בדור האחרון הוא יעד אינפלציה של 2% לשנה – שמשמעו למעשה שחיקת מחצית ערכו של הכסף כל 35 שנים. שתי סיבות עיקריות מסבירות את ההחלטה הזאת, שנראית, על פניה, תמוהה.

הראשונה היא שמבין שתי המפלצות – אינפלציה ודפלציה – האחרונה מפחידה כלכלנים הרבה יותר. דפלציה של כ-10% לשנה היא שגרמה לשפל הגדול, שזעזע את הכלכלה העולמית – ובעקבותיה את הסדר העולמי – בעוצמה שגם אלפי אחוזי אינפלציה לא היו מחוללים. בנקים מרכזיים מעדיפים אפוא לטעות – מעט – לצד של אינפלציה, ורק לא ליפול לבור הנורא של ירידה ברמת המחירים.

הטיעון השני והנפוץ יותר בעד יעד אינפלציה חיובי נוגע לתפקידו השני של הבנק המרכזי המודרני: מניעת מיתון בפעילות הכלכלית.

## מניעת מיתון

נניח שאירוע חיצוני כלשהו, הנמצא מחוץ לשליטת המדינה, כגון עליית מחיר הנפט, מלחמה או מגפה, מעורר סכנה של האטה פתאומית במשק. הבנק המרכזי יכול להגיב מייד בהורדת ריבית שתעודד צרכנים להוציא כסף מחשבונות חיסכון נושאי ריבית ולרכוש באמצעותו מוצרים ושירותים, ותעודד יזמים לקחת הלוואות בריבית נוחה וליצור בעזרתן מקומות עבודה חדשים. הורדת הריבית תגדיל גם את

האינפלציה – מה שעשוי דווקא להיות לעזר, שכן עליית המחירים תגדיל עוד יותר את הפדיון של המעסיקים, שיוכלו להרשות לעצמם לשכור עוד יותר עובדים. בגלל יכולת זו להשפיע על הפעילות הכלכלית, מצופה לרוב מבנקים מרכזיים למנוע מיתון בכלכלה.

כעת, דמיינו עולם ללא אינפלציה, שבו הריבית (מחיר הכסף בשוק החלוואות) עומדת על 3% לשנה. במשק זה, אם יהיה משבר כלכלי, הבנק המרכזי יוכל להוריד את הריבית לכל היותר ב־3%. בנקים מרכזיים טוענים שלטובת הכלכלה עדיף שהריבית תעמוד על 5%, כדי לאפשר מרחב תמרון גדול יותר בזמן משבר כלכלי. ובכן, ריבית קבועה בשיעור כזה ניתן להשיג – כך נטען – על ידי אינפלציה יזומה של 2%, שתגרום למלווים לדרוש העלאה תואמת בריבית, כפיצוי על שחיקת הכסף. זהו טיעון מוביל כיום בעד יעד אינפלציה חיובי.

### שמירה על יציבות המערכת

תפקיד שלישי של הבנק המרכזי הוא שמירה על יציבות המערכת הפיננסית על ידי הלוואת כספים לבנקים ומוסדות פיננסיים אחרים וחילוצם מקריסה במקרה שנקלעו לצרה. תפקיד זה כאמור החל בבריטניה במאה ה־19, היווה גורם עיקרי להקמת הבנק המרכזי של ארצות הברית, וגבר בחשיבותו לאחר המשבר הפיננסי העולמי שהחל ב־2008. הגם שהמדינה ככלל אינה נוהגת לעזור לעסקים פרטיים שנקלעים לצרה, לא מדובר כאן בשחיתות, אלא בהבנה שמוסדות פיננסיים בדרך כלל לא קורסים לבדם: מכיוון שכל אחד מהם מעורב בעסקאות רבות עם שאר המערכת הפיננסית, קריסתו של אחד עלולה לגרום לקריסת שרשרת. ללא מערכת פיננסית אין אשראי לעסקים, אין משכנתאות, והפעילות הכלכלית עלולה להיעצר – כפי שקרה בשפל הגדול וכפי שעלול היה להתרחש ב־2008. ראוי לציין שישנה בעייתיות ב"ביטוח מדינתי" זה, המתמרץ מוסדות פיננסיים להתנהג בחוסר אחריות שאולי אף תורם להתרחשותם של המשברים הכלכליים מלכתחילה.

\*\*\*

בעיה יסודית של בנקים מרכזיים היא שהתפקידים שנמנו לעיל סותרים זה את זה לעיתים קרובות. בנק מרכזי שבוחר להוריד את הריבית כדי למנוע מיתון עלול לגרום כך להגדלה של כמות הכסף, שתביא לעלייה באינפלציה. הבנק המרכזי יכול כעת להתמודד עם עליית האינפלציה על ידי העלאה דרסטית של הריבית, אבל צעד כזה עלול להביא לשינויים גדולים מדי במאזן הנכסים וההתחייבויות של מוסדות פיננסיים. זעזוע כזה למערכת הבנקאית עלול לגרום לקריסתה.

בעיה נוספת, שאינה נפרדת מקודמתה, היא שלפוליטיקאים שונים יש העדפות שונות לגבי תעודף התפקידים השונים, והם עלולים להפעיל לחצים על הבנק

המרכזי כדי להביא לתוצאות הרצויות מבחינתם. לרוב, תוצאות אלה יועילו לכלכלה רק בטווח הקצר (למשל, הקטנת אבטלה לפני בחירות באמצעות הורדת הריבית) ויזיקו בטווח הארוך (למשל, עליית האינפלציה אחרי בחירות).

## בנק ישראל הישן והחדש

עם הקמת מדינת ישראל ניתנה השליטה על הנפקת הכסף וכמותו לבנק של התנועה הציונית, שהיה גם הבנק הפרטי הגדול בארץ – בנק אנגלו-פלשתינה (לימים בנק לאומי). בנק זה הגדיל מאוד את כמות אמצעי התשלום כדי לממן את מלחמת העצמאות והביא לאינפלציה גבוהה (שאינה מופיעה בסטטיסטיקה הרשמית משום שמחירי כל המוצרים הבסיסיים היו בפיקוח. המחירים שעלו בפועל היו בשוק השחור, שאליו פנו רוב האזרחים).

רק ב־1954 הוקם בנק ישראל. תפקידו, לפי החוק, היה "לנהל, להסדיר ולכוון את מערכת המטבע וכן להסדיר ולכוון את מערכת האשראי והבנקאות בישראל, בהתאם למדיניות הכלכלית של הממשלה" כדי לקדם יציבות מחירים ושערי חליפין ו"רמה גבוהה של ייצור, תעסוקה, הכנסה לאומית והשקעות הון".

בנק ישראל אכן התמקד ביישום מדיניות הפיתוח הכלכלי שקבעה הממשלה בראשות מפא"י. בהנהגת פקידים בכירים לשעבר במשרדים הכלכליים של הממשלה, שמונו לתפקיד הנגיד בזה אחר זה, בנק ישראל הכוין את האשראי במשק לתחומים שהממשלה חפצה ביקרם. מעורבות הבנק בהכוונת האשראי הגיעה לרמה כזאת שהלוואות מסוימות מבנק פרטי לעסק פרטי דרשו אישור פרטי של בנק ישראל. משמעות הדבר היא שבנק ישראל היה הרבה יותר "בנק פיתוח", כפי שהדבר מכונה בשפת הבנקאות, מאשר בנק מרכזי במובן המודרני שתואר לעיל. עם זאת, בנק ישראל לא היה חריג או בקרב מדינות מתפתחות. בארבעת העשורים שלאחר השפל הגדול, שבו נכשלה לכאורה הכלכלה הפרטית, זכה התכנון הכלכלי על ידי הממשלה למקום של כבוד לא רק במדינות הקומוניסטיות. ההצלחה הגדולה של רתימת משאבים לאומיים במלחמת העולם השנייה ולאחר מכן לשיקום אירופה רק הגדילה את היוקרה של תכנון כזה.

בשנות השבעים, מזחמת ההתעצמות הביטחונית שלאחר מלחמת יום כיפור, עליית מחירי הנפט והגדלת ההוצאות החברתיות של מדינת הרווחה – הגירעון של מדינת ישראל גדל. רוב ההוצאות הנוספות מומנו על ידי הלוואות, העלאת מיסים ותרומות מיהודי ארצות הברית – אבל גם על ידי העברת כסף חדש מבנק ישראל לממשלה. החוק אומנם לא חייב את הבנק לעשות זאת – אבל הנגידים לדורותיהם באו כולם, כאמור, ממהנהלה הבכירה של המשרדים הכלכליים בממשלה, ונכנעו בקלות ללחצים הפוליטיים. תהליך זה הביא לאינפלציה שהגיעה ב־1985 לשיא של 450% בשנה. בגלל העלייה העצומה ברמת המחירים (פי 5,000 בין 1973 ל־1985), המחירים צברו



כל כך הרבה אפסים שהיה צורך להחליף את המטבע פעמיים – מלירה לשקל ואחר כך לשקל חדש.

ב־1985 הגיעו מים עד נפש. בין שאר הבעיות, יתרות מטבע החוץ של ישראל ירדו לרמה כל כך נמוכה שהיה חשש שהמדינה לא תוכל לשלם את חובותיה למדינות אחרות ולגורמים בינלאומיים. בסיועה של ארצות הברית, שחששה מקריסת בעלת ברית חשובה שלה, המדיניות הכלכלית עברה אתחול. הורדת האינפלציה בשנה זו לרמה דו־ספרתית נמוכה פתחה דף חדש בתולדות בנק ישראל. החוק שונה כך שנאסר על הבנק לתת כסף לממשלה למימון הוצאותיה, למעט סכום קטן ביותר ובאופן זמני. ועוד, מעתה והלאה מונו נגידים שלא היו בשר מבשרה של הרשות המבצעת, אלא הגיעו מהאקדמיה או מבנק ישראל עצמו. הנגידים מהדור החדש היו אפוא מקצועיים הרבה יותר, והם גם ידעו שכניעה ללחצים פוליטיים תחריב את המוניטין שלהם בסביבתם המקצועית. העצמאות החדשה של בנק ישראל אפשרה את הורדתה ההדרגתית של האינפלציה לרמה המקובלת במערב – כאמור, 2% בשנה – לקראת השנה 2000.

הישג זה השתלב עם שינוי בתאוריה הכלכלית שהבשיל באותן שנים במדינות המפותחות, עקב עליית האינפלציה ברוב העולם בשנות השבעים. בנק מרכזי, כך גרסה התפיסה החדשה, צריך להיות עצמאי מלחצים פוליטיים, ובראש מעייניו צריכה לעמוד יציבות מחירים, שכן זו המטרה שיש לו יתרון יחסי בהשגתה. מטרות כלכליות אחרות, שאין לזלזל בחשיבותן, יכולות להיות מושגות על ידי מגוון הכלים הרחב שעומד לידיהן של הרשויות המחוקקת והמבצעת, כולל מערך המיסוי, הסובסידיות, המענקים ותשלומי ההעברה.

השינוי האינטלקטואלי והפרקטי הביא לכך שחוק בנק ישראל הישן היה חייב להשתנות, ולא היה מדובר בסוגיה אסתטית או תאורטית. בעלי אינטרסים טענו שבנק ישראל פועל בניגוד לחוק בכך שהוא מתמקד רק ביציבות ערכו של המטבע ומזניח את שאר המטרות. הריבית הגבוהה שנקבעה כדי להוריד את האינפלציה ייקרה את ההלוואות שהתעשיינים לקחו מהבנקים, והדבר עורר את התנגדותם. בה בעת, משקיעים זרים רצו ליהנות מהריבית הגבוהה ששררה בישראל ביחס לעולם. לשם כך הם מכרו מטבעות חוץ וקנו שקלים שאותם הפקידו בבנקים ישראלים. התוצאה הייתה שהשקל התחזק (דהיינו עלה בערכו לעומת מטבעות חוץ). זה נשמע כמו הישג פטריוטי נפלא, אבל התחזקות השקל גרמה למוצרי ייצוא ישראלים להיות יקרים יותר ללקוחות בינלאומיים, ועל כן מכירותיהם נפגעו. כתוצאה מכך, ראשי הארגונים של התעשיינים והיצואנים תקפו את בנק ישראל, וליתר דיוק את הנגיד יעקב פונקל, שקבע את הריבית לבדו. המתקפה הייתה לא רק בתקשורת אלא גם בדיונים של הוועדה המייעצת והמועצה המייעצת של בנק ישראל שבה ישבו נציגי התעשיינים והיצואנים – גופים שהנגיד היה חייב להתייעץ עימם לגבי קביעת הריבית.

בנק ישראל הגיב ללחצים בכך שקידם את שינוי חוק בנק ישראל. לאחר שתי ועדות פנימיות בבנק ישראל שדנו בעניין, הקים ב־1997 ראש הממשלה בנימין נתניהו ועדה בראשות שופט בית המשפט העליון לשעבר דב לוין. עיקרי הצעת חוק שגיבשה הוועדה פורסמו ב־1998, אבל הממשלה הייתה עסוקה באותן שנים בנושאים בוערים אחרים. בסופו של דבר, ורק אחרי התמקחות ארוכה בין בנק ישראל למשרד האוצר, נחקק ב־2010 חוק בנק ישראל החדש. חוק זה שדרג את בנק ישראל למעמד של בנק מרכזי שעונה רשמית על הקונצנווס המקצועי החדש. מטרתו העיקרית הוגדרה במפורש: "לשמור על יציבות מחירים". החוק קובע מפורשות שעל בנק ישראל לתמוך בהשגת שאר המטרות הכלכליות של הממשלה רק אם לא תהיה בכך פגיעה ביציבות המחירים לאורך זמן. ברגע האחרון, בעקבות המשבר הפיננסי העולמי של 2008, נוספה להצעת החוק במפורש המטרה של תמיכה ביציבות המערכת הפיננסית, דהיינו שמירה על הבנקים ומוסדות פיננסיים אחרים מפני קריסה.

ההגדרה המדויקת של "יציבות מחירים", על פי החוק, תיקבע על ידי הממשלה. אומנם הקונצנווס העולמי בשאלה זו מצביע על יעד של 2% אינפלציה, אבל כמו במספר מדינות אחרות, דוגמת קנדה, גם בישראל הוחלט לאפשר יעד גמיש יותר, ובמקרה שלנו, יעד אינפלציה של 1-3 אחוזים. הסיבה היא שאם היעד הוא בדיוק 2% כמעט תמיד יחטיאו אותו, לכאן או לכאן. תחום של 1-3 אחוזים מאפשר לבנק ישראל לטעון בדיעבד שלפחות בחלק מהשנים הוא הצליח לעמוד ביעד. גם החוק בארצות הברית, אגב, דורש "יציבות מחירים". שם הבנק המרכזי – ולא הממשלה – פירש זאת כאינפלציה של 2% לשנה. נגיד בנק ישראל לשעבר, דוד קליין, העיר בצדק שאם יעד "יציבות מחירים" מוגדר לא כ־0% אינפלציה, אלא כ־2% (במדויק או בממוצע) – הרי שזהו בעצם יעד של אייציבות מחירים.

נשאלת השאלה: האם יכולה הממשלה להגדיר את "יציבות המחירים" גם כ־1,000% אינפלציה? מבחינה חוקית – כן; אבל התגובות לכך יהיו קשות מאוד ולכן לא סביר שזה יקרה. מבחינה ציבורית, צעד כזה יעורר מהומה. אזרחים ימשכו את כספם מהבנקים ומשאר המוסדות הפיננסיים וישקיעו אותם בנכסים אחרים שלא ייפגעו מהירידה בערך השקל, כגון זהב ומטבע חוץ. מוסדות פיננסיים בינלאומיים שמושקעים בישראל ייקחו את כספם ויברחו. הנזק לכלכלה יהיה אדיר. הממשלה תתקשה מאוד למצוא נגיד שיסכים לקחת על עצמו משימה של יצירת 1,000% אינפלציה. לצעד כזה תהיה הצדקה רק במקרה של משבר קיומי חמור במיוחד, כמו מלחמה שאי אפשר לממן אלא בהדפסת כסף.

## מקומו החוקתי של הבנק המרכזי

מקומו של הבנק המרכזי במבנה החוקתי של המדינה המודרנית בהכרח מעורר אי נוחות בקרב מי שהדמוקרטיה יקרה לליבו. הרי לכם ארגון חיצוני לרשות המבצעת,

המנוהל על ידי פקיד ממונה, בעל יכולת השפעה דרמטית על מצב הכלכלה. במדינות נורמליות (כלומר, לא כולל ישראל), מצב הכלכלה הוא הגורם העיקרי שמכריע בחירות – ובינתיים, אחד השחקנים המרכזיים בכלכלה כלל איננו נבחר ציבור!

ואכן, מבחינת חוקת המדינה המודרנית, ייתכן שאנחנו רואים מול עינינו את היווצרותה של רשות רביעית המתווספת לשלוש הרשויות הקלאסיות. הצדקת קיומה של רשות־בהתהוות זו מקבילה להצדקת קיומה של הרשות השופטת. רוב התהליך הקשור במשפטים פליליים נערך על ידי הרשות המבצעת: המשטרה חוקרת חשודים ובמידת הצורך עוצרת אותם, הפרקליטות תובעת, רשות בתי הסוהר כולאת, וההוצאה לפועל גובה קנסות. רק את השפיטה עצמה הפרידו מהרשות המבצעת, ובמדינות במסורת האנגלו-אמריקנית אף ניתן חלק ממלאכת השפיטה לאוסף אקראי של אנשים פרטיים (חבר מושבעים) ולא לשופט מקצועי. מדוע טרחו לעשות זאת? מכיוון שהסיכוי לשפיטה לפי החוק ולא ממניעים פוליטיים גדל בהרבה כשהשפיטה מנותקת מהרשות המבצעת. זו אינה תוצאה תאורטית פילוסופית, אלא מסקנה מובהקת הנובעת מניסיון מר של אלפי שנים.

ובכן, הניסיון ההיסטורי מצביע על בעיה דומה גם בכל הקשור למדיניות מוניטרית. לפוליטיקאים, במיוחד בדמוקרטיה אבל גם בדיקטטורה, יש תמריץ מובנה להיטיב עם הציבור – או לפחות לרצות אותו – כדי שלא ידח אותם מהשלטון (בבחירות כשמדובר בדמוקרטיה, בהפיכה כשמדובר בדיקטטורה). ומה הציבור רוצה? בין השאר, לא לשלם מיסים ולקבל כמה שיותר מוצרים ושירותים "בחינם". הדרך הקלה ביותר לרצות את הציבור אינה לאסוף מספיק כסף בתשלומי מיסים כדי לממן את הוצאות הממשלה, אלא להדפיס כסף למימון ההוצאות. התוצאה הבלתי נמנעת של מהלך כזה היא אינפלציה (שלמעשה גם היא מהווה מעין מס בדמות שחיקת כוח הקנייה של האזרחים, אבל זה מס שקשה הרבה יותר לשים עליו את האצבע). תופעה כזו התרחשה אינספור פעמים בהיסטוריה, בלי הבדל דת, גזע וצורת משטר, ובכל מדינה – גם באלה שנחשבות למתקונות ביותר כמו ארצות הברית, בריטניה, גרמניה וצרפת.

הדרך המודרנית להתמודד עם הפיתוי הזה היא להוציא מידי הפוליטיקאים את היכולת להגדיל את כמות הכסף. כמו במקרה השיפוטי, מדובר כאן בהחלטות שבסבירות גבוהה יתקבלו בצורה לא טובה על ידי הממשלה. כמו במקרה השיפוטי, הפתרון הוא מינוי פקידים לביצוע העבודה. למרות הוויכוח החריף המתנהל בישראל בשנים האחרונות בכל הנוגע למערכת המשפט, חשוב להבין כי הניתוח המוצע לעיל הוא בגדר קונצנזוס בעולם הדמוקרטי – וגם בישראל אין מחלוקת לגבי הרוב המוחלט של המקרים המגיעים לבתי המשפט בערכאות השונות, אלא רק לגבי חלק קטן מהמקרים המגיעים לבית המשפט העליון בשבתו כבית דין גבוה לצדק.

ההקבלה לרשות השופטת לא מתמצה בכך. כדי להתגבר על הגירעון הדמוקרטי,

הרשות השופטת מוגבלת מאוד בסמכויות שלה. היא לא מחוקקת את החוקים, לא חוקרת, ולא תובעת נאשמים. השופטים בישראל חייבים לדווח על פסיקתם בפסק דין מנומק ושקוף לציבור, שבו הם מסבירים מדוע פסקו כפי שפסקו ומה היו השיקולים שעמדו לעיניהם – זאת בניגוד למושבעים בשיטת המשפט האנגלית-אמריקנית, שרק פוסקים "אשם" או "לא אשם". הרשות הרביעית שלנו – הרשות המוניטרית – מוגבלת בחוק בצורה דומה. יש לה מעט מאוד כלים: הריבית שבה היא מלווה כסף לבנקים המסחריים; וקנייה ומכירה של נכסים פיננסיים, כולל מטבע חוץ ואיגרות חוב. כל שאר הסמכויות הכלכליות, כמו מיסוי וסובסידיות, נמצאות בידי הרשויות המחוקקות והמבצעות. רק כלי כלכלי אחד – שינוי כמות הכסף – נחשב כיום לא לגיטימי לשימושם של פוליטיקאים. הבנק המרכזי המודרני מדווח לציבור באופן שוטף ושקוף מדוע הוא עושה את מה שהוא עושה; ויעד האינפלציה הרשמי – שבישראל נקבע, כאמור, על ידי הממשלה – מאפשר לציבור לשפוט אם הבנק המרכזי עמד במשימתו העיקרית או לא.

כלי נוסף המרסן את הכוח השלטוני החרוג של הבנק המרכזי הוא הוועדה המוניטרית. הכלל כיום בעולם הוא שנגיד הבנק לבדו לא מקבל את ההחלטות החשובות ביותר, אלא הוא עומד בראש ועדה שמקבלת את ההחלטות. כך הדבר גם בחוק בנק ישראל החדש שהוציא מהנגיד את סמכותו הבלעדית (והחריגה בקנה מידה עולמי) לקביעת הריבית. במדינות רבות יש בוועדה המוניטרית ייצוג ניפר לגורמים פרטיים, כמנגנון של בלמים ואיזונים מול הנגיד ושאר אנשי הבנק המרכזי היושבים בוועדה. בישראל, למשל, יושבים בוועדה המוניטרית הנגיד, המשנה לנגיד ועובד נוסף של הבנק המרכזי, לצד שלושה אנשים שמונו "מקרב הציבור". נציגי ציבור אלה נדרשים להיות מומחים כלכליים אבל כאלה שאין להם אינטרס עסקי בהחלטות הבנק, כלומר שאינם אנשי עסקים או נציגי מגזרים בכלכלה. לפי אחד המעורבים בגיבוש הצעת החוק, הגבלה זו נועדה להביא לכך שהמועמדים הטבעיים לתפקיד יהיו כלכלנים מהאקדמיה, ואכן כך הוא המצב מאז החלה לפעול הוועדה המוניטרית ב-2011. את נציגי הציבור ממנה ועדת איתור מיוחדת הממונה בעצמה על ידי היועץ המשפטי לממשלה והממשלה. המטרה של המנגנון המורכב הזה היא להרחיק ככל האפשר את החברים הבאים "מקרב הציבור" מהשפעות של פוליטיקאים.

בארצות הברית, שבה, באופן מסורתי, המגזר הפרטי זוכה למקום של כבוד והממשלה זוכה לחשדנות, מנתה הוועדה המוניטרית המקורית 12 חברים שמונו על ידי נציגי הבנקים המסחריים – אחד מכל מחוז של "מערכת הרזרבות הפדרלית". ואולם, בעקבות ההלם של השפל הגדול, שבעה מהמושבים המקוריים הוחלפו במינויים שמעתה והלאה נקבעו על ידי הנשיא ואושרו בסנאט, כך שכיום נהנים נציגי המגזר הציבורי מרוב של שבעה מול חמישה נציגי המגזר הפרטי. באיחוד האירופי, לעומת זאת, הברוקרטיה היא השלטת והמגזר הפרטי חסר משמעות (למשל, לחברי הפרלמנט האירופי אין סמכות להגיש הצעות חוק; הם יכולים רק לאשר או לדחות

הצעות חוק שמגישים להם פקידים). בהתאם לכך, בוועדה המוניתרית של הבנק המרכזי האירופי חברים כל נגידי הבנקים המרכזיים של המדינות העושות שימוש באירו, לצד שישה חברים הממונים על ידי מוסדות האיחוד – וללא כל ייצוג של המגזר הפרטי.

כלל מדינה ההיסטוריה שלה והכוחות הפוליטיים הפועלים בה, ולכן אין שתי מדינות עם הרכב זהה של הוועדה המוניתרית. הקונצנזוס היחיד הוא שנדרשים בלמים ואיזונים כלשהם בתוך הוועדה, אבל רבות הדרכים ליישם זאת, ואנחנו עדיין נמצאים בשלב הניסוי והטעייה – בבריטניה הוותיקה, למשל, הוועדה המוניתרית הוקמה רק ב־1998. לאור צעירותה של הוועדה המוניתרית כתופעה עולמית, אין עדיין הוכחה אמפירית לגבי התועלת שבה או לגבי ההרכב האופטימלי שלה. ההבדלים התהומיים בין הוועדות השונות מקשים עוד יותר על הסקת מסקנות כאלה. אם היו רק שני מודלים של ועדות, היה קל יחסית לראות איזה מודל מתפקד טוב יותר. דבר שאפשר בכל זאת לומר בביטחון הוא שלא כל התקשורת הישראלית הפנימה את העובדה שמזה 13 שנים הנגיד לא קובע את הריבית לבדו, אלא היא נקבעת על ידי ועדה מוניתרית שבה יש לנגיד השפעה רק על מחצית מהקולות. דיווח נכון על תפקיד הוועדה בהחלטות הריבית יוריד את הלחץ האישי המופרז המופעל על הנגיד, וישקף לציבור טוב יותר את העובדה שאין מדובר חלילה בקפריזות של פקיד בודד.

דרך נוספת להגדיל את האמון הציבורי בבנק המרכזי היא מינויו של אדם המוכר כמקצוען בתחום הרלוונטי. כשם שלא יעלה על הדעת למנות לנשיאות בית המשפט העליון אדם שלא למד משפטים, כך לא יעלה על הדעת – לפחות בישראל – למנות לנגידות הבנק אדם שלא למד כלכלה. באופן מפתיע, בשני הבנקים המרכזיים החשובים בעולם – של ארצות הברית והאיחוד האירופי – עומדים כיום בראש הבנק המרכזי עורכי דין. קל הרבה יותר לבקר החלטות של גופים שמונהגים על ידי אנשים כאלה שבכלל לא למדו כלכלה באקדמיה.

## עצמאות הבנק המרכזי – והאיומים עליה

ישנה הגבלה נוספת על עצמאותו היחסית של הבנק המרכזי – הגבלה שיש שיראו בה סכנה – והיא האפשרות המתמדת שהעצמאות תבוטל בחוק, אם הבנק המרכזי יעשה טעויות גדולות מדי או ירגיז יותר מדי את הרשות המחוקקת. כך בארצות הברית, כמתואר לעיל, בוטלו שני בנקים מרכזיים והשלישי הוכפף למרותן של הרשויות האחרות עקב כישלוננו בשפל הגדול.

בישראל, בעת כתיבת שורות אלה, לא נראה שיש סכנה ממשית לשינוי החוק מ־2010. הדבר הקרוב ביותר לכך מהעת האחרונה הוא הצעת חוק פרטית להקפאת הריבית על המשכנתאות לרוכשי דירה ראשונה, שהוגשה לכנסת בינואר 2023 ביוזמתו של יושב ראש ועדת הכספים ח"כ משה גפני, יחד עם 12 חברי כנסת

"חברתיים" מהקואליציה והאופוזיציה. הרקע להצעת החוק הוא החלטת בנק ישראל להעלות את הריבית במהלך 2022 כדי להוריד את האינפלציה. העלאת הריבית הובילה להגדלת תשלומי המשכנתה של משקי בית רבים שלקחו משכנתה בריבית משתנה (דהיינו ריבית הצמודה לריבית בנק ישראל). בעלי משכנתאות רבים נקלעו אפוא למצוקה, והצעת החוק באה לפתור בעיה זו על ידי התערבות חריגה של המחוקק בחוזים בדיעבד.

אם הצעת החוק הייתה מתקבלת, העלאת הריבית לא הייתה מצליחה להקטין את הביקושים במשק כמתוכנן, ובנק ישראל היה נאלץ להעלות את הריבית עוד יותר כדי להשיג את התוצאה הרצויה מבחינתו. הצעת החוק הייתה למעשה מעבירה עושר בין פרטים במדינה: מאנשים שלקחו משכנתה כלשהי החל מ־2023, והיו נאלצים לשלם ריבית גבוהה עוד יותר ממה שבנק ישראל תכנן, אל אנשים שלקחו קודם לכן משכנתה בריבית משתנה. אומנם הצעת חוק זו (לתיקון חוק הבנקאות ולא לתיקון חוק בנק ישראל) נתפסה כמאתגרת את עצמאותו של בנק ישראל, והוא התנגד לה עוד לפני שהוגשה באופן רשמי; אך למעשה היא לא הייתה פוגעת בעצמאות הבנק ממש, אלא רק משפיעה במידה מוגבלת על מדיניות הריבית שלו. הוועדה המוניתרית בעצמה, אגב, לא התרגשה מהגשת הצעת החוק, ובאותו יום הודיעה על העלאה נוספת של הריבית ל־3.75%.

כישלונה של הצעת חוק זו, שלא הגיעה אפילו לדיון במליאה, עדיין יכול ללמד אותנו משהו על כוחו של בנק ישראל לשמור על עצמאותו. גם לאיש החזק ביותר בכלכלה אחרי שר האוצר – יושב ראש ועדת הכספים – אין יכולת להתגבר על דעת הקהל המקומית, על פוליטיקאים אחראים יותר, וחשוב מכול – על גופים פיננסיים בינלאומיים. קו ההגנה הראשון של בנק ישראל הוא התקשורת הכלכלית המקומית ומשפיענים כלכליים ברשתות חברתיות, שבדרך כלל ממהרים להזדעק במקרים כאלה – ולרוב בצדק. קו ההגנה השני הוא מי שנושאים באחריות העיקרית – שר האוצר וראש הממשלה. הגם שהם פוליטיקאים המעוניינים להיבחר שוב, ואף אם יש להם נטייה למדיניות פופוליסטית שתטיב עם העם בטווח הקצר, הם מבינים היטב את הנזק החמור והמיידי שייגרם לתדמית הכלכלית הבינלאומית של מדינתם: סוכנויות דירוג האשראי יראו פגיעה בעצמאות הבנק המרכזי כהגדלה דרמטית של הסיכון לאינפלציה גבוהה; גופים בינלאומיים כמו קרן המטבע יזדעקו ויזהירו; והשווקים הפיננסיים בעולם ימשכו את השקעותיהם מהמדינה. כוחם של השווקים הפיננסיים להפיל ממשלות הוצג לראווה בבריטניה ב־2022, כאשר תגובתם לתוכנית הכלכלית של ראש הממשלה הטרייה, ליז טראס, הביאה להפלת ממשלתה קצרת הימים.

בישראל השכילו עד כה להימנע ממצב כזה. ב־2002, בעוד בנק ישראל מצפה שהממשלה תקדם הצעת חוק על פי המלצות ועדת לוין הנוכרת לעיל, הגיש שר

האוצר סילבן שלום הצעת חוק שונה לגמרי, שהייתה למעשה מכפיפה את בנק ישראל למשרד האוצר ולסקטור העסקי. אף שוועדת השרים לחקיקה אישרה את ההצעה, היא לא הגיעה כלל לכנסת. נראה שהיו לחצים מאחורי הקלעים מצד גורמים פיננסיים בינלאומיים והם הביאו את ראש הממשלה אריאל שרון לא לקדם את ההצעה. לא יהיה זה מפתיע אם בנק ישראל בעצמו יזם את הלחצים הללו.

תופעה אחרת, נפוצה יותר מיוזמות חקיקה המאיימות על הבנק המרכזי, נוגעת להתבטאויות מצד פוליטיקאים שמטרתן להפעיל לחץ על הבנק המרכזי, הגם שאין להם סמכות רשמית לתת לו הוראות. לחצים כאלה אינם תופעה אלגנטית, אבל הם לא בעייתיים במיוחד. לנבחרי ציבור יש זכות, ואולי אף חובה, להתבטא בנושאים ציבוריים חשובים, כל עוד אין סודיות ביטחונית או אחרת המונעת זאת. ייתכן אף שמטרתם העיקרית היא לאותת לבוחריהם שהם דואגים להם, ולא בהכרח להוביל שינויים של ממש. על כל פנים, לבנק המרכזי, כפי שראינו, יש כלים משלו לעמוד מול לחצים פוליטיים.

## בנק ישראל מאז משבר הקורונה

השינויים שעברו על בנק ישראל בדור האחרון והאירועים הדרמטיים העולמיים מאז 2020 מעלים את השאלה אם בנק ישראל בצורתו החדשה התמודד בהצלחה עם האתגרים שניצבו לפתחו. משבר הקורונה ותופעות הלוואי המוניטריות שהביא עימו עוד לא חלפו, וכבר פרץ משבר נוסף – מלחמת חרבות ברזל. את מדיניות הבנק לגבי המלחמה עוד מוקדם להעריך, אבל ניתן לומר כמה דברים ראשוניים לגבי ההתמודדות עם משבר הקורונה.

בנק ישראל נכנס למשבר הקורונה עם אינפלציה אפסית (כלומר, נמוכה מהיעד), לצד ריבית אפסית ששררה מזה חמש שנים, עקב המשברים הפיננסיים שהתרחשו בארצות הברית ובאיחוד האירופי. הנגיף החל להתפשט בישראל במרץ 2020. החשש היה כי במקרה של הדבקה מהירה של כלל האוכלוסייה, ובהתבסס על שיעורי התמותה שנמדדו באותה עת במדינות אחרות, ימותו מאות אלפי ישראלים. כדי להימנע מאסון כזה, ובהיעדר חיסון, הוחלט באופן חסר תקדים לסגור את החברה – ואיתה את הכלכלה. העובדה ששיעור התמותה בישראל היה בסופו של דבר נמוך בהרבה, והעובדה שפותח חיסון, אינן רלוונטיות להערכת החלטות המדיניות בזמן אמת.

סגירת הכלכלה כפתה אבטלה מיידית על המוני עובדים ובעלי עסקים שהיו צפויים להיקלע לקושי כלכלי חמור, ועל כן החליטה הממשלה לספק להם סיוע ישיר. בנק ישראל הגדיל מאוד את כמות אמצעי התשלום במגוון דרכים – שהרי את הריבית האפסית הוא כבר לא יכול היה להוריד. בין השאר עודד בנק ישראל את הבנקים להלוות כספים לעסקים קטנים ובינוניים ורכש כמויות גדולות של איגרות חוב

שהממשלה הנפיקה כדי ללוות כסף למימון ההוצאות החריגות שלה. המשמעות של רכישת איגרות החוב על ידי בנק ישראל היא שלמעשה בנק ישראל ייצר כסף חדש יש מאין, שאיתו הממשלה שילמה דמי אבטלה המוניים.

נשאלת השאלה: האם לא הייתה בכך הפרה של החוק האוסר על הבנק להלוות כסף לממשלה? התשובה היא לא – משום שהבנק לא קנה את איגרות החוב היישר מהממשלה עצמה. מבחינה פורמלית, הממשלה לוותה את הכסף קודם כול מהציבור (בעיקר ממוסדות פיננסיים), ורק אחר כך מיהר בנק ישראל לגאול את הציבור מהחזקת איגרות החוב; מבחינה מהותית, הייתה זו הדפסת כסף. חוק בנק ישראל צפה זאת מראש, ועל כן הוא אוסר על קניית איגרות חוב "בעת הנפקתן" – רמז לכך שמותר לקנות אותן לאחר הנפקתן. בימי שגרה, צעד כזה יעורר בצדק את זעמם של התקשורת והגופים הבינלאומיים, אבל במצב החירום הקיצוני שהיה הבינו כולם שזה צעד סביר, ואולי אף ראוי ומוצדק.

ואכן, בשנתיים שאחרי תחילת המשבר גדלה כמות אמצעי התשלום בשני שלישים – לעומת גידול של שישית בלבד בשנתיים שלפני המשבר. כפי שניתן היה לצפות, עלייה חריגה זו בכמות אמצעי התשלום הביאה לעליית רמת המחירים. במהלך 2021 עלתה האינפלציה מאפס לשלושה אחוזים – הגבול העליון של יעד האינפלציה הרשמי. במהלך 2022 המשיכה האינפלציה לעלות והגיעה לשיא של 5.5% בסוף השנה. בנק ישראל החל להעלות את הריבית רק באפריל 2022, כשהאינפלציה הגיעה כבר ל-4%, ובתוך שנה העלה את הריבית מאפס לכמעט חמישה אחוזים. האינפלציה הגיבה כצפוי וירדה לאורך כל שנת 2023 בחזרה ליעד. מבחינת האינפלציה לבדה, בנק ישראל הצליח יותר מרוב המדינות המפותחות שנקטו מדיניות דומה: למשל, בארצות הברית האינפלציה הגיעה לשיא של 9% ובאיחוד האירופי לשיא של 11.5%.

בבואנו לשפוט את תפקודו של בנק ישראל, ראוי בעיניי להביט, בראש ובראשונה, על השינוי בכמות הכסף. את עלייתה הזמנית של האינפלציה אפשר לראות כמחיר לא גבוה במיוחד ששילמנו ב־2022 ו־2023 על מדיניות שאפשרה לבנק ישראל ולממשלה למנוע סבל גדול יותר בשנות הקורונה, 2020 ו־2021. ייתכן שניתן לראות את כל האירוע כסוג של "ביטוח לאומי": כולנו שילמנו כדי למתן את הפגיעה במי שספגו את הנזק הכלכלי הקשה ביותר בזמן הקורונה. פרשנות זו נעשית בעייתית במקרה שבו רוב הנפגעים הכלכליים מהמשבר הם מהעשירונים התחתונים, דהיינו העשירונים שסובלים הכי הרבה מאינפלציה. אך גם למהלך כזה יש ערך: במקום שהנזק הכלכלי לעשירונים התחתונים יתרכז לשנות המשבר, דבר העלול להביא לרעב ולעזרעור הסדר החברתי, הוא נפרס על גבי ארבע שנים ונעשה מתון יותר.

האם בנק ישראל פעל בניגוד לחוק כשחרג מיעד האינפלציה? בכלל לא. לפי חוק בנק ישראל החדש, אומנם יציבות המחירים היא המטרה המרכזית של הבנק, אבל עליו גם "לתמוך במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה ... בתנאי שלדעת



הוועדה המוניטרית של הבנק לא תהיה בכך פגיעה בהשגת יציבות המחירים לאורך זמן", כאשר "לאורך זמן" פירושו שהוועדה צופה שהאינפלציה תחזור לתחום יציבות המחירים "בתוך תקופה שלא תעלה על שנתיים". בינואר 2022, עת האינפלציה עלתה מעל תחום יציבות המחירים, צפתה הוועדה דווקא ירידה של האינפלציה בחזרה לרמה של כ-1.5% עוד באותה שנה, בהסתמך על התחזית של חטיבת המחקר בבנק. תחזיות השווקים הפיננסיים היו פחות אופטימיות – אבל עדיין בתחומי היעד. בפועל האינפלציה גדלה והגיעה לכ-5.5%, אך הוועדה טענה שהאשם מצוי בפרוץ מלחמת רוסיה-אוקראינה שהעלתה את מחירי האנרגיה. מיד לאחר פתיחת המלחמה החלה הוועדה להעלות ריבית. כלומר, לא היה אף רגע שבו הוועדה פעלה להשיג מטרת אחרת בעודה חוזה חריגה מהיעד ליותר משנתיים. החוק לא הופר. באופן מקרי, אף שהוועדה המוניטרית לא חזתה חריגה של שנתיים מהיעד, זה בדיוק מה שקרה: האינפלציה עלתה מעבר ליעד בינואר 2022 וחזרה אליו בדצמבר 2023.

העלאת הריבית אומנם הורידה את האינפלציה בחזרה ליעד, אבל גרמה קשיים בתחום המשכנתאות. מבחינתו של בנק ישראל, הירידה בכוח הקנייה של אותם משקי בית מוגדלי המשכנתה הייתה חלק מהירידה בכוח הקנייה של כלל הציבור, שמטרתה הייתה הורדת האינפלציה ליעד שקבעה הממשלה. אין משמעות הדבר שבנק ישראל אטום לקשיי העם, אלא שהוא מבין שהשאת האינפלציה מעל היעד תפגע בציבור עוד יותר ולכן יש לבלוע את הגלולה המרה של העלאת הריבית ולעמוד בתופעות הלוואי הלא נעימות – אך הזמניות – שלה.

### נקודה לביקורת: בעיית הריבית המשתנה

ביקורת נקודתית שראוי להעלות נוגעת להיתר של בנק ישראל לתשלומי משכנתה בריבית משתנה (נזכיר: ריבית משתנה היא ריבית הצמודה לריבית בנק ישראל ומשתנה יחד איתה). מדובר בתופעה חריגה ביותר בכלכלה, שאת מחירה משלמים בימים אלה לא מעט משקי בית בישראל. הרי בכל עסקה אחרת מחוץ לשווקים הפיננסיים מחירו של כל מוצר נקבע כבר בזמן עריכת החוזה. דווקא בעסקה היקרה ביותר שמבצע משק בית ישראלי הוא מרשה לעצמו – בעידוד נמרץ של הבנקים – לתת למחיר להיקבע בעקיפין על ידי החלטות עתידיות של בנק ישראל, במקום לקבוע אותו במדויק ומראש. דווקא בעסקה החשובה ביותר של משק בית ישראלי, הוא מתנהג כאחרון המהמרים בקזינו הענק של מערכת הבנקאות.

תפיסה ליברטריאנית עשויה לטעון שזו בעיה של משק הבית ושייקח אחריות על החלטותיו. אבל האם טענה זו תהיה הוגנת, כאשר אזרחי ישראל אינם מקבלים חינוך פיננסי בבתי הספר, אלא מוסללים לסמוך על המדינה? כולנו מחויבים, למשל, לחסוך לגיל זקנה ולבטח את עצמנו נגד אסונות, תאונות ומחלות גם אם איננו רוצים בכך – בתשלומים לביטוח לאומי, לפנסיה, לקופת חולים ולביטוח רכב. באווירה

פטרנליסטית זו, מדוע שמשק בית סביר יחשוד במשהו כאשר המדינה – או ליתר דיוק, בנק ישראל – מאשרים לקחת שני שלישים מהמשכנתה בריבית משתנה? אם המדינה מאשרת – זה בטח בסדר. ייתכן אפוא שבמצב האוריינות הפיננסית בישראל ניתן להצדיק איסור על ההימור הפרוע של משכנתה משתנה, כדי למנוע מצב שבו המוני משקי בית נפגעים פעמיים בזמן אינפלציה – הן מהאינפלציה עצמה, השוחקת את ערך המשכורות שלהם, הן מהגדלת תשלומי המשכנתה שנובעת מהמלחמה באינפלציה.

כן יש לזכור כי פוטנציאל הנוק אינו של לוקחי המשכנתאות בלבד, אלא של הכלכלה כולה. כפי שניתן לראות מפעילותו של ח"כ גפני, המהמרים לא בהכרח יספגו בשקט את ההפסדים ויכו על חטא, אלא הם עלולים לבקש מנבחרי הציבור להתערב בחוזים בדיעבד ולהטיל את נטל הריבית הגבוהה – כפי שהוסבר לעיל – על לווים אחרים.

## מבט לעתיד: הבנק המרכזי בעולם של מטבעות דיגיטליים

בשנת 2000 היה נראה לנו נורמלי לגמרי שרק הבנק המרכזי מנפיק כסף מזומן. אבל זה לא תמיד היה כך, ובעתיד ייתכן שמצב זה יבוטל ולחילופין יוקצן. בתקופות רבות וחשובות בהיסטוריה יוצר הכסף על ידי גורמים פרטיים ולא על ידי ממשלות. חרוזים מצדפים וקונכיות, תבואה, חיות משק ומטילים של מתכות יקרות שימשו ככסף בכל העולם ויוצרו כולם על ידי אנשים פרטיים. כך למשל קנה אברהם אבינו את מערת המכפלה ב"ארבע מאות שקל כסף עובר לסוחר", כלומר הוא שילם במתכת כסף שמשקלה ביחידת המשקל "שקל" היה 400, והמתכת הוכרה כטהורה דיה לשמש בין סוחרים. אף ממשלה אינה מוזכרת בתיאור הכסף כזו שיצרה אותו, הבטיחה את הטוהר שלו, או ציוותה לקבלו כתשלום.

המצאת המטבע בתקופה היוונית גרמה להשתלטות מהירה של הממשלות על ייצור הכסף – לא רק כדי להבטיח את איכותו, אלא מכיוון ששליטה בכמות הכסף התבררה כקריטית לצרכים צבאיים. מי שיכול לשלם בזמן לחיילים וליצרני נשק הוא מי שיכול לנצח במלחמה. הסיפור חזר על עצמו מאות שנים מאוחר יותר, עם הטכנולוגיה המתקדמת של העת החדשה. שטרות המהווים הבטחה למטבעות של המדינה יוצרו על ידי בנקים פרטיים, אבל במוקדם או במאוחר הממשלה השתלטה על הבנקים האלה. בבריטניה זה קרה בתהליך הדרגתי של 250 שנה. בארצות הברית באמצע המאה ה-19 היו יותר מאלף בנקים פרטיים שהנפיקו שטרות על בסיס מטבעות הזהב והכסף של הממשלה הפדרלית. הם קבעו את העריכים, את הציורים המופיעים על השטרות ואת כל שאר הפרטים כראות עיניהם. כדי לממן את מלחמת האזרחים שפרצה בשנות השישים של המאה ה-19, הממשלה חיסלה באחת את יכולתם של הבנקים האלה להנפיק שטרות והחלה לראשונה להנפיק שטרות בעצמה

על ידי משרד האוצר. הכסף המזומן, כך התברר שוב ושוב, חשוב מכדי שממשלה תשאיר את השליטה בו בידי הכלכלה הפרטית בזמן מלחמה. גם חוק בנק ישראל נותן לנגיד סמכות לאסור הנפקה של כסף מתחרה בשטחי המדינה.

אבל הרעיון של כסף מזומן פרטי לא עבר מהעולם. עם עליית האינפלציה בשנות השבעים של המאה העשרים הטיף הכלכלן פרידריך האייק ליצירת כסף פרטי שיהווה תחרות לכסף המדינתי ובכך ימנע מהיצרן המדינתי המונופוליסטי להרשות לעצמו להרוס את ערך הכסף באמצעות אינפלציה. החלום הליברטריאני הזה התבשל במחשכים והוגשם כרעם ביום בהיר ב־2009 עם הופעתו של ה"מטבע" הקריפטוגרפי הראשון – הביטקוין.

### הצד האפל של המטבע הדיגיטלי

באופן אירוני, הטכנולוגיה המתקדמת שהביאה להגשמת החלום הליברטריאני של מטבע פרטי, הביאה גם לרעיון הפוך לגמרי מבחינה אידאולוגית: מטבע דיגיטלי שיוצר על ידי בנק מרכזי, ואשר ידוע בכינוי המקוצר (Central Bank) CBDC (Digital Currency). החידוש הגדול כאן הוא שלראשונה הבנק המרכזי לא רק ייצר כסף מזומן, אלא גם יחזיק אותו. מדוע באמת שלא יהיה לכל אזרח חשבון בבנק המרכזי של המדינה שלו, שבו יוכל להפקיד כסף וממנו יוכל לבצע תשלומים שיעברו מיידית לחשבונות של אזרחים אחרים באותו בנק מרכזי? על פניו זה נראה יעיל יותר מהמערכת המסורבלת שבה הבנק המרכזי מלווה כסף לבנקים מסחריים ששומרים רק חלק מהכסף הזה ועומדים תמיד בפני סכנת קריסה. המעבר לדיגיטציה מוחלטת שתייתר כספות, קופות וסניפים יהפוך את האפשרות הזו למושכת וקלה במיוחד לביצוע.

אך ישנן בעיות בחזון הנפלא הזה. ראשית, הממשלה לא ידועה כמי שמנהלת עסקים כלכליים בצורה טובה. השוק הפרטי, כמעט תמיד, עושה זאת טוב יותר. בעיה קשה יותר היא הקלות הבלתי נסבלת שבה תוכל הממשלה לפגוע בפרטיות של האזרחים, וחמור מכך – לחסום חשבונות בנק ולהפקיע את כל הכסף שבהם. כיום נדרש צו של בית משפט – הרשות השופטת – כדי שהרשות המבצעת תוכל לגעת בחשבון של אזרח בבנק פרטי, ורבים הזדעזעו כשממשלת קנדה חסמה כך חשבונות בנק של נהגי משאיות שחסמו כבישים בתקופת הקורונה כמחאה על מדיניות החיסונים והגבלות התנועה של הממשלה (או לאחרונה, כשהממשל האמריקני הטיל עיצומים על חשבונות בנק של פעילי ימין ישראלים). ממשלה בעלת שליטה מלאה בבנק המרכזי עשויה לעשות שימוש לרעה בכוח זה, ולחסל כך את יכולתם של מתנגדים פוליטיים לא רק לממן את פעילותם, אלא ממש לחיות את חייהם. נכון, הפוליטיקאים שלנו אינם כה גרועים, וראשי בנק ישראל הם אנשים הרוצים בטובת המדינה. אבל כוח, כידוע, משחית את האוחזים בו בהתאם למידה שבה הם אוחזים בו. עדיף לא להעמיד

את בעלי השררה בפיתוי כגון זה.

עניין נוסף – וכנראה ייחודי לישראל – הוא כוחו של ועד העובדים של הבנק המרכזי. כבר עשרות שנים שמדינת ישראל לא מעזה לגעת בזכויות היתר של ועדים בעלי כוח מיקוח קטלני שיכולים לשתק את המדינה בגלל שליטתם בחשמל, ברכבות, ובנמלי הים והאוויר – ומדי פעם אף מאיימים במפורש לעשות זאת. השקל הדיגיטלי ייתן כוח גדול בהרבה מזה לוועד העובדים של בנק ישראל. אם במקרה של שביתה בחברת החשמל נצטרך לקנות נרות, הרי שבמקרה של שביתה בבנק ישראל לא נוכל לקנות כלום, אלא נעבור לסחר חליפין. הדבר האחרון שישראל צריכה הוא עוד ועד עובדים עם יד על השאלטר.

אין ספק שהנפקת מטבע דיגיטלי של בנק מרכזי, בפרט אם תבוא יחד עם ביטול הכסף המזומן הפיזי, תחייב הגנה חוקתית משמעותית על כספי האזרחים. תידרש יצירתיות גבוהה מאוד כדי להתמודד עם הסכנה חסרת התקדים שהוא יעמיד לחופש, לקניין ולזכויות של האזרחים.

### לקראת שינויים בעולם הבנקאות?

שיקול אחר הוא ההשפעה על המערכת הבנקאית המסחרית־פרטית: האם היא תתייתר על ידי בנק מרכזי בעל מטבע דיגיטלי משלו? ואם כן, האם זה בהכרח יהיה רע? המערכת הבנקאית אינה קדושה, ובוודאי שאינה זוכה לאהדה גדולה בציבור. כבר הרבה שנים קיים הרעיון שהבנק המסחרי, שנולד כנראה בחטא לפני 800 שנה, צריך לעבור מהעולם, וייתכן שהמטבע הדיגיטלי יספק הזדמנות לעשות זאת. הכוונה המקורית של רעיון זה, שנהגה בעקבות קריסות הבנקים בשפל הגדול, הייתה לפצל את הבנק המסחרי לשני חלקים: חלק אחד יספק שירותי כספות והעברות כספים ותשלומים (כפי שהבנק האיטלקי היה במקור), וחלק אחר יעסוק בהלוואות (התפקיד שנוסף באיטליה לבנק המקורי). האזרחים יחליטו אם הם רוצים לשמור את הכסף ולעשות העברות ותשלומים, או שהם רוצים שהכסף ילווה לאחרים (דרך בנק) ויניב רווח בדמות ריבית. מבחינת המפקידים, במצב הקיים הכסף גם נמצא בבנק (בטוח וזמין לביצוע תשלומים) אבל גם אינו בבנק (כי הוא מולווה לאחרים ומרוויח ריבית). כפי שכבר הוסבר במאמר, עיקרון זה – עיקרון "הכסף של שרדינגר", אם תרצו – עומד בבסיס רוב צרותיהם של הבנקים מאז ימי הביניים.

עם הכנסת המטבע הדיגיטלי של הבנק המרכזי לשימוש, במקום לפצל את הבנק המסחרי הפרטי לשני גופים פרטיים אפשר לתת לבנק המרכזי את החלק של שמירת הכסף והעברותיו, בעוד הבנק המסחרי יעסוק בתיווך הלוואות. אם בעבר הרחוק היה למערכת הבנקאות יתרון, בכך שמינפה כמות קטנה של מטבעות זהב לכמות גדולה של אמצעי תשלום, הרי בימינו נטולי הזהב – עם כסף המיוצר בלחיצת כפתור – אין לכך חשיבות. יתכבדו האזרחים ויפצלו את כספם בין הבנק המרכזי לבנק המסחרי

לפי השימושים השונים שהם מייעדים לו: הכסף שבבנק המרכזי יהיה שם בוודאות, זמין לביצוע מיידי של תשלומים והעברות, בעוד הכסף שיינתן למתווך הפיננסי ייחשב כאילו יצא לגמרי מרשותנו לצורך תשלומים מיידיים.

בכל מקרה, מערכת הבנקאות חשובה כל כך, ורגישה כל כך למשברים, שהתקדמות לעבר מטבע דיגיטלי מדינתי מחייבת זהירות, הדרגתיות, ולמידה מניסיונם של בנקים מרכזיים שכבר החלו להתנסות בכך. את ההרפתקה המסוימת הזאת עדיף להשאיר, לעת עתה, למדינות שאינן נמצאות במלחמה קיומית ומשבר פוליטי ממושך.

\*

מאמר על בנק ישראל שהיה נכתב לפני חמישים שנה היה נראה אחרת לגמרי ממאמר זה, וסביר להניח שהרבה מאוד ישתנה גם בחמישים השנים הבאות. מאמר זה מציג תמונת מצב הנכונה לסוף הרבע הראשון של המאה ה־21, שבו נדמה כי הבנקים המרכזיים הגיעו לעוצמה שלא הייתה להם בעבר. עצמאותם מהרשות המבצעת נהפכה לקונצנזוס עולמי, עד כדי כך שלעיתים נדמה שהם נעשים לרשות הרביעית במבנה החוקתי של המדינה המודרנית.

הבנקים המרכזיים צלחו בשלום את המשברים החמורים מאז 2008 – משבר המשכנתאות בארצות הברית, משבר החוב באזור האירו, הקורונה, והאינפלציה שגרמו הבנקים המרכזיים בהתמודדותם עם הקורונה. אבל לא לעולם חוסן. המשבר החמור הבא נמצא אולי מעבר לפינה, ואיתו יבואו תובנות תאורטיות ואמפיריות חדשות ושינויים בלחצים הפוליטיים, וכל אלה עשויים להביא את הבנק המרכזי למקום אחר לגמרי. טכנולוגיית הדיגיטציה של הכסף, שממשיכה להשתפר, עשויה לפגוע במעמד הכסף של הבנק המרכזי לעומת חלופות פרטיות, אבל עשויה גם לשדרג אותו לרמה חסרת תקדים, הטומנת בחובה מחד גיסא סכנה של שליטה טוטליטרית, ומאידך גיסא אפשרות של רפורמה במערכת שמתקשה לשמור על יציבות מזה 800 שנה. נדמה שבתחום הבנקאות כמו בתחומים אחרים, העשורים הבאים צפויים להיות מעניינים – לטוב, ולרע.