

המרכז לפיתוח על שם מרכז ספיר
אוניברסיטת תל אביב

ישראל והעולם הכלכלי: מבט היסטורי

אסף רזין

ניר דיון 1-2018

מרץ 2018



ישראל והעולם הכלכלי: מבט היסטורי

מאת

אסף רזין

הגלובליזציה – תהליך האינטגרציה של שווקי המוצרים, השירותים וזרמי ההון, אשר הואץ בסוף שנות ה-90 עם קריסת הגוש הקומוניסטי, התבססותו של מבנה השוק המשותף האירופאי, ופתיחת השווקים בסין ובהודו לעולם הכלכלי – נמצאת כיום תחת מתקפה, באירופה ובארצות הברית.

הגלובליזציה וההתקדמות הטכנולוגית האיצו את היחלשותן של תעשיות הטכנולוגיה המסורתיות (Low-tech), את צמיחתם של מוקדים פיננסיים, וכמו כן הביאו איתן נחשולים של הגירה. היפרדותה של בריטניה מהאיחוד האירופי (ה-Brexit) הינה דוגמה

ראשונית לגל ההתנגדות לגלובליזציה ועליית הפופוליזם הכלכלי השוטף את מרבית המדינות המפותחות. ב-2017 היינו גם עדים לחילופי השלטון הכאוטיים בארצות הברית. באותה עת, מדינות אירופה הכבולות תחת מגבלות מסגרת מטבע האירו – גרמניה, צרפת, הולנד, ספרד, פולין ועוד – צופות גם הן בהתעצמותם של כוחות המתנגדים לאיחוד האירופי.

מדינת ישראל מהווה דוגמה נגדית לתפיסה המתנגדת לגלובליזציה, הן בהקשר של קשרי מסחר במוצרים ובהון, והן בנוגע לדפוסי הגירה. לאחר הקמתה ב-1948, מדינת ישראל הפיקה תועלת מעלייתו של הסדר הכלכלי העולמי החדש, שבמרכזו גלובליזציה, אשר התבסס בתום מלחמת העולם השנייה. רפורמות במוסדות המסחר והפיננסים, כמו גם גידול מתמיד ברמת הפתיחות הבינלאומית בתחומי המסחר, שווקי העבודה והמערכת הפיננסית, הובילו לכך

שלאחר צמיחה כלכלית של עשרות שנים, בשנת 2010 מדינת ישראל מצטרפת כחברה בארגון ה-OECD. ישראל צמחה מכלכלה בעלת רמת בינונית הכנסה לנפש ובעיצומה של היפר-אינפלציה בתחילת שנות ה-80, וצמחה להיות אחד המשקים המשגשגים בעולם – כל זאת חרף אתגרים ביטחוניים מתמשכים, אשר נוטים לגזול משאבים על חשבון השקעות בפרויקטים.

המאמר מבוסס על ספר חדש שכתבתי, (Razin (2018). הספר מספק סקירה אנליטית של אירועים מרכזיים אלו, ושל המנגנונים דרכם גלובליזציה שיחקה תפקיד מרכזי בהתפתחותה המהירה של הכלכלה המודרנית בישראל. בניסיון לספק היבט רחב, הספר מתבונן מפרספקטיבה היסטורית בסאגה הייחודית של רמות האינפלציה הגבוהות בישראל, ועל הכרעתו של תהליך האינפלציה המתמיד. הכרעת האינפלציה זכתה לחיזוק בדמות התפתחותם של

מוסדות המאפשרים מדיניות מוניטריות ופיסקאליות רלוונטיות ויעילות יותר. בנוסף, התקיים תהליך מתמשך של גיבוש מוסדות הנדרשים להסדרת הסקטור הפיננסי. תהליך זה סיפק יציבות מאקרו-כלכלית טובה יותר, ותרם להחלקת תנודתיות מחזורי העסקים.

המאמר מתייחס למספר תקופות כלכליות חסרות תקדים. אלו שטלטלו את הכלכלה העולמית במהלך העשורים האחרונים, והתגלו כנקודות פיתול בהתפתחות המשק הישראלי. בקרב תקופות יוצאות דופן אלו ניתן למנות את האירועים הבאים:

(1) התמוטטות ברית המועצות, ובעקבות כך גל אדיר של

מהגרים בעלי מיומנויות גבוהות;

(2) ההתמתנות הגדולה של האינפלציה ותנודת התעסוקה

במדינות המפותחות, וההתכנסות של האינפלציה

הישראלית לשיעורי האינפלציה הנמוכים השוררים בעולם;

(3) המשבר הפיננסי העולמי ב-2008 (אשר החל בארצות

הברית והתפשט ללא רסן באירופה), תוך כדי ביצועים

חזקים באופן מפתיע של המשק הישראלי;

(4) עלייתם של המשקים האסיאתיים, אשר נפתחו רק

לאחרונה ליצוא ישראלי, והפכו אף הם למקור שופע של

השקעות חוץ ישירות בישראל;

(5) נחשול טכנולוגיית המידע הגלובלי, יחד עם גל ההשקעות

הזרות הישירות והשפעותיהם על ענף ההיי-טק הישראלי

המתפתח במהירות;

(6) בריחת מוחות של מיטב בעלי הכישורים בישראל, תהליך

אשר התאפשר בשל מערכת ההשכלה הגבוהה המתקדמת

הקיימת בישראל, ונתמך על ידי מדיניות ההגירה באירופה,

אוסטרליה וצפון אמריקה, המעודדת כניסה של בעלי

מיומנויות גבוהות;

(7) הגידול באי השוויון בהכנסות ובקיטוב החברתי;

מבוא

מדינת ישראל חוותה התפתחות יוצאת דופן, כאשר התקדמה ממשק

מתפתח בעל רמות הכנסה נמוכות ואינפלציה גבוהה בשנות ה-70,

למשק מפותח בעל רמת הכנסה בינונית-גבוהה בשנות ה-2000,

תוך כדי פיתוח קשרים פיננסיים והשתלבות הולכת וגוברת בכלכלה

העולמית בתחומי הסחר ושרשראות האספקה. בו בזמן, הכלכלה

העולמית חוותה מספר אירועים כלכליים חסרי תקדים במהלך ארבע

העשורים האחרונים. זהו ניסוין לספק ניתוח קפדני במידה מסוימת

של השפעת האירועים הללו על התפתחותה של ישראל, מוסדותיה,
ומדיניותה הכלכלית.

המאבק לריסון האינפלציה נמשך שנים רבות. לאחר מספר ניסיונות
כושלים לעצור את חמש שנות ההיפר-אינפלציה, ממשלת האחדות
בישראל יישמה בהצלחה תכנית לייצובה. אף על פי כן, שיעור
האינפלציה נותר ברמה דו-ספרתית נמוכה. כיצד הצליחה ישראל
לרדת משיעורי אינפלציה תלת-ספרתיים לרמות דו-ספרתיות, וכיצד
התכנס שיעור האינפלציה לשיעורים המאפיינים מדינות מפותחות?
על מנת לענות על שאלות אלו, הספר בוחן אותן מנקודת מבטה של
הגלובליזציה. ההתמתנות הגדולה במשקים המפותחים התרחשה
בין השנים 1985 ו-2007, במהלך תקופת אינפלציה נמוכה בה הבנק
המרכזי של ארצות הברית (ה Fed) ובנקים מרכזיים במדינות

מפותחות אחרות סיפקו סביבה מאקרו-כלכלית יציבה על מנת לאפשר החלטות רציונאליות של המגזר הפרטי. בתקופה זו ישראל עברה תהליך גלובליזציה קודח, ושיעור האינפלציה הואט משיעור תלת-ספרתי בשנות ה-80 לשיעורים חד ספרתיים נמוכים, ככל שמגזרה הפיננסי השתלב באופן הולך וגובר בעולם הפיננסי הגלובאלי.

השפל הכלכלי של 2008 התקבל בהפתעה אצל מרבית הכלכלנים. מודלים מאקרו-כלכליים שקדמו ל-2008 לא תפסו כראוי את המאפיינים של מחזורי העסקים למעשה: תקופות מיתון קלות אשר התרחשו במרווחי זמן שבין מיתונים קשים ומתמשכים. הסיבה לכך הייתה שמודלים מאקרו-כלכליים מסורתיים לא ייחסו חשיבות לתפקידם של מתווכים פיננסיים. ההתייחסות למוסדות פיננסיים אלו הייתה כאל ערוץ טיווח ניטרלי בין חוסכים למשקיעים, ולא כמקור

אפשרי בפני עצמו למשבר. יתכן שחסרון זה תוקן, אך נותרו אי-וודאויות. אי וודאויות אלו הכרחיים לצורך הבנת המשבר הפיננסי הגלובאלי של 2008, ותוצאותיו. עד שסוגיות אלו יפתרו, ישראל ויתר כלכלות העולם עשויות לחזור ולחוות קשיים בהתמודדות עם המיתון הגדול, משבר גוש היורו, ואף עם הקיפאון בשיעורי הצמיחה אותו חוות מדינות מפותחות רבות, בעיקר באירופה.

בדיון על המיתון הגדול אותו חוו מדינות העולם המפותחות, ספר זה מנתח את ביצועיה יוצאי הדופן של ישראל לאחר המשבר, על מנת לאתר את מקורות הצלחתה, ואת התפקיד שמילאה בכך בנייתן של מוסדותיה הפיננסיים והמוניטריים; בתוך כך מודגשים קווי דמיון עם הכלכלות המתפתחות באסיה.

להגירה יש השלכות כלכליות חברתיות מרחיקות לכן. בין השלכות אלו ישנן השלכות על שוק העבודה, סחר החוץ, הצמיחה הכלכלית,

מבנים פוליטיים וחברתיים וכו'. להגירתם של יהודי ברית המועצות לישראל בשנות ה-90 הייתה בנוסף גם השפעה על אי השוויון בהכנסות ועל מאזן הכוחות הפוליטי. אני מתאר את החוויה יוצאת הדופן של ישראל, אשר בפרק זמן קצר קלטה כ-750 אלף מהגרים מברית המועצות לשעבר. גל הגירה זה היה יוצא דופן, בשל הרכבה אשר כלל שיעור גבוה של בעלי מיומנות גבוהות, דבר אשר טרם להעלאת ההכנסה הפנויה מבלי להגדיל את אי השוויון בהכנסות. כלומר, מדינת הרווחה ביצע שינוי כיוון רגרסיבי חד. בחלקו הראשון של ספר זה מנתח את אירועים אלו. ניסיונה הייחודי של ישראל שונה בתכלית מחוויות ההגירה בארצות הברית ואירופה, בהן ידן של כוחות המתנגדים לגלובליזציה נמצאות על העליונה.

מטרתו העיקרית של הספר היא לספק ניתוח קפדני של תפקידה רב

העוצמה של גלובליזציה בהתפתחות יוצאת הדופן של המשק

הישראלי.

1. משבר האינפלציה בעקבות ה"מהפך"

המשבר הכלכלי החל להתפתח כאשר מפלגת האופוזיציה, גח"ל (כיום הליכוד), עלתה לשלטון, לראשונה מקום המדינה. המהפך הפוליטי בשנת 1977, המכונה "המהפך", שינה את כללי המשחק של המדיניות הכלכלית בישראל. הממשלה שזה עתה נבחרה החליפה באופן פתאומי את המשטר הכלכלי הקיים, אשר הצליח לשמור על משמעת פискаלית גם נוכח זעזועים חיצוניים חזקים (מלחמת יום הכיפורים ומשבר הנפט הראשון). מדיניות מוניטרית שולבה באופן מתון, על בסיס משטר שער חליפין קבוע; מוגן בפני בריחת הון על ידי מנגנוני בקרת הון. למרות הזעזועים במחיר הנפט, האינפלציה הייתה ברמה דו-ספרתית נמוכה.

ניתן להבין את המסגרת שבה התנהלה המדיניות הכלכלית לפני
המהפך, ולאחריו, באמצעות ה"שילוש הבלתי אפשרי"¹. בתחום
המימון הבינלאומי, מקור השילוש הבלתי אפשרי נובע מכך שבכמעט
כל מדינה קובעי המדיניות הכלכלית שואפים להשיג את המטרות
הבאות: ראשית, לפתוח את כלכלת המדינה לתנועות הון
בינלאומיות, שכן בכך קובעי המדיניות מאפשרים למשקיעים זרים
לגוון את תיקי השקעותיהם בחו"ל, ולהשיג חלוקת סיכון. בנוסף,
המדינה מפיקה תועלת מן המומחיות שמובאת לארץ על ידי
משקיעים זרים. שנית, שימוש במדיניות מוניטרית ככלי לייצוב
האינפלציה, התוצר והסקטור הפיננסי של הכלכלה. הבנק המרכזי
משיג זאת על ידי הגדלת היצע הכסף והורדת הריבית כאשר
הכלכלה במיתון, ובמקביל הקטנת כמות הכסף והעלאת הריבית,

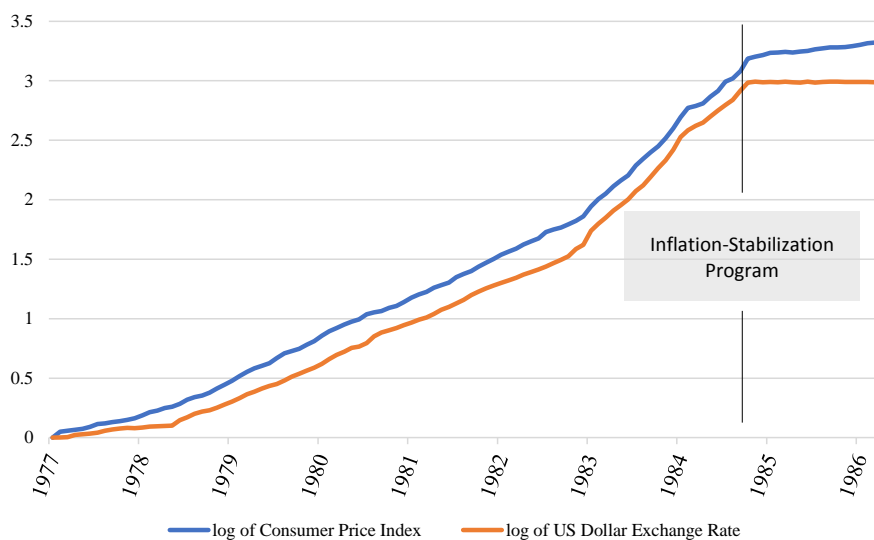
¹ ה"שילוש הבלתי אפשרי" הינו מצב בו עומדים בפני 3 אפשרויות, כאשר כל אחת טומנת בחובה בעיה בלתי נמנעת כלשהי. בתחום המימון הבינלאומי הדבר מוגדר כבחירה במשטרים כלכליים שונים. ראשיתו של ניתוח השילוש הבלתי אפשרי בתחום המימון הבינלאומי בעבודותיהם של Fleming (1962) ו-Mundell(1963).

בתקופות צמיחה. בנוסף לכך, הבנק המרכזי יכול לשמש כמלווה של המוצא האחרון במקרה של בהלה פיננסית. שלישית, שמירה על יציבות שער החליפין. הסיבה לכך היא שתנודתיות יתר של שער החליפין, אשר לעיתים מונע על ידי ספקולציות, עשוי להוות מקור לתנודתיות פיננסית רחבה יותר, ובכך להקשות על משקי הבית והעסקים לסחור עם הכלכלה העולמית, ועל משקיעים בניסיונם לתכנן לעתיד.

עם זאת, הבעיה היא שמדינה יכולה להשיג רק שניים מתוך שלושת מטרות אלו. על מנת לשמור על שער חליפין קבוע ולאפשר תנועות הון, הבנק המרכזי מוותר על יכולתו לשלוט בשיעור הריבית, או לחילופין בבסיס הכסף – כלי המדיניות שלו – שכן הריבית תקבע על פי הריבית העולמית לפי כלל שוויון הריביות, ובסיס הכסף יעודכן בהתאם באופן אוטומטי. זהו המקרה של המדינות החברות בגוש

מטבע היורו. על מנת לשמור על השליטה על שיעור הריבית או באופן שקול על בסיס הכסף, הבנק המרכזי חייב להימנע מהתערבות ברמת שער החליפין, כפי שקורה בארצות הברית. במידה והבנק המרכזי רוצה לבחור שער חליפין קבוע, והן לשמור בידיו את כלי המדיניות המוניטרית, הדרך היחידה לעשות זאת היא על ידי פיקוח על רמות ההון, כפי שעושה סין.

תרשים 1.1: רמות מחירים ושער חליפין, 1977-1986

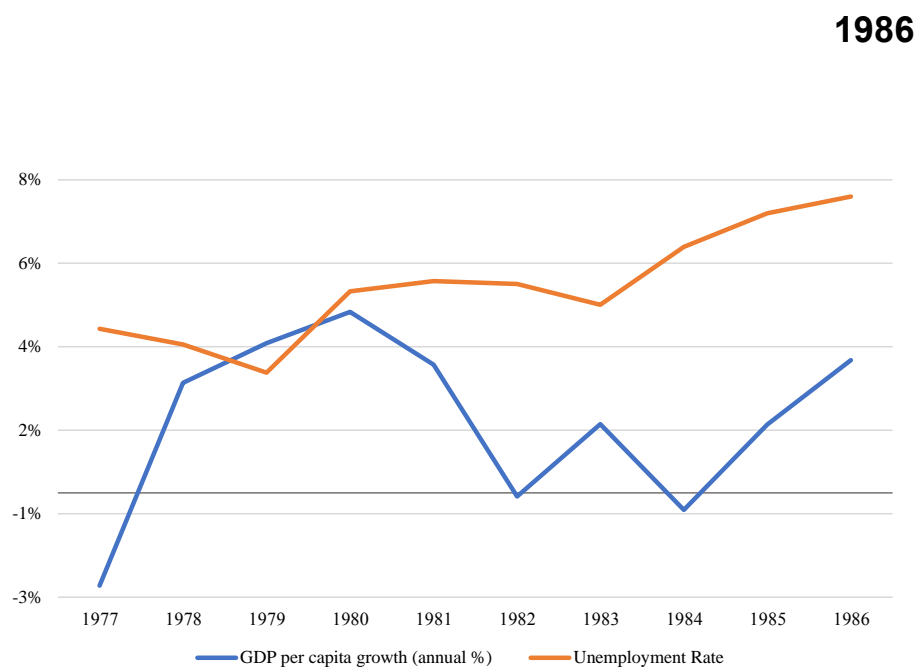


מקור: בנק ישראל

תרשים זה מציג את מסלולה המואץ של האינפלציה, ובעקבותיו בפיגור מתמשך, הפיחות בשער החליפין, במהלך שנות ה-80. התרשים מבליט את המיתון המידי במגמת האינפלציה, בעקבות יישומה של תוכנית הייצוב ב-1985. לאורך המגמה, האינפלציה צמחה בקצב מהיר משער החליפין, ועל כן שער החליפין הריאלי ירד באופן ניכר לאורך התקופה. באופן טבעי, בהתאמה להתחזקות הריאלית של המטבע הישראלי חל גידול באבטלה וירידה בשיעור צמיחת התוצר.

תרשים 1.2 מתאר את התפתחות מדדי התוצר והתעסוקה המרכזיים. אלו מבליטים את רפיונה של הפעילות הכלכלית במהלך משבר ההיפר-אינפלציה, אשר הובילה לאבטלה בממדים חסרי תקדים.

תרשים 1.2: שיעור הגידול בתוצר לנפש ושיעור האבטלה, 1977-1986



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה והבנק העולמי

ניתן להבחין בשני השלבים של המדיניות הכלכלית-פופוליסטית. בשלב הראשון (הקרוי "Sugar High") התוצר הלאומי גדל והאבטלה מצטמצמת. בשלב השני ("Meltdown") החיכוכים בשוק ההון והאשראי גוברים. הם לכן משפיעים באופן קשה על הפעילות

הכלכלית. הנפקות ענק אפשרו לבנקים להגדיל את ההון הזמין בדיהן ולעשות בו שימוש להשקעות, הלוואות וכו'. על מנת לעודד את יתר המשקיעים בבורסה להמשיך ולהשקיע במניות הבנקים, הן החלו בתהליך רכישה עצמית של מניותיהן. ב-6 לאוקטובר 1983, המכונה "יום חמישי השחור", עודפי היצע גדולים של מניות הבנקים הפילו את הבורסה. בעקבות כך ארבעת הבנקים הגדולים עברו תהליך הלאמה באמצעות תהליך חילוץ מהיר.

1.1 סופו של המבוי הסתום הפוליטי

לאחר כמעט שמונה שנים של תהו ובוהו כלכלי של היפר-אינפלציה, המצביעים בישראל הביאו לאיזון פוליטי משמעותי כלפי המרכז הפוליטי. ממשלת האחדות שזה עתה נוסדה ("הליכוד" ו"העבודה")

ישמה בהצלחה אמצעי ייצוב קריטיים; כל אלו הצריכו קונצנזוס פוליטי². חקיקה חדשה ("חוק ההסדרים") אפשרה לממשלה לשלוט באופן הדוק יותר על הכנסותיה ממיסוי והוצאותיה. חוק חדש אסר על הבנק המרכזי להדפיס כסף במטרה לכסות את הגרעון התקציבי ("חוק אי ההדפסה"), והביא לסיום המדיניות המוניטרית המרחיבה. הסכם משולש בין הממשלה, ארגון העובדים ("ההסתדרות") התאחדות התעשיינים ייצב את הדינמיקה של השכר והמחירים, ואפשר פיחות נומינאלית חדה, אשר הסתיימה בפיחות ריאלית המעודדת תחרותיות. השפעת החלשות המטבע לא הגיעה לשכר ולמחירים, ככל הנראה כתוצאה מכך שכלל המשטר המקרו-כלכלי

² שניידר ו-טורנל (2004) מספקים מודל של תנודתיות כלכלית חמורה (boom-bust) במדינות בעלות הכנסה ממוצעת, אשר עשוי להסביר את המנגנון שנמצא ביסודה של התנודתיות הקיצונית שבאה בעקבות תוכנית הייצוב. היא מבוססת על הבדלים סקטוריאליים במימון תאגידי: הסקטור הלא סחיר (נדל"ן, שירותים פיננסיים וכו') ייחודי בכך שהוא מאופיין על ידי בעיית אכיפת חוזים, ונהנה מערביות חילוץ (לדוגמה, חילוץ משכנתאות). כתוצאה מכך, אי התאמה מטבעית במאזן נובעים באופן אנדוגני בענף. הא-סימטריה המגזרית מאפשרת למודל לשחזר את התכונות העיקריות הנצפות של תנודתיות כלכלית חמורה. בפרט, מחזורים כאלו מתחילים בגאות של הלוואות ועליות ערך ריאליות, ומגיעים בקיצון למשבר בו ירידות ערך ריאליות משתלבות עם גל פשיטות רגל, ומסתיימות במיתון במחסור אשראי. הכלכלה הישראלית התאוששה לחלוטין בסוף שנות ה-80 ותחילת שנות ה-90, עת בה הגיע גל מהגרים מברית המועצות לשעבר. תיאור מפורט של מדיניות הייצוב ניתן למצוא ברזין וצדקה (1993).

השתנה; בהתאם לספרות המאקרו-כלכלית המבוססת על ציפיות. בגלל האמינות של צעדי המדיניות, אשר גובה על ידי ההסכם המשולש בין ממשלת האחדות, הסתדרות העובדים והתאחדות התעשיינים, כמו גם בעקבות התעצמות עצמאותו של בנק ישראל, ציפיות האינפלציה הותאמו במהירות לצעדי המדיניות³.

1.2 אינפלציה והכנסות פסקאליות

האינפלציה הגבוהה של ישראל צברה תנופה עד כדי משבר של המוסדות הפוליטיים והכלכליים. כישלון המדיניות הכלכלית הכריח את הממשלה לגייס הכנסות באמצעות הרחבות מוניטאריות. בעוד שהממשלה החדשה שירתה דרישות פופוליסטיות, מכונת הדפסת הכסף שימשו למימון הוצאותיה ההולכות וגדלות במהירות.

³ תקופת שינוי הציפיות דומה להשפעת מדיניות של Paul Volcker ראש ה-Fed על ציפיות האינפלציה בארצות הברית, ראו את Sargent (1999).

דיבידנדים מסניוראז' (הרווח שהממשלה מפיקה מהדפסת כסף) נובעים מיכולתו הבלעדית של הבנק המרכזי להנפיק שטרות. בנוסף, הבנק המרכזי יכול להחזיק בעתודות הנדרשות מתוך הפיקדונות בבנקים המסחריים, אשר אינם נושאים ריבית. בנקים מרכזיים יכולים גם לנפח את חלקו של החוב הציבורי אשר אינו צמוד למדד, ולהגדיל את ההכנסות הריאליות ממסים באמצעות מיסוי פרוגרסיבי. עם זאת, מידת יכולתו של הבנק המרכזי להוריד את מידת החוב הפיסקאלי לא תלויה רק במידת העקביות של האינפלציה בפועל עם ציפיות האינפלציה⁴.

המסקנה המרכזית של פרידמן (1971) היא שסניורז' יציב לאורך זמן הנובע ממקסום הכנסות על ידי הבנק המרכזי הוא קטן. עם זאת, ישראל, כמו גם מקרים נוספים בעבר, מהווה דוגמה נגדית. קפיצות

⁴ אכן, עדי קרני (1983) באמצעות חישובים גסים מצא כי ההיפר-אינפלציה בישראל הפיקה עברה הכנסות סניוראז' משמעותיים. באותו נושא, (1998) Cukierman הביא עדויות לחלקו המשמעותי של הסניוראז' בהכנסות גרמניה בתקופת ההיפר-אינפלציה שחוותה בשנות ה-20.

חדות באינפלציה עשויות להוות מקור משמעותי להכנסות עבור הממשלה. אי-עקביות (על פני זמן) מצד הבנק המרכזי בתזוזת מדיניות מעין זו נובעת מתמריצים מעוותים. אלו מובילים את מקבלי ההחלטות לקבוע שיעור אינפלציה עליהם בעתיד הם עשויים להתחרט. תמריצים אלו הם שכיחים בהפעלת מדיניות כלכלית; הם נפוצים מאוד במשקים אשר אין בידיהם הכלים להשגת שיווי המשקל האופטימלי. יתרה מכך, לא ניתן לשלול את תמריצים אלו, אפילו תחת הנחת ציפיות רציונאליות במודלים של חוסר עקביות בזמן. (Calvo (2016) כותב כך: "לא סביר כי שימוש חוזר באינפלציה מפתיעה תצליח לגרום לגידול בסניורז', כיוון שהציבור יחל לצפות לשיעור אינפלציה גבוה מזה שמביא לאופטימום את ההכנסות היציבות לאורך זמן מאינפלציה. לכן, בסופו של דבר המשק עשוי להגיע לתחומי אינפלציה עודפת המודגשת (Friedman (1971). עם

Commented [EB1]: I tried, unsuccessfully, to find a better translation for "time inconsistency". If this is not the formal term for this, it will need to also be changed a number of more times along the document.

זאת, הדבר לא נובע משגיאה כלכלית אלמנטרית מצד הבנק המרכזי, כפי שניתן להסיק מתוצאותיו של Friedman . בטווח הקצר, זינוק של האינפלציה הוא אחד האמצעים הזולים והיעילים להפקת הכנסות פיסקליות נוספות. זאת ועוד, ה"גזר" תמיד ישנו. כפי שצוין, הבעיה עולה כאשר הממשלה "מנסה להשיג את הגזר" באופן חוזר. אולם, אפילו במקרה זה זו הוכחה שהרשויות אכן עשו טעות. על מנת להעריך זאת, יש צורך במידע על משך הזמן שלוקח לציבור להפנים את אסטרטגיית הקפצת האינפלציה.

גם במסגרת הפרדיגמה של אי-עקביות מצידו של קובע ההחלטות⁵ ישנו מקום למדיניות מתקנת. ניתן לנסות לנטרל את התמריצים המזיקים, באמצעות איסור על מתן הלוואות לרשות הפיסקאלית על ידי הבנק המרכזי. זו הסיבה לכך שב-1985 תוכנית הייצוב למשק

⁵ ראו (1977) Kydland and Prescott, ו-(1978) Calvo

הישראלי כללה את סעיף אי ההדפסה, ובכך נמנעה מבנק ישראל
האפשרות לרכוש אגרות חוב ממשלתיות ממשרד האוצר באופן

ישיר: זהו המנגנון הכלכלי מאחורי "חוק אי ההדפסה".

Commented [EB2]: This end of the sentence might not be needed in the Hebrew version for reasons of redundancy, as in the original English version this is merely a representation of the Hebrew name: "Chok lee Haadpasa".

Sargent (1999) טען כי ניתן לעצור רמות אינפלציה גבוהות באופן
מהיר ובעלות נמוכה. טענתו היא שציפיות אינפלציה מעודכנות באופן
מידי כאשר המשטר הכלכלי משתנה באופן ניכר. עם זאת, הוא
מתעלם מהעול הפיסקאלי ופיזור ההכנסות שינבאו מכך.

מהן ההשלכות הפיסקאליות של ציפיות אינפלציות אשר מושרשות
היטב, לפני שההיפר-אינפלציה נעצרת?

דמיינו כלכלה פשוטה בה יש שוק לחוב הציבורי, אשר נקוב במטבע
המקומי, D^6 . נסמן את הריבית הנומינאלית החד-תקופתית ב- i . אם
כך, תשלום מלוא החוב הממשלתי בתקופה הבאה (זאת אומרת,

⁶ ראה (1992) Calvo.

הקרן והריבית) יעמוד על $(1 + i)D$. ננרמל את היחידות כך שרמת המחירים הנוכחית תהיה 1, ונניח כי שיעור הריבית הריאלית הינו 0%. בנוסף, נסמן את שיעורה הצפוי של האינפלציה החד תקופתית ב- π^e , כך שיחד עם שיעור האינפלציה הצפויה, שיעור הריבית הנומינאלית (ברוטו) יהיה $i = 1 + \pi^e$, ורמות המחירים בתקופה הבאה יהיו שווים ל- $1 + \pi^e$. במידה והממשלה מפתיעה את משתתפי השוק בכך שהיא קובעת את רמת האינפלציה בפועל על אפס אחוז, כך שהתשואה בפועל עבור אג"ח ממשלתי יהיה שווה ל-1, אזי הנטל הריאלי של שירות החוב בתקופה הבאה הינו $(1 + \pi^e)D$.

מצד שני, אם הממשלה עומדת בציפיות האינפלציה של המגזר הפרטי, וקובעת את שיעור האינפלציה בפועל כגובה ציפיות האינפלציה, הנטל הריאלי של שירות החוב הינו D בלבד. על כן,

הפיתוי שלא לעצור את מסלול האינפלציה עשוי להראות מושך ביותר.

באופן דומה, אם הממשלה מפתיעה את השוק בכך שהיא עוצרת באופן פתאומי את תוואי ההיפר-אינפלציה בעוד שציפיות האינפלציה בשוק מושרשות באופן עמוק, הנטל הפיסקאלי של הוצאות שכר במגזר הציבורי וסבסוד מוצרי מזון בסיסיים יעלו. על כן, הממשלה עשויה להסס לנקוט בפעולה זו.

על מנת להתגבר על קושי זה, צריך להתקיים הסכם חברתי מלא בין הממשלה, החוסכים (אשר מחזיקים באגרות החוב הממשלתיות), מקבלי השכר במגזר הציבורי, ואלו המקבלים סובסידיות עבור מזון. בשביל לתקן את הוצאות שירות החוב המנופחות, השכר והסובסידיות, ישנו צורך ללוות את צעדי עצירת האינפלציה בחלוקה

מחודשת משמעותית של ההכנסות. זוהי תמצית המסקנה מתוכנית

ייצוב האינפלציה הישראלית.

1.3 משבר מאזן התשלומים

משברי האינפלציה משולבים לעיתים קרובות עם משברים במאזן

התשלומים. גירעונות תקציביים היוו את הגורם העיקרי למשבר מאזן

התשלומים בשילוב עם משבר האינפלציה. תקופת האינפלציה

הגבוהה (1977-1985) הורכבה ממשברים מתמשכים במאזן

התשלומים. תחת משטר שער חליפין קבוע ופתיחות לתנועות הון

בינלאומיות, גירעונות תקציביים גדולים החמירו את התחליפיות שבין

אינפלציה לתעסוקה; המשטר בישראל טרם יישום תוכנית הייצוב.

Commented [EB3]: In the original English version this sentence stands by itself. I'm not sure about its context, therefore I left it "as is"

על מנת לשמר שער חליפין קבוע ולאפשר תנועות הון בינלאומיות,

הבנק המרכזי ויתר על יכולתו לשלוט בשער הריבית, דבר אשר

הוביל לאינפלציה ולאבטלה. תוכנית הייצוב הובילה לשינוי משטר;

הממשלה החליפה בהצלחה משטר מהיעד הראשון של ה"שילוש הבלתי אפשרי", ליעדו השני, בעוד שהצליחה להפחית את הגירעונות התקציביים באופן חד. משברים במאזן התשלומים מתרחשים כאשר מדינה מסירה את מגבלותיה על תנועות הון (בישראל החלו להסיר מגבלה זו ב- 1977) ללא חיזוק של עמדתה הפיסקאלי ומוסדותיה הרגולטורים; בייחוד אלו המפקחים על המתווכים הפיננסיים. אם תחת תנאים אלו המדינה מנסה גם לשמור על משטר שער חליפין קבוע, אזי היא תאלץ להתמודד עם צרכי מדיניות סותרים (לדוגמה חוסר יציבות פיסקאלית, או מגזר פיננסי שביר עדין) אותם יאלץ לפתור באמצעות מדיניות מוניטרית עצמאית.

1.4 שינויים מוסדיים

חלק מהשינויים המאקרו-כלכליים המוסדיים שיושמו כחלק מתוכנית הייצוב מחזיקים מעמד גם היום. פרשת ההיפר-אינפלציה

וההתמוטטות הפיננסית לא חזרו. הודות למדיניות מוניטרית ופיסקאלית אחראית, כמו גם מערכת בנקאית מפוקחת היטב, שיעור האינפלציה התכנס לשיעור נמוך, בדומה לשיעור ממנו נהנו כלכלות מפותחות בתקופת ההתמתנות הגדולה.

לעומת זאת, תכניות לייצוב האינפלציה שאומצו על ידי מדינות מתפתחות אחרות, בעיקר באמריקה הלטינית, לא הציגו עמידות דומה לאורך זמן. תכנית הייצוב של ארגנטינה, אשר שמה במרכזה מועצת מטבע נוקשה, הייתה שונה. היעדר משמעת תקציבית נאותה ורגולציה לא מתאימה של המגזר הבנקאי היו חלק מן החולשות העיקריות של התוכנית. עם משבר החוב והיפוך תנועות זרמי הון, פרצה מהומת אלוהים. קריסתה הפתאומית של מועצת המטבע, ו- "ריצה אל הבנקים" יצרו מחסור חמור בנזילות, ובעקבות כך – חדלות פירעון לאומית. העולם ניתק את ארגנטינה משווקי ההון

הבינלאומיים. מעל למעלה מעשור מאוחר יותר, רמות המחירים בארגנטינה עדיין אינם יציבים. רק לאחרונה הצליחה המדינה לקבל גישה טובה יותר לשווקי ההון הבינלאומיים. עם זאת, תוכנית הייצוב בצ'ילה הניבה תוצאות ארוכות טווח, בדומה לתוצאות התוכנית הישראלית.

בניגוד לניסיון של מדינות אמריקה הלטינית בניהול משברים, המשבר באסיה היה אירוע מכונן, אשר הציב את כלכלות אסיה (בדגש על דרום קוריאה ואינדונזיה) על מסלול צמיחה עמיד. במידה רבה, ארגון מחדש של המוסדות הפיננסיים והמוניטריים האסיאתיים לאחר המשבר אפשר לכל האזור להימנע מהמשבר העולמי של 2008.

2 דה-אינפלציה וגלובליזציה

במהלך העשורים האחרונים גל הגלובליזציה סחף את המדינות המתפתחות באמריקה הלטינית ובמזרח אסיה, מדינות מזרח אירופה בעלות העבר הקומוניסטי, ואת ישראל. הקמתם של האיחוד האירופי ב-1992, ושל גוש מטבע היורו, היוו נקודת מפנה בתהליך הגלובליזציה. שווקים מתפתחים, ובכללם סין והודו, בהתאם הרחיבו אף הן את פתיחותן לסחר. (Wynne and Kersting Mark, A., and Erasmus (2007)

ציינו כי בשנות ה-70 למעלה מ-75% מהמדינות המתועשות הגבילו באופן כלשהו תנועות הון בינלאומיות. עד תחילת המאה ה-21 כלל המגבלות הללו הוסרו. באופן דומה, בקרב המדינות המתפתחות, בעוד שכ-78% החזיקו במגבלות מסוג זה בשנות ה-70, מספר זה צנח לכ-58% עד סוף המאה ה-20. ישראל נחשפה באופן אינטנסיבי לכוחות הגלובליזציה, והצליחה בתחילת שנות ה-80 לעשות בהם שימוש על מנת להוריד את רמות האינפלציה לדו-ספרתיות, וחד-ספרתיות בעשור העוקב.

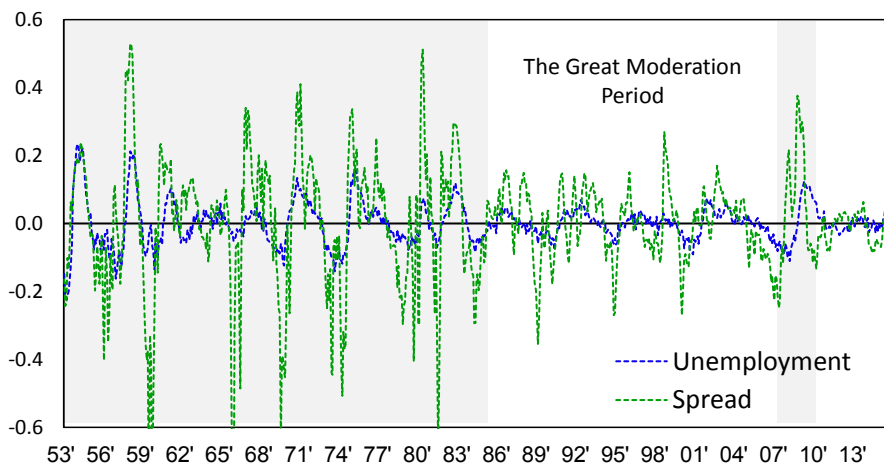
העידן החדש "The Great Moderation" מאופיין בכך שפחתה התנודתיות שלמחזור העסקים ונכבשה האינפלציה. ההתמתנות החלה באמצע שנות ה-80 ונמשך במהלך סופה של המאה ה-20 במדינות המפותחות, אשר באותה העת סברו כי ימשיך באופן פרמננטי. מתישהו באמצע שנות ה-80, תנודתיותם של משתנים כלכליים משמעותיים כגון צמחית התמ"ג הריאלי, הייצור התעשייתי, השכר החודשי ושיעור האבטלה, החל לרדת. ירידה זה נבעה בעיקר הודות לעצמאות הגוברת שקיבלו הבנקים המרכזים מהשפעות פוליטיות ופיננסיות, דבר אשר אפשר להם לפעול להשגת יציבות מאקרו-כלכלית.

תרשים 2.1 מתאר סטיות ממגמת האבטלה, ומגמת מרווח התשואה של אג"ח קונצרני, בין השנים 1952 ו-2014. התרשים מדגיש את הקיטון המשמעותי בתנודתיות של שני מדדים אלו.

תרשים 2.1: שיעור האבטלה ומרווח תשואת אג"ח ל-5 שנים

לדעתי יש טעות בטקסט: המקורי, כאשר תרשים זה נספר כ-4.1, ולא 2.1

(קונצרני/ממשלתי) בניכוי המגמה, ארה"ב, 1953-2014



מקור: FRED, BLS.

הערות לתרשים: שיעור האבטלה בניכוי המגמה מוצג בסטיות

תקן מהמגמה, באמצעות פילטר HP. מרווח תשואות האג"ח

מוגדר כהפרש שבין תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-5 שנים,

ותשואת אג"ח קונצרני מסוג Seasoned Baa של מוד"ס, בסטיות

תקן, לאחר שימוש בפילטר HP.

במהלך העשור שבין 1993 ו-2003, האינפלציה העולמית ירדה מכ-

30% לכ-4%. (Rogoff (2003,2004) סובר כי האינטראקציה בין

גלובליזציה, להסרת רגולציות והפרטות שיחקה תפקיד עזר

משמעותי בדעיכתה של האינפלציה בעשור האחרון. מאפיין חשוב

של פתיחות מתקשר לזרמים בינלאומיים של עובדים. הגירה

בינלאומית היוותה 2.9% מהאוכלוסייה עולמית בשנות ה-2000,

עלייה מרמה של 2.1% ב-1975. במדינות מסוימות, השינויים היו

דרמטיים אף יותר. לישראל בשנות ה-90 הגיע נחשול הגירה בהיקף

של כ-17% מאוכלוסיית ישראל, ובנק ישראל הצליח להשיג ירידה ניכרת בגובה האינפלציה. יתכן ושני אירועים השפיעו על כך. בשנת 1995 בספרד, שיעורם של הזרים באוכלוסייה היה נמוך מ-1%, ו-0.5% בכוח העבודה. עד סוף שנת 2006, שיעורים אלו עמדו על כ-9% ו-14% בהתאמה.

על ידי פתיחת צווארי בקבוק בשוק העבודה, מהגרים תורמים לאי עלייתם של מחירים של מוצרים ושירותים. החל מאינפלציה עולמית וריבית עולמית נמוכות, עד מחירים וריבית מקומית נמוכים.

עצמאות הבנק המרכזי היא כלי התמודדות עם בעיית חוסר העקביות בזמן: ציפיות האינפלציה מובילים לרעשים בתוצר, בתעסוקה ובשווקי ההון; אינפלציה לא צפויה מגבירה את רמות התעסוקה והייצור (דרך מנגנוני עקומת פיליפס). בהיעדר עצמאות של הבנק המרכזי, תוצאת שיווי המשקל ללא התחייבות תכלול ציפיות

לאינפלציה גבוהה. עצמאות הבנק המרכזי היא תנאי הכרחי להתמודדות עם בעיית אי-העקביות ובכך להחלשת הטיית האינפלציה הנובעת מאי-עקביות של מדיניות הבנק המרכזי. בהתאם, (Rogoff 2003, 2004) מייחס את התמתנות האינפלציה העולמית למגמה רחבה של ניהול האינפלציה על ידי בנקים מרכזיים שמרנים עם נטייה אנטי-אינפלציונית; התפתחות דומה התרחשה בישראל. התגברות התחרותיות היא תוצאה משולבת של גלובליזציה, הסרת רגולציות, והקטנת התעבורותן של ממשלות בפעילות משקים רבים בעולם. בהינתן ניתוח זה רוגוף חזה את המשך ירידת האינפלציה, ואף לחצים דיפלציונים (אשר נבלמו באופן חד במשבר הכלכלי של 2008) וטען כי הגורם המשמעותי ביותר לירידת האינפלציה העולמית הינו קשר הגומלין שבין שווקים הטובין, הסרת רגולציות פיננסיות, גלובליזציה ובעקבותיה הירידה המשמעותית בכוח התמחור המונופוליסטי. התפתחויות אלו הגבירו

את רמות התחרות; רווחי הפירמות קטנו, והבנקים המרכזיים יכולים ליהנות מתוצאות אינפלציה לא צפויה, שכן היא מקטינה את הפער שבין שיווי המשקל בתחרות מונופוליסטית לשיווי המשקל התחרותי, העדיף מבחינת רווחה חברתית. בנוסף, הן התיאוריה והן הממצאים האמפיריים מעידים על כך שככל שמשקים יותר תחרותיים כך גמישות המחירים הנומינליים גבוהה יותר, דבר המקטין את אפשרותו של הבנק המרכזי להשיג רווחיות מסוג בארו-גורדון על ידי הגדלת האינפלציה, ומקטינה את משך הזמן של רווחיות כזו. במודל סטנדרטי של כלכלה פוליטית, Rogoff הראה כי פשוט יותר לתמוך באמינותה של אינפלציה נמוכה במשק תחרותי, בהשוואה למשק מונופוליסטי⁷.

⁷ הניבוי של Rogoff הוכח כנכון. האינפלציה הגלובלית נשארה יציבה לאחר 2003, לאחר מכן צנחה בצורה חדה, והתקרבה ל-0% לאחר 2008, וזאת למרות מהלכים של הרחבות מוניטריות רחבות ומתן אשראי רב בארה"ב ובאיחוד האירופי.

Bean (2006) מתאר בקצרה את השפעת הגלובליזציה על עקומת

פיליפס, בתקופת הגלובליזציה:

”אחת ההתפתחויות הבולטות ביותר בעשור האחרון (שנות ה-

90 של המאה ה-20) היה ההחלקה של התחליפיות בין אינפלציה

לפעילות כלכלית בטווח הקצר. שנות ה-70 בממלכה המאוחדת

התאפיינו ביחס כמעט אנכי בין שני המשתנים, כאשר ניסיונות

להחזיק את האבטלה מתחת לשיעורה הטבעי הביא לגידול

באינפלציה. בשנות ה-80, יחסי התחלופה בין המשתנים חזרו

להופיע, כאשר האינפלציה צומצמה על ידי רפיון כלכלי. עם זאת,

החל מתחילת שנות ה-90, היחסים חזרו להיות שטוחים. שלושה

גורמים – התעצמות המומחיות; התגברות התחרות בשוק

המוצרים; והשפעת ההגירה והתחרות הגוברת הנ”ל על

התנהגות השכר – אמורים כולם להחליק את התחלופה בטווח

הקצר בין האינפלציה לפעילות הכלכלית.”

ככל הנראה, שינויים במחירים עולמיים משפיעים על האינפלציה המקומית במשק פתוח, גם אם מגמת הפיחות בשער החליפין לא תשתנה. אם בנוסף רמת הפיחות יורדת, וליצואנים הזרים המייצאים אל המדינה ניתנת הזדמנות להתאים את מחיריהם בתגובה לפיחות בשער החליפין, האינפלציה של מחירי היבוא במדינה מתמתנת אף היא. בתקופת ההתמתנות הגדולה, האינפלציה המקומית תפחת.

פתיחת הכלכלה לתנועות הון, טובין ועבודה ממתנים אף הן את עקומת פיליפס. (Binyamini and Razin (2010) מראים כיצד גידול בהיקף הסחר במוצרים, בפתיחות הפיננסית, ובהגירת עבודה משפיעים על התחליפיות שבין התוצר לאינפלציה, ובכך גורמים לשיפוע עקומת

פיליפס להיות שטוחה, כלומר שעורי האבטלה גדלים גם אם
האינפלציה יורדת בשעורים אפסיים.

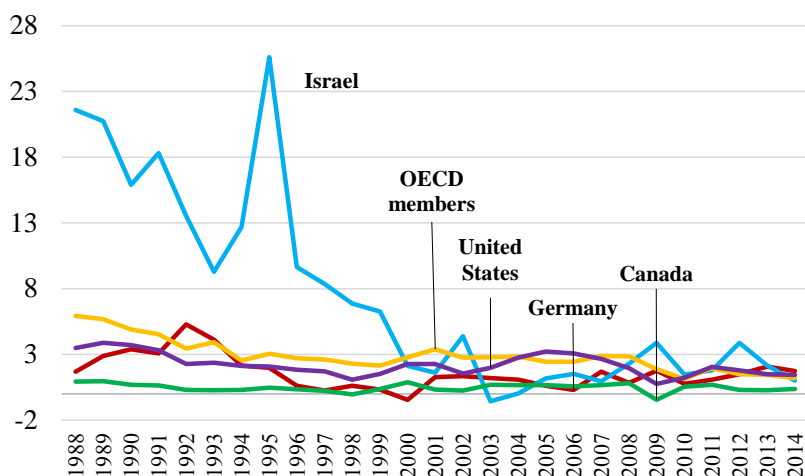
המעבר מאינפלציה דו-ספרתית, לאינפלציה חד-ספרתית

השינויים המאקרו-כלכליים, שנוצרו כתוצאה של תוכנית הייצוב,
נמשכים עד עצם היום הזה. ההיפר-אינפלציה לא חזרה. תוכנית
הייצוב של 1985 הניחה את היסודות לעצמאותו הגוברת של הבנק
המרכזי. עצמאות כזו היא קריטית להצלחת הורדת האינפלציה .
תרשים 2.2 מציג את התכנסות שיעור האינפלציה בישראל לשיעורו
בארצות הברית, גרמניה, קנדה, ומדינות ה-OECD. שיעור
האינפלציה החל לצנוח זמן קצר לאחר יישום תוכנית הייצוב ב-1985,

אך התכנס לשיעור חד ספרתי נמוך בדומה לשיעור במדינות המפותחות רק בשנות ה-90.⁸

תרשים 2.2: שיעורי אינפלציה (מדד מחירי התוצר השנתי, באחוזים)

בטקסט המקורי באנגלית לדעתי: Commented [EBS]: יש טעות, כאשר תרשים זה מצוין כ- 2.1 ולא 2.2, ומכאן והלאה גם בתרשימים העוקבים הטעות נגררת..



מקור: הבנק העולמי

(i) אינטגרציה פיננסית בינלאומית

⁸ (1999) Leiderman מנתח ביסודיות את תהליך הדה-אינפלציה בישראל, תוך התמקדות במדיניות המונית בנשאי אינפלציה דה-אינפלציה בישראל. הוא שם דגש מיוחד על ידעי אינפלציה ככלי ליצירת דה-אינפלציה.

אינטגרציה פיננסית בינלאומית מלאה דורשת שבטווח הארוך (בה המחירים מתעדכנים ביחס לזעזועים שונים, והשווקים מתנכים) משוואת הארביטרג' הבאה תתקיים:

$$1 + r_t^{US} = (1 + r_t^i) \frac{q_{i/US,t+1}}{q_{i/US,t}}$$

כאשר i מייצג את ישראל, קנדה, גרמניה והממלכה המאוחדת; ו- q מייצג את שער החליפין הריאלי ביחס לדולר האמריקאי⁹:

$$q_{i/US,t}^t = E_{i/US,t} \frac{P_{US,t}}{P_{i,t}}$$

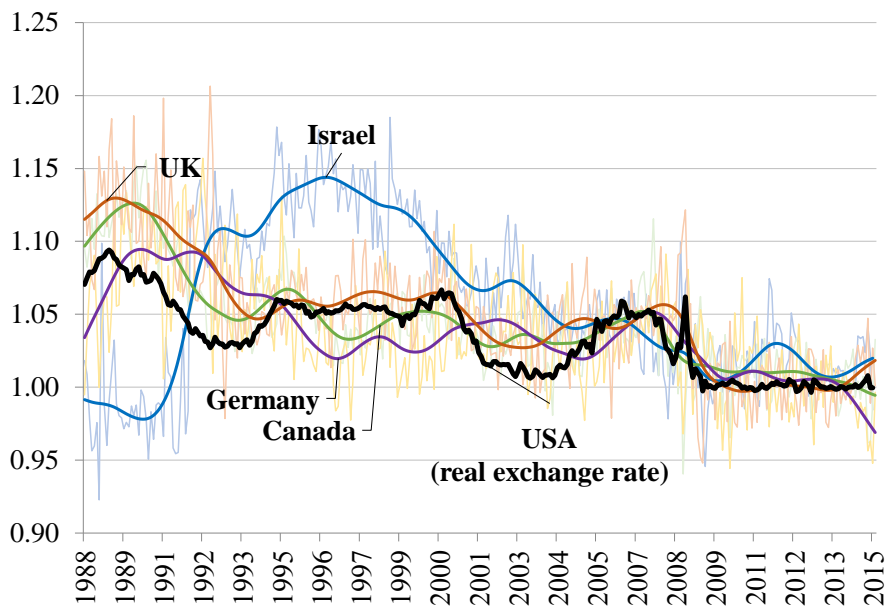
בנוסף, E מייצג את שער החליפין הנומינאלי ביחס לדולר האמריקאי; ו- P מייצג את רמת המחירים.

⁹ נזכיר לקורא מהי משוואת Fisher:

$$1 + r_{US}^t = (1 + i_{US}^t) \frac{P_{US,t}}{P_{US,t+1}} \rightarrow (1 + r_t^i) \frac{q_{i/US,t+1}}{q_{i/US,t}} = (1 + i_t^i) \frac{P_{i,t}}{P_{i,t+1}} \frac{q_{i/US,t+1}}{q_{i/US,t}}$$

תרשים 2.2 מציג את שיעור הריבית הריאלית, המתוקנת ביחס לשינויים בשער החליפין הריאלי, כמו גם את התשואות על אגרות חוב ממשלתיות ל-3 חודשים של ישראל, קנדה, גרמניה, הממלכה המאוחדת וארצות הברית. אינטגרציה פיננסית בינלאומית מניבה סנכרון רב יותר בין התשואות של אגרות החוב של המדינות. מסדרות הנתונים נוכו שינויים תנודתיים אידיוסיונקרטים קצרי טווח באמצעות פילטר HP. תרשים 2.2 ממחיש בצורה בולטת שבנשות ה-90 של המאה ה-20 ישראל עברה תהליך אינטגרציה משמעותי אל תוך שווקי ההון הבינלאומיים.

תרשים 2.3: שיעור הריבית הריאלית, ברוטו, מתוקן ביחס לשינויים בשער החליפין הריאלי (בהשוואה לארה"ב)



מקור: Razin (2018)

הערות: הסדרות מנוכות תנודתיות, באמצעות פילטר HP. מידע

ברמה החודשית מוצג ברקע.

2.1 משמעויות

היעדרם של כללים מגבילים על פעילותם של בנק ישראל ושל הרשות

הפיסקלית בישראל עורר מדיניות מוניטרית מרחיבה ואינפלציה

בלתי מבוקרת. רגולציה לא נכונה על המגזר הפיננסי (לדוגמה, "ויסות המניות") הובילה לכך שבמשבר של 1984 הבנקים היו על סף התמוטטות. הם הצליחו להגדיל את הונם באמצעות הורדת רמת הסיכון של תיקי ההשקעות שלהם במהלך שני העשורים שלאחר מכן, הודות לתקנות בנקאות קפדניות יותר.

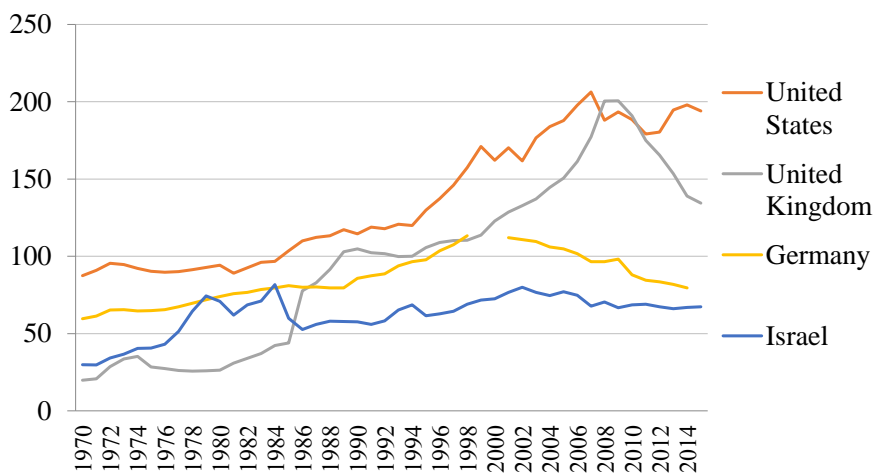
3 עמידות בפני מיתון ודפלציה

עמידתה של ישראל בזעזוע הפיננסי החיצוני במהלך המשבר העולמי נבע מ- (א) היעדרו של גידול משמעותי בהיקפי האשראי לאחר המשבר, ו- (ב) החשיפה הקטנה באופן יחסי של הבנקים המסחריים לנכסים "רעילים", דבר אשר שיחק תפקיד מרכזי במשבר בקרב מדינות אירופה.

כפי שניתן לראות בתרשים 3.1, ישראל לא חוותה גידול משמעותי בהיקף האשראי בעקבות משבר 2008. לעומת זאת, ארצות הברית

והממלכה המאוחדת נפגעו מגידול עצום בהיקפי אשראי (בעוד שגרמניה, בדומה לישראל, הצליחה להימנע מגידול כזה).

תרשים 3.1: אשראי מקומי למגזר הפרטי הלא פיננסי (כאחוז מהתמ"ג)



מקורות: קרן המטבע הבינלאומית ' הבנק העולמי ' וה-OECD.

הערות: האשראי המקומי המסופק על ידי המגזר הפיננסי כולל את האשראי לכלל המגזרים (ברוטו), מלבד האשראי אשר ניתן לממשלה, אשר מוצג נטו. המגזר הפיננסי כולל את הרשויות המוניטריות, ובנקים ייעודיים להפקדות כספיות, כמו גם תאגידים פיננסיים נוספים עליהם קיימים נתונים (ובכללם תאגידים אשר אינם מאפשרים פיקדונות הניתנים להעברה, אך מקבלים התחייבויות הנוצרות כגון פיקדונות חסכון, וזמן). דוגמאות לתאגידים פיננסיים אחרים: חברות ליסינג ומימון, מלווי כספים, חברות ביטוח, קרנות פנסיה, וחברות מט"ח. עם זאת, בין השנים 2005-2010 התמ"ג בישראל צמח בכ-4% בממוצע, בהשוואה לצמיחה הממוצעת במדינות ה-OECD באותה תקופה, אשר עמד על כ-0.7%. רמת החיים הכללית המשיכה להשתפר בהדרגה, כאשר תמ"ג הריאלי לנפש צמח בשיעור גבוה בהשוואה למדינות

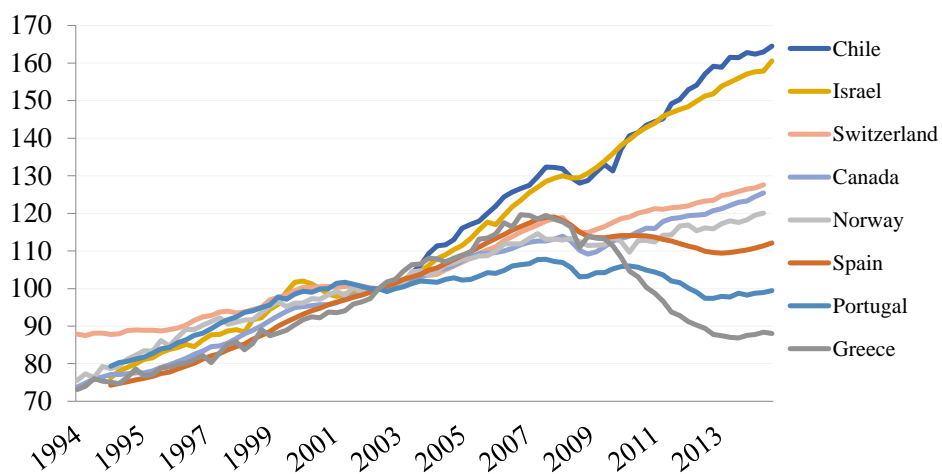
Commented [EB6]: not 100% sure I fully understood the original sentence, so this translation might not be accurate

ב-OECD. יכולת העמידות של המשק נתמכה על ידי יסודות כלכליים חזקים, בכללם עתודות מט"ח גדולות, מגזר היי-טק מייצא ודינמי, והיעדר לחצים להורדת רמת המינוף המובילים לנפילה ברמת הפעילות הכלכלית. בנוסף, בישראל לא התפתחה בועת אשראי בשנים שקדמו למשבר הפיננסי העולמי, ועל כן בניגוד למדינות מתפתחות אחרות, ישראל לא חוותה פיצוץ של בועת אשראי במהלך המשבר.

דפוס הצמיחה של המשק הישראלי, המתואר בתרשים 3.2, במהלך המשבר הגלובלי ולאחריו, לא היה ייחודי. תרשים 3.3 מראה כי בהשוואה למשקים קטנים ופתוחים, התמ"ג הישראלי צמח במהלך שני העשורים האחרונים, כולל בתקופה שבין 2008 ל-2010, בקצב מצטבר דומה לזה של צ'ילה; אך בקצב גבוה משמעותית בהשוואה ליוון, ספרד ופורטוגל; אשר חוו קריסה של המגזר הפיננסי.

תרשים 3.2: תמ"ג ריאלי, ישראל ומדינות נבחרות (ינואר

(100=2003



מקור: FRED

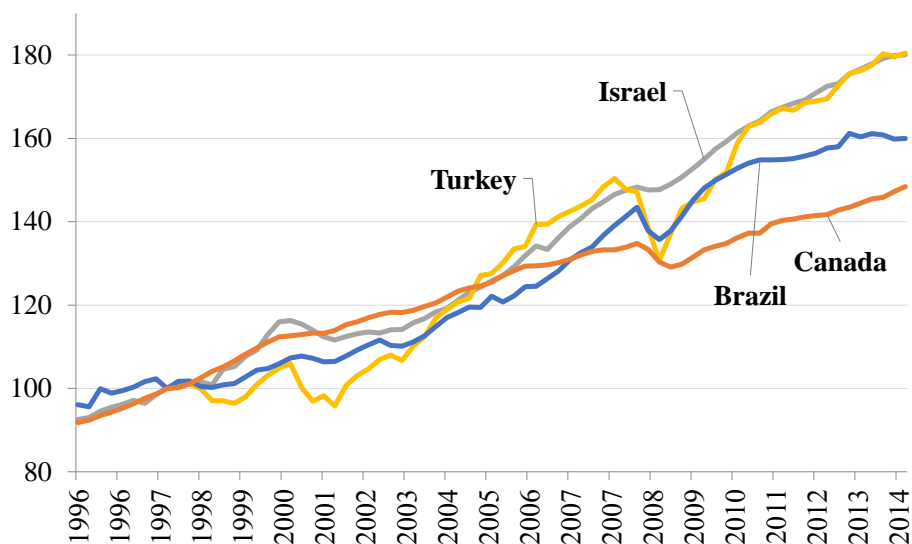
נוסף על כך, תרשים 3.3 מתאר את רמות התל"ג של ישראל,

טורקיה, ברזיל וקנדה; משקים אשר נמנעו ממשבר פיננסי. ישראל

מציגה ירידה תוצר מתונה מזו של יתר המדינות.

תרשים 3.3: תל"ג ריאלי, מדינות אשר לא חוו משבר פיננסי

(ינואר 1998=100)



מקור: FRED

נבחון כעת את זרמי ההון אל המדינות המתפתחות וישראל, אשר

מקורן בארצות הברית, אשר היוותה את מרכזה של המשבר הפיננסי

הגלובלי, והמדינה אשר אימצה, כמעט ללא השתהות, מדיניות

פיסקלית מרחיבה קצרת מועד, ומדיניות מוניטרית מרחיבה ארוכת

טווח.

תרשים 3.4 מתאר את פורטפוליו זרמי ההון מארצות הברית אל

Commented [EB7]: In the original English text, this was referred to as figure 2.6. This is probably a typing error though

מדינות נבחרות. ישראל ממוקמת במרכז קבוצת המדינות אשר

נהנות מזרימת השקעות הון לאחר המשבר הפיננסי העולמי של

2008. זרמים אלו גרמו ללחצי ייסוף על שער החליפין. בנקים

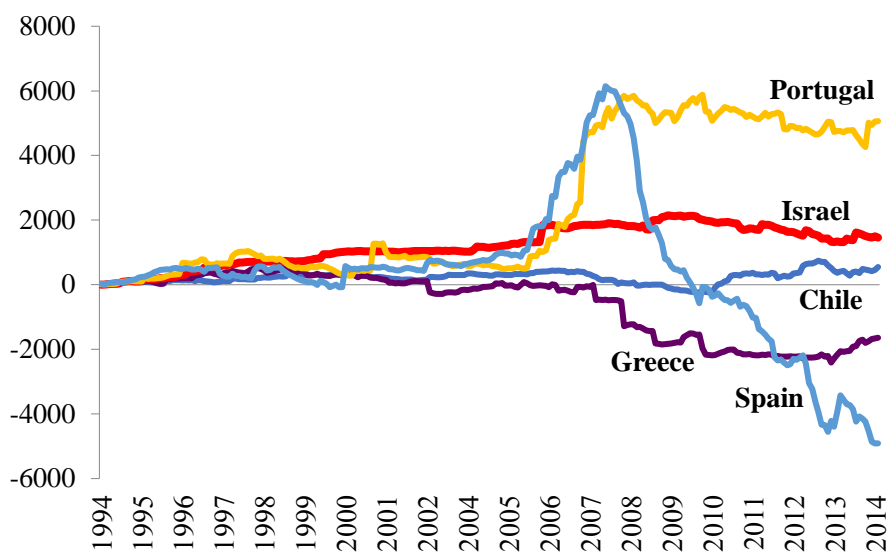
מרכזים, ובכללם בנק ישראל, ניהלו מדיניות של רכישה מאסיבית של

נכסים במטבעות אשר ערכן ירד, על מנת להגן מפני הירידה ברמת

התחרותיות של עולם המסחר הבינלאומי.

תרשים 3.4: פורטפוליו זרמי ההון, מדינות המשבר (דצמבר

1994=100)



מקור: אנושה חארי

4 מדיניות שער החליפין

כיצד הגיבו קובעי המדיניות בישראל לשפל הפיננסי העולמי ב-2008, ולזעזוע השלילי לסחר העולמי? קובעי המדיניות דאגו לשלושה נושאים: ראשית, החשיפה של הבנקים לנכסים רעילים כגון ניירות ערך מבוססות משכנתאות, וחובות של זרים. בין השאר בגלל שישראל חמקה מבעת האשראי, וכיוון שהרגולציה הבנקאית הייתה

יחסית הדוקה, ישראל הראתה חוסן איתן לזעזוע הפיננסי הגלובלי. שנית, שוק הייצוא הישראלי נחלש, ורמות הביקוש ירדו. שלישית, השקל המקומי התחזק. בנק ישראל התייחס לשני הנושאים האחרונים באמצעות התערבות מאסיבית בשוק המט"ח, על מנת להחליש את ערכו של השקל, ולעודד ייצוא.

בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, צעדי מדיניות מוניטרית מרחיבה, הן קונבנציונאלית והן לא קונבנציונלית, שנעשו במדינות מפותחות במטרה להמריץ את הכלכלה הובילו לעליית ערך במטבעות המקומיים של כלכלות מתפתחות, ובכללן ישראל. השאלה עבור מדינות אלו הייתה האם מדיניות מוניטרית מרחיבה, אשר נוטה להפחית את ערך המטבע המקומי, ומגבירה את רמות הייצוא,

מצריכה השקעות ישירות בשוק המט"ח, או שמא לחלופין רמת ייצוא יכולות לגדול ללא הפחתה של ערך המטבע המקומי¹⁰.

הרשויות המוניטריות בישראל הביעו חשש מפני השפעתו של "המיתון הגדול" על הורדת הביקוש לייצוא ישראלי, והתחזקות המטבע המקומי ככל שזרם ההון לתוך המדינה גדל. הרשויות עסקו בהתערבות אינטנסיבית (עיקור/סטריליזציה) בשוק המט"ח על מנת למנוע את התחזקות השקל. עם זאת, יש כמובן גבול לכמה מדיניות כזו יכולה לעורר את הביקוש העולמי לתוצר ישראלי.

התערבות בדמות עיקור אינה אפקטיבית כאשר יש ניידות הון פרטית גבוהה מספיק כך שניירות הערך מקומיים וזרים נחשבים לתחליפיים קרובים עבור נתח גדול של משקיעים. עם זאת, התנאים בהם

¹⁰ בנוכחותם של מגמות ייצוא הון, הבנק המרכזי אינו יכול להתמיד בהעלאת ערך המטבע המקומי באמצעות מכירת נכסים הנקובים במטבע זר בשוק המט"ח, כיוון שתהליך דלדול עתודות המט"ח עושי להגיע במהירות לגבול התחתון. עם זאת, בנוכחות מגמה יבוא הון (לא בטוח שהתרגום הנ"ל מדויק), הבנק המרכזי יכול בהתמדה להפחית את ערך המטבע המקומי על ידי רכישה נכסים הנקובים במטבע זר בשוק המט"ח באמצעות הנפקת כסף. זו הסיבה לכך שהתערבות בשוק המט"ח מכונה "חצי כלי" בידיו של הבנק המרכזי.

התערבות מסוג עיקור הינה אפקטיבית מתקיימים כאשר המשק במשבר, מתקיימים כאשר ישנה הסתברות להיפוך כיוון זרימת ההון, מחסור בנזילות, או זעזוע משמעותי למסחר הריאלי אשר מובילים להתמוטטות המתווכים הפיננסיים (ראו נספח 5B – צריך לראות האם הנספח קיים, ואם כן- האם הכוונה היא להכניסו לפרק). תחת תנאים בהם נכסים זרים ומקומיים הם תחליפיים קרובים, התערבות עיקור אינה יעילה. באמצעות מכירה של נכסי חוב ממשלתיים מקומיים על ידי הבנק המרכזי בעקבות רכישה של מטבע זר בשוק המט"ח, היצע הכסף מתאים עצמו חזרה באופן מלא לציפיות שיעורי התשואה בשיווי משקל על אגרות חוב מקומיות וזרות, אשר שררו לפני ההתערבות (כלל שוויון הריביות הסטנדרטי). לפיכך, התערבות מסוג עיקור בשוק המט"ח על ידי הרשויות המוניטריות, שבה היצע הכסף המקומי אינו משתנה, אינה מסוגלת להשפיע על שער החליפין. עם זאת, אמירה זו עשויה להשתנות תחת קיומם של נכסים

תחליפיים לא מושלמים, כאשר אגרות חוב מקומיות וזרות מחזיקות בפרמיות נזילות ופרמיות סיכון שונות. שינוי תמהיל הנכסים שבידי הבנק המרכזי, בין נכסים זרים למקומיים (התערבות של עיקור שוק המט"ח), עשוי להיות בעל השפעה כלכלית ריאלית בנוכחות מרווחים וחיכוכים בשוק ההון. במקרה זה, התערבות עיקור בשוק המט"ח עשוי להשפיע באופן אפקטיבי על ערכן של מטבעות זרים בהשוואה למטבע המקומי. רכישת עיקור של נכסים זרים עשויה לשנות את פרמיית הנזילות של אגרות חוב מקומיות בהשוואה לאגרות חוב זרות, אף על פי שהיצע הכסף אינו משתנה. תוצאה דומה עשויה להתרחש כאשר התערבות בשוק המט"ח משנה את התפיסה בנוגע להיתכנות התערבויות עתידיות נוספות. בדומה, תחליפיות לא מושלמת של נכסים מבוססי נזילות בדמות אגרות חוב ממשלתיות מקומיות ואגרות חוב של המגזר העסקי המקומי בזמן

משבר נזילות ניתנים לניצול על ידי הבנק המרכזי¹¹. תקופת חצי העשור של שוק המט"ח הישראלי החל כאשר חיכוכי האשראי היו אינטנסיביים באופן יחסי, בעקבות המקרה של ליהמן ברט'רס (Lehman Brothers) בארצות הברית באוקטובר 2008 תחת התנאים הללו, ההתערבות שמטרתה לשמור על שער החליפין מופחת יתר על המידה יעילה. עם זאת, לאחר זמן, וכאשר תנאי האשראי משתפרים, פוטנציאל האפקטיביות של המדיניות פחתה, נזכיר כי המשתנה הנצפה המשמעותי ביותר בהסברת זרמי הון קצרי טווח אל עבר שווקים מתפתחים הינו מדד ה-VIX: עלייה במדד ה-VIX מובילה לירידה בזרמי ההון אל המדינות המתפתחות. מדד ה-VIX מקושר ישירות לתשואה מתוקנת הסיכון על אגרות חוב ממשלתיות מקומיות במדינות הפריפריה, כדוגמת ישראל. רכישות

¹¹ ראה Krugman, Obstfeld, and Melitz (2015)

עיקור של אגרות חוב ממשלתיות אמריקאיות בשוק המט"ח על ידי הבנק המרכזי עשויות אם כך לחסום את העלייה בשער החליפין. זה היה הרציונל מאחורי המדיניות של בנק ישראל בעקבות המשבר הפיננסי העולמי. עם זאת, האפקטיביות של מדיניות כזו היא קצרת מועד. ברגע שמדד ה-VIX יורד, התערבות עיקור בשוקי המט"ח הופכים ללא אפקטיביים. עודף עתודות מט"ח טומנות בחובן אף הן עלויות בטווח הבינוני.

תרשים 4.1 מתאר את השינויים בעתודות המט"ח של מדינות נבחרות בעקבות המשבר הפיננסי ב-2008. עתודות המט"ח של ישראל גדלו באופן משמעותי ביחס למדינות המפותחות, אך באופן דומה יחסית למדינות שאינן חברות ב-OECD. התרשים מתאר את שערי החליפין הנומינליים של מספר מדינות אשר לקחו חלק ב-

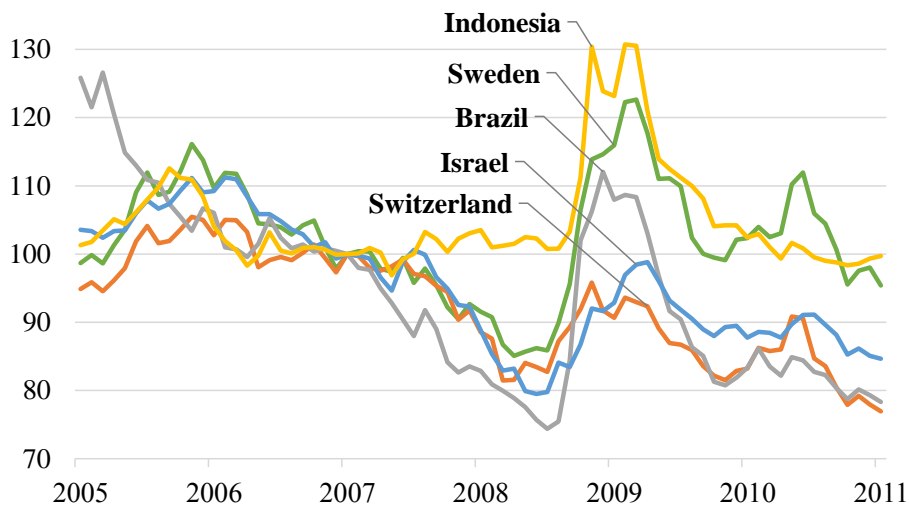
“מלחמת מטבע”¹²: ישראל, שוודיה, שוויץ, ברזיל ואינדונזיה. נראה כי ישראל הורידה במידה המועטה ביותר את ערך המטבע שלה בהשוואה ליתר המדינות; יתכן וזאת הודות לאינטגרציה הפיננסית הבינלאומית שלה, ולמידת חסמי ההון הקטנה שיש לה, בעקבותיהן מידת האפקטיביות של התערבות העיקור הייתה חלשה.

תרשים 4.1: שער החליפין הריאלי של מספר מדינות אשר לקחו

חלק ב”מלחמת מטבע”: ישראל, שוודיה, שוויץ, ברזיל ואינדונזיה

(2007=100)

¹² התופעה בה קבוצה של מדינות מתערבות על מנת לשמור על שער חליפין נמוך מכונה לעיתים “מלחמת מטבע”.



מקור: FRED

5 סיכום

החברה במדינות המערביות כיום חצויות באופן חד, בין אם מדובר ביחס של 51:49 או ביחס של 49:51 – הדבר משקף מחלוקות חברתיות עמוקות, המודגשות על ידי זרמי הגירה גדולים. אין זו קרקע פורייה לפופוליזם, אלא לכלכלה לאומנית. ג'ף סקס (2017)

תמצת זאת כך: "לו נאמר לאנשים כי הם יכולים לעבור על פי
בחירתם לכל יעד שיחפצו, קרוב לוודאי כי מיליארד אנשים היו
מעתיקים את מקום מגוריהם בטווח זמן של חמש שנים, כאשר
מרביתם היו מהגרים לאירופה או ארצות הברית. אולם אף חברה לא
הייתה מוכנה להסכים אפילו לחלק מזרם זה. כל פוליטיקאי שיקרא
ל-"נדיבות" כלפי המהגרים, אך לא יוסיף 'אין אנו מתכוונים לפתוח
את הדלת לרווחה', יפסיד". מדיניות רציונאלית ונדיבה, אשר גם
מהדהדת פוליטית, לא תעלים לחלוטין גבולות מדיניים. במקום זאת,
היא תוביל לקריאות להגבלת זרמי ההגירה. בארצות הברית, ליבתה
של הקואליציה לבניית החומה בגבול עם מקסיקו מורכבת מזכרים
לבנים בעלי השכלה נמוכה. מרביתם של בעלי ההכנסות הנמוכות
בבריטניה תמכו בהיפרדותה מהאיחוד האירופי. תומכי הברקזיט
בבריטניה קראו לכללי הגירה אשר בבסיסם החמרת דרישות
ההשכלה של מהגרים לתוך בריטניה. לעומת זאת, לא זאת בלבד

שחוק השבות הישראלי מאשר הגירה חופשית לתוך מדינת ישראל, הוא אף מקנה לעולים אזרחות מיידית. עבור חוקרים, מצב זה משמש כניסוי מבוקר הבודק את האופן בו הגירה חופשית יכולה לתפקד ללא כוחות לא-כלכליים, וללא סנטימנטים נגד מהגרים.

על מנת להדגיש את ביצועיה האיכותיים של ישראל, ספר זה משווה בין אירועי גלובליזציה מוצלחים מקבילים. אירלנד החלה את שנות ה-50 של המאה ה-20 כחברה פוסט-קולוניאליסטית ענייה. עם זאת, היא חוותה הצלחות בעקבות שילובה לתוך האיחוד האירופי, והשיגה מעמד של משק טכנולוגי מתקדם. אירלנד הצליחה למשוך השקעות חוץ ישירות ממדינות מחוץ לאיחוד האירופי, הודות לכך שמיצבה עצמה כמקלט מס עבור השווקים האירופאיים הגדולים. החל משנות ה-80, כלכלת המדינות המתפתחות בסין, וייטנאם, הודו ואינדונזיה נטשו את רעיון השוק האטרקטיבי לטובת צמיחה כלכלית מבוססת יצוא.

לפתע ועם מעט הודעה מוקדמת, למעלה משליש מאוכלוסיית העולם הצטרפו לצעדת הגלובליזציה העולמית בתקופה שלאחר המלחמה, והשפיעו בכך על רמות הביקוש העולמיות בכלל, וגם בישראל. מדינת ישראל הטתה את דפוסי הסחר שלה באופן משמעותי, אל עבר השווקים המתפתחים במזרח אסיה.

העלייה לישראל בשנות ה-90 ונחשול טכנולוגיות המידע השתלבו עם הצמיחה חסרת התקדים של ענף ההיי-ישראל. עבור חדשנות דרוש משק גדול, ולצורך משק גדול יש צורך במסחר. משק קטן ומבודד אינו יכול להוות מרכז לחדשנות. התמריץ של יזמים להשקיע מאמץ ומשאבים לצורך יצירת שירותים בעלי ערך תלויה ביכולתם להשתמש בידע זה באופן חוזר וקנה מידה רחב, לאורך זמן. השקעות חוץ ישירות מספקות תמריצים מכריעים המאפשרים לעשות שימוש ביתרונות לגודל, ובכך לאפשר יצאה ממגבלות שלב

היזום, על סיכונים, במסגרת כלכלה קטנה, אל עבר שלב הביצוע, תוך ניצול השווקים העולמיים. גלובליזציה של משק הכרחית לצורך התהוות ענף היי-טק, ושגשוגו. בשלב זה הספר יתחקה אחר השלכותיו של נחשול טכנולוגיות האינפורמציה והתקשורת (ICT) העולמיים על הענף ההיי-טק המתהווה בישראל, ועל צמיחת המשק הישראלי כולו. בעוד שההשפעות ארוכות הטווח של מגמת ה-ICT הינם מוחשיים, בטווח הקצר, שילובה יחד עם ליברליזציה פיננסית תרמה רבות לגל הפיתוח וצמיחה הכלכלית העולמית בין השנים 1986 ל-2008. עם זאת, הסרת הרגולציות התבררה כבעלת השפעות דו כיווניות. אומנם היא עוררה יזמות, השקעות והתקדמות טכנולוגית, והגל הטכנולוגי העולמי התפשט גם לתעשיית ההיי-טק המתהווה של ישראל, אך גל זה יצר גם קרקע פורייה עבור תמחור

ספקולטיבי של נכסים ורמות מינוף גבוהות, גורמים בעלי השלכות
חמורות בעת פרוץ משבר הדוט-קום.

הספר מנתח את תפקידה של הגלובליזציה במיתון ההשפעות
המחזוריות של ההתקוממויות הפלסטיניות, ומצביע על תוצאותיה
העתידיות הלא ודאיות. עם זאת, הנסיבות הלא פשוטות של הסכסוך
הישראלי-פלסטיני מסתכמות להשלכותיה ארוכות הטווח הלא
ברורות. הסכסוך הישראלי-פלסטיני הקשה מצטרף לסכסוכים
פנימיים דליקים. החשש הוא לבידוד פוליטי/כלכלי בינלאומי
ולקונפליקטים פנימיים נפיצים אשר משפיעים על המרקם החברתי
הכלכלי.

נושא נוסף שנדון הוא בריחת המוחות בקרב מיטב בעלי הכישורים
בישראל. בריחת המוחות היא ללא ספק צדו השני של
האינטראקציות הגלובליות האינטנסיביות וההגירה מוטת המיומנויות

במשקים מתקדמים. זרם בעלי הכישורים מישראל מחוזק על ידי רמתם הגבוהה של המוסדות האקדמיים המובילים בישראל, ויזמות מגבירה את היצע העובדים המיומנים אשר אף הוא מנותב, בין היתר, לתעשיית ההי-טק המתקדם. מוסדות אקדמיים וטכנולוגים אשר ממוקמים מחוץ למרכזים העולמיים סובלים ממחסור במשאבים, שכן הם מפיקים היצע הולך וגדל של מדענים, אשר מבקשים למצוא הזדמנויות ביעדים אחרים, ומצליחים בכך. בהמשך, הספר משווה בין התפתחויות אלו למקרים דומים במשקים מתפתחים מייצגים, ומפנה תשומת לב אל עבר קווי הדמיון והשוני שבין המקרים.

הספר סוקר את הליקויים העיקריים במרקם הכלכלי-חברתי. התפתחויות טכנולוגיות מהירות וגלובליזציה מגיעות בישראל במחיר

של גידול באי השוויון בהכנסות. מדיניות חלוקת הרווחה בישראל התדרדרו.

קהילות גדולות הן בעלות שיעורי ילודה גבוהים. אכן, ישראל ממוקמת בראש דירוג שיעור גידול האוכלוסין בקרב המדינות המפותחות. פריון הילודה הגבוה בקרב האוכלוסייה החרדית ובקרב ערביי ישראל והיעדרה של השקעה נאותה בילדים לצורך הכנתם לשוק העבודה, מעצימה את יחס התלות, פוגעת ברמת המיומנות של כוח העבודה, ומגדילה את הנטל הפיסקאלי של ישראל כמדינת רווחה. אף על פי שיעור ההשתתפות בכוח העבודה הגבוה הקיים בישראל, הותרת המגמות הדמוגרפיות ללא שינוי עשויה להוריד באופן חמור את שיעור צמיחת התוצר הישראלי בעתיד, ולהחליש את מיצובה התחרותי של ישראל בעולם.

הספר מעלה את ההשערה שהמשק מגונן על עצמו מפני ההשפעות המחזוריות של הסכסוכים הצבאיים המתמשכים, כדוגמת רצף המלחמות בעזה המובלת על ידי ארגון החמאס, ומול ארגון החיזבאללה בלבנון. סיבה חשובה לחוסן כזה היא שישראל משולבת היטב בכלכלה העולמית באמצעות קשרים מסחריים ופיננסיים, המחליקים את השפעתם של זעזועים חיצוניים מחזוריים. עם זאת, הקונפליקט הפלסטיני-ישראלי הבלתי פתור מציב אתגרים ארוכי טווח חמורים על מיצובה של ישראל בכלכלה העולמית, בשל הסכנה של בידוד פוליטי-כלכלי בינלאומי וסכסוכים פנימיים. קיימת גם אי ודאות לגבי היתכנותם של קיצוצים בקשרים מסחריים ופיננסיים של המשק הישראלי, המשולב כיום ברשתות הפיננסיות והמסחריות העולמיות. השיתוק הנוכחי בתהליך פתרון הסכסוך הישראלי-פלסטיני, המעורר פופוליזם לאומני בישראל וקיצוניות בקרב הפלסטינים, מאיים לפרק את ההרמוניה החברתית-פוליטית

בישראל ולהחליש את הרשות הפלסטינית. כתוצאה מכך עשוי להתעורר משבר פוליטי כולל, ובעקבותיו זרם של פליטים וארגונים בינלאומיים אל עבר מדינות אירופה. הסבירות שישראל תבודד מהמשק העולמי אומנם נראית כעת קלושה, אך עשויה בכל זאת לגבור ולגרום להחלשת הכלכלה הישראלית, המונעת על ידי הגלובליזציה.

הנושא המקשר בין חלקי המאמר הוא כוחה של הגלובליזציה. לאחר הקמתן של מערכות מוסדיות מוסדרת היטב ומדיניות מקרו-כלכלית עקבית, הכלכלה מסוגלת לרכוב על גלי הגלובליזציה, ולעמוד איתנה בפני זעזועים חיצוניים.

מקורות

Bean, Charles. 2006. "Globalization and Inflation." *Bank of England Quarterly Bulletin* Q4, 468–475.

Binyamini, Alon, and Assaf Razin. 2008. "Inflation-Output Tradeoff as Equilibrium Outcome of Globalization." *Israel Economic Review* 6 (1): 109–134.

Calvo, Guillermo. 1978. "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," *Econometrica* 46 (November): 1411–1428.

———. 1992. "Are High Interest Rates Effective for Stopping High Inflation? Some Skeptical Notes." *World Bank Economic Review* 6, 55–69.

———. 1998. "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." *Journal of Applied Economics* 1, 35–54.

Commented [AC8]: AU: I don't believe this source is directly referenced in the text. Delete from here? Cross it out

———. 2016. "From Chronic Inflation to Chronic Deflation: Focusing on Expectations and Liquidity Disarray Since WWII." NBER Working Paper 22535.

Calvo, Guillermo A., and Carlos A. Vegh. 2001. "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries." In *Handbook of Macroeconomics*, edited by John Taylor and Michael Woodford. Elsevier, pp 1615-1669.

Commented [AC9]: AU: Add page numbers and place for publisher.

Spillovers and Institutions." *European Economic Review* 53 (October): 723–741.

Cukierman, Alex. 1988a. "Rapid Inflation—Deliberate Policy or Miscalculation?" Carnegie-Rochester Conference Series on Public Economic Policy, North-Holland, 29, pp. 11–26.

———. 1988b. "The End of High Israeli Inflation." In *Inflation Stabilization: The Experience of Argentina, Brazil, Bolivia, Mexico, and Israel*, edited by Michael Bruno,

Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch, and Stanley Fischer. Cambridge, MA: MIT Press.

Dornbusch, Rudiger, and Sebastian Edwards. 1989. "The Macroeconomics Populism in Latin America." WPS 316, World Bank.

Fleming, Marcus. 1962. "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates." IMF Staff Papers 9, November, 369–380.

Commented [AC10]: AU: Flemming with two m's in ch. 1. Please confirm spelling. Spelling correct

Friedman, Milton. 1968. "The Role of Monetary Policy." *American Economic Review* 58, 1–17.

----- (1969), "The Optimum Quantity of Money", in Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Adline Publishing Company, pp. 1-50.

———. 1971. "Government Revenue from Inflation." *Journal of Political Economy* 79 (4): 846–856.

Karni, Edi. 1983. "Revenue from Inflation." Yediot Aharonot, Newspaper, June 12.

Commented [AC11]: AU: I'm not sure what kind of source this is. Please provide more information.

Krugman, Paul. 1979. "A Model of Balance-of-Payments Crises." *Journal of Money, Credit*

Krugman, Paul, Maurice Obstfeld, and Marc Melitz. 2015. *International Economics: Theory and Policy*. 10th edition. Pearson, USA.

Commented [AC12]: AU: Add place of publication.

Kydland, Finn, and Edward C. Prescott. 1977. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85, 473–493.

Leiderman, Leonardo, ed. 1999. *Inflation and Disinflation in Israel*. Bank of Israel.

Commented [AC13]: AU: Please add place for publication.

Mundell, Robert A. 1963. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." *Canadian Journal of Economics* 29, 475–485.

Razin, Assaf (2018), Israel and the World Economy: The Power of Globalization, MIT Press.

Rey, Helene. 2015. "Dilemma Not Trilemma: Global Financial Cycles and Monetary Policy Independence." NBER Working Paper 21162.

Rogoff, Kenneth. 2003. "Disinflation: An Unsung Benefit of Globalization?" *Finance and*

Development 40 (December): 55–56.

———. 2004. “Globalization and Global Disinflation.” In *Federal Reserve Bank of Kansas City, Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*. Proceedings of the 2003 Jackson Hole symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, USA.

Sargent, Thomas J. 1999. *The Conquest of American Inflation*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Wynne, Mark, A., and Erasmus K. Kersting. 2007. “Openness and Inflation.” Federal Reserve Bank of Dallas, Staff Paper 2.

Commented [AC14]: AU: Add location and date for the symposium?