

רגולציה פיננסית ומוניטרית בישראל

מאת
דלית פליישהקר*

תקציר

בנק ישראל הוא הרגולטור הממונה על יישום מדיניות מוניטרית ועל יצירת רגולציה פיננסית. המאמר סוקר את פעילותו בשני תחומים אלו, ומצביע על המגמה העדכנית בכל אחד מהם וכן על השלכותיה. בחינת הפעילות נערכת תוך התמקדות בשוק האשראי והכסף. ברגולציה הפיננסית של הפיקוח על הבנקים המגמה המרכזית היא ניסיון לעודד את התחרותיות ולצמצם את הריכוזיות. תוצאותיה של מגמה זו הן שיפור התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים, אך עד כה היעדר שיפור (מספק) של התחרות בשוק העסקים הקטנים-בינוניים ומשקי הבית. כך, מחיר האשראי לשוק הקמעונאי הוא גבוה הרבה יותר ממחירו לשוק העסקים הגדולים. במדיניות מוניטרית המגמה המרכזית היא רכישת דולרים. מגמה זו פועלת לטובת היצואנים ותעשיית ההיי־טק, והיא מיטיבה עם בעלי ההכנסות הגבוהות. נראה אפוא כי שתי המגמות פועלות באותו הכיוון. לאור השלכות חלוקתיות אלו של פעילות בנק ישראל עולה השאלה אם יש לבחון מחדש את מידת עצמאותו. המאמר עורך דיון ביקורתי בשאלה זו, על רקע הספרות העדכנית באשר לעצמאותו של בנק מרכזי.

612	מבוא
614	א. המערכת הפיננסית בישראל
614	1. מהו כסף?
616	2. מהו בנק?
618	3. גופים פיננסיים חוץ־בנקאיים
619	4. בנק ישראל

* ד"ר דלית פליישהקר היא מרצה בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב, בין היתר בקורס על רגולציה פיננסית. דלית בעלת תואר LL.M בהצטיינות יתרה ותואר LL.B בהצטיינות, שניהם מאוניברסיטת תל אביב. תוך כדי לימודי הדוקטורט הועסקה דלית כסטודנטית בחטיבת המחקר בבנק ישראל. תודה עמוקה לרועי קרייטנר, שעמד לצידה לאורך כל הדרך. תודה לאסף חמדני ולשרון דיין על תגובות מאירות עיניים ביום העיון "משפט ואישוויון בשווקים", וכן לשאר המשתתפים על הערותיהם המועילות. תודה לחברי מערכת "עיוני משפט", מיה פרנקל, ירדן שוחט, ליאור שלוסברג ויותם לחובסקי על עזרה מסורה.

- 623 ב. המגמה המרכזית ברגולציה פיננסית
- 623 1. רגולציה פיננסית – כללי
- 626 2. המגמה המרכזית ברגולציה פיננסית: ניסיון להפחתת הריכוזיות
- 626 (א) הבעייתיות בשוק האשראי וניסיונות לפתור אותה
- 630 (ב) השינוי שחל בפועל
- 636 3. השלכות הרגולציה הפיננסית
- 638 ג. המגמה המרכזית במדיניות מוניטרית
- 638 1. מדיניות מוניטרית ויצירת כסף – כללי
2. המגמה המרכזית במדיניות המוניטרית: רכישת דולרים
- 644 (ואגרות חוב קונצרניות)
- 653 3. השלכות המדיניות המוניטרית
- 656 סיכום: מחשבה מחדשת על עצמאות בנק ישראל

מבוא

מאמר זה בוחן את המגמות העדכניות ברגולציה הפיננסית ובמדיניות המוניטרית של בנק ישראל בעשור האחרון. בנק ישראל הוא הרגולטור הממונה על אסדרת המערכת הבנקאית ועל יציבות המערכת הפיננסית בכללותה. מטרה חוקית נוספת של בנק ישראל היא ניהול מדיניות מוניטרית במטרה לשמור על יציבות מחירים. רגולציה פיננסית ומדיניות מוניטרית מיושמות באמצעות המשפט (כך למשל, באמצעות הוראות ניהול בנקאי תקין), ומטרותיהן נקבעות באמצעות המשפט (כך למשל, באמצעות קביעת מטרותיו של בנק ישראל בחוק בנק ישראל, התש"ע-2010), כפי שיפורט בהמשך.

למאמר שלוש מטרות, שיתוארו כעת לפי סדר חשיבותן. מטרתו הראשונה של המאמר היא לתאר את התשתית המשפטית המסדירה את פעילותו של בנק ישראל ואת מטרותיה, וכן לספק הבנה בסיסית של המערכת הפיננסית ואסדרתה בישראל. הכתיבה המשפטית בתחומים אלו בעברית איננה רבה, ובמובן זה המאמר מכוון להיות מאמר מבוא לקורא המתעניין ברגולציה פיננסית ובמדיניות מוניטרית ולהרחבת הידע המשפטי בתחום זה.

מטרתו השנייה של המאמר היא לתאר את ההתפתחויות המרכזיות בשנים האחרונות בפעולתו של בנק ישראל בתחום האשראי והכסף. לשם כך תוצג מגמה מרכזית בכל אחד משני התחומים המשפטיים שבהם פועל בנק ישראל – רגולציה פיננסית ומדיניות מוניטרית. המגמה המרכזית ברגולציה פיננסית של הפיקוח על הבנקים בתחום האשראי היא ניסיון להגביר את התחרות בשוק האשראי ולצמצם את הריכוזיות. כפי שיתואר, בעקבות יישום רגולציה תומכת בעשור האחרון התרחש שינוי בשוק האשראי לעסקים גדולים. עם זאת מתברר, כי אין שינוי מספק בריכוזיות הבנקים בשוק האשראי לקמעונאים ולעסקים קטנים-בינוניים; שם התחרות איננה גדולה, ופערי הריבית נשמרים. המגמה המרכזית שתואר במדיניות מוניטרית בעשור האחרון היא רכישת דולרים בקנה מידה עצום בידי בנק ישראל. המאמר סוקר את מטרות ביצוע הרכישות, את אופן ביצוען וכן את היתרונות ואת החסרונות הקיימים בהן.

לאחר סקירת כל מגמה יידונו גם השפעותיה האפשריות. ייטען כי חשיבותן של הרגולציה הפיננסית ושל המדיניות המוניטרית נובעת מן ההשפעות הפוטנציאליות שלהן על עיצובה של המערכת הפיננסית, ועקב כך על הכלכלה הישראלית. מאמר זה יצביע על השפעות אפשריות אלו, כדי להמחיש מדוע נדרש דיון מעמיק ודמוקרטי יותר ברגולציה הפיננסית ובמדיניות המוניטרית.

מטרתו השלישית של המאמר היא לבחון את עצמאותו של בנק ישראל, כפי שנקבעה בחוק, בעין ביקורתית. נוכח השפעותיה האפשריות של פעולתו של בנק ישראל כרגולטור בשני התחומים, כפי שהן מתוארות במאמר, עולה השאלה אם עצמאותו מוצדקת. התוצאות מראות כי הן המדיניות המוניטרית והן הרגולציה הפיננסית של השנים האחרונות נוטות להעדיף עסקים גדולים וחזקים. המדיניות המוניטרית הביט של רכישת הדולרים פועלת לטובת היצואנים ונותני השירותים שלהם שכר גבוה מהמוצאע; גם הרגולציה הפיננסית הגבירה את התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים. יודגש כי אין בכוונת מאמר זה לטעון כי תוצאות אלו הן מכוונות או לתת הסבר מדוע הן מתרחשות. המאמר מכוון להצביע על התוצאות בפועל, על חשיבותן ועל המסקנות המשפטיות שיש להסיק מהן.

הבחינה תיערך על רקע הנימוקים לעצמאותו של בנק מרכזי וכן על רקע הכתיבה בתחום זה בשנים האחרונות. אכן, לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי האחרון (בשנים 2007-2008) ניכרת עלייה בכתיבה המשפטית על הבנק המרכזי; חלקה תתואר בפרק האחרון. יצוין כי בארצות הברית כתיבה זו מתמקדת רבות בבחינת הפן המנהלי של פעולותיו של הבנק המרכזי, לרבות השאלה אם הוא חורג מגדר סמכויותיו החוקיות.¹ מאמר זה אינו עוסק בבחינה מנהלית, אלא יוצא מנקודת הנחה כי הפעולות המתוארות להלן נעשות במסגרת סמכותו של בנק ישראל. המאמר מתמקד בבחינת השלכותיהן של הפעולות, וכפועל יוצא מכך בבחינת התאמתן למטרות הבנק כרגולטור ולעצמאותו, כפי שנקבעו בחקיקה.

המאמר ימשיך כך: הפרק הראשון יתאר ארבעה מושגי יסוד, הדרושים לצורך הבנת המערכת הפיננסית הישראלית. יובהר בקליפת אגוז מהו כסף, מהו בנק, מהו גוף פיננסי שאינו בנק ומהו בנק מרכזי. כל המונחים יבוארו תוך שילוב בין מחקר תאורטי בתחום לבין החקיקה הישראלית. הפרק השני והשלישי יתארו את שתי המגמות המרכזיות בפעולתו של בנק ישראל כרגולטור בעשור האחרון. הפרק השני יעסוק ברגולציה פיננסית. הפרק יתחיל בתיאור קצר של רגולציה פיננסית ומטרותיה. הפרק ימשיך בתיאור הרגולציה המתמקדת בצמצום הריכוזיות ובהגברת התחרות בשוק האשראי בישראל. לבסוף, הפרק יצביע על השלכותיה הצפויות של הרגולציה הפיננסית שתוארה. הפרק השלישי יעסוק ביישום מדיניות מוניטרית, ויפתח בתיאור קצר שלה. לאחר מכן הפרק יסקור את פעולת רכישות הדולרים שבנק ישראל מבצע, את מטרותיה, את העלויות הכרוכות בה ואת האפקטיביות שלה. כמו כן, המאמר יצביע על תחילתו של שינוי במדיניות המוניטרית בתקופת הקורונה, ויתהה אם מדובר בחלק משינוי תפיסתי כללי יותר אשר את תוצאותיו נראה בשנים הקרובות. הפרק

1 ראו למשל David Zaring, *Law and Custom on the Federal Open Market Committee*, 78 LAW & CONTEMP. PROBS. 157, 159-60 (2015); Kathryn Judge, *The Federal Reserve: A Study in Soft Constraints*, 78 LAW & CONTEMP. PROBS. 65 (2015); Kathryn Judge, *The First Year: The Modern Role of Lender of Last Resort*, 116 COLUM. L. REV. 843 (2016)

סיים בתיאור השלכותיה הצפויות של המדיניות המוניטרית האמורה. בסיכום ייטען, כי נוכח חשיבותן של הרגולציה הפיננסית ושל המדיניות המוניטרית והשפעותיהן האפשריות על שוק האשראי ועל הכלכלה בכללותה, נדרש דיון דמוקרטי מעמיק ורחב יותר מהדיון הנערך כיום בעצמאותו של בנק ישראל.

א. המערכת הפיננסית בישראל

ככלל, אפשר להסתכל על מערכת כלכלית כמחולקת לשני חלקים מרכזיים – הכלכלה הריאלית והמערכת הפיננסית. הכלכלה הריאלית כוללת את כל מה שקשור בייצור, באספקה ובכרישה של סחורות ושל שירותים (כך למשל, עסקים, חנויות, משרדים ומפעלים). לעומתה, המערכת הפיננסית עוסקת בכסף (ואיננה מייצרת מוצרים "ממשיים"). בבסיסה, המערכת הפיננסית אמורה ליצור זרימה של הכסף ממי שיש להם אל מי שזקוקים לכסף לצורך פעילות כלכלה הריאלית. דברים אלו יומחשו בהמשך, מייד לאחר הסבר קצר המתאר מהו כסף ותוך כדי תיאור תפקידו של בנק.

המערכת הפיננסית בישראל מורכבת משני חלקים: (א) סקטור בנקאי, המהווה את רוב המערכת הפיננסית; (ב) סקטור חוץ-בנקאי, הכולל גופים פיננסיים שאינם "בנק". לצידם של הבנקים ושל המוסדות החוץ-בנקאיים נמצא הבנק המרכזי – בנק ישראל, שהוא תאגיד סטטוטורי האחראי על יישום מדיניות מוניטרית ועל יציבות המערכת הפיננסית.

ייחודה של המערכת הפיננסית, ולמעשה המאפיין המחבר את כל מוסדותיה כדי "מערכת" אחת, הוא כאמור "הכסף". בשורות הבאות יוסברו בקצרה המונחים המרכזיים שתוארו כעת: כסף, בנק, גוף פיננסי חוץ-בנקאי ובנק מרכזי, כפי שהם מתקיימים בישראל. מטרתו של פרק זה היא להבהיר את המושגים הדרושים לצורך הבנתה של המערכת הפיננסית הישראלית, ולתאר את המסגרת המשפטית המאפשרת את פעילותה. במובן זה הפרק עומד בפני עצמו, ומיועד לתת רקע בסיסי בתחום. אך פרק זה גם משמש מסד לתיאור המגמות העדכניות במדיניות המוניטרית והפיננסית כפי שהן ייסקרו בפרקים הבאים.

1. מהו כסף?

ניתן להגדיר כסף בשתי דרכים רלוונטיות לענייננו – הגדרה "כלכלית", המסתמכת על תפקידיו של הכסף, והגדרה "משפטית", המתבססת על החקיקה.² ההגדרה הכלכלית כוללת התייחסות לשלושה תפקידים עיקריים שממלא המכשיר המכונה "כסף": (א) כאמצעי חליפין. הכסף משמש אמצעי תשלום עבור סחורה, ובכך מקל על הסחר. עקב קיומו של כסף מתייתר הצורך להסכים על זהות שתי הסחורות בעסקת החליפין וכמותן בכל עסקה ועסקה, וניתן לשלם עבור כל סחורה או שירותים ישירות באמצעות הכסף (ולא באמצעות סחורה אחרת, בעסקת ברטר); (ב) כיחידת מדידה. ניתן למדוד את שווי כל הסחורות ביחס ליחידת מדידה אחת, היא הכסף. כך אין צורך לחשב בכל עסקה מחדש כמה שווה סחורה אחת ביחס

2 הגדרה מלאה של כסף דורשת דיון מעמיק מעבר למסגרת זו. ראו למשל: A. Mitchell Innes, *What Is Money*, 30 BANKING L.J. 377 (1913); A. Mitchell Innes, *The Credit Theory of Money*, 31 BANKING L.J. 151 (1914).

לסחורה אחרת (ייתכנו אלפי סוגים של סחורות); (ג) כשומר ערך. הכסף הוא אמצעי נוח לשמור הון שנצבר. קל יחסית לשמור עליו (כך למשל, להפקידו בבנק או בכספת), הוא אינו מתקלקל, וניתן לאגור אותו גם בכמויות גדולות.³

ההגדרה המשפטית ל"כסף" בוחנת מהו ההילך החוקי במדינה, והיא הגדרה משלימה להגדרה הכלכלית.⁴ כחלק מריבונותה למדינה יש יכולת לקבוע את הכסף המדינתי. כאשר הכסף הוא מדינתי, המדינה יכולה להשפיע עליו מבחינת כמות ומחיר באמצעות יישום מדיניות מוניטרית, כפי שיפורט להלן. המדינה היא שמקנה את האמון המאפשר לכל האזרחים לקבל את הכסף כאמצעי חליפין בתמורה לסחורות, בייחוד משום שהמדינה מקבלת את הכסף כתשלום מיסים ובכך יוצרת שימוש תמידי לכסף.⁵ כל אזרח יהיה מוכן לקבל כסף בתמורה ללחם מאחר שהוא יודע שאחרים יקבלו אותו בעתיד,⁶ אך גם מאחר שהוא יודע כי יוכל להשתמש בכסף לתשלום מיסים למדינה. כל עוד יש אמון ביציבות המדינה, יהיה אמון גם בכסף המדינתי שלה.

לצורך הסדרת השימוש בכסף המדינה קובעת את הכסף המדינתי כהילך חוקי. משמעות הדבר היא, כי כל נושה חייב לקבל את הכסף המדינתי בתמורה לפירעון כל חוב. מעבר לכך אין לכסף כיום שווי פנימי או עצמאי, וערכו כשלעצמו הוא כשל פיסת נייר בלבד (ומכונה "flat money").

בישראל חוק מטבע השקל החדש קובע כי "המטבע של ישראל יהיה שקל חדש".⁷ חוק בנק ישראל קובע כי מטבע שהוציא בנק ישראל יהיה הילך חוקי בישראל, על פי הסכום הנקוב בו.⁸ חוק בנק ישראל מוסיף וקובע כי בנק ישראל הוא שרשאי להוציא (ולחזור ולהוציא) מטבע, וכי ערכו הנקוב של המטבע או של השטר ייקבע בידי נגיד בנק ישראל.⁹ לכן בישראל נושה אינו יכול לסרב לקבל מהחייב שקל חדש – בשטר או במטבע ולפי הערך הנקוב בו כפי שהונפק בידי בנק ישראל – לשם פירעון כל חוב.¹⁰

-
- 3 לתפקידיו אלו של כסף, ראו FREDERIC S. MISHKIN, THE ECONOMICS OF MONEY, BANKING AND FINANCIAL MARKETS 53-63 (2009) (להלן: MISHKIN, ECONOMICS OF MONEY).
- 4 ייתכנו סוגי כסף שאינם מדינתיים, אך מאמר זה מתמקד בכסף מדינתי.
- 5 L. RANDALL WRAY, MODERN MONEY THEORY: A PRIMER ON MACROECONOMICS FOR SOVEREIGN MONETARY SYSTEMS (2012).
- 6 להסבר על אודות תאוריית ההסכמה החברתית, ראו: Karl Menger, *On the Origin of Money*, 6(2) ECON. J. 239 (1892).
- 7 ס' 1(א) לחוק מטבע השקל החדש, התשמ"ה-1985.
- 8 ס' 41(ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010 (לעיל ולהלן: חוק בנק ישראל).
- 9 באישור המועצה המוניטרית והממשלה. ס' 41(א) ו-42 לחוק בנק ישראל. ניתן גם לבטל סוגי מטבעות או שטרות כהילך חוקי, ראו למשל: צו בנק ישראל (ביטול מעות), התשס"ח-2008, הקובע בס' 1 כי המעה בערך של חמש אגורות תחדל להיות הילך חוקי בישראל החל מיום 1 בינואר 2008.
- 10 ראו ס' 489 לחוק העונשין, התשל"ז-1977, הקובע מאסר של שלושה חודשים למי שמסרב לקבל מטבע או שטר שהם הילך חוקי בערכם הנקוב.

בעניין קופל דן בית המשפט בהגדרה של כסף.¹¹ השאלה שעמדה בפני בית המשפט המחוזי הייתה, אם ניתן להגדיר את המטבע הווירטואלי "ביטקוין" כ"מטבע חוץ" או כ"נכס" לצורכי חישוב מס הכנסה. כדי לענות על שאלה זו בדק בית המשפט תחילה אם הביטקוין עונה על ההגדרה המשפטית של כסף. לצורך זה בדק בית המשפט אם הוא מהווה הילך חוקי במדינה כלשהי, קרי נכס שחובה לקבלו כפירעון חוב.¹² לאחר שבית המשפט ענה על שאלה זו בשלילה, הוא הוסיף וברק אם הביטקוין עונה על ההגדרה הכלכלית, בעקבות טענת המערער כי גם אם הביטקוין אינו הילך חוקי, בכל זאת יש לראות בו "מטבע". לפיכך בחן בית המשפט אם הביטקוין ממלא את שלושת תפקידיו המרכזיים של כסף שהוזכרו בתחילת סעיף זה, וקבע כך: (א) הביטקוין אינו משמש אמצעי חליפין להעברת ערך תמורת סחורות, היות שהיקף השימוש בו אינו נפוץ דיו; (ב) הביטקוין אינו אוגר ערך, בין היתר בשל התנדודות הרבה שלו ובשל היעדר בנק מרכזי התומך בו; (ג) הביטקוין אינו משמש יחידה לחישוב ערך, משום שהוא אינו משמש לנקיבת מחיר של מוצרים. בעקבות קביעותיו אלה הכריע בית המשפט ופסק כי הביטקוין איננו "כסף". יצוין כי בית המשפט הבהיר שאין בכך כדי לומר שהביטקוין הוא אמצעי תשלום בלתי-חוקי. החשוב לענייננו הוא, כי לצורך ההכרעה בשאלה אם נכס מסוים מהווה כסף בחן בית המשפט הן את ההגדרה הכלכלית והן את ההגדרה המשפטית, ולא קבע כי אחת מהן תשמש בלעדית לצורך הקביעה מהו כסף.

2. מהו בנק?

בנק הוא המוסד הפיננסי הקלאסי. תפקידו הראשון הוא תיווך אשראי, כלומר ביצוע של העברת כסף ממי שיש לו כסף למי שזקוק לו באמצעות הלואה. התוצאה המקובלת של העברות כסף רבות שכאלו באמצעות הבנק היא פיתוח הכלכלה הריאלית. דוגמה המבהירה את הקשר בין הצורך בבנק לבין קידום הכלכלה הריאלית היא תיאור פעילותו של יזם – כך למשל, יזם שאין לו הון התחלתי גבוה, אך הוא מעוניין להשיג מימון כדי לפתוח עסק על בסיס רעיון טוב שיש לו. יתרונה של מערכת פיננסית יעילה הוא בכך, שעל בסיס הרעיון הטוב היא תוכל לספק לו את המימון הדרוש באמצעות קישורו אל כסף זמין של חוסכים. הבנק מאגד את כספם של החוסכים ומעבירו אל מי שזקוקים לו באמצעות הלואות. בדרך זו היזם ירוויח מהקמת העסק, המלווים ייהנו מהריבית שתתקבל מהשבת ההלוואה, ותתקיים גם תועלת חברתית בהקמתו של עסק חדש (שתכלול תוספת תעסוקה, מוצרים חדשים וחדשניים וכן הלאה). זהו היתרון המיוחס לסקטור הבנקאי זה שנים רבות¹³ – החיבור בין בעלי הכסף המחפשים אפיק השקעה מניב לבין מי שיכולים ליצור פעילות יצרנית (שירותים או סחורות) אך דרוש להם מימון.

11 ע"מ (מחוזי מרכז) 11503-05-16 קופל נ' פקיד שומה רחובות (נבו 19.5.2019).

12 שם, ס' 18, 31 ו-40 לפסק הדין. עם זאת יצוין כי קביעה זו נעשתה לצורכי פקודת מס הכנסה, ובית המשפט הדגיש כי קביעה זו יכולה להשתנות עם שינויי הזמן (ראו ס' 53-54 לפסק הדין). סביר להניח כי בעתיד צפויים פסקי דין נוספים או רגולציה שיעסקו בנושא המטבעות הווירטואליים.

13 ראו WALTER BAGEHOT, LOMBARD STREET: A DESCRIPTION OF THE MONEY MARKET 6-20 (1873) וראו גם Robert Hockett, *Bretton Woods 1.0: A Constructive Retrieval for Sustainable*

כך למעשה נמדרת יעילותה של המערכת הפיננסית – ביעילות המענה שהיא מצליחה לתת לצורכי הכלכלה הריאלית. תנאי הכרחי לתיווך יעיל הוא הנגישות לאשראי, כלומר שכל יזם, אף אם הונו ההתחלתי הוא נמוך (ואולי בייחוד במקרה שכזה), יוכל לפנות לבנק ולקבל מימון בהינתן שהוא עומד בתנאים הדרושים. לבנק מיוחסים כמה יתרונות הקשורים למומחיות שלו: זיהוי הלוויים המתאימים לקבלת הלוואה לפי תנאים שנקבעים, קביעת הריבית הנכונה לכל לווי (הנקבעת גם לפי הסיכון) ומעקב אחר פירעון הלוואה וכן יכולתו של הבנק לאגד כספים "קטנים" לכדי פול של כסף רב, המסוגל להציע גם הלוואות גדולות.¹⁴ הבנק, כתאגיד הפועל להגדלת רווחיו, מגדיל את התועלת המצרפית, שכן תיווך האשראי מגדיל את הצמיחה הכלכלית. לכן הוכר שוק אשראי יעיל כתורם לצמיחה.¹⁵

ואולם הבנק אינו רק מתווך אשראי, אלא משמש גם יוצר כסף. תפקידו זה של הבנק הוא בשיתוף הבנק המרכזי: הבנק המרכזי יוצר את הכסף המדינתי, והבנק המסחרי מגדיל את כמותו ומעביר אותו למקומות המתאימים בכלכלה.¹⁶ אופן יצירת הכסף בידי הבנק המרכזי תואר להלן בפרק השלישי, העוסק במדיניות מוניטרית.

בנק בישראל חייב ברישיון מאת המפקח על הבנקים. קבלת הרישיון מותנית בתנאים כגון תוכנית הפעולה של מבקש הרישיון, תרומת מתן הרישיון לתחרות וטובת הציבור.¹⁷ אף גוף פיננסי אחר אינו רשאי להשתמש בשם "בנק" או בשם הדומה לו.¹⁸ חוק הבנקאות (רישוי) אינו מגדיר מפורשות מהו בנק. המונח "בנק" נזכר אומנם כחלק מהאפשרויות המנויות במסגרת המונח "תאגיד בנקאי", הכוללות בין היתר גם בנק למשכנתאות או מוסד כספי, אך הוא אינו מוגדר בפני עצמו. אפשר אפוא להבין מהו בנק לפי תחומי פעילותו, המנויים בחוק זה.¹⁹ סעיף 10 לחוק הבנקאות (רישוי) קובע רשימה של כעשרים תחומי פעילות, שרק בהם הבנק רשאי לעסוק. הרשימה כוללת עיסוקים כגון ניהול מערכות תשלומים, השקעה בניירות ערך לרבות קנייתם ומכירתם כסוכן, ייעוץ פניוני, ייעוץ להשקעות ועוד.

ואולם שני התפקידים העיקריים של בנק מוגדרים כך: "קבלת פקדונות כספיים בחשבונות עובר ושב על מנת לשלם מהם בשיק לפי דרישה" וכן "מתן אשראי".²⁰ הסיבה לכך היא ששילוב שני התפקידים – קבלת פקדונות ומתן אשראי – יוצר את המהות הייחודית לבנק. זוהי גם הסיבה שסעיף 21א(1) לחוק הבנקאות (רישוי) קובע את ייחוד הפעולה לבנקים,

Finance, 16 N.Y.U. J. LEGIS. & PUB. POL'Y 401, 420-25 (2013)

Bengt Holmstrom & Jean Tirole, *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, 112 Q.J. ECON. 663 (1997)

Ross Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, ראו 15 J. ECON. LIT. 688 (1997)

Michael McLeay, Amar Radia & Ryland Thomas, ראו 16 *Money Creation in the Modern Economy*, Q1 2014 BANK OF ENGLAND, QUARTERLY BULLETIN 14

ס' 3 לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 (להלן: חוק הבנקאות (רישוי)) קובע את חובת קבלת הרישיון. ס' 6 לחוק קובע את התנאים.

ס' 4 לפקודת הבנקאות, 1941 קובע איסור על שימוש בכינוי "בנק".

ס' 10 לחוק הבנקאות (רישוי).

שם, בס' 10(1) ו-ס' 10(5) בהתאמה.

דהיינו שרק בנקים יכולים לתת אשראי ולקבל פיקדונות ב־זמנית.²¹ קבלת פיקדונות כספיים מוגדרת ככזו המתקבלת משלושים בני אדם או יותר יחד, למעט קבלת אשראי מתאגיד בנקאי, אשראי מספקים וכספים המתקבלים כדמי קדימה או כערוכה לחיוב.²² מתן אשראי אינו מוגדר בסעיף, אך מנויים בו כמה חריגים שלא ייחשבו כמתן אשראי. חלקם יוזכרו בדיון שלהלן באשר לגופים חוץ־בנקאיים. ייחוד הפעולה לבנקים בלבד נובע בין היתר מכך שהם כפופים לפיקוח רגולטורי הדוק (כפי שיפורט להלן), המיועד להגן על כספי המפקידים מפני הסיכון הקיים במתן אשראי ובקבלת פיקדונות בבת אחת.

3. גופים פיננסיים חוץ־בנקאיים

פרט לבנקים ישנם בישראל גופים פיננסיים נוספים העוסקים במתן אשראי. מאחר שמאמר זה מתמקד בבנק ישראל, עיקר הדיון מן הפן הרגולטורי יעסוק בפיקוח על הבנקים. עם זאת תמונת המערכת הפיננסית בישראל איננה שלמה בלי הכרת הגופים החוץ־בנקאיים, בייחוד כאשר הם מתחרים בבנקים בשוק האשראי, כפי שיתואר להלן.

אפשר לחלק את הסקטור החוץ־בנקאי לשתי קטגוריות מרכזיות – משקיעים מוסדיים וספקי אשראי חוץ־בנקאי.²³ נוסף על שתי קטגוריות אלו ישנה מסגרת משפטית לפעילותם של גופים נוספים, שחלקם בשוק האשראי בישראל כיום הוא קטן, כגון אגודות פיקדון ואשראי²⁴ ופלטפורמות לתיווך אשראי.²⁵ פלטפורמות אלו פועלות לרוב על גבי רשת האינטרנט והן מתווכות בין לווים למלווים, כך שכמות האשראי הניתנת תלויה במלווים עצמם.

"משקיע מוסדי" הוא אחד משני אלה:²⁶ חברה מנהלת, הכוללת קרנות פנסיה, השתלמות וגמל,²⁷ ומבטח, אך ורק בנוגע להשקעותיו העומדות כנגד התחייבויות תלויות תשואה. כלומר, מבטח כמשקיע מוסדי אינו כולל את פעילויות הליכה הביטוחיות שלו כמבטח. משקיעים מוסדיים רשאים לתת הלוואות (קרי לספק אשראי), אך הם כפופים למגבלות ולתנאים שעליהם יורה הממונה עליהם וככל שיורה.²⁸ מקור הכסף של הגופים המוסדיים

21 ס' 13, שם, קובע שרק בנק יכול לקבל פיקדונות על מנת לשלם מהם בשיק על פי דרישה.

22 שם, בס' 21(ב).

23 מאמר זה אינו עוסק בתחומים הקשורים לבורסה לניירות ערך או בביטוח.

24 בעת כתיבת המאמר קיימת אגודת פיקדון ואשראי הנמצאת בשלבי הקמה, כאמור להלן.

25 ס' 25 ז' לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדריים), התשע"ו-2016 (להלן: חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדריים). בעת כתיבת המאמר פועלות 9 פלטפורמות ברישיון, והוגשו כ־6 בקשות נוספות. ראו הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי דו"ח שני 18 (2020) (להלן: דוח הוועדה לבחינת התחרות באשראי). כאמור שם, ישנם גופים נוספים המעניקים אשראי ושאינם מעניינו של מאמר זה, כגון נתוני אשראי ופיקדון ללא ריבית (בעיקר גמ"חים) ואשראי ממקורות בממשלה.

26 ס' 1 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012 (להלן: תקנות קופות גמל).

27 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן: חוק הפיקוח על קופות גמל).

28 ס' 15 לתקנות קופות גמל. דוגמאות למגבלות באשר להשקעותיהם של משקיעים מוסדיים הן אלה: עד 5% מנכסיו של המשקיע המוסדי בתאגיד אחד, רכישת מקרקעין עד 15% משווי

למתן האשראי הוא הכספים שמשקיעים אצלם העמיתים (קרי כספי הגמל והפנסיה), גיוס הון וכן הרווחים מהשקעותיהם.

נוסף למשקיעים המוסדיים ישנם גם ספקי אשראי חוץ-בנקאי. פעילותם מוסדרת בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים. שם נקבע גם הצורך בקבלת רישיון לפעילותם במתן אשראי. ניתן לקבל רישיון לעסוק במתן אשראי, והרישיון יכול להיות בסיסי, או מורחב, בהתאם לנפח הפעילות.²⁹ מדובר בכמה מאות חברות הפועלות כיום בשוק והנמצאות בהליכי רישוי שונים.³⁰ הפיקוח על גופים אלו הוא בידי רשות שוק ההון, חיסכון וביטוח.³¹ יצוין כי חברות כרטיסי האשראי מהוות אף הן ספק אשראי חוץ-בנקאי, אך הפיקוח עליהן נותר בידי הפיקוח על הבנקים.

סעיף 21(א)(1) לחוק הבנקאות (רישוי) קובע כאמור כי מי שאינו תאגיד בנקאי לא יעסוק במתן אשראי ובקבלת פיקדונות בו־זמנית. כמו כן, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים מאפשר לגופים חוץ-בנקאיים לתת אשראי. מאחר שגופים אלו מנועים מגיוס פיקדונות כמקור למתן האשראי, ניתנה להם אפשרות אחרת לגיוס הון. אפשרות זו נמצאת בעיקרה בחריגים הקבועים בסעיף 21 לחוק הבנקאות (רישוי). כך למשל, סעיף 21(ב)(8) לחוק זה מאפשר לגופי האשראי החוץ-בנקאי, בתנאים הקבועים שם, לגייס עד 15 מיליארד ש"ח בתעודות התחייבות.³²

4. בנק ישראל

בנק ישראל הוא הבנק המרכזי של ישראל, והוא תאגיד סטטוטורי.³³ החקיקה קובעת שלוש מטרות לבנק ישראל. המטרה הראשונה והמרכזית בחשיבותה היא שמירה על יציבות

- נכסיו וכן רכישת אגרות חוב סחירות בשווי של עד 25% משווי הסדרה.
- 29 בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים ישנם סוגי רישיונות נוספים, כגון רישיון לעסוק בנכס פיננסי (למשל מזומן, שיק או מטבע וירטואלי) (הרישיונות מוסדרים בס' 11 לחוק). בנקים וחברות ביטוח הוחרגו מתחולת החוק (ס' 13 לחוק).
- 30 נכון לחודש דצמבר 2018 הן היוו כ-1.25% בלבד משוק האשראי הצרכני, ראו דוח הוועדה לבחינת התחרות באשראי, לעיל ה"ש 25, איור 2 בעמ' 23. באיור 3 בדוח, הכולל הערכות נוספות, חלקן מגיע לכ-5%.
- 31 ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים (וכן ס' 11 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981). ראו גם אבי בן בסט המהפכה בשוק ההון – ישראל 2018-2019, טבלת מטרות הפיקוח (2020). להרחבה על אודות מבני פיקוח אפשריים, יתרונות וחסרונות, ראו הפיקוח על שוק ההון 145-158 (אבי בן בסט עורך 2007).
- 32 תעודות התחייבות מוגדרות בס' 35 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 כך: "תעודות התחייבות – תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר והמקנות זכות לתבוע מתאגיד כאמור כסף, בתאריך קבוע או בהתקיים תנאי מסויים, ואינן מקנות זכות חברות או השתתפות באותו תאגיד, וכן תעודות כאמור הניתנות להמרה במניות או ניירות ערך המקנים זכות לרכישת תעודות כאמור, אך למעט תעודות שמנפיקה המדינה או המונפקות על פי חוק מיוחד וניירות ערך מסחריים".
- 33 ס' 2(א) לחוק בנק ישראל.

המחירים.³⁴ המטרה השנייה היא שמירה על יציבות המערכת הפיננסית ועל פעילותה הסדירה. המטרה השלישית היא תמיכה ביעדים כלכליים המוגדרים במדיניות הממשלה, אך בנק ישראל יפעל להשגתה של מטרה זו אך ורק בתנאי שלא תיפגע המטרה המרכזית של יציבות המחירים. תפקידיו של בנק ישראל לצורך השגת מטרותיו כוללים את ניהול המדיניות המוניטרית, את הנפקת המטבע והפיקוח על מערכת הבנקאות ואסדרתה, את החזקת יתרות מטבע החוץ של המדינה וניהולן, וכן תמיכה בפעילות הסדירה של שוק מטבע החוץ בישראל.³⁵ חוק בנק ישראל קובע כי בנק ישראל יהיה עצמאי בבחירת פעולותיו לשם השגת מטרותיו.³⁶

חוק זה שינה את החוק הקודם, שהיה בתוקף משנת 1954, עת הוקם הבנק. הרצון להסדיר את עצמאותו של הבנק בחוק שימש מניע עיקרי לשינויו של החוק.³⁷ לחקיקתו קדם למעלה מעשור של דיונים בין בנק ישראל למשרד האוצר; בנק ישראל ביקש לעגן את מעמדו כשחקן עצמאי, ואילו משרד האוצר וחלק מחברי הכנסת ביקשו להגביל את כוחו. שתי הסוגיות המרכזיות בדיונים היו הקמתה של מועצה מוניטרית שתכלול רוב של חברים חיצוניים (ובכך תגביל את סמכות הנגיד) וקביעת מטרת הבנק כך שיציבות המחירים תהיה היעד המרכזי, בניגוד לחוק הישן.³⁸ החוק הישן קבע כי בנק ישראל ינהל את מדיניותו בהתאם למדיניותה של הממשלה, ובניסיון להשיג שתי מטרות שוות במעמדן – יציבות מחירים ורמה גבוהה של תעסוקה וייצור.³⁹

בסוף שנת 1997 החליטה הממשלה על הקמת ועדה ציבורית לבחינת חוק חדש לבנק – ועדת לוין. כשנה לאחר מכן הגישה הוועדה את המלצותיה. הוועדה קיבלה את דרישת הבנק להגדיר את יציבות המחירים כיעד העיקרי, והציעה כי הבנק יוכל להפעיל את כל הכלים לפי שיקול דעתו. באשר לוועדה המליצה ועדת לוין כי היא תורכב מרוב של

34 ס' 3 שם.

35 ס' 4 שם. לבנק ישראל תפקידים נוספים, אך מאמר זה מתמקד באלו המתוארים לעיל.

36 ס' 5 שם. לתיאור מפורט ולניתוח של השתלשלות העניינים בנוגע לחקיקת חוק בנק ישראל משנת 1995 ועד לשנת 2009, תוך שעצמאות הבנק מהווה מוקד לדיון, ראו דניאל ממון וזאב רוזנהק **בנק ישראל: כלכלה פוליטית בעידן נאו-ליברלי** 148-170 (2009).

37 התהליך לעצמאות בנק ישראל החל קודם לכן והיה הדרגתי. תחילה התבטאה עצמאותו בהיותו תאגיד נפרד, וכן באיסור על מימון פעולות הממשלה באמצעות הדפסת כסף שנחקק בשנות השמונים. ראו אוהד בן אפרת "האחריות הציבורית של בנק ישראל: עצמאות, מחויבות ואחריותיות" **אחריות ציבורית בישראל** 314 (רפאל אלמגור, אורי ארבל-גנץ ואסא כשר עורכים) (2012).

38 ממון ורוזנהק, לעיל ה"ש 36, בעמ' 52-148.

39 ס' 3 לחוק בנק ישראל, התש"ד-1954 (להלן: חוק בנק ישראל הישן), קובע כך: "תפקידיו של הבנק יהיו לנהל, להסדיר ולכוון את מערכת המטבע וכן להסדיר ולכוון את מערכת האשראי והבנקאות בישראל, בהתאם למדיניותה הכלכלית של הממשלה ולהוראות חוק זה, על מנת לקדם באמצעים מוניטאריים (1) ייצוב ערכו של המטבע בישראל ומחוץ לישראל; (2) רמה גבוהה של ייצור, תעסוקה, הכנסה לאומית והשקעות-הון בישראל".

חברים חיצוניים, אך לנגיד תינתן זכות וטו בבחירת חבריה. בשנים שחלפו מאז לא הושגה הכרעה בנושאים אלו והחוק הישן נותר.⁴⁰

בשנת 2009 סיפק המשבר הפיננסי העולמי תמריץ עיקרי לבחינה מחודשת של חיזוק עצמאות הבנק, בדרך של שינוי החוק הישן.⁴¹ בחודש פברואר 2010 החלו הדיונים בכנסת, ולאחר סדרת דיונים בוועדת הכספים עבר החוק את אישור הכנסת.⁴² החשיבות שיוחסה להגדרת מטרתו העיקרית של בנק ישראל כיציבות מחירים וכן לקביעת עצמאותו עולה בצורה ברורה מהדיונים סביב החוק ומתזכיר הצעת החוק.⁴³ סוגיות אלו הודגשו בידי נציגי הממשלה בדיון, שקבעו כי "כולנו רוצים שתהיה עצמאות מוחלטת לבנק ישראל",⁴⁴ וכן בידי בנק ישראל. כך למשל אמר הנגיד דאז בתשובה לדרישה שהועלתה בוועדה להוסיף במטרה עיקרית בחוק בנק ישראל גם את צמצום אי-השוויון במשק:⁴⁵

"זה צריך להיות אחת ממטרות המדיניות הכלכלית של המדינה, לצמצם את הפערים בחברה הישראלית, במשק הישראלי, אבל יש לנו מעט מאוד כלים. יש לנו את הריבית, יש לנו את הפיקוח על הבנקים... אם נתחיל להיכנס בקבלת ההחלטות על הריבית או בהחלטות על התערבות בשוק המט"ח ואיך זה ישפיע על השוויון במשק, בדרך כלל לא נדע וניכנס לדברים שהם מאוד שוליים ביחס למה שאנחנו עושים".

40 לתיאור מפורט ולניתוח של השתלשלות העניינים משנת 1995 ועד לשנת 2009, ראו ממך ורוזנהק, לעיל ה"ש 36, בעמ' 148-170.

41 ראו למשל את דברי חבר ועדת הכספים, חבר הכנסת שי חרמש, בפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18 (23.2.2010) (דיון על הצעת חוק בנק ישראל, התש"ע-2010) (להלן: הפרוטוקול). בעמ' 21: "אין ספק בדבר אחד והוא שהבנק צריך להיות עצמאי בהחלטותיו, ואם למישהו לא היה ברור למה, אז שיחזור לא להיסטוריה של כמה נגידיים אחרונים, אליהם התכוונתי, אלא בסך הכל למשבר בספטמבר 2008. אם בנק ישראל לא היה עצמאי בעמדותיו והיה נכנע ללחצים פוליטיים שהיו אז, לא היינו עומדים היכן שאנחנו עומדים היום. לא צריך ללכת רחוק אלא אפשר ללכת קרוב והדברים ברורים".

42 מתוך בנק ישראל "הודעה לעיתונות" (הודעה 22.4.2010).

43 תזכיר חוק בנק ישראל, התשס"ט-2009, 1, שם מודגש חיזוק עצמאותו של הבנק המרכזי במדינות רבות בעולם, וכן הקשר שבין עצמאות הבנק לאינפלציה נמוכה.

44 מדברי יושב ראש הוועדה, חבר הכנסת משה גפני, ראו הפרוטוקול, לעיל ה"ש 41, בעמ' 10.

45 שם, בעמ' 29 ו-34. לטענה שעליה הגיב הנגיד, ראו את דברי חברת הכנסת שלי יחימוביץ,

בעמ' 20 לפרוטוקול: "אני חושבת שהמטרות שמרניות מדי, הן מתייחסות אך ורק למכשיר הפיננסי, למכשיר הכלכלי ופחות מדי לעובדה שהמכשיר הזה נועד בסופו של דבר להיות בשירותם של בני אדם ושכלכלה יציבה נועדה לדאוג לבני אדם שחיים בכלכלה הזאת. נכון שבסעיף מספר 2 כתוב לתמוך במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, במיוחד צמיחה ותעסוקה, ובתנאי שלדעת הוועדה לא תהיה בכך פגיעה, אבל זה לא מספיק ואני הייתי רוצה לראות בין מטרות הבנק למשל צמצום האי שוויון, למשל צמצום העוני, הצבת יעדים מהסוג הזה שחסרים לי מאוד במטרות ואני משוכנעת שהם חלק ממטרות הבנק המרכזי".

והוא המשיך בדבריו ואמר:

"נגיד שאני צודק שכמעט ולא יודעים באיזה כיוון אנחנו אפילו משפיעים על פערים בחברה כאשר אנחנו מורידים את הריבית. אני לא בטוח. יכול להיות שזה לטובה. בניגוד למה שאת אמרת, אנני חושב שהצמיחה בדרך כלל טובה כמעט לכולם וראינו את זה".

חבר הכנסת שי חרמש אמר את הדברים הבאים:⁴⁶

"יש כאן בלבול מקצועי בהבנת העניין. בנק ישראל לא עוסק בנושא הפיסקלי. בנק ישראל עוסק בנושא המוניטרי... צריך להבין מהי ממשלה ומהו הבנק המפקח. ממשלת ישראל אחראית לטיפול בהקצאת המשאבים. לממשלה יש מספיק כוח ומספיק כסף, וזה אמור לגבי כל ממשלה, להשיג מכשירים פיסקליים כדי לבצע את חלוקת ההכנסות, לקחת מזה ולהעביר לזה. בנק ישראל לא יודע לקחת מזה ולהעביר לזה".

ואכן כאמור קבע החוק החדש את עצמאות הבנק וכן את יציבות המחירים כיעד מרכזי. כמו כן הוקמה ועדה מוניטרית, המורכבת משלושה חברים מבנק ישראל ומשלושה חברים מקרב הציבור, ובמקרה של שוויון לנגיד הבנק יהיה הקול המכריע.⁴⁷ נוסף על כך החוק כולל מנגנונים להסדרת השקיפות והאחריות של בנק ישראל.⁴⁸

בתמצית יצוין כי הגברת עצמאותו של הבנק עולה לא רק מעיגונה בחוק, אלא גם מהרחבת סמכויותיו של הבנק בחוק (לעומת החוק הישן). אפשר להביא שתי דוגמאות קצרות לכך. הדוגמה הראשונה עניינה פעולות בשוק הפתוח; בעוד שהחוק הישן הגביל את הבנק לפעילות בניירות ערך מסוימים בלבד (של המדינה או התחייבות לתשלום במטבע ישראלי עם ריבית קבועה),⁴⁹ החוק החדש מתיר לו לפעול בנוגע לכל נכס או מכשיר פיננסי שהוא, ללא הגבלתו לסוגי ניירות הערך שהיו קבועים בחוק הישן.⁵⁰ הדוגמה השנייה נוגעת להסדרת סמכויות הבנק בשעת חירום; בעוד שבחוק הישן הוגבלה סמכותו של הבנק להתערבות במקרי חירום רק בנוגע לתאגיד בנקאי,⁵¹ בחוק החדש הורחבה סמכות זו להתערבות בכלל המערכת הפיננסית, ללא קשר לשאלה אם המוסד הפיננסי הוא "בנק".⁵² כמו כן קיבל הבנק סמכות "לעשות כל פעולה אחרת שתיראה לבנק דרושה", בכפוף לאישור הוועדה.⁵³

46 שם, בעמ' 30.

47 ס' 16 לחוק בנק ישראל.

48 ראו למשל את חובות הדיווח לממשלה ולוועדת הכספים, הקבועות שם, בס' 54-56, וכן את חובת ההכנה והפרסום לציבור של דוח כספי שנתי בס' 75 לחוק.

49 ס' 46(א) לחוק בנק ישראל הישן.

50 ס' 36(2) לחוק בנק ישראל. גם כאשר למטבע חוץ (וניירות ערך של ממשלה זרה) הגבילו ס' 36-37 לחוק בנק ישראל, התש"ד-1954, את אפשרות הבנק לרכוש מטבע חוץ רק ממוסדות מסוימים. בחוק הנוכחי אין כל הגבלה שכזו, והבנק יכול לרכוש מטבע חוץ מכל גורם, גם מחוץ לשווקים המוסדרים.

51 ס' 44 לחוק בנק ישראל הישן.

52 ס' 36(5) לחוק בנק ישראל.

53 שם, בס' 36(6).

מאמר זה יתמקד בשתי המטרות העיקריות של בנק ישראל כפי שהן קבועות בחוק – שמירה על יציבות המחירים באמצעות יישום מדיניות מוניטרית ושמירה על יציבות המערכת הפיננסית, המבוצעת בעיקרה באמצעות רגולציה על הסקטור הבנקאי. אפשר לחשוב על המסגרת המשפטית המלווה את הכסף באופן הבא: מדיניות מוניטרית יוצרת את הכסף ואחראית לכמותו הכללית (בין ישירות ובין באמצעות מחירו, כלומר הריבית); רגולציה פיננסית מאסדרת את הכסף כאשר הוא מצוי במערכת הפיננסית (כך למשל באמצעות הפיקוח על הבנקים); ומדיניות פיסקלית אחראית ל"איסופו" בחזרה למדינה, באמצעות קביעתה את תשלומי המיסים. לכן יש קשר בין שלוש צלעות אלו.⁵⁴ מאמר זה עוסק בשתי הצלעות הראשונות – רגולציה פיננסית ומדיניות מוניטרית, המתבצעות שתייהן בבנק ישראל במסגרת תפקידו כרגולטור.⁵⁵ הפרק הבא יתאר באופן כללי מהי רגולציה פיננסית, לאחר מכן הוא יתאר את המגמה המרכזית ברגולציה פיננסית – ניסיון להפחתת הריכוזיות – ואת השלכותיה. הפרק השלישי יתאר באופן דומה את המדיניות המוניטרית.

ב. המגמה המרכזית ברגולציה פיננסית

1. רגולציה פיננסית – כללי

רגולציה היא קביעת כללים מחייבים, המגבילים או המכוונים פעילות, וכן ניטור ואכיפה שלהם באמצעות גורמים מנהליים. רגולציה כוללת את הגורמים הבאים: חקיקה ראשית, חקיקת משנה, נהלים, הנחיות והוראות; חקיקה בינלאומית (סטנדרטים); פיקוח ואכיפה.⁵⁶ הגדרה כללית זו מתאימה גם לרגולציה פיננסית, כאשר הכללים המחייבים כאמור חלים על המערכת הפיננסית. בישראל האסדרה של גופים פיננסיים מתחלקת בין כמה רגולטורים. הרגולציה של הסקטור הבנקאי מצויה בבנק ישראל, ואילו הרגולציה של גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים, מן הפן היציבותי, מצויה בעיקרה בידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.⁵⁷ מאמר זה עוסק בבנק ישראל, ולכן יתמקד בפיקוח על הבנקים.⁵⁸ באופן כללי מקובל להניח, כי דרושה אסדרה של הסקטור הבנקאי בשל נטייתו למשבר.⁵⁹ המבנה המימוני של בנק הוא פגיע בשל הפוטנציאל להיעדר נזילות מיידית מספקת. פעילות

54 ראו Frederic S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, 46-48 (Mishkin, *Monetary Policy Strategy*: (להלן: NBER Working Paper No. 16755, 2011).

55 המאמר לא יעסוק במדיניות פיסקלית, למרות הקשר ההדוק שלה לרגולציה פיננסית ולמדיניות מוניטרית.

56 להגדרה כללית של רגולציה, ראו David Levi-Faur, *The Global Diffusion of Regulatory Capitalism*, 598 ANNALS AM. ACAD. POL. & SOC. SCI. 12 (2005).

57 נוסף לגופים אלו, ישנה סמכות גם לרשות ניירות ערך ולרשות התחרות במקרים המתאימים. כמו כן, בשנת 2018 הוקמה ועדה ליציבות, שאמורה ליצור מבט-על של המערכת הפיננסית, כמפורט בס' 57א-י לחוק בנק ישראל.

58 המאמר מתייחס לרגולציה יציבותית בלבד, ואינו נוגע בנושאים כגון הגנת הצרכן, יחסי בנק-לקוח ועוד. לכן יהיה שימוש במונח "רגולציה פיננסית" במובחן מ"דיני בנקאות".

59 ראו למשל, Basel Comm. on Banking Supervision, *Core Principles for Effective Banking*, RUTH: RUTH: ראו עוד: *Supervision* 4, 9 (Sept. 2012), <http://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>.

הבנק ביצירת כסף (שתתואר בהמשך) עלולה להוביל לתופעה המכונה "מרוץ אל הבנק", שבמסגרתה מפקידים רבים מבקשים את כספם בו-זמנית ולבנק אין יכולת להיענות לכולם.⁶⁰ מרוץ שכזה עלול להוביל לקריסתו של בנק (אף אם הוא סולבנטי), בשל חוסר היכולת להנזיל מיידית את נכסיו.⁶¹ מרוץ שכזה עלול להדביק בנקים נוספים, בשל הקישוריות ההדוקה בסקטור הבנקאי, ולהפוך למשבר פיננסי כולל. קישוריות זו נובעת הן מן הפעילות ההדוקה שבין הבנקים לבין עצמם – הם לווים זה מזה וקריסתו של אחד עלולה להוביל לקריסתו של אחר באפקט דומינו – והן בשל פגיעה במוניטין של הסקטור, שעלולה לגרום למפקידים לדרוש את פיקדונותיהם גם מבנקים יציבים.

הסכנה הטמונה במשבר פיננסי היא יכולתו לעבור מהמערכת הפיננסית אל הכלכלה הריאלית, באופן שיפגע בצמיחה ובתעסוקה.⁶² בשל הקשר ההדוק בין המערכת הפיננסית, המספקת כסף לכלכלה הריאלית, פגיעה במערכת הפיננסית יכולה להוביל לפגיעה בכלכלה הריאלית. לכן, וכדי למנוע משברים פיננסיים או למצער להקטין את השפעתם, דרושה רגולציה על המערכת הפיננסית.⁶³ נוסף על הגנה על הכלכלה הריאלית מפני משבר פיננסי, ישנה חשיבות למערכת בנקאית מתפקדת, הדרושה ליישום המדיניות המוניטרית בצורה תקינה. באופן כזה שמירה על מערכת בנקאית מתפקדת היא צידוק לאסדרתה, משום שהיא מאפשרת את יישום המדיניות המוניטרית (שעליה יפורט בפרק הבא). כמו כן, מאחר שהבנק המרכזי משמש מלווה המוצא האחרון למערכת הבנקאית, יש לו אינטרס בפיקוח עליה.⁶⁴ לבסוף, הצדקה נוספת לפיקוח על הבנקים נובעת מכך שהם מנהלים כספים של אחרים ולכן יש צורך מיוחד בפיקוח ממלכתי עליהם,⁶⁵ בפרט כאשר האמון בהם הוא הבסיס לפעילותם.⁶⁶

-
- PLATO-SHINAR, BANKING REGULATION IN ISRAEL 4-5, 84-86 (Kluwer Law International B.V. 2016)
- Douglas W. Diamond & Phillip H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, 60 91 J. POL. ECON. 401 (1983)
- ענת אדמתי ומרטין הלויג, בגדי הבנקאים החדשים – בעיות בבנקאות והדרכים לטפל בהן 61 79-52 (דורון אדמתי מתרגם 2015).
- CARMEN M. REINHART & KENNETH S. ROGOFF, THIS TIME IT'S DIFFERENT: EIGHT 62 ראו CENTURIES OF FINANCIAL FOLLY (2011).
- לאחר המשבר הפיננסי האחרון נוצרה ההכרה כי מרוץ שכזה יכול להתבצע גם אל חלק 63 מהגופים הפיננסיים שאינם בנק, והוביל לצורך ברגולציה יציבותית גם בעניינם. ראו למשל, Zoltan Pozsar et al., *Fed. Reserve Bank of N.Y., Shadow Banking, Staff Report no. 458*, 2 (2010, revised 2012).
- לסיכום סכמטי שנערך בידי הבנק המרכזי האירופי - ECB, ראו: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>. לאינטרס של בנקים מרכזיים בפיקוח 64 על המערכת הפיננסית, ראו PAUL TUCKER, UNELECTED POWER: THE QUEST FOR LEGITIMACY IN CENTRAL BANKING AND THE REGULATORY STATE 448 (2018).
- בג"ץ 7721/96 איגוד שמאי ביטוח בישראל נ' המפקחת על הביטוח, פ"ד נה(3) 625, 631 65 (2001).
- זוהר מור "מדיניות בנק ישראל באימוץ הוראות בנושא ניהול סיכונים – האם היא אפקטיבית 66 עבור המערכת הבנקאית בישראל?" רבעון לבנקאות 182, 25, 28 (2019).

נוכח האמור, אפשר להבין כי מטרתה המרכזית של רגולציה פיננסית היא לשמור על יציבות המערכת הפיננסית, וליתר דיוק – לשמור על האיזון המתאים בין יציבות לתחרות;⁶⁷ שהרי היה אפשר לאסדר את המערכת הפיננסית באופן שיוביל ליציבות רבה, אך משמעות הדבר תהיה יצירה של פחות כסף. כמתואר בתמצית להלן, יצירת הכסף בדרך של מתן הלוואות (ארוכות) וקבלת פיקדונות (קצרים) בריזמנית היא שגורמת לרווחיות המודל הבנקאי, אך גם לשבריריותו. מצב שבו מיוצר מעט כסף יהיה בטוח יותר; ואולם המחיר שישולם עבור יציבות שכזו יהיה פגיעה בצמיחה הכלכלית, מאחר שלא יהיה די כסף כדי לפתח את הכלכלה הריאלית בצורה ראויה. כדי לאפשר יצירת כמות מספיקה של כסף דרושה תחרות בתוך הסקטור הבנקאי, שתוביל ליצירת כמות מספיקה של הלוואות. לכן הרגולציה הפיננסית מנסה להשיג שמירה על יציבות, תוך שהיא מאפשרת ליצור כמות מספיקה של כסף (באמצעות תחרות). איזון זה הוא דינמי, ומשתנה בהתאם לצורך הנקודתי; לעיתים דרושה יותר יציבות, ולעיתים דרוש יותר כסף לצמיחה. זוהי גם התייחסותו של הפיקוח על הבנקים למטרת הרגולציה.

הפיקוח על הבנקים הוא יחידה בבנק ישראל ואיננו רשות עצמאית. המפקח על הבנקים ממונה בידי נגיד בנק ישראל. שתי מטרותיו הרלוונטיות מוגדרות כך: (א) פיקוח על יציבות התאגידים הבנקאיים – מניעת סיכונים עודפים ליציבותם והגנה על כספי המפקידים; (ב) הבטחת הניהול התקין של התאגידים הבנקאיים.⁶⁸ המפקח על הבנקים הוא רגולטור קלאסי, שכן הוא קובע הוראות ניהול בנקאי תקין שהן במעמד של חקיקת משנה,⁶⁹ הוא מפקח באופן שוטף על המערכת הבנקאית והוא בעל סמכויות אכיפה.⁷⁰

אלמנט חשוב נוסף של רגולציה פיננסית שיש להזכיר הוא יצירתו של חלק משמעותי מהרגולציה ברמה הגלובלית. הקישוריות בתוך המערכת הפיננסית הגורמת להעברתו של משבר מבנק אחד לאחר היא נכונה, בשינויים המחויבים, גם בנוגע למעבר אפשרי של משבר ממדינה למדינה – מצב המכונה "הדבקות". מצב זה הוביל להקמתה של ועדת בזל בשנת 1974, המאגדת ראשי בנקים מרכזיים מכמה מדינות.⁷¹ מטרתה כיום היא ליצור סטנדרטים אחידים לסקטור הבנקאי על מנת ליצור מגרש משחקים גלובלי מיטבי; אחריות זו יכולה למנוע הדבקות וכן מרוץ לתחתית בין המדינות בניסיון למשוך יותר גופים פיננסיים לשטחן. לרגולציה יש מחיר, והורדת הרף הרגולטורי במדינה מסוימת יכול להוות גורם משיכה לבנקים.

DAVID A. SINGER, REGULATING CAPITAL: SETTING STANDARDS FOR THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM (2007). ראו גם רות פלאטו-שנער "רגולציה של הבנקים – יציבות מערכתית מול הגנה צרכנית" אחריות המדינה, גבולות ההפרטה וסוגיית הרגולציה 95 (יצחק גלנור ואיל טבת עורכים התשע"ט).

84 ס' 5 לפקודת הבנקאות, 1941. ישנה מטרה נוספת, הנוגעת להגינות שבין הבנק ללקוחותיו.

89 מעמד זה לא נקבע בצורה מפורשת, אך זוהי הדעה המקובלת. ראו יובל אזני דיני בנקאות: רגולציה בנקאית בישראל 49-58 (סמכויות המפקח), 74-81 (הוראות ניהול בנקאי תקין), 154-160 (2018). כמו כן לפיקוח יש סמכות לשלוח חוזרים ומכתבים.

70 ראו למשל ס' 8(ג)-(ד) לפקודת הבנקאות, 1941.

71 ראו את אתר האינטרנט של ועדת בזל: <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>

ועדת בזל יוצרת את הכללים בדרך של "משפט רך"⁷², אך כזה שבפועל כוחו המחייב רב.⁷³ בשנת 1988 נוצרו כללי בזל 1, שעסקו בהלימות ההון שעל בנק להחזיק.⁷⁴ כללים אלו יושמו במדינות רבות ועברו כמה שינויים במשך השנים, לרבות לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי האחרון, אז נוצרו כללי בזל 3.⁷⁵ כוחם של סטנדרטים אלו רב, והם אף הוטמעו בישראל באמצעות כמה הוראות ניהול בנקאי תקין (להלן גם: "נב"ת): הלימות הון (נב"ת 201); ההון הפיקוחי (נב"ת 202); הערכת נאותות הלימות ההון (נב"ת 211); יחס כיסוי הנזילות (נב"ת 221); יחס המינוף (נב"ת 218).⁷⁶ אופן הפיקוח על הבנקים משקף את מכלול הכללים המשפטיים השונים שבהם יש שימוש: חקיקה ראשית כגון חוק בנק ישראל וחוק הבנקאות (רישוי), חקיקת משנה כגון הוראות נב"ת וסטנדרטים גלובליים לא־מחייבים (לכאורה) המוטמעים אל תוך הרגולציה המדינתית.

2. המגמה המרכזית ברגולציה פיננסית: ניסיון להפחתת הריכוזיות

(א) הבעייתיות בשוק האשראי וניסיונות לפתור אותה

אפשר לתאר את המגמה המרכזית ברגולציה הפיננסית של השנים האחרונות כניסיון להפחתת הריכוזיות בסקטור הבנקאי. יותר מדי ריכוזיות איננה רצויה מבחינה רגולטורית, שכן היא עלולה להוביל לייצור של מעט מדי כסף.

בישראל עיקר ההלוואות (קרי האשראי) ניתנות בידי הסקטור הבנקאי.⁷⁷ הסקטור הבנקאי בישראל הוא בעל מבנה אוליגופולי, והוא מורכב מחמישה בנקים גדולים וכן משניים נוספים, קטנים מהם בהרבה. שני הבנקים הגדולים ביותר, בנק הפועלים ובנק לאומי, מחזיקים בכ־60% מהנכסים.⁷⁸ עולה מכך כי הסקטור הבנקאי בישראל הוא ריכוזי מאוד, הן במובן

72 לראיית המלצות ועדת בזל כמשפט רך, ראו גם מור, לעיל ה"ש 66, בעמ' 36.

73 לסיבות לכך שדווקא רגולציה פיננסית גלובלית היא בעלת כוח אכיפה, ראו CHRIS BRUMMER, SOFT LAW AND THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM: RULE MAKING IN THE 21ST CENTURY (2012).

74 ראו The Basel Capital Accord, בכתובת: <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.htm>.

75 למסגרת הפיקוחית שנוצרה לאחר המשבר האחרון בידי ועדת בזל (להלן: כללי בזל 3), הכוללת כללי הלימות הון, יחס כיסוי נזילות ויחס מינוף, ראו: Basel Comm. on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems* (2011, revised 2016), וכן Basel Comm. on Banking Supervision, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools* (2013), <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf> ו"Basel III: The Net Stable Funding Ratio" (October 2014), <https://www.bis.org/bcbs/publ/d295.pdf>.

76 לתיאור קצר של כללי בזל, ולטענה כי הם עלולים דווקא להגביר את הסיכון המערכתית, ראו אפרת טולקובסקי ורועי קרייטנר "בין חדשנות פיננסית למשבר כלכלי" משפטים מ 413 (2011).

77 בנק ישראל מערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתית 2019 128 (2020) (להלן: סקירה שנתית 2019). יצוין כי לאורך המאמר ייתכנו אי־התאמות בין הנתונים מהדוחות השונים המתוארים, הנובעות מאיסוף שונה של הנתונים.

78 בנק ישראל סקירת המערכת הבנקאית – מחצית ראשונה 2020 22 (2020).

"הפנימי" (התחרות בין הבנקים לבין עצמם) והן במובן "החיצוני" (התחרות מול גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים).⁷⁹

ישנן כמה סיבות עיקריות לריכוזיות של הסקטור הבנקאי בישראל.⁸⁰ סיבה ראשונה היא הגטל הרגולטורי על הסקטור הבנקאי. כך למשל, נטען כי התנאים לקבלת רישיון בנקאי הם מחמירים מאוד, ודורשים השקעות הוניות גדולות. כך שהיעדר מדרג המתאים למתחרה המעוניין לפעול בהיקפים קטנים היווה חסם כניסה לפעילות בענף. הרגולציה מקשה אפוא על הקמת בנקים חדשים שהיו יכולים להתחרות בבנקים הקיימים.⁸¹ וגם על גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים שהיו יכולים להתחרות בהם. סיבה שנייה נעוצה בכך שהמשק הישראלי הוא משק קטן, ולכן יש בו יתרון ניכר לגודל. ככל שהבנק גדול יותר ומספק מגוון רחב יותר של שירותים, כך קשה יותר למתחרה חדש לחדור אל השוק. בהקשר זה גם נושא הוותק והמוניטין של הבנקים הקיימים, שהם ותיקים ומוכרים, מקשה על מתחרים חדשים להיכנס לשוק האשראי. הסיבה השלישית היא שמאחר שהבנקים מנהלים חלקים ניכרים מהאשראי, הרי במשך שנים רבות הם צברו מידע רב שאינו מצוי בידי מתחרה חדש. מידע על אודות הרגליהם הפיננסיים של לקוחותיהם הוא מידע בעל ערך רב עבור הבנקים. כמו כן הועלו גם סיבות טכניות, הנוגעות בין היתר לקושי שבהעברת חשבון מבנק קיים אל בנק חדש. הקושי בריכוזיות זו הוא שהיעדר התחרות בשוק האשראי עלול לפגוע בכמות האשראי הניתן (באופן שניתנות פחות מדי הלוואות) או במחירו (באופן שניתנות הלוואות במחיר גבוה מדי). לפיכך נערכו במשך השנים כמה ניסיונות להקטין את הריכוזיות בסקטור הבנקאי. מתחילת שנות האלפיים הוקמו חמש ועדות מרכזיות שעסקו ברגולציה של תחום הבנקאות והפיננסים בישראל: ועדת בכר, ועדת זקן, ועדת שני, ועדת שטרומ וועדת ככל. ועדות אלו יתוארו כעת בתמצית.⁸² בתחילת שנת 2005 התפרסם דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (להלן: ועדת בכר).⁸³ הוועדה מציינת, כי הריכוזיות וניגודי העניינים המאפיינים את שוק האשראי ותרומתם להיעדר התחרות היוו כר נרחב לדיון בשנים שקדמו להקמת הוועדה. ברוח מצוינת חומרת הריכוזיות בכך שלצידה של המערכת הבנקאית חסרה נוכחותם של מתווכים פיננסיים נוספים, מה שמוביל לדומיננטיות של הבנקים בכל תחומי הפעילות הפיננסית במשק,⁸⁴ בפרט כאשר הגופים המעטים הפעילים בשוק עוסקים בקשת רחבה של פעילויות. גופים שהיו אמורים להתחרות בבנקים במתן אשראי, כגון קרנות

79 לדעה אחרת, הטוענת כי פיצול הריכוזיות אינה בהכרח הדרך להגברת התחרות, ראו מאיר חת הבנקאות בישראל במנהרת הזמן 2012-1965 471-450 (2015).

80 ראו למשל: הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים דו"ח מסכם (2016) (להלן: דוח ועדת שטרומ).

81 שם, בעמ' 17.

82 קדמה להם ועדת ברודט משנת 1995. ראו דוד ברודט ואח' "דין וחשבון הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות הבנקים בתאגידים ריאליים: הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ריאליים" רבעון לבנקאות 135, 7 (1996).

83 לרוח המסכם של ועדת בכר, ראו הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון דו"ח מסכם (2004).

84 שם, בעמ' 14.

השתלמות, הוחזקו בידי הבנקים עצמם. בעקבות יישום המלצות ועדת בכר בחקיקה⁸⁵ נאלצו הבנקים למכור את מלוא אחזקותיהם בקרנות הנאמנות ובקופות הגמל, אשר קודם לכן היו כבעלותם, בתוך תקופה שהייתה תלויה בגודל הבנק. לאחר מכן הותר לבנקים להיכנס לתחום הייעוץ והמכירה של מוצרי פנסיה וגמל וכן ביטוח חיים.

בחודש דצמבר 2011 מונה הצוות הבין-משרדי לבחינת הגברת התחרותיות במערכת הבנקאית (המכונה גם "ועדת זקן")⁸⁶. הצוות התמקד באשראי הקמעונאי למשקי הבית ולעסקים קטנים-בינוניים, והמלצותיו פורסמו בשנת 2013. הצוות המליץ על הקמת בנק חדש, לרבות בנק אינטרנטי, ואגודות אשראי, וכן על מתן אשראי קמעונאי בידי המשקיעים המוסדיים. כמו כן המליץ הצוות על שיפור המנגנון לשיתוף מידע הנוגע לאשראי קמעונאי ולהעברת המידע הדרוש ליצירת דירוג אשראי, כך שהבעלות במידע הפיננסי תהיה בידי הלקוח ותוכל לשמש אותו כדי לעבור בנק. חלק מהמלצות אלו יושמו, למשל, בחקיקה להקמת מאגר אשראי.⁸⁷ חלק נוסף מההמלצות מיושם בימים אלו, כפי שיפורט בהמשך.

בשנת 2011 הוקמה הוועדה לבחינת הריכוזיות שעסקה בנושא הריכוזיות במשק הישראלי באופן כללי (להלן: ועדת שני). המלצותיה פורסמו בשנת 2013 ועסקו בכמה עניינים. חלק מההמלצות עסקו בריכוזיות במערכת הפיננסית, ובפרט הומלץ על הפרדת תאגידים ריאליים משמעותיים מגופים פיננסיים משמעותיים. ההמלצות אומצו בתיקוני חקיקה ובמסגרת החוק לקידום התחרות וצמצום הריכוזיות.⁸⁸ בדיקה שנערכה בשנת 2020 בנוגע ליישום החוק העלתה, כי כל הקבוצות שהוגדרו "משמעותיות" אכן הפרידו את פעילותן.⁸⁹

בחודש יוני 2015 הוקמה הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל (להלן: ועדת שטרומ).⁹⁰ המלצותיה המרכזיות כללו הפרדת חברות כרטיסי אשראי מהבנקים,⁹¹ עידוד הגופים המוסדיים לתת אשראי קמעונאי, עידוד אשראי חוץ-בנקאי וכן יצירת מנגנון של ביטוח פיקדונות. מטרת ההמלצות הייתה להרחיב את היצע האשראי בישראל, מתוך הנחה כי בהיעדר שליטה בנקאית חברות כרטיסי האשראי יציעו

85 ההמלצות אומצו בס' 4 לחוק הפיקוח על קופות גמל.

86 לפירוט על אודות הצוות ולרוח המסכם, ראו באתר בנק ישראל: <https://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/Survey/Pages/competition.aspx>

87 חוק נתוני אשראי, התשע"ו-2016 (להלן: חוק נתוני אשראי).

88 ראו למשל את המגבלה כי תאגיד בנקאי לא יחזיק יותר מ-1% של אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי או פיננסי משמעותי (בס' 24 לחוק הבנקאות (רישוי), וכן את החריג לו בס' 24א(ב); ס' 4, 28-29 לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 (להלן: החוק לקידום התחרות)). ס' 39 לחוק לקידום התחרות קובע, כי לאחר חודש דצמבר 2019 מי ששולט או מחזיק ב-5% בתאגיד ריאלי משמעותי לא יוכל להמשיך לשלוט בגוף פיננסי משמעותי או להחזיק בו ביותר מ-10%, ואם מדובר בגוף ללא גרעין שליטה - ביותר מ-5%.

89 שלוש מהן הפכו לריאליות בלבד ומכרו את הפעילות הפיננסית, שלוש נשארו פיננסיות ומכרו את הפעילות הריאלית, ושתיים אחרות פיצלו פעילות או הפסיקו לפעול כלל. ראו נעם בוטוש תיאור וניתוח של יישום חוק הריכוזיות והשפעותיו הכלכליות על המשק 29-31 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע 2020).

90 הרוח המסכם פורסם בחודש ספטמבר 2016. ראו דוח ועדת שטרומ, לעיל ה"ש 80.

91 שם, בעמ' 62.

אשראי שיהיה חוץ-בנקאי ובכך יתחרו בבנקים. ההמלצה יושמה גם בחקיקה,⁹² וההפרדה בוצעה בפועל.⁹³

בחודש אפריל 2019 פורסם הדוח המסכם של ועדת החקירה הפרלמנטרית לבחינת התנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים (להלן: ועדת כבל).⁹⁴ תפקידיה המרכזיים של הוועדה היו לחקור את התנהלותם של הבנקים ושל הגופים המוסדיים בהקצאות אשראי ללווים גדולים (כך למשל, בתהליכי קבלת ההחלטות במתן האשראי, בשיקולים ששקלו ובביטחונות שנדרשו), וכן לחקור את התנהלות הגופים הרגולטוריים כלפי גופים מפקחים בעניין מתן האשראי ללווים אלו.

לאחר בחינה המליצה הוועדה על שינויי עומק בהתנהלות הרגולטורים הפיננסיים. בפרט, הוועדה מצאה כי ישנם ליקויים משמעותיים ומתמשכים בפעילותו של הפיקוח על הבנקים, המשפיעים על המערכת הבנקאית.⁹⁵ עוד קבעה הוועדה, כי הפיקוח לא ביסס הרתעה רגולטורית אפקטיבית מול המערכת הבנקאית וכי הוא אינו נותן משקל ראוי לאכיפה פורמלית (כגון שימוש בכלי חקירה). הוועדה אף קבעה כי הפיקוח על הבנקים מתנהל כ"רגולטור שבוי", וכך נפגע האינטרס הציבורי.⁹⁶ הוועדה ציינה כמה גורמים שיכולים להסביר מדוע הפיקוח אינו מפעיל את סמכויות האכיפה, ובהם תופעת "הדלת המסתובבת" של בעלי תפקידים

92 ס' 11ב לחוק הבנקאות (רישוי).

93 שתי חברות כרטיסי האשראי "ישראכרט" ו"לאומי קארד" הופרדו מבנק הפועלים ומבנק לאומי, בהתאמה. חברת "כאל" עדיין לא הופרדה מבנק דיסקונט. ראו בנק ישראל מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית 72 (2020) (להלן: סקירה שנתית 2020).

94 ועדת החקירה הפרלמנטרית לבחינת התנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים הדוח המסכם (2019) (להלן: דוח ועדת כבל).

95 שם, בעמ' 32-65. יצוין, כי בבנק ישראל "תגובה לפרסום דוח ועדת כבל" (הודעה לעיתונות 16.4.2019). ציין הבנק כי הוועדה התעלמה מעובדות רבות, וכן כי "ההתעלמות מעובדות אלו, בנוסף לאופן בו התקיימו חלק מהדיונים, מעלים חשש כבד שחלק גדול מהמלצות הוועדה נקבעו מראש, מבלי קשר למידע הרב שהוצג בפני הוועדה וללא דיון מקצועי מספק, כנדרש בנושא מהותי כזה". לתגובה, ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/16-4-19.aspx>.

96 לדיון בתופעת "השבוי הרגולטורי", בפרט בנוגע למאסדרים פיננסיים, ולשימוש בה כאחת הסיבות לאי-מתן מעמד בכורה גורף לפרשנות המאסדר ביחס להוראותיו, ראו דנ"א 4690/18 זליגמן נ' הפניקס, פס' 52 לפסק הדין של המשנה לנשיאה מלצר (נבו 4.7.2021): "בהקשר זה, יש לקחת בחשבון שעל אף שיש לייחס למאסדר, כמו לכל גורם מינהלי, את חזקת תקינות המינהל – לא ניתן להתעלם מהרגישות המובנית בתחום הפעילות של רשויות רגולטוריות מגוונות, וראי כאלה העוסקות בפיקוח אחר סקטורים שונים בתחומי הכלכלה והשווקים הפיננסיים וכן בענפי המסחר והתעשייה, כך שהמאסדר עלול לסבול מכשל המוגדר בספרות (כחלק מתאוריית הבחירה הציבורית, ה-Public Choice) כ'שבוי רגולטורי'. מדובר במקרים בהם קיים חשש שמא המאסדר 'שבוי' בידי הגורם עליו הוא מפקח, ומזדהה עמו ועם מטרותיו. מכאן עולה החשש כי המאסדר יבקש לסייע לגורם זה, למעלה מן הדרוש, מתוך רצון לרצות אותו. התופעה נובעת, בין היתר, מקירבה של המאסדר לשוק המפוקח, ומקשר ארוך טווח שהוא מקיים עם 'השחקנים החוזרים' בשוק זה". ראו עוד שם, פס' 57 לפסק הדין, באשר לתופעת הדלת המסתובבת ולהשפעתה על הצורך בבחינה קפדנית של עמדת המאסדר בידי בית המשפט.

העוברים מהמערכת הבנקאית אל הפיקוח ולהפך. תופעה זו עלולה להוביל להזדהות עם המפוקחים, לחוסר רצון לפקח פיקוח נוקשה על מי שעלול להיות המעסיק העתידי וכן להומוגניות מחשבתית.

הוועדה מצאה כי בפועל נהנו לווים גדולים לאורך שנים מאשראי שניתן בתנאים מועדפים (כגון אשראי למטרות לא-ברורות וחולשה בשיעור הכיסוי של הביטחונות), בין היתר בשל מה שמכונה "אפקט ההילה". הפיקוח על הבנקים הגדיר את אפקט ההילה כהסתמכות יתר של הבנקים על ניסיון קודם עם הלווה ומתן משקל נמוך מדי לנתונים אובייקטיביים. המלצותיה של הוועדה לביצוע שינויים נשענות על העובדה שרווחת הציבור "דורשת כי לווים גדולים לא ייהנו לאורך שנים ממתן אשראי בתנאים מועדפים".⁹⁷ ההמלצות הנוגעות לפיקוח על הבנקים בדוח הוועדה כוללות בין היתר הגברה של האכיפה הפורמלית והגבלה של האכיפה "הבלתי-פורמלית".⁹⁸ הוועדה המליצה שהפיקוח על הבנקים ישתמש לשם כך בכלי האכיפה החוקיים העומדים לרשותו כגון קנסות, חקירה, דרישות לתיקון ליקויים וכדומה, ושבה בעת הוא יצמצם את השימוש באכיפה המתבצעת בדיאלוג עם הבנקים ובהידברות עימם. הטענה היא כי השימוש הנרחב של הפיקוח על הבנקים באכיפה הבלתי-פורמלית פוגע ביכולת ההרתעה שלו. כמו כן המליצה הוועדה על הגברת הפיקוח החיצוני על הפיקוח על הבנקים ועל חיובו בשקיפות גדולה יותר.⁹⁹

אפשר לראות אפוא כי במשך שנים ארוכות מוקמות ועדות ונערכים תיקוני חקיקה על מנת להפחית את הריכוזיות בשוק האשראי בישראל. הפתרון המוצע הוא המלצות חקיקה משני סוגים עיקריים – חקיקה המטילה מגבלות על פעילות המערכת הבנקאית עצמה (כך למשל, חקיקה המונעת מהבנקים מלהחזיק בקרנות נאמנות ובחברות כרטיסי אשראי) וחקיקה המיועדת להקל על הקמת מתחרים חדשים ולעודדם, הן בסקטור הבנקאי והן בסקטור החוץ-בנקאי (למשל, באמצעות הפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים כך שהחברות יתפכו להיות נותני אשראי חוץ-בנקאי). פעולה זו, בשילוב הקמת מאגר האשראי בחקיקה, אמורה לאפשר את קיומו של שוק אשראי משמעותי מחוץ לסקטור הבנקאי.

(ב) השינוי שחל בפועל

אפנה כעת לבחינה של שוק האשראי בישראל בשנים האחרונות ולאחר שינויי הרגולציה שבוצעו. באופן כללי אפשר לחלק את שוק האשראי לשתי קבוצות עיקריות: שוק האשראי הקמעונאי, הכולל את משקי הבית ועסקים קטנים-בינוניים, ושוק האשראי לעסקים גדולים. בהמשך ייבחנו השינויים שחלו בכל אחת משתי קבוצות אלו בשנים האחרונות.

97 דוח ועדת כבל, לעיל ה"ש 94, בעמ' 56.

98 לתיאור האכיפה הבלתי-פורמלית בשוק הפיננסי, ראו: שרון ידין "חוזים רגולטוריים בשווקים פיננסיים בישראל" עיוני משפט לה 447 (2012).

99 דוח ועדת כבל, לעיל ה"ש 94, בעמ' 57-61. לסקירת אמצעי האכיפה של הפיקוח על הבנקים, ראו רות פלאטו-שנער "ביוש רגולטורי: האם הביוש מתאים לשימוש כלי אכיפה בתחום הבנקאי?", משפט ועסקים כג 677, 688-690 (2020). ראו שם גם התייחסות לטענה כי הפיקוח ממעט לפרסם מידע שלילי על בנקים ולהשלכותיה.

כפי שמתברר, חלק ניכר מהמאמצים להפחתת הריכוזיות התמקדו ביצירת שוק אשראי חוץ-בנקאי המסייע בפועל בעיקר לשוק האשראי לעסקים גדולים.¹⁰⁰ כך, גם לטענת הפיקוח על הבנקים, לצד האשראי העסקי ניכרת השפעת הרפורמות המבניות שנערכו בעשור שלפני המשבר הפיננסי האחרון (בשנת 2008). רפורמות אלו פעלו בין היתר להגדלת היצע האשראי העסקי החוץ-בנקאי באמצעות הגדלת מקורות האשראי החוץ-בנקאי. היצע האשראי העסקי במערכת הבנקאות הושפע מגורמים נוספים, לרבות הידוק מגבלות האסדרה בישראל על לווים גדולים (כמתואר לעיל בהקשר של ועדת כבל), שפעלו להסטת לווים אלו אל עבר האשראי החוץ-בנקאי.¹⁰¹

הסבר אפשרי להתמקדות בשוק האשראי לעסקים גדולים הוא הטענה שמעלה אולג קומליק בחיבורו, כי חלק מהארגונים המדינתיים בשנות התשעים (לרבות הפיקוח על הבנקים) לא התמקדו בקידום הפחתת הריכוזיות במערכת הבנקאית.¹⁰² בעוד שהם אכן השתמשו במטרה זו כדי להשיג תמיכה ציבורית להמלצותיהם, הרי בפועל הם ניסו לקדם דרכה מטרות אחרות, כגון הפרטת בנק הפועלים והיענות לצורך של ארגונים מדינתיים בשוק אשראי חוץ-בנקאי. שינוי בגישת הפיקוח חל לדעת קומליק סביב ועדת בכר, באופן שאפשר את הפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים. קומליק מייחס זאת לשינוי שחל בעמדת הפיקוח על הבנקים, אשר העדיף לקדם את התחרות כדי להרחיק את סיכוני היציבות מהבנקים (באמצעות העברתם אל נותני אשראי חוץ-בנקאי או חלוקתם עימם), בשילוב עם עמדת בנק ישראל למעבר ממערכת בנקאית אל מערכת פיננסית היברידית, הכוללת גם אשראי חוץ-בנקאי.¹⁰³ שינויים אלו הובילו ליצירת תחרות מסוימת לסקטור הבנקאי באמצעות מתן אשראי בידי גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים (לרבות המשקיעים המוסדיים).

ואכן, האשראי לעסקים גדולים שניתן בידי גופים פיננסיים חוץ-בנקאיים עולה בהדרגה עם השנים.¹⁰⁴ בעוד שבשנת 2000 נתנו הבנקים כ-80% מהאשראי למגזר העסקי, נכון לחודש דצמבר 2017 חלקם באשראי זה הוא פחות ממחצית. גופים מוסדיים מעניקים כרבע מהאשראי (סחיר ולא סחיר), והיתרה ניתנת בידי משקיעים מחו"ל או בידי קרנות נאמנות. ייתכן שבעקבות המאמצים הרבים שהושקעו, כמתואר לעיל, היה ניתן לצפות לתחרות גדולה יותר מצד הגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים. הסבר אפשרי מדוע התחרות אינה מתעצמת יכול לנבוע מהקשרים ההדוקים שבין הבנקים לבין הגופים המוסדיים.¹⁰⁵ בתמצית, נטען כי

100 לטענה כי שוק האשראי החוץ-בנקאי מופנה כלפי עסקים גדולים, ראו תיבה 1א במערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתית 2017 (2018).

101 סקירה שנתית 2019, לעיל ה"ש 77, בעמ' 63.

102 אולג קומליק המדינה, הבנקים, והמערכת הפיננסית: הפוליטיקה והדינמיקה של שינוי מוסדי הדרגתי 5-6 (חיבור לשם קבלת התואר "דוקטור לפילוסופיה", אוניברסיטת בן גוריון 2019).

103 שם, בעמ' 156-157, 160.

104 רוח ועדת כבל, לעיל ה"ש 94.

105 אור סלומון "חוסר התחרותיות במערכת הבנקאות בישראל – בחינה מחודשת" משפטים מח 465 (2019).

לגופים המוסדיים יש אינטרסים כבדי משקל בתחרות מרוסנת מול הבנקים, בין היתר בשל החשיפה של הגופים המוסדיים לבנקים הן בתיק ההלוואות והן בפיקדונות המוחזקים שם.¹⁰⁶ עם זאת אין ספק כי בשוק האשראי לעסקים גדולים חל שינוי בשני העשורים האחרונים. ניתן לראות מעבר משליטה מלאה כמעט של הסקטור הבנקאי אל תחרות גוברת מצד הסקטור החוץ-בנקאי, כך שהבנקים מחזיקים כמחצית בלבד משוק זה. שינוי זה הוא תוצאה מרכזית של הרגולציה שתוארה לעיל. בעוד שאפשר לחשוב גם על גורמים נוספים שהשפיעו על קידום הסקטור החוץ-בנקאי, ברי כי עידודו באמצעות הרגולציה היה גורם משמעותי בשינוי זה.¹⁰⁷ דוגמה זו מלמדת על כוחה הרב של הרגולציה הפיננסית ועל השפעתה על עיצובו של שוק האשראי בישראל.

לעומת קידום התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים, הרי למרות הניסיונות להגביר את התחרות בשוק האשראי הקמעונאי התוצאות מראות כי השוק נותר ריכוזי ברובו. גם מרבית השינויים שחלו בשוק האשראי לעסקים גדולים נעדרים מהשוק הקמעונאי. בדוח שנערך בשנת 2016 נטען כי "רמת הריכוזיות של המערכת הבנקאית בישראל גבוהה בהשוואה למדינות המפותחות".¹⁰⁸ כך נקבע גם בדוח שנערך בסוף שנת 2018 במרכז המידע והמחקר של הכנסת,¹⁰⁹ כי "לפי הנתונים, רמת הריכוזיות במערכת הבנקאות גבוהה יחסית... ורמת התחרותיות נמוכה יחסית בעיקר בפלח הקמעונאי: משקי בית ועסקים קטנים".

בהמשך הדוח מצוין כי רמת האיום התחרותי של האשראי הקמעונאי מחוץ למערכת הבנקאית היא נמוכה,¹¹⁰ אך ישנה תחרות באשראי לעסקים גדולים מצד גופים חוץ-בנקאיים, ובמידה מסוימת גם לעסקים בינוניים, כפי שתואר לעיל. גם השוואה בינלאומית שנערכה במסגרת הדוח העלתה כי רמת הריכוזיות במערכת הבנקאית בישראל היא גבוהה, ובייחוד רמת הריכוזיות בתחום האשראי.¹¹¹ בדוח מתואר כי בשנים האחרונות שלפני כתיבתו חל

106 שם, בעמ' 473-475. בהמשך המאמר מתוארת יכולתם של הגופים המוסדיים לממש אינטרס זה ולהוציאו אל הפועל.

107 ייתכנו גם גורמים נוספים שפעלו במקביל ותרמו לתוצאה זו: כך למשל, שוק האשראי החוץ-בנקאי צמח כאשר גופים מוסדיים העלו את הביקוש שלהם לאג"ח חברות, ראו אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ' 309, 311 (2011). עם זאת נראה כי לרגולציה הפיננסית היה חלק ניכר – לכל הפחות – בהשגת התוצאה.

108 בהתאם לשני מדדים מובילים שנבדקו. סנדרין פיטוסי, אבי טילמן ומיכאל שראל הגברת התחרות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים בישראל 3 (נייר מדיניות מס' 28, פורום קהלת, יוני 2016).

109 אילנית בר תיאור וניתוח האשראי הבנקאי לעסקים לפי מגזר – מוגש לוועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים גדולים 4 (הכנסת, מרכז מחקר ומידע 2018).

110 שם, בעמ' 6. ראו גם דוח ועדת שטרום, לעיל ה"ש 80, בעמ' 40-45, המציין כי במגזר הקמעונאי התחרות בשוק האשראי נמוכה והמביא נתונים השוואתיים.

111 שם, בעמ' 1. ישנה גם דעה אחרת, הטוענת כי שוק האשראי החוץ-בנקאי התפתח בצורה מהירה לאחר רפורמת ועדת בכר, ולכן ריכוזיות האשראי (במובחן מריכוזיות המערכת הבנקאית) הצטמצמה, אם כי גם היא בסופו של דבר מסויגת לעסקים גדולים בלבד. ראו קומליק, לעיל ה"ש 102, בעמ' 189-194.

שינוי במבנה תיק האשראי של הבנקים: הם הקטינו את האשראי לעסקים הגדולים והגדילו את האשראי למגזר הקמעונאי. השינוי נבע מגורמים אחדים, ובהם מגבלות רגולטוריות חדשות של הפיקוח על הבנקים; חלק מהמגבלות הרגולטוריות נוגע ללווים גדולים, כפי שתואר לעיל, וחלקן נוגע להחלת כללי בזל, כפי שיפורט בהמשך. מהדוח עולה כי הבנקים דווקא הגדילו את האשראי למגזר הקמעונאי. אך למרות הגידול בהיקף האשראי הקמעונאי, הרגולציה שהצליחה לעודד את התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים עדיין לא ביצעה שינוי דומה בהיקפו בשוק האשראי הקמעונאי. כפי שיפורט בהמשך, הגידול בתיק האשראי לא הוביל להגדלת התחרות הבין-בנקאית או לתחרות מול גופים פיננסיים אחרים.

שינוי זה בסקטור הבנקאי של הקטנת האשראי לשוק העסקי והגדלתו לשוק הקמעונאי נובע כאמור גם מרגולציה שעודדה אותו. דוגמה ראשונה וכוללת לאופן שבו השפיעה הרגולציה על עידוד הבנקים להגדיל את האשראי הקמעונאי היא החלתם של כללי בזל 3 בישראל. באופן כללי כל בנק מחויב להחזיק ביחס הון מזערי, אשר מחושב לפי רמת הסיכון של נכסיו (קרי ההלוואות). אחד העקרונות הכלליים המיושמים במסגרת יחס הלימות ההון שנקבע בכללי בזל 3 הוא עידוד הבנקים להסתמך על מימון קמעונאי, אשר נחשב יציב יותר. בה בעת, רמת הסיכון של חובות קמעונאיים היא נמוכה יותר משל תאגידים, מה שמעודד מתן אשראי קמעונאי, שכן ההון הדרוש הוא נמוך יותר (ולכן עלות האשראי נמוכה יותר).¹¹² מטרה רגולטורית זו נובעת מאחד הלקחים המרכזיים שהופקו בעקבות המשבר הפיננסי האחרון: מימון סיטונאי (של עסקים גדולים או של גופים פיננסיים אחרים) נוטה יותר לחוסר יציבות, בעיקר בעת משבר; לעומתו מימון קמעונאי נוטה יותר ליציבות, כך שבעת משבר יש סיכוי גדול יותר שהוא יישאר בבנק. עובדה זו מקטינה את החשש למרוץ אל הבנק של בעלי האשראי הקמעונאי, ומגדילה אותו באשר לבעלי האשראי הסיטונאי. לכן כללי בזל 3 – החלים על הבנקים – שמו להם למטרה להגדיל את הסתמכות הבנקים על אשראי קמעונאי. החלתם בישראל תמכה אף היא במטרה זו.

דוגמה שניה שתמכה בהקטנת האשראי הבנקאי לשוק העסקי היא החמרת המגבלות על מתן אשראי ללווה בודד ולקבוצות לוויים, לאור הדיונים בוועדת כבל שתוארו לעיל. הוראת נב"ת 313 קובעת שעד 15% מהון הבנק יכול להינתן ללווה בודד, ועד 25% לקבוצת לוויים.¹¹³ מגבלות אלו מקטינות את יכולת הבנק לתת אשראי לעסקים גדולים, ובפרט לתת אשראי גדול מאוד ללווה מסוים.

דוגמה שלישית היא הצעדים שנקט הפיקוח על הבנקים לצמצום חשיפת הבנקים לאשראי לדיור, כגון מכירת חלק מתיקי האשראי לגופים פיננסיים אחרים ורכישת פוליסות ביטוח ממבטחי משנה (לתיק ערבויות המכר). הפיקוח על הבנקים הרגיש, כי הוא פעל כדי "שרכישת הפוליסות תוכר כהגנת אשראי המצמצמת את החשיפה לענף הבינוי והנדל"ן, ובכך אפשר

112 ס' 12 לכלל המימון היציב, בכללי בזל 3, לעיל ה"ש 75.

113 ואכן ברוח מרכז המחקר והמידע של הכנסת מתואר, כי הפיקוח החמיר מגבלות אלו בשנים האחרונות הן באמצעות הפחתת שיעור האשראי מהון הבנק שיכול להינתן ללווה בודד ולקבוצת לוויים והן באמצעות הגדרה מחמירה של "הון הבנק". עקב כך צמצמו הבנקים את חשיפתם לקבוצות לוויים, קרי לעסקים גדולים. ראו בר, לעיל ה"ש 109, בעמ' 17.

לבנקים להוסיף ולהגדיל את היצע האשראי לענף זה.¹¹⁴ כלומר, הפיקוח על הבנקים נוקט וגולציה המכוונת להגדיל את האשראי הקמעונאי, ובמקרה זה את האשראי המיועד לדיוור. ואולם כמות האשראי הניתן ע"י הבנקים איננה הפרמטר היחיד שיש לבחון בנוגע לתחרות. דוח מרכז המידע והמחקר של הכנסת שהוזכר קודם לכן מציין עוד, כי הריבית הממוצעת על אשראי בנקאי היא שונה בין המגזורים: בשנת 2017 הייתה הריבית הממוצעת למשקי בית (ללא דיוור) בשיעור של 5.87%, לעסקים הקטנים והזעירים בשיעור של 3.97%, לעסקים הבינוניים בשיעור של 2.57% ולעסקים הגדולים בשיעור של 2.16% בלבד.¹¹⁵ דהיינו, הריבית לעסקים הקטנים הייתה כמעט פי שניים מהריבית לעסקים הגדולים, והריבית למשקי הבית הייתה למעלה מפי שניים וחצי מהריבית לעסקים הגדולים. הסיבה לכך, לפי כותבי הדוח, נובעת בחלקה מרמת סיכון גבוהה יותר של המגזר הקמעונאי, אך גם מכוח השוק של הבנקים במגזר זה. מגמה זו נמשכה גם בשנת 2018, שבה שיעור הריבית לעסקים קטנים-בינוניים עמד על 4.06% (לעסקים קטנים בלבד היה שיעור הריבית 4.37%) לעומת 2.98% לעסקים הגדולים.¹¹⁶ העובדה כי הבנקים מוסיפים להיות ריכוזיים בשוק האשראי הקמעונאי אושררה גם בדוח שנערך בחודש מאי 2021, ובו נקבע כי 84% מהאשראי הקמעונאי (ללקוחות פרטיים, ללא דיוור) ניתן בידי הבנקים, וכי למעשה אין כמעט שינוי בשוק זה.¹¹⁷ יש לציין כי ישנה גם דעה אחרת בנוגע לשוק האשראי הקמעונאי בישראל. לפי דעה זו חל בשנים האחרונות שינוי המגבר דווקא את התחרות בשוק האשראי הקמעונאי. כך למשל נקבע במסגרת הדוח התקופתי המוגש לוועדה לבחינת הריכוזיות, כי ניתוח מבנה שוק האשראי הבנקאי הצרכני מלמד על שיפור בתנאים לתחרות בתקופה הנסקרת (מחודש דצמבר 2016 עד חודש יוני 2019). השיפור הנטען בא לידי ביטוי בירידה בדומיננטיות של הבנקים הגדולים, בהתחזקות הבנקים הבינוניים וכן בירידה במדדי הריכוזיות, למרות היעדרו של שינוי במספר השחקנים הפועלים היום בשוק.¹¹⁸ עם זאת עדיין ברור, כי גם עם הפחתת הריכוזיות הנטענת הריבית נשארה דומה.¹¹⁹ לכן, אף אם יש שיפור מסוים בשוק האשראי הקמעונאי, אין ספק כי שוק זה נותר ריכוזי גם כיום ומחיר האשראי בו יקר.

114 בנק ישראל דו"ח יציבות פיננסית 21, 32 (2016). הבנק מציין כי צעדים אלו הגדילו את האשראי מבלי להגדיל את החשיפה לסיכון. לטעמי אמירה זו היא אפשרית רק כאשר מתמקדים בבחינת הסיכון לסקטור הבנקאי בלבד, מבלי להתייחס גם לסיכון המצטבר. הרהבה בנושא זה חורגת מגדרי מאמר זה.

115 בר, לעיל ה"ש 109, בעמ' 2.

116 לנתוני ה-OECD על ישראל, מתוך דוח השוואתי שעסק בנושא עסקים קטנים-בינוניים של ה-OECD, *OECD, Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard*: ראו: OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard* (2020), https://www.oecd-ilibrary.org/sites/061fe03d-en/1/3/3/index.html?itemId=/content/publication/061fe03d-en&_csp_=5d0be09b32d3f3a6aa507a1c266f5551&itemIGO=oecd&itemContentType=book#section-d1e37820.

117 בנק ישראל דיווח שנתי על יישום הוראות חוק נתוני אשראי, התשע"ו-2016 30 (2021).

118 דוח הוועדה לבחינת התחרות באשראי, לעיל ה"ש 25, בעמ' 26. אי-אפשר להתעלם מכך שהדוח מיועד להצביע על הישגים בצמצום הריכוזיות.

119 שם, בעמ' 24-26.

כפועל יוצא מכך, ניתן לאתר שינוי רגולטורי זהיר הנוגע לשוק האשראי הקמעונאי בשנה-שנתיים האחרונות, וייתכן כי את תוצאותיו נראה בשנים הקרובות. שינוי זה כולל בין השאר את הצעדים הבאים:¹²⁰

א. הקמת מאגר האשראי. בשנת 2019 החל לפעול מאגר נתוני אשראי אשר הוקם בחקיקה, ואשר מטרתו המרכזית היא הגברת התחרות בשוק האשראי הקמעונאי והגדלת הנגישות לאשראי.¹²¹ במסגרת זו אוסף בנק ישראל מידע גולמי ומעבירו ללשכות אשראי, אשר מעבדות ומעבירות אותו ללקוחותיהן באמצעות דוח אשראי או חיווי אשראי.¹²² מאגר זה נועד להתמודד עם בעיית קיום המידע בידי הבנקים שתוארה לעיל.

ב. תחילת פרויקט הבנקאות הפתוחה. במסגרת פרויקט זה ניתנת לצדדים שלישיים גישה לחשבון הלקוח – בהסכמתו – לצורך קבלת מידע או ביצוע פעולות. בחודש אפריל 2021 נכנס פרויקט זה לפעילות. במסגרת נב"ת 368 בנושא "יישום תקן של בנקאות פתוחה בישראל" התאפשרה מסירת מידע של הלקוחות במערכת הבנקאות בין הבנקים לבין עצמם. זהו השלב הראשון בפרויקט, שלאחריו תתאפשר מסירת המידע בין כל הגופים הפיננסיים, לרבות הגופים החוץ-בנקאיים.

ג. הקמת בנק דיגיטלי חדש. זהו הבנק הראשון זה 40 שנה שקיבל רישיון בנקאי, אשר ניתן בחודש דצמבר 2019, והוא אמור להתחיל לפעול במהלך שנת 2022. הקמתו התאפשרה לאחר פרסום מדיניות של הפיקוח על הבנקים (באמצע שנת 2018) האמורה לפשט את תהליך ההקמה של בנק חדש. כך למשל, בנק חדש אשר ינהל פעילות שאינה מורכבת יידרש להון התחלתי בהיקף של 50 מיליון ש"ח בלבד, וכן יידרש לעמוד ביחס הון עצמי נמוך מזה הקיים לבנקים. אחת התשתיות שאפשרה את הקמתו של הבנק הדיגיטלי החדש היא הקמת לשכת שירותי המחשוב הבנקאי בשנת 2020, אשר תעניק שירותי מחשוב לכל הגופים הפיננסיים המעוניינים בכך. לשכה זו אמורה להזיל את הקמת התשתיות עבור כל בנק באופן פרטני, ובכך להתמודד עם חלק מקשיי הכניסה לתחום.

ד. הקמתה של אגודה בנקאית חדשה. אגודה שכזו מספקת שירותים פיננסיים, לרבות אשראי, בעיקר לחברה, ופועלת ללא מטרת רווח. בחודש מרץ 2021 קיבלה "אופק" רישיון לתת אשראי מהממונה על שוק ההון, בהתאם לסעיף 25(ב) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים המאפשר קבלת רישיון למתן אשראי ופיקדונות, בסכום של עד מיליארד וחצי ש"ח.¹²³

ה. עידוד תחום הפינטק. תחום הפינטק עניינו שימוש בטכנולוגיה חדשה וחדשנית לצורך אספקת שירותים ומוצרים פיננסיים, לרבות אשראי. בתחילת שנת 2021 עברה בקריאה ראשונה הצעת חוק לעידוד פיתוח טכנולוגיה בתחום הפיננסי בישראל. הצעת החוק מתבססת על המלצות צוות בין-משרדי משנת 2019 לאמץ את גישת ה"סנדבוקס",

120 התיאור מסתמך על החקיקה הרלוונטית וכן על סקירת מערכת הבנקאות לשנת 2020, ראו: סקירה שנתי 2020, לעיל ה"ש 93, בעמ' 195, 205.

121 ס' 1 לחוק נתוני אשראי.

122 שם, בס' 3, 19 ו-26. זהו תיאור תמציתי ביותר של החוק.

123 ראו את הפרסום על מתן הרישיון: <https://www.gov.il/he/departments/news/rishof>. לפירוט על אודות השירותים העתידיים של האגודה, ראו באתר האינטרנט שלה: <https://www.ofek.coop>.

שלפיה חברות פינטק המתקבלות לתוכנית ייעודית יקבלו ליווי רגולטורי צמוד או הקלות רגולטוריות (בהתאם לשאלה אם הן צריכות רישיון) וכן סיוע מותאם, כדי לעודד את פעילותן בישראל.¹²⁴ כחלק מתחום הפינטק הרחב יותר ניתן לאתר פעילויות הקשורות לשוק האשראי הקמעונאי, כגון עידוד בנקאות דיגיטלית, הקמת חברות המאפשרות את העברת המידע על אודות האשראי לצורך יישום פרויקט הבנקאות הפתוחה ואף חברות המעניקות אשראי תוך שימוש בטכנולוגיה החדשה.¹²⁵

נראה אפוא כי בשנים האחרונות המערכת הפיננסית הישראלית עומדת בפני צומת; מתבצעים שינויים רגולטוריים רבים המיועדים לעודד תחרות בשוק האשראי. נראה כי המטרה לעודד את התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים הושגה ברובה, ואילו עידוד התחרות בשוק הקמעונאי טרם התבצע. השנים הקרובות יכריעו אם השינויים הצפויים ישיגו את מטרתם.¹²⁶ מה שברור הוא שעיצובה העתידי של המערכת הפיננסית הישראלית, בפרט בשוק האשראי, מתבצע גם באמצעות הרגולציה הפיננסית כפי שיפורט כעת.

3. השלכות הרגולציה הפיננסית

הרגולציה הפיננסית, הנחקקת בשנים האחרונות (גם) בידי הפיקוח על הבנקים, הצליחה לשפר את התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים, אך עד כה לא הצליחה לשפר את התחרות בשוק העסקים הקטנים-בינוניים ומשקי הבית.¹²⁷ ייתכנו כמובן סיבות נוספות – שוקיות ואחרות – שעודדו שינויים אלו, אך אין ספק כי הרגולציה (או היעדרה) תרמה להם תרומה ניכרת. יודגש כי המאמר אינו מתייחס לשאלה אם תוצאה זו היא מכוונת (כלומר שנעשתה בחירה מודעת לעודד אשראי בשוק העסקים הגדולים על חשבון עידוד שוק האשראי הקמעונאי¹²⁸), שמא היא תוצאה לא-מכוונת של כמה שינויים רגולטוריים שונים שהתרחשו

124 להצעת החוק, ראו הצעת חוק לעידוד פיתוח טכנולוגיה בתחום הפיננסי בישראל, התשפ"א-2021, ה"ח 204; ראו גם הצוות הבין משרדי לבחינת הקמתה של סביבת ניסוי לחברות טכנולוגיה פיננסיות דר"ח סופי (2019).

125 ראו סקירה שנתית 2019, לעיל ה"ש 77, תיבות 11 ו-12.

126 הפיקוח על הבנקים מציין, כי "במהלך השנה [2020] נרשמה התקדמות משמעותית ביישום של מספר פרויקטים שצפויים להביא לשינוי במפת התחרות במערכת הבנקאות ובמערכת הפיננסית בשנים הקרובות". ראו סקירה שנתית 2020, לעיל ה"ש 93, בעמ' 194.

127 אף אם מקבלים את הדעות שחל שיפור במצב האשראי הקמעונאי, מדובר בשינוי שאינו משמעותי, ודאי בהשוואה לשינוי הנוגע לעסקים גדולים ולא כל שכן בהשוואה לשינוי שהיה אפשר לערוך.

128 ניתן לחשוב שהפיקוח על הבנקים היה מעוניין לשמור על יציבות הבנקים, ולכן שלא לעודד בצורה גורפת את התחרות בכל התחומים בר-זמנית, בייחוד בהיותו של הפיקוח על הבנקים הגורם האמון על יציבות הסקטור הבנקאי. כאמור לעיל, ישנו טרייד-אוף בין יציבות לתחרות, שכן ככל שהתחרות מתגברת רווחי הבנקים יורדים, ועלול להתעורר חשש ליציבותם. לכן אפשר לחשוב כי בעוד שהוגברה התחרות בשוק העסקים הגדולים, תחרות זו התבצעה כאשר "בתמורה" לכך הוקפאה התחרות בשוק האשראי הקמעונאי. אולם מתן הסבר מנומק לכך חורג מגבולות מאמר זה.

ברזמנית או תוצאה של היעדרו המקרי של מאמץ מספק לעודד תחרות בתחום הקמעונאי. לענייננו העיקר הוא שזו התוצאה בפועל.

כפי שתואר לעיל, גם כיום מחיר האשראי לעסקים קטנים-בינוניים ולמשקי הבית גבוה הרבה יותר מן האשראי לעסקים גדולים. יש לכך סיבות הנוגעות לסיכון הגבוה יותר של העסקים הקטנים-בינוניים ושל משקי הבית. אך מחיר האשראי הגבוה לסקטור זה נובע (לפחות בחלקו) גם מהיעדר תחרות מספקת בסקטור זה. ניתוח שנערך על נתוני הבנקים בשנים 2018-2019 העלה, כי שיעור ההכנסות של הבנקים מריבית על האשראי שניתן לעסקים זעירים וקטנים הוא הגבוה ביותר לעומת שאר המגזרים. בשנת 2019 היה שיעור ההכנסות מריבית במגזר העסקים הקטנים גבוה כמעט פי שניים משיעורו במגזר העסקים הגדולים.¹²⁹ מחיר האשראי הגבוה לעסקים קטנים-בינוניים משפיע מטבע הדברים על כמותו. ככל שהריבית על אשראי זה גבוהה יותר, כך יילקח פחות אשראי בידי המגזר הרלוונטי.¹³⁰ אותו יזם המעוניין להקים עסק קטן משלו לא יוכל לעשות כן ללא קבלת אשראי מהמערכת הפיננסית. אלא שאם מחיר האשראי גבוה מאוד (ואולי מדי) – מעט עסקים יוקמו, שכן רק הם יוכלו לעמוד ברף הדרוש להחזרת ההלוואה והריבית וליצירת רווח מעבר לרף האמור; ואם מחיר האשראי הגבוה הוא בין היתר תוצאה של הרגולציה הפיננסית הקיימת, שאינה מעודדת תחרות מספקת בשוק הקמעונאי – נדרשת מחשבה נוספת על יצירתה.

החשיבות שנודעת לכך מתעצמת בייחוד נוכח המצב הבעייתי שבו מוקמים רק מעט עסקים קטנים-בינוניים, אשר מבחינה כלכלית מהווים את "עמוד השדרה" של הכלכלה. עסקים אלו מעסיקים עובדים רבים ומפרנסים משפחות רבות. בשנת 2018 היו בישראל 574,000 עסקים, 99.5% מהם עסקים קטנים ובינוניים שמעסיקים פחות מ-100 עובדים. כמו כן, כ-60% מהשכירים מועסקים בעסקים קטנים-בינוניים.¹³¹ בישראל עסקים קטנים ובינוניים מייצרים כ-54% מהתוצר העסקי.¹³² עסקים אלו – ואולי בייחוד עסקים אלו – זקוקים לאשראי לצורך הקמתם כאוויר לנשימה. עסקים אלו אף נשענים יותר על אשראי מהמערכת הפיננסית, שעה שגיוס באמצעות אגרות חוב עלול להיות לא-כדאי עבורם; וככל שמחיר האשראי הבנקאי יקר יותר – יוקמו פחות עסקים שכאלו. לא במפתיע מתברר כי בישראל "סך האשראי של העסקים הקטנים והבינוניים ביחס לתוצר שהם מייצרים נמוך משמעותית בהשוואה לעסקים הגדולים", ו"מחירי האשראי גבוהים יותר".¹³³

נוסף לסיבה הכלכלית אפשר לחשוב על סיבות נוספות לעודד עסקים קטנים-בינוניים. סיבות אלו, שהן נורמטיביות בעיקרן, יכולות להיתמך באופן שבו היינו רוצים לראות את הכלכלה הישראלית – אם כמורכבת כמעט בלעדית ממספר קטן של חברות עסקיות עצומות, או שהיינו רוצים לעודד גם חנויות שכונתיות ועסקים ייחודיים. להכרעה זו יש השפעה על כל אחת ואחד מאיתנו, לא רק כצרכנים ולא רק כעובדים ברחוב העירוני, אלא

129 משרד הכלכלה והתעשייה דו"ח תקופתי – מצב העסקים הקטנים והבינוניים בישראל 2020 77 (2020).

130 ראו עוד שם, בעמ' 72. בסקר שנערך בשנת 2019 העידו יותר בעלי עסקים קטנים על קושי לקבל אשראי לעומת המצב בשנת 2017. עוד ראו שם, בעמ' 76.

131 שם, בעמ' 35-37.

132 שם, בעמ' 6.

133 שם, בעמ' 8 ו-67.

גם כמקימי עסק פוטנציאליים. ככל שאנו כחברה רוצים לעודד את מימוש האוטונומיה באמצעות הקמת עסק ובעלות על עסק המאפשר מימוש פוטנציאל אישי הטמון ביום, תנאי הכרחי לכך הוא נגישות לאשראי במחיר שיאפשר זאת. ייתכן שישנם יזמים שיוכלו לגייס כספים ממקורות עצמיים להקמת העסק, אך מה עם כל אותם יזמים שאין באמתחתם הון עצמי ראשוני? כאשר מחיר האשראי גבוה, הפגיעה החמורה ביותר היא דווקא בהם; שכן הם אלו שלא יוכלו להקים את העסק ויאלצו להתפרנס בדרך אחרת, ככל הנראה מיטבית פחות עבורם – הן מהבחינה האישית והן מהבחינה הכלכלית.

נראה אפוא כי לא תהיה מחלוקת שעל הרגולציה הפיננסית לעודד גם עסקים קטנים ובינוניים באמצעות שיפור הנגישות לאשראי והוזלת מחירו. מבלי להתייחס לשאלה מדוע הדבר לא בוצע עד כה, נשאלת השאלה כיצד יש להשיג תוצאה זו. שאלה זו מצביעה על הצורך בדיון נרחב על ההעדפות שהרגולטור מקדם. האם, למשל, היה כדאי להתמקד בשיפור התחרות בשוק האשראי לעסקים קטנים ובינוניים כבר לפני עשור, גם אם התחרות בשוק העסקים הגדולים הייתה מקודמת פחות (בהנחה כי המשאבים הרגולטוריים אינם בלתי-מוגבלים)?

ג. המגמה המרכזית במדיניות מוניטרית

1. מדיניות מוניטרית ויצירת כסף – כללי

על פי הגישה המקובלת, מטרתה העיקרית של מדיניות מוניטרית היא שמירה על יציבות מחירי הסחורות והשירותים, שכן תנודתיות ברמת המחירים היא בעלת השלכות שליליות על הכלכלה.¹³⁴ אינפלציה (עלייה ברמת המחירים הכללית) יוצרת אי-ודאות כאשר לערכו העתידי של הכסף. אי-ודאות זו פוגעת בכושר הייצור האופטימלי של המשק, שכן ליצרנים ולצרכנים קשה להעריך את מחיריהן הצפויים של הסחורות המיוצרות והנרכשות. בשל אי-הוודאות הנוגעת לתמורה העתידית ייתכן שהיצרנים יעדיפו שלא לייצר או לייצר פחות. לעומת זאת, דפלציה (ירידה ברמת המחירים הכללית) עלולה להוביל לירידה בביקושים ולכן להאטה כלכלית. שמירה על יעד נמוך וקבוע לעליית המחירים (ולעיתים בתוך טווח) היא ההגדרה ל"יציבות מחירים". יציבות שכזו נתפסת כגורם שאמור לתמוך בביצועי הכלכלה הריאלית. דברים אלה נכונים גם כאשר למטרתו המרכזית של בנק ישראל, כאמור לעיל. המדיניות המוניטרית משתמשת בכמות הכסף שבמשק (וכיום, במחיר הכסף) – ומכאן שמה – כדי לבצע פעולות המיועדות לנגוד את מחזור העסקים.¹³⁵ כאשר מתעורר חשש

134 ייתכנו מטרות נוספות, כגון הפחתת האבטלה, אך בדרך כלל ליציבות המחירים תינתן עדיפות. ראו Mishkin, Economics of Money, לעיל ה"ש 3, בעמ' 315-320.

135 דרך נוספת לנגוד את המחזור היא שימוש במדיניות פיסקלית. ביצוע מדיניות פיסקלית יכול לעודד או להאט את הפעילות הכלכלית באמצעות שימוש בהוצאות הממשלה ובמיסים. בתקופות שבהן יש חשש למיתון הממשלה יכולה להגדיל את הוצאותיה או להקטין את המיסים, ובכך להניע את הכלכלה. הגדלת הוצאות הממשלה מניעה את הכלכלה, משום שהיא מגדילה את כמות הכסף ויוצרת ביקוש למוצרים. הקטנת המיסים מניעה את הכלכלה, משום שהיא מגדילה את הרווח. לכן מקובל לראות קשר שלילי בין העלאת מיסים להנעת הכלכלה. ראו שם, בעמ' 315-320.

לעליית מחירים כללית (אינפלציה), ננקטים אמצעים מוניטריים כדי למתנה, ולהפך. הנחת הבסיס בביצועה של מדיניות מוניטרית היא כי לכמות הכסף המצויה במשק יש השפעה על מחירי המוצרים ועל התוצר. בפשטות ניתן לומר כי עלייה בכמות הכסף תוביל לייצור מוגבר ולהנעת הכלכלה, שכן הכסף או האשראי דרוש לצמיחת הכלכלה, כפי שהוסבר לעיל. אולם הנעת הכלכלה יותר מדי יכולה לגרום לעליית מחירים (אינפלציה), שמשמעותה ירידה בערכו של הכסף. בהתאם, חשש לאינפלציה יוביל לביצועה של מדיניות מוניטרית שתצמצם את היצע הכסף (וזהי מדיניות "מרסנת", לעומת מדיניות "מרחיבה", המגדילה את היצע הכסף). המטרה התאורטית בביצוע מדיניות מוניטרית היא ליצור מצב של שיווי משקל, שבו כמות הכסף מספקת את צורכי הכלכלה במלואם ומאפשרת לכלכלה שיעור צמיחה מיטבי.¹³⁶

על מנת להבין כיצד מדיניות מוניטרית מיושמת בפועל כדי להשיג את המטרה של ייצוב המחירים, יש להבין מהו "בסיס הכסף" ומי "יוצר" אותו. בתאוריה המוניטרית כסף הוא שטר חוב (IOU) של הבנק המרכזי,¹³⁷ והוא מופיע כהתחייבות במאזן שלו. כך גם מופיע סך כל השקלים החדשים שהנפיק בנק ישראל כהתחייבות במאזן שלו.¹³⁸ לאחר שהבנק המרכזי מנפיק כסף, כסף זה (בחלקו) מוצא את דרכו אל פיקדונות פרטיים במערכת הבנקאית. לכן המדידה המכונה "בסיס הכסף" מורכבת מסך כל הכסף המזומן שהונפק ושמצוי בידי הציבור בתוספת זרורות של בנקים בבנק המרכזי $\text{Monetary Base} = \text{Currency} + \text{Reserves}$. כסף מזומן נחשב חלק מבסיס הכסף, שכן הוא מהווה את הצורה הטיפוסית של "כסף". פיקדונות בנקאיים נחשבים אף הם לדומים בתכונותיהם ל"כסף", מאחר שהם ניתנים להמרה לכסף מזומן בקלות רבה, במהירות ולפי דרישה. הכללתן של הזרורות בבסיס הכסף משמשת את קובע המדיניות המוניטרית להגדלת היצע הכסף לא רק באמצעות הדפסת כסף מזומן, אלא גם באמצעות הגדלת כמות הכסף המצויה בפיקדונות הבנקאיים, שחלקם הופכים לזרורות בבנק המרכזי.

במאזן של בנק טיפוסי פיקדונות הם התחייבויות, היות שהם אמורים לשוב למפקיד בצירוף ריבית מהבנק (הפיקדונות הם מעין הלוואה לבנק). לעומתם, הנכס המרכזי במאזן

548-557. מובן שתיאור זה הוא תמציתי מאוד ואיננו משקף את מכלול המדיניות הפיסקלית.

גם המדיניות המוניטרית שתתואר להלן תתואר מטבע הרברים בתמצית בלבד.

136 להסבר כיצד מדיניות מוניטרית יכולה להשפיע על הפעילות הכלכלית (התוצר המצרפי או שיעור האבטלה), ראו שם, בעמ' 540.

137 קל להמחיש זאת באמצעות מזומן (אם כי האמור נכון גם לגבי כסף שאיננו פיזי-מוחשי). אם יובא שטר של \$100 לבנק המרכזי, כל שמחזיקו יוכל לקבל בתמורה הוא שטר אחר של \$100 (או שניים של \$50 וכן הלאה). הסיבה שאנשים בכל זאת מוכנים לקבל שטר חוב של הבנק המרכזי (יותר מאשר שטר חוב של אדם פרטי, למשל) היא מאחר שהוא אמצעי התשלום החוקי במדינה, כמתואר לעיל, וראו שם, בעמ' 346. זאת ועוד, הנפקתו של שטר חוב זה בידי המדינה מבטיחה כי המדינה תמיד תקבלו בחזרה כאמצעי לתשלום מיסים (בהתאם לאמרה הידועה – "הטלת מיסים היא אחד משני הדברים הבטוחים בחיים"). להרחבה, ראו WRAY, לעיל ה"ש 5, בעמ' 39-58.

138 בנק ישראל דוחות כספיים לשנת 2020 7 (2021) (להלן: דוחות כספיים לשנת 2020) (ראו שם בסעיף "שטרי כסף ומעות במחזור").

של בנק הוא ההלוואות שהוא מעניק, אשר מניבות לו ריבית (והיא שהופכת את ההלוואות לנכס).¹³⁹ מבחינה עסקית לבנק כדאי לקחת את כל הפיקדונות המצויים בידיו ולהשתמש בהם כדי להלוות כסף ללקוחותיו. כך הבנק יכול ליצור יותר נכסים ולהרוויח מהריבית עליהם, שהרי כסף הנשאר בידי הבנק ואינו מועבר ללווים איננו מניב ריבית. קושי שבשימוש במלוא הפיקדונות להלוואות הוא, שעלול להיווצר מצב שהבנק אינו יכול להיענות לדרישות מפקידים לקבל בחזרה את הפיקדון, הניתן לדרישה בכל עת. קושי זה מתעצם במצב שמפקידים רבים יבקשו בחזרה את פיקדונותיהם בו־זמנית, שעה שהפיקדונות אינם בידי הבנק אלא הועברו הלאה ונמצאים אצל הלווים, לתקופת זמן ארוכה יותר.

לצורך זה מיועד המכשיר הרגולטורי המכונה "יחס הרזרבה". יחס הרזרבה קובע כי שיעור מסוים מכלל הפיקדונות יישמר תמיד כרזרבה בידי הבנק. הרזרבה מוחזקת באמצעות כסף מזומן או באמצעות פיקדונות שהבנק מפקיד בבנק המרכזי באמצעות חשבון הקיים לבנק בבנק המרכזי.¹⁴⁰ רזרבות אלו הן נכס עבור הבנק (שכן במצב זה הבנק הוא בעל הפיקדון), אך התחייבות עבור הבנק המרכזי.¹⁴¹ פן אחד של יחס הרזרבה הוא, שכך הבנק יוכל להיענות לדרישות מפקידים עד לסך הרזרבות המצויות לטובתו אצל הבנק המרכזי. הפן האחר של יחס הרזרבה הוא, שהבנקים יכולים להשתמש במרבית הפיקדונות שבידיהם (שכן הם מחויבים להשאיר בידיהם רק חלק קטן מהם) ליצירת הלוואות.

פעילות המערכת הבנקאית בדרך זו מכונה שיטת הרזרבה החלקית.¹⁴² שיטה זו מבוססת על ההנחה כי רק חלק מהמפקידים – אך לא כולם – ידרשו את הפיקדון שלהם בכל זמן נתון. השיטה מנסה לאזן בין רצונו של הבנק להלוות את כל הפיקדונות – קרי לפעול ללא רזרבה (או ברזרבה נמוכה ככל האפשר) – לבין הצורך הרגולטורי להותיר בידיו כסף הדרוש להיענות למפקידים. בהיעדר יכולת מיידית להשיב למפקידים את כספם הבנק ייחשב לחדל פירעון.

139 בתיאור פשטני ביותר, טור ההתחייבויות במאזן הבנק יכול לעיקר פיקדונות, וטור הנכסים בעיקר הלוואות. נכסים אפשריים נוספים לבנק הם מזומנים, רזרבות בבנק המרכזי או פיקדונות בבנקים אחרים, בטוחות ונכסים פיזיים. ראו Mishkin, Economics of Money, לעיל ה"ש 3, בעמ' 226-229.

140 בהתאם לס' 38 לחוק בנק ישראל, על התאגידים הבנקאיים מוטלת "חובת נזילות" – חובה להחזיק "נכסים נזילים" כרזרבה בהתאם להוראות הנזילות. הוראות בנק ישראל (נכסים נזילים), התשל"א-1971 קובעות את שיעור חובת הנזילות כתלוי בסוג הפיקדון: 6% על פיקדונות עו"ש, 3% פיקדון לטווח של שבוע עד שנה, ולפיקדונות מעל שנה אין חובת נזילות.

141 הרזרבות במערכת הבנקאית מורכבות משני סוגים – רזרבות הנדרשות מכוח יחס רזרבה רגולטורי (required reserves) ורזרבות עודפות עליו שהבנקים מחזיקים מרצונם ולצורכיהם (excess reserves).

142 אין צורך להרחיב על אודות שורשיה של שיטת הרזרבה החלקית ועל המעבר – אם התרחש – בין ראיית הבנקים כשומרים ומתווכים בלבד לבין ראייתם כיוצרי כסף. להרחבה, ראו פול קרוגמן כלכלה בימי משבר: איך יוצאים מזה? 165-170 (2009). חשוב להדגיש, כי בנקים (ולו רק בשיטה המודרנית הקיימת כיום) אינם רק מתווכים המעבירים סכום נתון מיד ליד, אלא הם גם מגדילים את כמות הכסף הקיים במערכת.

היתרון המרכזי המיוחס לשיטת הרזרבה החלקית הוא יכולתם של הבנקים להגדיל את כמות הכסף המצוי במשק, וליצור כסף נוסף על זה שנוצר בידי הבנק המרכזי. לפי שיטה זו, כאשר אדם מפקיד 100 ש"ח בבנק, הבנק מחויב להשאיר אחוז מסוים ממנו בידי כרזרבה, והוא יכול להלוות את היתרה. כך למשל, ביחס רזרבה של 10% הבנק יוכל להלוות 90 ש"ח מסך הפיקדון שקיבל, והוא ייאלץ להותיר 10 ש"ח כרזרבה. אותם 90 ש"ח שהבנק מלווה לאחרים יופקדו בבנק אחר, שגם הוא ייאלץ להשאיר 9 ש"ח מתוכם בידי ויוכל להלוות 81 ש"ח, וכך הלאה. באופן זה מוכפלת כמות הכסף שבמערכת הכללית פי עשרה (בהתאם ליחס רזרבה של 10%), כך שמאותם 100 ש"ח ראשוניים שהופקדו נוצרו 1,000 ש"ח במערכת הבנקאית.¹⁴³ לפיכך בפעילות בנקאית בשיטת הרזרבה החלקית הבנקים יוצרים כסף, שכמותו נקבעת באמצעות מכפיל הכסף.

יצירת הכסף מבוצעת בפועל באמצעות הליך המכונה "Maturity Transformation", שהוא לב ליבה של הפעילות הבנקאית.¹⁴⁴ מדובר בהליך הכולל קבלת פיקדונות מהציבור, הניתנים לפירעון בכל עת (או בתוך תקופה קצרה ביותר) לפי דרישת הלקוח, ובערך קבוע (בדוגמה שלעיל – 100 ש"ח שהופקדו), ובה בעת מתן הלוואות בידי הבנק לטווח ארוך בהסתמך על פיקדונות אלו (90 ש"ח של הלוואות). בפשטות, הבנק לווה כסף לתקופה קצרה ממפקידיו ומלווה אותם לתקופות ארוכות (או לפחות ארוכות יותר). אזי יכול הבנק להרוויח מפערי הריבית, שכן הריבית לטווח הקצר שהוא משלם למפקידיו היא נמוכה יותר מהריבית שהוא מקבל מלווייו על ההלוואות לטווח ארוך שהוא מעניק. מצב זה אפשרי רק בפעולה ברזרבה חלקית, שכן אילו נדרש הבנק לעבוד ביחס של 1:1, היה עליו להלוות תמיד לאותה תקופה בדיוק שבה הוא לווה בעצמו ואת אותם הסכומים. האפשרות לפעול ברזרבה חלקית היא שמאפשרת לבנק שלא להחזיק בידיו בכל עת את הכסף שלוה (או להיות בעל זכות משפטית להשיבו מיידית), אלא ליצור בנוגע למרביתו הלוואות לפרקי זמן ארוכים יותר.

מן האמור עולה כי במערכת הפיננסית ישנם שני סוגי גופים שיכולים ליצור כסף – הבנק המרכזי והבנקים המסחריים. סך הכסף הקיים במערכת הפיננסית נוצר בשיתוף פעולה ביניהם.¹⁴⁵ הבנק המרכזי יוצר את הכסף המדינתי ה"ראשוני" באמצעות הנפקת כסף מזומן או הגדלת הרזרבות של הבנקים (שמתבצעת בפעילות מוניטרית). יש לציין כי לבנק המרכזי אין כל מגבלה ביצירת הכסף המדינתי.¹⁴⁶ הבנקים בתורם משתמשים בכסף שנוצר בידי הבנק המרכזי כדי ליצור עוד כסף באמצעות מתן הלוואות נוספות. על הבנקים מוטלות כמה מגבלות על יכולת יצירת הכסף, ובעיקר מגבלות שמטיל הבנק המרכזי באמצעות רגולציה פיננסית ומדיניות מוניטרית.

כך גם בישראל, ייצור הכסף מתבצע באמצעות שיתוף פעולה בין הבנק המרכזי לבנקים המסחריים בשיטת הרזרבה החלקית. בנק ישראל מנפיק את הכסף המדינתי כמזומן (באמצעות

143 לטבלת החישוב, ראו Mishkin, Economics of Money, לעיל ה"ש 3, בעמ' 357. ההסבר מיועד בעיקר להבנה תאורטית.

144 ראו Morgan Ricks, The Money Problem: Rethinking Financial Regulation (2016).

145 Robert C. Hockett & Saule T. Omarova, *The Finance Franchise*, 102 Cornell L. Rev. 1143 (2016).

146 כלומר הבנק המרכזי יכול – והוא היחיד שיכול – ליצור כסף מדינתי בכל כמות שדרושה. אין בכך משום התייחסות לערך הכסף, אלא ליכולת לייצרו בלבד.

שטרות ומטבעות) מכוח חוק בנק ישראל. השטרות והמעות הם התחייבות של בנק ישראל למחזיקים בהם, והם מופיעים כהתחייבות במאזן בנק ישראל.¹⁴⁷ הבנקים המסחריים מגדילים את כמות הכסף כאשר על בסיסו של הכסף המדינתי הם יוצרים כסף נוסף, תוך שימוש בפיקדונות למתן הלוואות.¹⁴⁸ הבנקים המסחריים מחליטים – תוך שימוש במומחיותם – כמה הלוואות נוספות כדאי לתת (קרי כמה הלוואות נוספות יכולות להיות רווחיות עבור הבנק). צירוף כלל הלוואות שניתנו משקף את כמות הכסף הדרושה לכלכלה, שנקבעת בפועל בשיתוף הפעולה האמור. הבנק המרכזי יכול להגביל את כמות הכסף הנוצרת בידי הבנקים המסחריים באמצעות כלים מוניטריים. כך למשל, העלאת הריבית תקטין את כמות הלוואות ולכן את כמות הכסף, והעלאת יחס הרזרבה יכולה להקטין את יכולתו של הבנק לתת הלוואות נוספות. אולם למעט באמצעות שימוש בכלים אלו, לבנקים המסחריים יש חופש פעולה יחסי בקביעת כמות הלוואות. ההנחה היא כי הבנקים המסחריים, בהיותם גופים הפועלים למטרות רווח, הם בעלי הידע הטוב יותר להבנת כמות הכסף הדרושה לכלכלה. מסיבות שונות מדיניות מוניטרית כיום איננה עוסקת בניסיון למדוד את כמות הכסף המדויקת¹⁴⁹ הדרושה לכלכלה כיעד ישיר ולשלוט בה.¹⁵⁰ היעד המוניטרי המקובל כיום הוא ריבית נבחרת לטווח הקצר;¹⁵¹ כלומר, לא כמות הכסף היא היעד אלא מחירו. כך גם בישראל. חוק בנק ישראל קובע, כי לבנק תהיה ועדה מוניטרית שתפקידיה יהיו בין השאר לקבוע את המדיניות המוניטרית, לרבות שיעור הריבית, ולעקוב אחר ביצועה של המדיניות שנקבעה. בסמכות הוועדה גם להחליט על הפעולות שיש לנקוט כדי להשיג את מטרות הבנק לפי חוק בנק ישראל, לרבות ניהול יתרות מטבע חוץ.¹⁵²

- 147 במאזן הבנק לשנת 2021 עמדה התחייבות זו על כ-113 מיליארד ש"ח. התחייבות זו היא בעצם התחייבות להחליף שטר אחד בשטר זהה, ותו לא.
- 148 ראו עתירה שהוגשה נגד השיטה המוניטרית היוצרת כסף "יש מאין" ושנדרחה ללא דיון מעמיק לגופה: בג"ץ 3697/20 הילמן נ' נגיד בנק ישראל (נבו) 29.6.2020. לתיאור, ראו גם יובל רבינוביץ' "ייצור כסף בכלכלה מודרנית" איגוד הבנקים (7.2.2018). <https://www.ibank.org.il/ייצור-כסף-בכלכלה-מודרנית-2/>.
- 149 באופן כללי ייאמר, כי כשם שגם פיקדונות דומים לכסף, ישנם מכשירים פיננסיים נוספים דמויי כסף, ויש להחליט מה מהם ייחשב לכסף לצורך מדיניות מוניטרית ומה לא ייכלל בחישוב סך כל הכסף. מקובל לראות את סך כל הכסף במערכת כמתחלק לשני חלקים: IM, הכולל בדרך כלל את המטבע הקשיח ופיקדונות נזילים, ו-2M, הכולל את הפריטים הכלולים ב-1M בצירוף פיקדונות ארוכים יותר או מניות של קרנות כסף. ראו Mishkin, Economics of Money, ה"ש 3, בעמ' 61.
- 150 אפשר למשל להציב כיעד עלייה בכמות הכסף הכלולה ב-1M. אפשר גם לקבוע עוגן מוניטרי כגון הריבית הבין-בנקאית המתוארת להלן. לסקירה של אפשרויות אלו וליתרונות ולחסרונות ככל אחת מהן, ראו שם, בפרק 16.
- 151 בארצות הברית הבנק המרכזי, ה"Federal Reserve", עוקב אחר השער המכונה "Federal Funds Rate" (אשר נקבע באופן עצמאי בהלוואות בין-בנקאיות).
- 152 ס' 15 לחוק בנק ישראל.

בהתאם לכך, הריבית המוניטרית לטווח הקצר נקבעת בידי הוועדה המוניטרית בראשות נגיד בנק ישראל, והיא נקראת ריבית בנק ישראל.¹⁵³ ריבית זו היא הבסיס לריבית שבנק ישראל גובה מהבנקים המסחריים על "הלוואות" שהוא מעמיד להם והבסיס לריבית שהוא משלם לבנקים על פיקדונותיהם אצלו. בנק ישראל קובע את הריבית בשיעור שישמר את האינפלציה בתחום היעד, או יחזיר אותה לתחום זה בתוך פרק זמן שלא יעלה על שנתיים. יעד האינפלציה בישראל הוא עלייה של מדרד המחירים לצרכן בטווח שנתי שבין 1%-3%.¹⁵⁴ בנק ישראל הוא עצמאי בקביעת גובה הריבית לטווח הקצר. בפועל ריבית בנק ישראל משמשת בסיס שלפיו נקבע מגוון של ריביות במשק, ובהן הריביות שהציבור משלם לבנקים על הכסף שהוא לוהה מהם לטווח קצר והריביות שהציבור מקבל מהבנקים על פיקדונותיו.¹⁵⁵ ככלל, ריבית נמוכה מביאה לנטילת יותר הלוואות בידי משקי הבית והעסקים ולכן להגדלת כמות הכסף. ריבית נמוכה יכולה להוביל לעליית מחירים, ותשמש בעיתות של דפלציה או של חשש למיתון כדי לעודד את הפעילות הכלכלית. לעומתה, ריבית גבוהה מרסנת את הצריכה (ואת ההלוואות), ומובילה להקטנת כמות הכסף ולכן להאטה בפעילות הכלכלית. לפיכך כאשר מתעורר חשש לאינפלציה הבנק מעלה את הריבית בניסיון לרסן את האינפלציה, ולהפך. נוסף על קביעת הריבית, בנק ישראל יכול להפעיל כלים מוניטריים אחרים, שמשפיעים על הביקוש לכסף, כדי לשמור על יעד האינפלציה בטווח שנקבע. ישנם שלושה כלים קלאסיים מקובלים,¹⁵⁶ אך הכלי המרכזי בשנים האחרונות הוא ביצוע פעולות בשוק הפתוח, בדרך כלל באמצעות רכישה או מכירה של אגרות חוב של המדינה.¹⁵⁷ בפשטות ניתן לומר, כי כאשר הבנק המרכזי מוכר אגרות חוב לבנקים, כמות הכסף מצטמצמת, שכן הבנקים משתמשים בכסף המצוי ברזרבות שלהם כדי לרכוש את אגרות החוב מבנק ישראל;¹⁵⁸ וגם ההפך נכון. כך, באמצעות ביצוע פעולות בשוק הפתוח, הבנק המרכזי יכול לשלוט על כמות הכסף שבמשק, ולהגדילה או להקטינה לפי הצורך.¹⁵⁹ ככל שבנק ישראל יקנה יותר

- 153 התיאור מבוסס על ההסבר בדבר ניהול המדיניות המוניטרית באתר בנק ישראל: <https://www.boi.org.il/he/MonetaryPolicy/MonetaryPolicyFramework/Pages/Default.aspx>
- 154 יעד האינפלציה נקבע בידי הממשלה בהתייעצות עם הנגיד. ראו באתר בנק ישראל, שם.
- 155 ראו שם גם להסבר של בנק ישראל כיצד מושג יעד יציבות המחירים באמצעות קביעת הריבית כאמור. בישראל מקובלת ריבית המכונה ריבית "פריים", שהיא נגזרת של ריבית בנק ישראל ומשמשת בסיס לקביעת הריבית בהלוואות או בפיקדונות בבנקים המסחריים.
- 156 לפירוט האמצעים ליישום המדיניות בידי קובעה, הבנק המרכזי, ראו GRETA R. KRIPPNER; CAPITALIZING ON CRISIS: THE POLITICAL ORIGINS OF THE RISE OF FINANCE 110-12 (2010); WRAY, לעיל ה"ש 5, בעמ' 78-79, 105-108.
- 157 האמצעי השני הוא הלוואות בחלון האשראי של הבנק המרכזי, והאמצעי השלישי הוא שינויים ביחס הרזרבה שבו נדרשים בנקים לעמוד. אמצעים אלו נמצאים עדיין בארגז הכלים של המדיניות המוניטרית, אך השימוש בהם פחת. ראו MISHKIN, ECONOMICS OF MONEY, לעיל ה"ש 3, בעמ' 384-389.
- 158 כסף המשולם לבנק המרכזי מתבטל ו"נעלם" מהמשק, בדומה לשטר חוב השב לבעליו.
- 159 דרך מקובלת לבצען היא באמצעות עסקאות מכר חוזר (להלן גם: ריפון), עסקאות שהן לרוב לטווח קצר מאוד שבמסגרתן הבנק המרכזי רוכש אגרות חוב מבנקים, והבנקים מתחייבים לרכוש אגרות חוב אלו בתום התקופה בסכום מעט גבוה יותר, או להפך. עסקה זו דומה

אגרות חוב (באמצעות כסף מדינתי שהוא ינפיק לצורך כך) כך תגדל הרזרבה אצל הבנקים, שאמורים בתורם להלוות אותה הלאה ולהניע את הכלכלה.

סמכות זו לביצוע פעולות בשוק הפתוח מוקנית לבנק ישראל במסגרת סעיף 36 לחוק בנק ישראל, הקובע את הפעולות שבנק ישראל רשאי לבצע, ובהן אלה: קנייה ומכירה של אגרות חוב של מדינת ישראל, הנפקת ניירות ערך של הבנק, קבלת פיקדונות מתאגידים בנקאיים וכן מתן אשראי לתאגידים בנקאיים.¹⁶⁰ כך משמש כלי זה של מדיניות מוניטרית בידי בנק ישראל כדי להשפיע על היצע הכסף, במטרה להשיג יציבות מחירים אשר אמורה לאפשר צמיחה כלכלית אופטימלית.¹⁶¹ עוד יצוין, כי בחוק בנק ישראל מוענקת לבנק ישראל סמכות לשמש מלווה המוצא האחרון בעת משבר, ולהלוות לבנקים כספים לפי שיקול דעתו.¹⁶² המטרה המקובלת של סמכות זו היא למנוע התפתחותו של משבר פיננסי, שבו בנקים נזקקים לכסף ואין מי שילוה להם (כך למשל, במצב של מרוץ אל הבנק שתואר לעיל). המדיניות המוניטרית נוצרת אפוא מכוח חוק – חוק בנק ישראל, הקובע את מטרותיה ואת סמכותה של הוועדה המוניטרית.

2. המגמה המרכזית במדיניות המוניטרית: רכישת דולרים (ואגרות חוב קונצרניות)

מטרתה המרכזית של מדיניות מוניטרית היא יציבות מחירים, האמצעי המקובל להשגתה הוא הריבית, והכלי המקובל כיום להשפעה על הריבית הוא פעולות בשוק הפתוח. אלא שזה למעלה מעשור משתמש בנק ישראל בכלי מוניטרי נוסף – רכישת דולרים. כלי מוניטרי זה אינו אחד משלושת הכלים המוניטריים הקלאסיים, והוא ייחודי יחסית בשימוש בו. כמו כן, בשנה האחרונה החל בנק ישראל להשתמש בכלי מוניטרי חדש אחר – רכישת אגרות חוב קונצרניות. בשורות הבאות יפורט על אופן השימוש בכל אחד מכלים אלו ועל מטרותיהם. ככלל, מאז שנת 2005 פועל שוק מטבע החוץ בישראל ללא התערבות, ושער החליפין נקבע על בסיס היצע וביקוש בשוק.¹⁶³ מבלי לגרוע מכך, בנק ישראל מחזיק יתרות של מטבע חוץ, בעיקר דולר אמריקני, לשימוש בשני מצבים מרכזיים. במצב הראשון היתרות אמורות להקנות מלאי חירום של מטבע חוץ בהיקף שיספיק למשק בשעת משבר, כגון

-
- במהותה לעסקת הלוואה עם בטוחה, והפער בין מחיר הרכישה למחיר המכירה הוא הריבית; אלא שבשונה ממנה, בעסקת ריפו הנכס המובטח עובר לבעלות המלווה והוא רשאי לממשו מייד במקרה של הפרה. עסקת ריפו הפוכה היא כאשר הבנק המרכזי מוכר אגרות חוב ומתחייב לרכוש אותן בחזרה בתום התקופה בסכום קבוע. לתיאור מפורט כיצד הפעולה משפיעה בשוק הפתוח על כמות הכסף, כיצד היא מתבצעת בפועל (למשל באמצעות מכרז) וליתרונותיה, ראו Mishkin, *Economics of Money*, לעיל ה"ש 3, בעמ' 348-352, 381-383.
- 160 בנוסף, ס' 36(6) לחוק בנק ישראל הוא סעיף סל המקנה לבנק ישראל סמכות לביצוע כל פעולה דרושה, בתנאים הקבועים בו.
- 161 ראו, Gabriele Galati & Richhild Moessner, *Macroprudential Policy – A Literature Review*, 27 J. Econ. Surveys 846, 849-50 (2013) (בפרט טבלה מס' 2).
- 162 ס' 36(4)-(5) לחוק בנק ישראל.
- 163 באותו מועד בוטלה רצועת הניוד של השקל. בפועל התנהל שוק מטבע החוץ בצורה חופשית כבר כמה שנים קודם לכן.

מלחמה או אסון טבע. במשבר שכזה עלול לגדול הצורך בייבוא באופן משמעותי, בעוד שהייצוא יקטן כך שההכנסות במטבע חוץ לא יספיקו. יתרות מטבע חוץ יסייעו לממשלה ולמגזר הפרטי במצב שבו הם יתקשו לגייסו בחו"ל. במצב השני היתרות אמורות לאפשר לבנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן הוא אינו פועל כיאות, כך למשל במצב שבו שער החליפין סוטה מטווח כלכלי של שיווי משקל או לשם מיתון השפעות של תנועות הון משמעותיות.¹⁶⁴

דוגמה למצב השני היא "ייסוף יתר", שהוא ייסוף החורג מהגורמים היסודיים (כגון שיעורי הצמיחה). בפשטות ייאמר כי ככל ששערו של השקל מתחזק, כך נדרשים יותר דולרים כדי לרכוש שקלים. בשער של 3.3 ש"ח לדולר, השקל חזק יותר לעומת שער של 4 ש"ח לדולר. שער החליפין בישראל נקבע באמצעות היצע וביקוש בשוק – ככל שיש יותר ביקוש לשקלים, כך השקל מתחזק לעומת הדולר ("ייסוף"), ולהפך. באמצעות רכישת דולרים, אם היא נעשית בכמות מספיקה כדי להשפיע על שער החליפין, ניתן להחליש את השקל לעומת הדולר (שכן רכישת הדולרים מעלה את ערכו של הדולר), ובכך למנוע את ייסוף היתר.

בשנת 2008 החל בנק ישראל לראשונה לרכוש דולרים בשוק. המטרה המוצהרת של פעולה זו תאמה את שני המצבים שבהם יידרש שימוש ביתרות מטבע החוץ, כפי שתוארו כאן. בדיון וחשבון של בנק ישראל שנערך באותה תקופה הוסבר כי יתרות מטבע החוץ של מדינת ישראל כפי שהיו אז הן נמוכות מכדי להספיק לעת משבר ומהוות כ-72% בלבד מהרמה הרצויה. באותה עת (סוף שנת 2007), יתרת מטבע החוץ של ישראל עמדה על כ-28 מיליארד ש"ח, כ-18% מהתמ"ג.¹⁶⁵

רכישת הדולרים המשיכה גם בשנים שלאחר מכן. בדיון שהקדיש בנק ישראל בשנת 2016 לנושא רכישת הדולרים¹⁶⁶ הוסבר, כי שתיים מההצדקות לרכישת הדולרים באותה תקופה הן אלה: (א) הרצון למנוע ייסוף יתר במטבע הישראלי, ובכך להגן על הייצוא הישראלי. קובעי המדיניות, כך נטען, מעוניינים למנוע פגיעה לא־הכרחית בייצוא בשל היותו תורם לצמיחה. ייסוף יתר של המטבע עלול לפגוע ביצואנים ובמוצריהם. רכישת הדולרים נדרשת אפוא על מנת למנוע התחזקות נוספת של השקל אל מול הדולר בשל ייסוף היתר שהיה קיים, כפי שהוערך בידי הוועדה המוניתרית; (ב) הריבית המוניתרית היא נמוכה, והוועדה העדיפה התערבות בשוק מטבע החוץ על פני הפחתת ריבית נוספת שתוביל את הריבית לתחום השלילי. באותו מועד עמדו יתרות הדולרים על כ-101 מיליארד דולרים.

לצורך רכישת הדולרים בשוק מנפיק בנק ישראל שקלים. בנק ישראל הוא הגורם היוצר את הכסף המדינתי והוא יכול ליצור שקלים בכמות הדרושה, אך לא דולרים – שאותם הוא

164 בנק ישראל ההשקעה של יתרות מטבע החוץ – דין וחשבון 2020 8 (2021) (להלן: דוח השקעת יתרות 2020).

165 בנק ישראל השקעת יתרות מטבע החוץ – דין וחשבון 2007 9-10 (2008). לתיאור מצבה הכלכלי של ישראל באותה תקופה, לפני ואחרי המשבר הפיננסי האחרון, ראו מומי דהן "מדיניות כלכלית במשבר: הגיע החורף והמשק בלבוש אביבי" משפטים מ 571 (2011).

166 בנק ישראל דוח המדיניות המוניתרית – המחצית השנייה של 2016 16 (2017) (להלן: דוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של 2016). ראו שם בתיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות ותהליך קבלת ההחלטות".

נאלץ לרכוש. הדולרים מונפקים כמובן בידי הבנק המרכזי של ארצות הברית, ה־Federal Reserve. באמצעות השקלים שמנפיק בנק ישראל נרכשים הדולרים משחקנים בשוק – מהבנקים למשל. השקלים שהבנקים מקבלים מופקדים (בחלקם) בפיקדונות בבנק ישראל ("רזרבות"), וכך עלולה להיווצר עלייה בכמות הכסף במשק.¹⁶⁷

בהנחה שבנק ישראל אינו מעוניין בתוצאה זו, שכן הוא אינו מעוניין בהגדלת בסיס הכסף הישראלי אלא רק בהגדלת יתרות מטבע החוץ, נוצר הצורך "לבטל" את השקלים שהונפקו לצורך רכישת הדולרים. פעולה זו של ביטול השקלים וספיגתם בחזרה אל בנק ישראל מכונה "עיקור". העיקור מתבצע בכך שבנק ישראל מנפיק אגרת חוב ממשלתית בשם "מלווה קצר מועד" ("מק"מ") שאותה רוכשים הבנקים, וכך השקלים מוחזרים לבנק ישראל ובעצם מתבטלים.¹⁶⁸ לסיכום נקודה זו, בנק ישראל מנפיק שקלים, רוכש באמצעותם דולרים בשוק, ואז מנפיק מק"מים הנרכשים בשקלים בידי הבנקים; כך שבסופו של דבר כמות הכסף הישראלי אינה גדלה עקב רכישת הדולרים.

לדעתו של סטנלי פישר, שכיחן כנגיד בנק ישראל בתקופה שבה החל בנק ישראל ברכישת הדולרים, כל עוד בנק ישראל רוצה ויכול לעקר את רכישות הדולרים, הוא יכול לעמוד נגד השוק במקרה של ייסוף השקל; שכן לבנק ישראל, היוצר את השקל, יש גישה אינסופית למטבע זה. לכן, לגישתו של פישר, לרכישת הדולרים לא תהיה השפעה על האינפלציה בשל ספיגת השקלים באמצעות הנפקת המק"מים כאמור.¹⁶⁹

גם בשנת 2020 המשיכו רכישות הדולרים, בין היתר על רקע משבר הקורונה. באותה תקופה הוסיף השקל להתחזק מול הדולר, והוועדה העריכה כי התייצבות שער השקל ברמה שכזו תקשה על הייצוא (ועל חזרת האינפלציה לתחום היעד). לכן ההצדקה להמשך רכישות הדולרים בתקופה זו הייתה, כי הרכישות ממתנות את קצב הייסוף ומפחיתות את הפגיעה של הרעת תנאי הסחר העולמי ביצואנים.¹⁷⁰

לאחר כ־13 שנים רצופות של רכישות דולרים מאז שנת 2008 (למעט בשנת 2012), הסתכמו יתרות מטבע החוץ של ישראל בסוף שנת 2021 בסך של כ־662.4 מיליארד ש"ח (כ־213 מיליארד דולרים). בשנת 2021 נרכשו כ־35 מיליארד דולרים. זהו סכום הרכישות השנתי הגבוה ביותר מאז החלו רכישות הדולרים. ביחס לתמ"ג עלו היתרות לשיעור של

167 נתן זוסמן מדיניות המקרו בישראל נוכח היציאה מהמשבר הכלכלי 14 (פורום קיסריה, 2010). ראו גם את תרשים 11 שם, שבו ניתן להבחין בקשר הישיר שבין הגידול ביתרות מטבע החוץ לבין כמות הכסף, בעוד שהמשתנה המתווך הוא פיקדונות הבנקים המסחריים בבנק ישראל.

168 מק"מ הוא נייר ערך ממשלתי שמנפיק בנק ישראל מכוח ס' 36(1) לחוק בנק ישראל. הוא מונפק לטווח של עד 13 חודשים. להסבר תמציתי על תהליך העיקור, ראו יוסף זעירא כלכלת ישראל 291-294 (2018).

169 סטנלי פישר "מיתוסים על מדיניות מוניטרית" הרבעון לכלכלה 56, 263 (2010) (להלן: פישר "מיתוסים על מדיניות מוניטרית").

170 בנק ישראל דוח המדיניות המוניטרית – המחצית השנייה של 2020 16 (2021) (להלן: דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2020).

171.46.6% כפי שאפשר לראות מדובר בצבירת מטבע חוץ בסכומים עצומים, הן בפני עצמם והן ביחס לתמ"ג, יחס שהוא יותר מפי שניים לעומת המצב בשנת 2008. רכישת דולרים בהיקפים שכאלו מעלה שתי סוגיות חשובות. ראשית, נשאלת שאלת האפקטיביות של הרכישה – אם היא אכן מצליחה להשפיע על שער החליפין ועד כמה. שנית, נשאלת השאלה מהי עלות הרכישה. במסגרת סוגיה זו, שבה אפתח, תיבדק עלות הפעולה של רכישת הדולרים, הכוללת התייחסות לעלות של פעולת העיקור ולעלות של החזקת היתרות והשקעתן:

א. השקעת היתרות, המאזן והעלות. סכום יתרות מטבע החוץ, בגובה של כ-4.662 מיליארד ש"ח, מופיע במאזן בנק ישראל ומושקע ומנוהל על ידו. מאזן בנק ישראל הסתכם בסוף שנת 2021 בסך של כ-809.4 מיליארד ש"ח, גידול של כ-25% לעומת שנת 2020, שבעצמו היווה גידול מהותי של כ-46.7% בהשוואה לשנת 2019. הגידול נבע בעיקר מרכישת הדולרים.¹⁷² כמו כן, סך כל ההתחייבויות במאזן גדל בסך של כ-184 מיליארד ש"ח. את עיקר ההתחייבויות מהווים כלי הספיגה המוניטריים – מק"מ ופיקדון לזמן קצוב¹⁷³ – בגובה של 589 מיליארד ש"ח. הגידול בכלים אלו, בסך של כ-137 מיליארד ש"ח, נובע בחלקו מהצורך לעקר את רכישות מטבע החוץ.

לפי סמכותה מכוח סעיף 40(ב) לחוק בנק ישראל, הוועדה המוניטרית מתווה את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות, הנובעת מהמטרות של החזקת היתרות לשימוש בשני המצבים. קווים אלו כוללים בין היתר שמירה על כוח הקנייה של היתרות, ניהולן ברמה גבוהה של נזילות והשגת תשואה נאותה.¹⁷⁴ נכון לסוף שנת 2021, 66% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים (קרי אגרות חוב של ממשלות זרות), שיעור של 18% הושקעו במניות, בעיקר בארצות הברית ופחות מכך באירופה, שיעור של 9% הושקעו בנכסי מרווח ושיעור של 7% הושקעו באגרות חוב תאגידיות.¹⁷⁵

לפעולת העיקור יש מחיר, והוא פער הריביות בין הריבית שבנק ישראל משלם עבור עיקור הנכסים (הריבית עבור המק"מים שהוא מנפיק) לבין הריבית שהוא מקבל עבור היתרות.¹⁷⁶ ככל שהריבית שבנק ישראל משלם גבוהה מהתשואה המושגת עבור היתרות – זהו הפסד

171 בנק ישראל דוח השקעת יתרות 2021, בעמ' 3 (להלן: דוח השקעת יתרות 2021), וכן בנק ישראל דין וחשבון 2021 (מרץ 2022).

172 בנק ישראל דוחות כספיים לשנת 2021 6-7, 16 (2021) (להלן: דוחות כספיים לשנת 2021). הפער בין הנכסים הנקובים במטבע חוץ לבין ההתחייבויות שהן ברובן שקליות יוצר גם חוסר איזון מטבעי ניכר במאזן הבנק.

173 פיקדון לזמן קצוב (פז"ק) הוא פיקדון לזמן קבוע מראש, שאינו ניתן למשיכה לפני תום התקופה. בהקשר זה הכוונה היא לפיקדונות של הבנקים המסחריים בבנק ישראל.

174 דוח השקעת יתרות 2020, לעיל ה"ש 164, בעמ' 32.

175 דוח השקעת יתרות 2021, לעיל ה"ש 171, בעמ' 13. בחודש אפריל 2021 חל שינוי במדיניות ההשקעה של היתרות, המאפשר בין היתר את הגדלת שיעור ההחזקה במניות ובאגרות חוב תאגידיות. ראו שם, בעמ' 9-10.

176 לכן נטען כי בפעולת העיקור יהיה משום העלאת הריביות קצרות הטווח, פעולה שתגביר את לחץ הייסוף על השקל. ראו זוסמן, לעיל ה"ש 167, בעמ' 34-35.

עבור בנק ישראל, ולהפך.¹⁷⁷ מעיון בהתפתחות סעיפי רווח והפסד של הבנק משנת 2011 ועד שנת 2020 עולה, כי בשנת 2011 עיקר ההפסד של הבנק נבע מהתחייבויות ריבית לבנקים ולציבור. באותה שנה נבעו עיקר הרווחים מהכנסות מנכסים במטבע חוץ.¹⁷⁸ לקראת שנת 2015 ניתן לזהות שינוי מגמה בצד ההפסד, כאשר ההפסד העיקרי של הבנק החל לנבוע מהפרשי שערים, מצב שנמשך עד היום. בשנת 2021 עמד ההפסד בשל הפרשי שערים על למעלה מ-35 מיליארד ש"ח.¹⁷⁹ בניכוי הכנסות הבנק, הכוללות רווחים מפעילות מטבע החוץ, הוביל הפסד זה לסך כולל של הפסד באותה שנה של מעל ל-20 מיליארד ש"ח.

בשנת 2019 ניתן לזהות שינוי נוסף גם בצד הרווחים, כאשר עיקר הרווחים של הבנק נבעו מהכנסות מניירות ערך סחירים ומפעילות בתחום הנגזרים.¹⁸⁰ כלומר, בעוד שבשנת 2011 הפסיד הבנק בשל תשלום ריבית לבנקים ולציבור, בשנת 2020 התבצעה רוב פעילותו של הבנק בשוק הפיננסי – רכישת מטבע חוץ, ניירות ערך סחירים ונגזרים. בעשר השנים שחלפו ניתן לזהות שינוי במאזן בנק ישראל, הנובע משינוי בפעילותו; מרכז הפעילות כיום (למצער לפי המאזן) עבר להיות פעילות קנייה ומכירה של מכשירים פיננסיים ומטבע חוץ, חלף פעילות מרכזית ברזרבות הבנקאיות, תפקידו המקובל והמסורתי של בנק מרכזי. ב. אפקטיביות. השאלה הנוספת הנשאלת בעקבות רכישת הדולרים היא יכולת השפעתה בפועל על שער החליפין, כלומר עד כמה נמנע ייסוף יתר של השקל. בדיון שערך בנק ישראל בעניין רכישת הדולרים בשנת 2016, כמתואר לעיל, נבדקה גם שאלת האפקטיביות. בהסתמך על מחקר שנערך בחטיבת המחקר של בנק ישראל נטען, כי רכישות הדולרים של בנק ישראל הן אפקטיביות ובעלות השפעה על שער החליפין.¹⁸¹ גם מחקר מאוחר יותר שנערך שם מצא, כי רכישות מטבע החוץ הבלתי-צפויות (והמשתנות) גורמות לפיחות מידי בשער השקל-דולר ביותר מ-90% מהמקרים, וכי השפעה מיידית זו מתמידה במשך כ-60

177 בנק ישראל מודע לכך, כמובן, והתייחס לשאלת העלות במסגרת דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2016, לעיל ה"ש 166. אז צוין כי עלות המימון של החזקת יתרות הדולרים (כ-101 מיליארד דולרים בזמנו) היא שלילית, מאחר שהתשוואה על היתרות באותו מועד הייתה גבוהה מתשלומי הריבית על ההתחייבויות (מק"מים ופיקדונות).

178 מצורף כאיור 1 לדברי ההסבר לדוחות כספיים לשנת 2020, לעיל ה"ש 138, בעמ' 37.

179 דוח רווח והפסד לשנת 2021, בתוך דוחות כספיים לשנת 2021, לעיל ה"ש 172, בעמ' 12 ו-17. כפי שאפשר לראות שם, סעיף זה הוביל להפסדים גם בשנת 2020, אם כי צנועים יותר, בסך של כ-4.5 מיליארד ש"ח.

180 נגזרים (derivatives) הם מכשירים פיננסיים ששווים נגזר מנכס בסיס, כך למשל, חוויים עתידיים (futures contracts) או חוזי החלף (swaps).

181 דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2016, לעיל ה"ש 166, בתיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות ותהליך קבלת ההחלטות", בהסתמך על מחקר שנערך בחטיבת המחקר של בנק ישראל. המחקר ברק את ההשפעה דרך מסלול תיק הנכסים (הפורטפוליו), שדורש רכישה בהיקף גדול מאוד, או דרך מסלול האיתות (סיגנל), שמאותת לציבור על כוונת הבנק המרכזי והמשפיע על הציפיות. המחקר הראה כי הרכישה בישראל מאז שנת 2009 ועד שנת 2015 היא אכן אפקטיבית (שם, בעמ' 9). ראו: Sigal Ribon, *Why the Bank of Israel Intervenes in the Foreign Exchange Market, and What Happens to the Exchange Rate* (Bank of Israel Working Paper No. 2017.04, Feb. 2017).

ימי מסחר. מסקנת המחקר הייתה, כי בין השנים 2013–2017 פחתו הרכישות את שער החליפין בכ- 3%–2% בממוצע.¹⁸²

מחקר אחר מצא, שהשפעתן של רכישות מטבע החוץ משתנה בין זמנים רגילים שבהם הריבית היא חיובית לבין מצב שבו היא מתקרבת לאפס. בזמנים רגילים רכישות מטבע חוץ גורמות לפיחות בשער החליפין, אשר מגדיל את הייצוא ומעלה את האינפלציה. העלייה באינפלציה תגרום לעליית הריבית, אשר תרסן את ההשקעות ואת הצריכה הפרטית, ו"התוצאה היא שרכישות המט"ח אמנם תומכות ביצוא, אך זאת 'על חשבון' השימושים המקומיים, כך שהתמיכה בסך הפעילות (התוצר) שמושגת באמצעות הרכישות מוגבלת".¹⁸³ בזמנים שהריבית קרובה לאפס, אין דחיקה החוצה של השימושים המקומיים. לכן מסקנת המחקר היא, כי רכישות מטבע חוץ יכולות לשמש בעת משבר – כאשר אי-אפשר עוד להוריד את הריבית – כלי אלטרנטיבי לתמיכה בפעילות הכלכלית, אך היכולת לעשות זאת בזמנים רגילים מוגבלת יותר. המחקר מסכם ושואל "האם התערבות זו כדאית? גם בנקודה זו אין תמימות דעים בין החוקרים", שכן שלצד הסוגיות התאורתיות ישנה מחלוקת גם בספרות הכלכלית האמפירית בנוגע לאפקטיביות של רכישות מטבע חוץ. הרכישות מתבססות על ההנחה שיש להן השפעה על שער החליפין לטווח ארוך מספיק, מעבר להשפעה המיידית. בפועל יש מחקרים שמצאו השפעה מסוימת, אם כי השונות בין הממצאים גדולה.¹⁸⁴

אם כך, נראה כי בספרות הכלכלית אין הסכמה חד-משמעית בנוגע לאפקטיביות של הרכישות, בייחוד בזמנים רגילים.¹⁸⁵ עוד נטען, כי צבירת יתרות גדולות של מטבע חוץ עלולה לגרום דווקא להתחזקות השקל בטווח הארוך יותר, במקום להיחלשותו, בעיקר היות שצבירת מטבע חוץ בהיקף גדול יכולה לחזק את מידת האיתנות הנתפסת של המדינה, ובכך לחזק את שער המטבע שלה. יש לציין כי לא מזמן השתמש בנק ישראל לראשונה ביתרות

182 Itamar Caspi, Amit Friedman & Sigal Ribon, *The Immediate Impact and Persistent Effect of FX Purchases on the Exchange Rate* (Bank of Israel Working Paper No. 2018.04, 2018), שם נטען עוד כי רכישות מטבע החוץ שבוצעו כדי למנוע ייסוף של השקל מצויות במנדט של בנק ישראל, בשל מטרתו להשיג יציבות מחירים, ואפשרו לו להישאר פעיל גם נוכח הריבית הקרובה לאפס (ראו שם, בעמ' 8), וכן כי בנק ישראל משתמש ברכישות מטבע החוץ ככלי מוניטרי נוסף בשנים האחרונות, בדומה לבנקים מרכזיים בכלכלות מתפתחות ומפותחות אחרות (ראו שם, בעמ' 26).

183 אורן לוינטל ועירית רוזנשטרם *התערבות בשוק המט"ח בסביבת ריבית אפס* 5 (נייר מדיניות מס' 2016.09, המרכז הבינתחומי הרצליה, 2016).

184 שם, בעמ' 6. ראו עוד: Gustavo Adler & Camilo E. Tovar, *Foreign Exchange Interventions and Their Impact on Exchange Rate Levels*, MONETARIA 1 (2014).

185 ביקורת על כישלונן של בנק ישראל בהשגת המטרה של השפעה של שוק מטבע החוץ באמצעות רכישת הדולרים הועלתה בשנים האחרונות גם בעיתונות הפופולרית ובאתרי אינטרנט. ראו למשל: אבישי עובדיה "בנק ישראל מפסיד את הכסף שלנו – 100 מיליארד שקל" הון מדריכים פיננסיים (2017) <http://www.hon.co.il/> בנק-ישראל-מפסיד-את-הכסף-שלנו--100מיליארד-ש; כן ראו "למה בנק ישראל קונה דולרים? ומדוע התחייב ל-30 מיליארד דולר" אקסלנס בית השקעות, ראו בכתובת: <https://www.xnes.co.il/portfoliomanagement/articles/dollar-nis/>.

מטבע החוץ, כאשר סיפק לבנקים המקומיים נזילות דולרית בסך של כ־7.5 מיליארד דולר בתקופת משבר הקורונה.¹⁸⁶

כפי שמציג בנק ישראל, לרכישת הדולרים יש יתרונות אם היא משיגה את מטרתה, כגון התמיכה בייצוא. עם זאת במשך השנים הועברה ביקורת על רכישות הדולרים המסיביות של בנק ישראל. כך למשל, כבר בשנת 2010 נשמעה ביקורת מטעם "פורום קיסריה", כאשר מרבית חברי הצוות סברו כי בנק ישראל מעניק משקל יתר להתערבות בשוק מטבע החוץ, וכי יש למצוא פתרון אחר לבעיית ייסוף השקל ולהשלכותיה האפשריות על הייצוא. חשיבותו של פתרון זה היא בעיקר כדי לשחרר את הבנק ממחויבותו לתמוך בשער החליפין, ולהתמקד בטיפול ביעד האינפלציה.¹⁸⁷

ביקורת זו התעצמה לאחרונה בדוח קרן המטבע הבינלאומית (IMF) שנערך על ישראל בשנת 2020. בדוח מתואר כי בנק ישראל השתמש בכלי הלא-קונבנציונלי, כלשונם, של רכישות מטבע החוץ, ורכש כ־14 מיליארד דולרים כדי להשפיע על שער החליפין וכדי למנוע ייסוף של השקל.¹⁸⁸ מסקנת הדוח היא כי הרמה של זרובות מטבע החוץ של ישראל היא גבוהה, וחורגת מהרף המתאים.¹⁸⁹ בהמלצות של קרן המטבע נקבע כי ככל שהאינפלציה מתקרבת ליעד, בנק ישראל צריך להפסיק את ההתערבות בשוק מטבע החוץ ככלי לניהול ציפיות אינפלציה, ולהגביל את השימוש בו רק לטיפול במצב של תנאי שוק חריגים.¹⁹⁰

זאת ועוד, בדוח שערך מבקר המדינה בשנת 2021 נטען כי בעוד שלרמה ראויה של יתרות מטבע חוץ יש יתרונות והיא משרדרת איתנות פיננסית של המדינה, רמת היתרות הנוכחית שמחזיק בנק ישראל היא גבוהה מדי.¹⁹¹ בדוח נערכה בדיקה של רמת היתרות הרצויה לפי כמה גישות אמידה, כך שהן עומדות בממוצע על כ־22%-15% כשיעור מהתמ"ג. המסקנה הייתה כי לפי כל הגישות רמת היתרות הנוכחית, כ־46% נכון לחודש פברואר 2021, היא גבוהה מהרמה הרצויה;¹⁹² היא גבוהה אף מהרמה הרצויה כפי שנקבעה בידי בנק ישראל, רמה

186 דוח השקעת יתרות 2020, לעיל ה"ש 164, בעמ' 6. אספקת הנזילות נעשתה באמצעות עסקאות החלף. בנק ישראל מדגיש כי "רמת היתרות הגבוהה אפשרה את הספקת הנזילות שנדרשת באופן יעיל למערכת הפיננסית המקומית", אם כי לא ברור כיצד רמה של מעל 170 מיליארד דולרים הייתה דרושה לאספקת נזילות של 7.5 מיליארד דולרים.

187 זוסמן, לעיל ה"ש 167, בעמ' 34-35. פורום קיסריה להתוויית מדיניות כלכלית לאומית נערך מדי שנה בידי המכון הישראלי לדמוקרטיה (בשנים האחרונות הוא נקרא "כנס אלי הורוביץ לכלכלה וחברה").

188 IMF, Israel, *Staff Report for the 2020 Article IV Consultation* 17 (2020). הקרן עורכת דוחות על מדינות שונות, בהתאם לסמכותה.

189 שם, בעמ' 42. כאמור בדוח: "Israel's level of international reserves is large and exceeds the benchmark reserve adequacy metrics by more than fivefold for months of imports and 20 percent of broad money".

190 שם, בעמ' 24.

191 מבקר המדינה דו"ח ביקורת שנתי 72 – חלק שני, התשפ"ב 2021: ניהול יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל – מעקב מורחב (2012) (להלן: דוח מבקר המדינה).

192 שם, בעמ' 912.

שנקבעה על כ-110 מיליארד דולרים בשנת 2015. דוח מבקר המדינה מצביע על חריגה של כ-75 מיליארד דולרים בין הרמה הרצויה שקבע הנגיד כאמור לבין רמת היתרות בפועל.¹⁹³ דוח המבקר ממליץ בין השאר להמשיך לבחון את רמת היתרות הרצויה בחינה עיתית, וכן שבנק ישראל יציג נימוקים לצבירת יתרות עודפות ואת העלויות הכרוכות בכך. עוד מומלץ ברוח לבחון, אם החריגה מהרמה הרצויה והחזקת תיק יתרות גדול "אינן מעודדות שימוש נרחב בכלי זה חלף כלים מוניטריים אחרים שיש בידי הבנק למימוש יעדיו דוגמת שינוי שער הריבית והרחבה כמותית". הדוח ממליץ על כך בהינתן העלות הקיימת בצבירת יתרות עודפות שעליה הוא מצביע כאמור, כך שחריגה מעל הרף העליון "מגדילה את חשיפת הבנק המרכזי לסיכון מוניטריי שעלול להתרחש כתוצאה מפייחות במטבעות שהיתרות מוחזקות בהם (עיקר החשיפה היא לשער הדולר, שנכון למועד סיום הביקורת, כ-68% מהיתרות מוחזקות בו). פייחות כזה מתורגם להפסדים לא ממומשים בערך היתרות שפוגעים באמינות המוסדית של הבנק המרכזי, ועלולים להשליך על כל המשק".¹⁹⁴

שתי הסוגיות שתוארו לעיל משתלבות יחד במסגרת ניתוח עלות-תועלת.¹⁹⁵ כך למשל, במצב שבו האפקטיביות נמוכה מאוד אך העלות גבוהה מאוד, כדאי לשקול מחדש את רכישת הדולרים; ומובן שגם להפך – פעולה אפקטיבית מאוד בעלות נמוכה תהיה מוצדקת מן הפן הכלכלי נטו. הכרעה בשאלה של המשך רכישת הדולרים בידי בנק ישראל ובשאלה של רמת היתרות הרצויה דורשת בחינות נוספות, שאינן יכולות להתבצע במסגרת מאמר זה. מטרת המאמר אינה לספק הכרעה חד-משמעית, אלא להצביע על המורכבות הקיימת ברכישת הדולרים בידי בנק ישראל ועל השפעותיה האפשריות לצורך המשך הדיון שיערך בפרק הסיכום.

בעוד שמאמר זה אינו עוסק במדיניות מוניטרית בעת משבר, אי-אפשר להתעלם מפעולות נוספות שביצע בנק ישראל (חוץ מרכישות הדולרים) בזמן משבר הקורונה שהחל בחודש מרץ 2020 ועודו נמשך תוך כדי כתיבת מאמר זה.¹⁹⁶ בחודש יולי 2020 החליטה הוועדה המוניטרית לרכוש אגרות חוב קונצרניות בשוק המשני בהיקף של 15 מיליארד ש"ח. זהו כלי מדיניות "חסר תקדים" בישראל, להגדרתה של הוועדה. מטרתו להרחיב את האפשרות של חברות גדולות המגייסות אשראי באמצעות אגרות חוב לגייס אשראי ישירות, ובכך

193 שם, בעמ' 913. רמת היתרות הרצויה עודכנה ארבע פעמים מאז שנת 2008 בידי בנק ישראל. להסבר שנתן בנק ישראל לחריגה זו, ראו שם.

194 הציטוטים לקוחים משם, בעמ' 918 ו-914 בהתאמה.

195 כך גם לדעתו של פישר "מיתוסים על מדיניות מוניטרית", לעיל ה"ש 169, בעמ' 265, יש לבחון את כל השיקולים – עלויות הייסוף, השלכות ההתערבות על שערי החליפין וכן תועלת אל מול עלויות בהחזקת היתרות – בהתייחסות לרכישת הדולרים.

196 ראו: ליאו ליידרמן וויקטור בהר "ישראל ומשבר הקורונה – היבטים מקרו-כלכליים" חידושים בניהול 8, 26, 36 (2021) לתיאור השפעתו של משבר הקורונה על המשק הישראלי, ובפרט לאמירה כי "מדיניות ההרחבה הכמותית הביאה לזה שבשונה מהעבר, כשהבנקים המרכזיים התמקדו בקביעת הריבית קצרת הטווח בלבד, הפעם הם מנסים להשפיע גם על כל עקום התשואות והריביות".

לפנות מקורות אשראי בנקאי וחוץ-בנקאי לעסקים קטנים יותר.¹⁹⁷ הוועדה סברה ש"אף כי לא היה באותה עת כשל שוק, היה מקום לתוכנית שתחזק את התמסורת מהריבית המוניטרית אל כלל הריביות במשק, תעודר הנפקות של אשראי למגזר העסקי ותפנה מקורות אשראי לכלל מגזרי המשק".¹⁹⁸

כמו כן הפעיל בנק ישראל כלים "לא-קונבנציונליים" נוספים, כהגדרתו, כגון, ביצוע עסקות ריפו עם גופים נותני אשראי חוץ-בנקאיים מפקחים.¹⁹⁹ במסגרת עסקת הריפו ניתנת הלוואה מבנק ישראל לנותני האשראי החוץ-בנקאיים, וכבטוחה הם מעמידים כנגדה ניירות ערך לטובת בנק ישראל. תוכנית זו מופעלת מחודש ינואר 2021 וללא תאריך סיום, אלא לפי שיקול דעתו הבלעדי של בנק ישראל. הגופים הרשאים להשתתף בתוכנית זו הם גופים שקיבלו רישיון מורחב למתן אשראי, כפי שתואר לעיל.²⁰⁰ באופן דומה הופעלה תוכנית לעסקאות מכר חוזר עם משקיעים מוסדיים.²⁰¹ בשלב הראשוני התאפשר שימוש בבטוחות מסוג אגרות חוב ממשלתיות או מק"מ בלבד, ובחודש אפריל 2021 הוחלט שגם אגרות חוב קונצרניות יוכלו לשמש בטוחה.²⁰² המשמעות של עסקאות אלו היא הזרמת אשראי מבנק ישראל גם לגופים פיננסיים שאינם בנק. בנק ישראל הודיע גם על הלוואות למערכת הבנקאית, שיועברו לעסקים קטנים וזעירים בריבית נמוכה יחסית, על מנת להבטיח שעסקים אלו ימשיכו לקבל אשראי מהמערכת הבנקאית אף לנוכח הסיכון שבמשבר הקורונה.²⁰³ מכך עולה, כי בתקופת משבר הקורונה ביצע בנק ישראל שתי פעולות חדשות: ראשית, פעילות עם גופים פיננסיים שאינם בנק, ושנית, רכישת אגרות חוב קונצרניות. אומנם פעולות אלו נערכו בתקופת משבר הקורונה, וייתכן שזמנים קשים דורשים צעדים מתאימים; עם

197 דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2020, לעיל ה"ש 170, בעמ' 8. אגרות החוב שנרכשו הן בדירוג השקעה מקומי A- ומעלה. רכישת אגרות חוב קונצרניות נעשתה במקביל להגדלת רכישת אגרות החוב הממשלתיות.

198 שם.

199 בנק ישראל "התקשרות של נותני אשראי חוץ בנקאיים מפקחים בעסקות מכר חוזר עם בנק ישראל" (20.12.2020). <https://www.boi.org.il/he/Markets/DomesticMarketMonetaryTools/Documents/Repo.pdf>. יצוין כי בין השנים 2008–2009 ביצע בנק ישראל מכרו ריפו לבנקים ולמשקיעים מוסדיים בנוגע לאגרות חוב ממשלתיות. ראו בנק ישראל "מכרו לעסקת מכר חוזר – רכישה ומכירה בחזרה של אגרות חוב ממשלתיות ומק"ם" (תוכנית אב ריפו) (17.7.2008). <https://www.boi.org.il/he/Markets/Documents/Repo.pdf>. מאוקטובר 2009 הופסקו מכרו הריפו של בנק ישראל, ראו באתר בנק ישראל בכתובת: <https://www.boi.org.il/he/Markets/Pages/dictionary.aspx>.

200 תוכנית אב ריפו, לעיל ה"ש 199, בס' 2.1.1.

201 בנק ישראל "הזמנה להצעה לעסקת מכר חוזר – רכישה ומכירה בחזרה של אגרות חוב קונצרניות" (6.4.2020). <https://www.boi.org.il/he/Markets/DomesticMarketMonetaryTools/Documents/repo2020.pdf>.

202 דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2020, לעיל ה"ש 170, בעמ' 10.

203 בנק ישראל "בנק ישראל משיק נדבך חדש בתוכנית להקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים וזעירים" (הודעה לעיתונות 22.10.2020). <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/22-10-20a.aspx>.

זאת יש בסיס טוב להניח כי צעדים אלו ימשיכו גם בזמני שגרה.²⁰⁴ כך עולה למשל מבחינת חלק מהצעדים המוניטריים שננקטו בארצות הברית בתקופת המשבר הפיננסי האחרון (2007-2008). אמצעים מוניטריים כגון תשלום ריבית על זרורות או ביצוע עסקאות מכר חוזר הפוכות (reverse repo) עם גופים פיננסיים שאינם בנק נקטו לראשונה בתקופת המשבר, אך המשיכו גם לאחריו.²⁰⁵ נראה כי אין מדובר במקריות אלא בשינוי תפיסתי כללי שעוברת המדיניות המוניטרית בעשור האחרון, אשר מוביל גם לשינויים באמצעים שנוקטת ארצות הברית.²⁰⁶ לכן צפוי כי גם ישראל תצטרף לשינוי זה, שניצניו הופיעו כאמור בתקופת משבר הקורונה.

במובן זה רכישות הדולרים, רכישות אגרות חוב קונצרניות ועסקאות ריפו עם גופים פיננסיים שאינם בנק מתמזגות יחדיו לתחילתו של שינוי, אשר ייתכן שיהפוך את בנק ישראל ממלווה המוצא האחרון אל "דילר המוצא האחרון". שינוי זה תואר בנוגע לבנק המרכזי האמריקני ולהתנהלותו בעשור האחרון. בעוד שתפקידו הקלאסי של בנק מרכזי הוא לשמש מלווה המוצא האחרון עבור בנקים, מתברר כי בשנים האחרונות הבנק הפרדלי האמריקני מתערב בשוק הפיננסי באופן ובהיקף שהופך אותו לעושה שוק.²⁰⁷ על פניו נראה כי בנק ישראל צועד בעקבותיו.²⁰⁸

3. השלכות המדיניות המוניטרית

לאחר תיאור זה של רכישות מטבע החוץ שמבצע בנק ישראל, כעת ייבחנו השפעותיהן. יצויין כי אין מדובר בהתערבות נקודתית בשוק מטבע החוץ בשל כשל שוק או ברכישה חד-פעמית של דולרים כדי לצבור יתרות; מדובר במדיניות ארוכה ומתמשכת (כ-13 שנה) בקנה מידה גדול, המיועדת להחליש את השקל. למדיניות שכזו יכולה להיות השפעה המיטיבה עם סקטורים כלכליים מסוימים על פני אחרים.²⁰⁹ ההצדקה לכך היא שהערפה זו תשפר את הצמיחה המצרפית.

204 לסתירת הטענה כי שינויים שעברו בנקים מרכזיים לאחר המשבר הפיננסי האחרון הם זמניים בלבד, בשל המסלול המוסדי החדש שעליו עלו, ראו אריה קרמפף "משילות פיננסית" מפתח 13, 83, 103 (2018) (להלן: קרמפף "משילות פיננסית").

205 ראו Fed. Res. Bank N.Y., *Domestic Open Market Operation During 2019, A Report* 11-12 (May 2020). *Prepared for the Federal Open Market Committee*

206 ראו למשל: Claudio Borio & Anna Zabai, *Unconventional Monetary Policies: A Re-Appraisal*, in RESEARCH HANDBOOK ON CENTRAL BANKING 398 (Peter Conti-Brown & Rosa M. Lastra eds., 2018).

207 PERRY MEHLING, *THE NEW LOMBARD STREET: HOW THE FED BECAME THE DEALER OF LAST RESORT* (2010).

208 פישר אף רומז שמעבר אל "דילר המוצא האחרון" הוא נכון, שכן הוא מאפשר לכוון את התערבות הסיוע ולפעול בצורה ממוקדת, ולא רק להזרים נזילות בצורה "עיוורת". ראו פישר "מיתוסים על מדיניות מוניטרית", לעיל ה"ש 169, בעמ' 267.

209 לטענה הכללית כי מדיניות מוניטרית היא חלוקתית, ראו Jonathan Kirshner, *The Inescapable Politics of Money*, in MONETARY ORDERS 3 (Jonathan Kirshner ed., 2003). להרחבה על אודות ביצוע "מדיניות תעשייתית", קרי מדיניות המקדמת פעילויות כלכליות מסוימות, כאשר רגולציה

מחד, מדיניות זו אמורה להיטיב עם היצואנים. זוהי אחת המטרות של רכישת הדולרים שאליהן מתייחס בנק ישראל, כמתואר לעיל. הפיחות בשער החליפין יכול לפעול להשגת יתרון בסחר הבינלאומי באמצעות הפחתת עלויות. מטבע מקומי חזק מקשה על היצואנים ועלול לפגוע בתעשיות מקומיות המייצאות לחו"ל. עידוד היצואנים באמצעות החלשת השקל יכול להגדיל את הייצור ואת התעסוקה בישראל, וכן את הכנסת מטבע החוץ למדינה. בפרט נועדה התמיכה בייצוא לסייע לתעשיית ההייטק.

מאידך, יש מי שטוענים כי שער שקל חלש מקשה על ייבוא סחורות לישראל, לרבות חומרי גלם, ויכול להקשות על פיתוח התעשייה המקומית.²¹⁰ לפי טענה זו דווקא שקל חזק משמעותו כלכלה חזקה.²¹¹ שקל חזק יכול להגביר את כוח הקנייה של העובדים, ולכן אינו גורם לשחיקת שכר. שקל חזק יכול לעודד את הפעילות של חברות מקומיות הלוות במטבע חוץ, ובכך לעודד את הכלכלה.²¹² ישנה גישה כלכלית הגורסת שהגדלת הייצוא אינה מטרה

פיננסית ומדיניות מוניטרית מודגמות כמדיניות תעשייתית, ראו Dani Rodrick, *Normalizing Industrial Policy 2* (World Bank, Commission on Growth and Development Working Paper no. 3, 2008). למרות שמה, אין לה קשר הכרחי ל"תעשייה" דווקא. ראו גם Joseph E. Stiglitz, Justin Yifu Lin & Célestin Monga, *The Rejuvenation of Industrial Policy*, in THE INDUSTRIAL POLICY REVOLUTION 8 (Joseph E. Stiglitz & Justin Yifu Lin eds. (2013)) ("A particular exchange rate policy could be presented as 'neutral' and 'broad-based'. Yet, we know that some sectors, industries, social groups, and even regions are always ATIF MIAN & AMIR SUFI, *HOUSE OF DEBT: HOW THEY (AND YOU) CAUSED THE GREAT RECESSION, AND HOW WE CAN PREVENT IT FROM HAPPENING AGAIN* (2014).

210 ראו זוסמן, לעיל ה"ש 167, בעמ' 42: "יש הטוענים שתהליך ייסוף השקל הוא פועל יוצא של העורך במאזן התשלומים, והוא אף מבורך שכן הוא מוזיל את היבוא ומגדיל את רווחת הצרכנים. טיעונים אלו נכונים למשק שבו הייצוא מאוזן – כלומר שמספר המועסקים בתעשיות הייצוא מהווה חלק נכבד מכלל המועסקים במשק והייצוא כולל מספר רב של ענפים. אולם במקרה הישראלי... שער החליפין מושפע מהצלחתו של מגזר הטכנולוגיה העילית, אשר מעסיק מספר קטן יחסית של עובדים, רובם ככולם בעלי השכלה גבוהה. ייסוף שער החליפין פוגע בפרנסתם של בעלי השכלה נמוכה בתעשיות יצוא פחות מתקדמות ועשוי לפגוע בכוונות לשלב אוכלוסיות בעלות שיעורי השתתפות נמוכים בשוק העבודה".

211 טענות אלו באשר להשפעתו המטיבה של שקל חזק על הכלכלה מצאו ביטוי גם במאמרי דעה, ראו למשל: אוריאל לין "אחריותו של בנק ישראל וממשלת ישראל לחיזוק השקל" לשכת המסחר תל אביב והמרכו (25.5.2014), ראו בכתובת: <https://www.chamber.org.il/newslobby/articles/14452/>; גלעד אלפר "שקל חלש, כלכלה חלשה: הטעות של לפיד ופולוג" מידה (18.11.2013) <https://mida.org.il/2013/11/18> (העוני-בישראל/).

212 מחקרים מהשנים האחרונות מצביעים על כך שהשפעתו של "ערוץ המסחר" אשר תואר כאן (שבמסגרתו החלשת המטבע המקומי תומכת בייצוא) עלולה להיחלש – ואולי אף להתאפס – במצבים שבהם ה"ערוץ הפיננסי" חזק יותר. הערוץ הפיננסי משמעו כי חיזוק המטבע המקומי יכול דווקא לחזק את המאזן של חברות הלוות במטבע זר. חיזוק זה יכול לעודד את הפעילות הכלכלית המקומית. השאלה איזה ערוץ יגבר תלויה בתנאים הפרטניים של כל מדינה. ראו

בפני עצמה, אלא אמצעי למימון הייבוא ולהגדלת הרווחה במשק. כלכלנים התומכים בגישה זו ביקרו את בנק ישראל על רכישות מטבע חוץ בטענה שהן אינן מידתיות ושהתערבותו יוצרת ביקוש עודף למטבע חוץ, מביאה לפיחות מכון בשקל ופוגעת בייבוא אלטרנטיבי, בהורדת יוקר המחייה וברוחות תושבי המדינה.²¹³

אפשר אפוא לבחון את ההשפעה של רכישת הדולרים על הכלכלה דרך שתי שאלות: האם היא מיטיבה עם סקטור אחד מסוים? והאם העדפה זו אכן משפרת את הצמיחה המצרפית? השאלה אם רכישת הדולרים מקדמת את הצמיחה המצרפית היא שאלה שאין עליה תשובה חד-משמעית: "ייסוף השקל מעורר ויכוח אם התופעה תורמת לכלכלה המקומית או פוגעת בה, ובפרט אם התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח מידתית".²¹⁴ כלומר, בהיעדר הסכמה חד-משמעית בשאלה אם רכישת מטבע החוץ מסייעת לכלכלה המקומית אם לאו, נדרש דיון מקיף יותר באשר להתאמתה למטרות בנק ישראל כפי שהן קבועות בחוק. כזכור, אחת ממטרותיו של הבנק בסעיף 3(3) לחוק בנק ישראל היא "לתמוך במטרות אחרות... במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים".

במסגרת דיון שכזה, הבוחן את ההשפעה של רכישת הדולרים על הצמיחה ועל צמצום הפערים החברתיים, יש להתייחס עוד לרווחים שמניבה פעילות רכישת הדולרים, ולמי היא מניבה אותם. יש להתייחס לטענות כי שער החליפין משפיע על הייצוא בענפי התעשייה, בפרט באלו המעורבים טכנולוגית. כמו כן, התערבות הבנק בשער החליפין "מיטיבה עם ענפים שהשכר בהם גבוה מהשכר הממוצע במשק".²¹⁵ הטענה היא כי התערבות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ משפיעה יותר – לטובה – על סקטורים חזקים יותר מבחינה כלכלית.

כמו כן, הריבית שבנק ישראל משלם היא עלות מבחינתו, כמתואר לעיל. עלות זו היא רווח עבור הצד השני למק"מ. יש לבחון אם רוב מחזיקי הנכסים הפיננסיים הם מהשכבות העשירות יותר באוכלוסייה.²¹⁶ מקובל להניח, כי הנכס העיקרי של העשירונים הבינוניים הוא לרוב דירת המגורים שלהם. לכן אפשר לחשוב כי מי שמרוויח מעליית ערכם של נכסים פיננסיים הם העשירונים העליונים. האם זהו המצב גם בעקבות רכישת הדולרים, כך שהריבית שבנק ישראל משלם בגין פעולת העיקור מגיעה לכיסם של בעלי הנכסים הפיננסיים?²¹⁷

בהקשר זה אפשר לתהות גם אם השקעת כספי היתרות במדינות זרות (באמצעות רכישת אגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות בארצות הברית ובאירופה) היא הדרך הנכונה שבה אמור לפעול בנק מרכזי. בהינתן גובה הרזרבות העצום – כמעט חצי מהתמ"ג של מדינת ישראל – שאלת השקעתן מקבלת משנה תוקף. ניתן לחשוב כי השקעתן בכלכלה

Jonathan Kearns & Nikhil Patel, *Does the Financial Channel of Exchange Rates Offset the Trade Channel*, 2016 BIS Q. Rev. 95

213 רוח מבקר המדינה, לעיל ה"ש 191, בעמ' 925-926.

214 שם, בעמ' 921, אשר מתייחס למחקר שערך בנק ישראל בחודש מרץ 2017.

215 שם, בעמ' 928.

216 ראו Mian & Sufi, לעיל ה"ש 209.

217 לתיאור ההשפעה של מדיניות מוניטרית על אי-שוויון, באמצעות "אפקט העושר", המעלה את שווי הנכסים הפיננסיים ובכך מיטיבה עם העשירים, ראו Dietrich Domanski, Michela Scatigna & Anna Zabai, *Wealth Inequality and Monetary Policy*, 2016 BIS Q. Rev. 145. המק"מים נמכרים בניכיון, והפער הוא למעשה הרווח.

המקומית, חלף בכלכלה זרה, היה יכול לשנות את אופייה של הכלכלה המקומית ולהעניק לה דחיפה משמעותית.

הכרעה בשאלות אלו חורגת ממסגרת מאמר זה, אך ההצבעה עליהן ועל כך שההכרעה בהן איננה חד-משמעית נועדה להמחיש את החשיבות של מדיניות רכישת הדולרים ושל מדיניות מוניטרית באופן כללי. בעוד שמדיניות זו יכולה להיראות, למצער במבט ראשון, כמדיניות מקצועית הדורשת יישום טכני גרידא, מתברר כי עלולות להיות לה גם השלכות נרחבות יותר, לרבות חלוקתיות. היות שבנק ישראל פועל מכוח חוק ומגשים את מטרותיו באמצעות רגולציה, שאלות אלו צריכות להידון במסגרת דיון משפטי רחב; דיון הקובע את המסגרת הנורמטיבית שבתוכה אמור בנק ישראל לפעול ואשר מגדירה את מטרותיו – לא רק אלו הכלכליות, אלא החברתיות – וכן את אופן השגתן.²¹⁸ פרק הסיכום ייגע בסוגיות אלו, דרך בחינת עצמאותו של בנק ישראל.

סיכום: מחשבה מחודשת על עצמאות בנק ישראל

שתי המגמות המתוארות במאמר זה מדגימות את המורכבות שבפעילותו של בנק ישראל כרגולטור, הן ביצירת רגולציה פיננסית והן ביצירת מדיניות מוניטרית. מתיאור שתי המגמות אפשר להסיק, כי פעילותו של בנק ישראל כרגולטור בעשור האחרון מובילה לתוצאות הפועלות בחלקן – ואולי שלא במתכוון – לטובת העסקים הגדולים, היצואנים החזקים ותעשיית ההייטק. כך נראה שהפעולה של רכישת הדולרים מיועדת לחזקם, וכך נראה שבפועל הוגברה בעיקר התחרות בשוק האשראי לעסקים גדולים, אשר הריבית בו נמוכה משמעותית. בסופו של דבר שתי המגמות פועלות באותו הכיוון. על רקע ההבנה כי המדיניות המוניטרית והרגולציה הפיננסית משפיעות על עיצוב הכלכלה, מתעוררת מודעות להשלכות ונדרש דיון בענייני, בייחוד משום שנראה שדיון שכזה אינו נערך בצורה מספקת כיום.²¹⁹ מטרתו של מאמר זה אינה לבקר ישירות את מדיניותו הנוכחית של בנק ישראל.²²⁰ ייתכן כי היא אכן מיטיבה עם הכלל בסופו של דבר, אך אני סבורה שגם במצב שכזה אי-אפשר להסתפק בהגדלת הצמיחה המצרפית (אם וככל שהיא מתבצעת) מבלי לבחון אילו סקטורים

218 לטענה כי מדע הכלכלה אינו מספק תשובות מוחלטות אך יכול לשמש ייעוץ לקובעי המדיניות, ראו למשל יוסף זעירא "כלכלה: מדע, מקצוע או אידאולוגיה" 17 (סדרת מחלוקות בכלכלה, מכון ון ליר, 2006).

219 כך הוא המצב גם באופן כללי, וראו את סיכומי בידי Stiglitz, Lin & Monga, לעיל ה"ש 209, בעמ' 8: "There is another reason for a renewed focus on industrial policy: it has become obvious that all governments are engaged in various forms of industrial policies – even those that advocate horizontal or 'neutral' policies end up taking actions that favor certain industries more than others and therefore shape the sector allocation of the economy. In all countries, some industries, sectors, and even firms are favored within the legal framework and often heavily subsidized, often in non-transparent ways"

220 יש להדגיש בצורה ברורה, שהמאמר אינו טוען כי מדיניות בנק ישראל נובעת מקונספירציה או מרצון מכוון להיטיב עם סקטורים ספציפיים, למשל בשל שבי רגולטורי וכיוצא בזה. מדובר בתוצאה לא-מכוונת של פעולותיו.

נהנים ממנה ואילו סקטורים משלמים את המחיר. העדפות שכאלו צריכות להיות גלויות, ברורות וכפופות לדיון. בעוד שהעדפות חלוקתיות שהממשלה מבצעת כפופות לדיון דמוקרטי בכנסת, ההעדפות החלוקתיות שבנק ישראל מבצע אינן כפופות לו.²²¹ המחקר על אודות הקשר שבין "משפט" למערכת הפיננסית התפתח מאוד בעשור שחלף מאז המשבר הפיננסי האחרון. מחקרים משפטיים עדכניים טוענים, כי לרגולציה הפיננסית יש השפעה על עיצוב המערכת הפיננסית ודרכה על הכלכלה.²²² כחלק משרה מחקרי זה, אם כי לא תמיד ישירות, נבחנת מידת עצמאותו הראויה של בנק מרכזי. ככלל, התפיסה הכלכלית-פוליטית המקובלת באשר לבנק מרכזי בעשורים האחרונים מתבססת על עצמאותו.²²³ ההצדקה להפרדה בין מדיניות פיסקלית, המבוצעת בידי המדינה, לבין מדיניות מוניטרית, המבוצעת בידי בנק מרכזי עצמאי, היא כי הבנק המרכזי פועל משיקולים כלכליים, הנובעים ממומחיותו, ולטובת הכלל (קרי, שיקולים שאינם פוליטיים-חלוקתיים). לכן, הלגיטימיות שלו היא "חיצונית" (output legitimacy). וכפי שסוכמה הטענה:

"ברומה למערכת המשפט או הפרלמנט, בנק מרכזי עצמאי מתפקד כמוסד המגונן על החברה האזרחית או המגזר הפרטי מפני הריבון באמצעות הגבלת שליטתו על הכסף. הרשות המוניטרית מגוננת על החברה האזרחית מפני הריבון, משום שבניגוד לריבון הרשאי לנהל מדיניות סלקטיבית, היא נדרשת לפעול בהתאם לכללים קבועים, ברורים ושקופים".²²⁴

- 221 אין בכך כדי לרמוז כי כל ההעדפות החלוקתיות צריכות להתבצע בכנסת. יש בהחלט מקום לגופים בירוקרטיים מומחים, כל עוד נשמרת האחריות, השקיפות והמודעות להשלכות של פעולותיהם. אין בכך גם כדי לטעון שהדיון הדמוקרטי בכנסת הוא מושלם.
- 222 ראו למשל KATHARINA PISTOR, THE CODE OF CAPITAL: HOW LAW CREATES WEALTH AND INEQUALITY (2019). ראו עוד: Tamara Lothian, *What's Law Got to Do with It? Crisis, Growth, Inequality, and the Alternative Futures of Legal Thought*, 18 THEORETICAL INQUIRIES L. 227 (2017). למחקר כלכלי מזוויית שונה, ראו: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Economic Consequences of Legal Origins*, 46 J. ECON. LIT. 285 (2008).
- 223 לתיאור של עצמאות הבנק המרכזי כקונצנוס, ראו: TUCKER, לעיל ה"ש 64, בעמ' 428. לתיאור הדרך והסיבות שהיא הפכה לכזו, ראו שם, בפרקים 17-19. המסקנה שאליה מגיע הכותב בפרקים אלו היא, כי עד למשבר הפיננסי האחרון ובהינתן המדיניות המוניטרית שפעלה בטווח מצומצם, היה אפשר להצדיק את עצמאות הבנק המרכזי באמצעות עמידה בכללים הנקבעים בספר. המצב לאחר המשבר הוא מורכב יותר.
- 224 קרמפף "משילות פיננסית", לעיל ה"ש 204, בעמ' 85. ראו שם גם להצדקה בדבר ההפרדה בפעילות המוניטרית ולפעילותה לטובת הכלל. בעמ' 89 קרמפף מציין כי ניתן לראות בהלוואה לשעת דחק מדיניות תעשייתית. קרמפף מדגיש כי אין הכוונה שאין השלכות חלוקתיות למדיניות מוניטרית, אלא שמאמרו אינו עוסק בהן.

ההצדקה המתוארת לעצמאות הבנק המרכזי היא כדי שהוא יוכל לפעול בצורה מקצועית בלבד, ומשוחררת מלחצים פוליטיים. הצדקה זו מתבססת על מומחיות מקצועית.²²⁵ זו גם הסיבה שאסור לבנק ישראל להדפיס כסף עבור הממשלה.²²⁶ אפשרות אחת לניהול כלכלה היא באמצעות הדפסת כסף, העברתו לממשלה וחלוקתו ישירות למשק לפי שיקולים כלכליים ופוליטיים באמצעות רכישת שירותים וסחורות מהמגזר הפרטי, הקמת פרויקטים ציבוריים וכן הלאה; האפשרות האחרת היא בנק מרכזי עצמאי, שמחליט על כמות הכסף בעיקר בהתאם לשיקולי אינפלציה, ייצורו הוא באמצעות המערכת הבנקאית והוא מועבר בעקיפין למשק, כפי שמתואר בתמצית לעיל בנוגע למצב השורר כיום.²²⁷

הצדקה זו שימשה לקביעת עצמאות הבנק בחוק בנק ישראל, בשונה מהמצב המשפטי שקדם לו, כפי שתואר לעיל. יש לציין כי החוק קובע גם את מטרות הבנק, כך שעצמאות הבנק היא בפועלו (אך לא בבחירת מטרותיו). נוכח השיקולים הרבים שהועלו במאמר זה עולה השאלה הבאה: האם מנגנון העצמאות הקיים הוא הדרך הטובה ביותר להשיג את מטרות הבנק? ובפרט, האם מנגנון זה ראוי נוכח השפעותיה (בייחוד החלוקתיות) של פעילותו של בנק ישראל כרגולטור, היעדר היכולת לקבוע בהכרח החלטה שהיא החלטת "מומחה" חריגה, והאיון הקיים בחוק הנוכחי בין עצמאותו לבין אופן שקילת השיקולים ובחירת השיקולים המובאים בחשבון? או שמא הוא צריך להיבחן מחדש?

בשנים האחרונות שאלת עצמאותו של הבנק המרכזי הולכת ותופסת חלק ניכר יותר בדיון הפוליטי-כלכלי-משפטי.²²⁸ ישנם שלושה יתרונות מקובלים לעצמאות הבנק המרכזי.²²⁹ ראשית, נמצא קשר חיובי בין אינפלציה נמוכה לעצמאות הבנק המרכזי. שנית, העצמאות מאפשרת לבנק המרכזי לפעול לפי שיקולי מקצועיות לטווח הבינוני. כך נמנעת מדיניות

225 אריה קרמפף המקורות הלאומיים של כלכלת השוק 160 (2015) (להלן: קרמפף המקורות הלאומיים).

226 ס' 49 לחוק בנק ישראל.

227 לסיכום תמציתי של גישה קיינסיאנית מול גישה מוניטריסטית בהקשר זה, ראו ד"ר אלי קוק "שובה של שאלת הכסף" הזמן הזה (מאי 2020), ראו בכתובת: <https://hazmanhazeh.org.il/mmt/>.

228 ראו למשל Chad M. Pollard, *The Neutral Road: Toward Complete Independence of the Federal Reserve System*, 98 CORNELL L. REV. 743 (2013); Jose Gabilondo, *Financial Hospitals: Defending the Fed's Role as a Market Maker of Last Resort*, 36 SEATTLE U. L. REV. 731 (2013); Peter Conti-Brown, *The Institutions of Federal Reserve Independence*, 32 YALE J. ON REG. 257 (2015); Morgan Ricks, John Crawford & Lev Menand, *Central Banking for All: A Public Option for Bank Accounts* (The Great Democracy Initiative Report, June 2018).

229 לתיאור כללי של היתרונות ולהפניה למאמרים המבססים אותם, ראו Jakob de Haan et al., *Central Bank Independence Before and After the Crisis*, 60 COMP. ECON. STUD. 183, 185-88 (2018). ראו גם סטנלי פיישר "תפקיד הבנק המרכזי: המקרה הישראלי" הרבעון לכלכלה 53, 229, 230-229 (2006). במאמר, שנכתב טרם חקיקת חוק בנק ישראל, פיישר מציין כי נדרש שינוי של החוק (הישן) כדי לממש את עצמאות בנק ישראל. ראו גם קרמפף המקורות הלאומיים, לעיל ה"ש 225 (התיאור המובא שם, בעמ' 135).

מוניטרית הנובעת מלחצים פוליטיים שעלולים להוביל למדיניות מוניטרית מרחיבה מדי. מקובל להניח כי האינטרס של הפוליטיקאים ייטה לחלוקת כסף לפי קבוצות לחץ או תזמון לפני בחירות, ועלול לעוות את החשיבה המוניטרית כך שהיא תיטיב בטווח הקצר עם הבוחרים. שלישית, יש קשר חיובי בין עצמאות הבנק המרכזי לבין יציבות פיננסית. אפשר לומר, כי יתרונות אלו הובילו לראיית העצמאות כקונצנזוס בראייה הכלכלית בעשורים האחרונים. חיזוק עצמאותו של בנק ישראל עולה בקנה אחד עם המגמה שהתגברה החל משנות השבעים לעלייה בעצמאות של בנקים מרכזיים בעולם.²³⁰

ניתן לבחון את שאלת עצמאותו של הבנק המרכזי בשתי רמות. ברמה הראשונה נשאלת תחילה השאלה, אם מדיניות מוניטרית יכולה לקדם אינטרס שהוא "אינטרס הכלל", או שלמדיניות מוניטרית יש השפעות חלוקתיות.²³¹ ככל שמדיניות מוניטרית משרתת אינטרס המיטיב עם הכלל ואין לה השפעות חלוקתיות, תגבר ההצדקה לעצמאות הבנק המרכזי, ולהפך. הדעה המקובלת עד לאחרונה גרסה, שמדיניות מוניטרית היא ניטרלית במובן זה שאין לה השפעות חלוקתיות לטווח הארוך.

שאלה זו ניתנת לבחינה גם בדרך דומה, בשאלה אם מדיניות מוניטרית היא אכן מדיניות מצומצמת וטכנית בעיקרה, או שבשנים האחרונות היא התרחבה משמעותית וכוללת כלים שונים מבעבר, אשר להם השפעה גדולה יותר על השוק הפיננסי, בפרט כלים ההופכים את הבנק המרכזי ל"דילר המוצא האחרון". ככל שמדובר במדיניות בעלת השפעה גדולה יותר – בין אם "רק" על השוק הפיננסי ובין אם על חלוקת העושר בחברה – נדרשת הצדקה חזקה יותר להמשך יצירתה בידי גוף עצמאי.

מחקרים מעלים כי המומחיות הכלכלית איננה מספקת פתרון אחד שהוא האידיאלי, גם בנוגע למדיניות המוניטרית.²³² כך למשל, הועלו טענות כי מאחר שהסיבות הכלכליות אינן יכולות להצדיק בחירה במדיניות מוניטרית אחת על פני אחרת (מצמצמת או מרחיבה), הבחירה נובעת מסיבות אחרות, פוליטיות (חלוקתיות), אף שהבחירה מוצגת פעמים רבות כנובעת מדרך כלכלית יחידה אפשרית ובלתי־נמנעת. משמעות הדבר היא כי לא תמיד ניתן לדבר על אינטרס יחיד של טובת הכלל כזוה המכתיב מדיניות מוניטרית מסוימת דווקא, אלא יש לבחון נוסף על השלכות המדיניות על הצמיחה המצרפית את השפעותיה החלוקתיות של המדיניות על סקטורים שונים.²³³

230 De Haan, לעיל ה"ש 229, בעמ' 192–193.

231 רוב ההתמקדות בשאלה של עצמאות הבנק המרכזי נוגעת למדיניות המוניטרית, אך האמור בעניינה יפה (בשינויים המחויבים) גם כאשר לרגולציה פיננסית, בייחוד מאחר שאין בחוק תיחום של עצמאות הבנק למדיניות מוניטרית בלבד.

232 הכרה בהשפעות החלוקתיות הקיימות לביצוע מדיניות מוניטרית אף הובילו למסקנה כי פעילות הבנק המרכזי היא – באופן אינהרנטי – חלוקתית. ראו Andrew Bowman, et al., *Central Bank-Led Capitalism?* 36 SEATTLE U. L. REV. 455 (2013).

233 ראו Kirshner, לעיל ה"ש 209, בעמ' 11–14, 20 ו־23. ראו גם KRIPPNER, לעיל ה"ש 156, בעמ' 107, המתארת באופן דומה את ההשפעות של קביעת רמת הריבית ככאלו שאף שהן מוצגות כעניין טכני ואי־פוליטי, הן מעצבות תוצאות חלוקתיות – במישורן באמצעות העברת משאבים כלכליים מלווים אל המלווים, ובעקיפין באמצעות קביעת שיעור הצמיחה הכלכלית. כן ראו גם ממזן ורוזנהק, לעיל ה"ש 36, בעמ' 113: "כפי שטוען ג'וזף שטיגליץ בניסוח בוטה משהו,

טענה זו כי אי-אפשר להצביע על אינטרס אחד של טובת הכלל מתממשת גם כאשר נבחנות פעולות פרטניות של יישום מדיניות מוניטרית, כגון השאלה אם עדיף שער מטבע קבוע או גמיש. נטען כי לאחר בחינה של מגוון שיקולים אפשריים בהכרעה אם להשאיר מטבע קבוע או גמיש, עלתה המסקנה כי שיקולים כלכליים של תועלת מצרפית מספקים לכל היותר הסבר חלקי מדוע נבחר שער מטבע כזה או אחר. היות שאי-אפשר להצביע על שער מטבע קבוע או גמיש ככזה המגדיל באופן בלעדי את התועלת המצרפית, הבחירה ביניהם יוצרת השפעות חלוקתיות, וככזו היא החלטה פוליטית-חלוקתית (ולא רק "כלכלית").²³⁴ טענות דומות הועלו גם כאשר למדיניות הריבית, כאשר נטען למשל כי על רקע המצב הכלכלי בשנים האחרונות מדיניות הריבית הנמוכה של ה-Federal Reserve גורמת לעליית מחירי הנכסים ומשרתת את בעלי הנכסים.

אפילו חלק ממי שטוענים כי למדיניות מוניטרית אין (כמעט) השפעות חלוקתיות מסכמים כי מדובר בפעילות מוניטרית "רגילה", אשר אינה משתמשת במאזן הבנק המרכזי. לעומתה, מדיניות מוניטרית לא-שגרתית, כמו זו המיושמת לאחר המשבר הפיננסי האחרון, כוללת לרוב השפעות חלוקתיות משמעותיות יותר.²³⁵ כך גם בענייננו ניתן לחשוב כי המדיניות המוניטרית הלא-שגרתית של רכישת הדולרים, המשתמשת במאזן בנק ישראל, היא בעלת השפעות חלוקתיות גדולות הרבה יותר ממדיניות מוניטרית רגילה. מובן גם שככל שפעילותו של בנק ישראל כוללת השפעות חלוקתיות גדולות יותר, נדרשת הצדקה חזקה יותר לעצמאותו.

ברמה השנייה נשאלת השאלה, אם לעצמאות הבנק המרכזי יש חסרונות. כלומר, בהינתן אינטרס הכלל שמדיניות מוניטרית יכולה להשיגו, האם עצמאות הבנק המרכזי היא שתאפשר להשיגו? היתרונות תוארו לעיל, ונוגעים ליכולתו לפעול ללא לחצים פוליטיים. אך יש גם חסרונות למבנה המוסדי של עצמאות.

כך למשל, במאמר שפרסמו לאחרונה חוקרים מהבנק העולמי נטען, כי עצמאותו של בנק מרכזי מגדילה את אי-השוויון בהכנסות.²³⁶ עצמאות הבנק המרכזי גורמת לממשלות להעדיף סוגי מדיניות אשר מרעים את מצבן של השכבות הנמוכות יותר באוכלוסייה, ומיטיבים בעיקר עם שני העשירונים העליונים. עצמאות הבנק המרכזי מעבירה הכנסות מהעשירונים הנמוכים אל העשירונים הגבוהים. מטרת המחקר היא לבדוק כיצד העיצוב המוסדי של המדיניות המוניטרית משפיע על קבלת החלטות של קובעי המדיניות, וכפועל יוצא מכך על אי-השוויון. לפיכך המחקר בוחן באופן אמפירי שלושה מנגנונים שבאמצעותם

המדיניות האנטי-אינפלציונית התקיפה שנוקטים בנקים מרכזיים רבים כדי להשיג יציבות מחירים 'מבוססת יותר על אמונות ופחות על עדויות מדעיות'."

234 ראו J. Lawrence Broz & Jeffrey A. Frieden, *The Political Economy of International Monetary Relations*, 4 ANNU. REV. POLIT. SCI. 317, 326, 331 (2001).

235 De Haan, לעיל ה"ש 229, בעמ' 194-195.

236 Michal Aklin, Andreas Kern & Mario Negre, *Does Central Bank Independence Increase Inequality?* (World Bank Research Policy of International Monetary paper n. 9522, January 2021). יובהר כי המאמר אינו טוען שעצמאות הבנק המרכזי גורמת לאי-השוויון. כמו כן, המאמר אינו בוחן את השפעותיה של המדיניות המוניטרית כשלעצמה, אלא מתמקד בעיצוב המוסדי בלבד.

עצמאות הבנק המרכזי משפיעה על הממשלה ומובילה לתוצאות האמורות, והרלוונטי ביותר לענייננו הוא המנגנון הפיננסי. נטען כי כדי לפצות על אי-היכולת להשפיע על המדיניות המוניטרית, הממשלות פועלות כדי להגדיל את כמות האשראי בשווקים הפיננסיים. כך נבדק ונמצא כי ככל שהבנק המרכזי עצמאי יותר, ניתן לזהות יותר דה-רגולציה של המערכת הפיננסית ועידוד התחרות בה.²³⁷

ממצא זה תואם גם את המסקנה העולה מהאמור לעיל. אומנם המאמר אינו מבצע בדיקה אמפירית, אך בכל זאת אפשר לזהות עלייה בתחרות בשוק הפיננסי, כאמור בפרק השני, המתרחשת במקביל לעלייה בעצמאות הבנק המרכזי כאשר היא מעוגנת לראשונה בחוק, כאמור בפרק השלישי. לטענת כותבי המאמר מהבנק העולמי, עידוד אשראי בצורה שכזו אינו מוביל לתוצאות פרודוקטיביות, כי אם להגדלת החוב של השכבות החלשות יותר, בעיקר לצריכה. שכבות אלו מנסות לפצות על מדיניות מוניטרית מצמצמת בדרך של חובות, אך כך שוקעות יותר ויותר בהחזרתם. ישנה טענה כי תהליך דומה מתרחש גם בארץ.²³⁸ עולה מכך כי לעצם העצמאות יש השפעה חלוקתית, אף ללא קשר לתוכן המדיניות המבוצעת במסגרת הבנק המרכזי.

אומנם לפני למעלה מעשור נקבעה בחוק עצמאותו של בנק ישראל; אך נדמה כי בשלה העת לבחינה מחודשת שלה, בייחוד נוכח התרחבות תפקידיו של בנק ישראל ביישום המדיניות המוניטרית והשלכותיהם ונוכח ההשפעה הרבה שיש לו על עיצוב המערכת הפיננסית באמצעות הרגולציה. הדברים מקבלים משנה תוקף נוכח הטענה כי הפיקוח על הבנקים הוא "רגולטור שבוי", הפועל לעיתים מתוך אינטרסים זרים (כגון הדלת המסתובבת שתוארה מוקדם יותר).²³⁹ אף אם אין מקבלים את הטענה במלוא חומרתה וגם אם היא נכונה רק בחלקה, מתעורר חשש באשר לאובייקטיביות ולניטרליות שבהן נקבעת לכאורה הרגולציה הפיננסית.

לפיכך נדרשת מחשבה מעמיקה יותר על פתרונות משפטיים המאזנים בין הכרה בצורך מסוים במומחיות בקביעת הרגולציה הפיננסית והמוניטרית לבין ההכרה כי מדובר בהכרעות שהן פוליטיות בחלקן,²⁴⁰ קרי הכרעות בעלות השלכות חלוקתיות שאינן נובעות ישירות

237 שם, בעמ' 18.

238 ראו רותם שטרמן "הלואות זה רעל" דה מרקר (28.1.2022). לעלייה בהיקף החובות של משקי הבית, ובפרט לחשש הנוגע למצבן הפיננסי של השכבות החלשות, ראו: לביב שאמי "החוב של משקי הבית בישראל" (מרכז טאוב, ינואר 2019) וכן הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה "מדדי קיימות בישראל 2021" (הודעה לתקשורת 18.8.2021). בשנת 2021 עלה שיעור החוב של משקי הבית ב-14.5% (לדיוור) וב-10% (חוב שאינו לדיוור) לעומת השנה הקודמת. ראו דוח בנק ישראל 2021, לעיל ה"ש 171, בעמ' 120.

239 יש מי שטוענים כי בשל כוחות כלכליים-פוליטיים (ובפרט הקשר ההדוק עם המערכת הפיננסית) לא תיתכן "עצמאות" מלאה של הבנק המרכזי. הכרעה בסוגיה זו דורשת דיון רחב יותר ממסגרת מאמר זה. ראו למשל: Gerald Epstein, *Democratic Money: Central Bank Independence vs. Contested Money*, 2-4 (2021) <https://justmoney.org/g-epstein-democratic-money-vs.-central-bank-independence-vs-contested-control-part-1>.

240 להכרה בצורך זה ולהצעה לשינוי, ראו: ANNELISE RILES, FINANCIAL CITIZENSHIP: EXPERTS, PUBLICS AND THE POLITICS OF CENTRAL BANKING (2018). הכוונה איננה להכפיף את בנק

והדר-משמעית ממומחיות כלכלית. ההכרעות של בנק ישראל כרגולטור המשפיע על כסף ועל אשראי מעצבות את הכלכלה בצורה אחת ולא אחרת,²⁴¹ כך למשל ככלכלה הנשענת יותר על ייצוא. אין ספק כי שאלות אלו צריכות לקבל מקום של חשיבות בדיון המשפטי הנוכחי לצורך קבלת הכרעה דמוקרטית יותר. השפעתן על חיי היומיום של כל אחת ואחד מאיתנו היא עצומה.

באמצעות רגולציה פיננסית אפשר לבחור למשל אם הבנקים ישמרו על כוחם בשוק האשראי הקמעונאי, או אם גופים חוץ-בנקאיים או גופי פינטק יתחרו בהם כמתן אשראי זה. מקובל לעיתים לחשוב כי השוק הוא שקובע את עיצובה של המערכת הפיננסית לפי היצע וביקוש; כך, אם יש ביקוש לאשראי חוץ-בנקאי – יוקמו גופים המספקים אותו; וכך, מחיר האשראי לעסקים קטנים נקבע לפי רמת הסיכון שלהם. לפי תפיסה זו, הרגולציה הפיננסית צריכה להתערב רק במקרים של כשלי שוק מוכחים. לגישה כי תפקידה של הרגולציה הפיננסית הוא להתערב רק בכשלי שוק ישנן שתי השלכות מרכזיות: ראשית, ההנחה כי הרגולציה יכולה וצריכה להיווצר בידי מומחים;²⁴² ושנית, כי הרגולציה אינה צריכה לעצב את השוק אלא רק לתמוך בו.

שתי המגמות המתוארות במאמר זה והשלכותיהן מעלות סימני שאלה בנוגע לגישה מקובלת זו. רגולציה פיננסית ומדיניות מוניטרית שתיהן משפטיות בהוויתן, הן בשל הכלל המשפטי המסדיר את יצירתן והן בשל יישומן באמצעות כללים משפטיים.²⁴³ שתי המגמות המתוארות מראות כי בפועל הן מעצבות את צורתה של המערכת הפיננסית לא פחות מהשוק, והמערכת הפיננסית משפיעה בתורה על הכלכלה הריאלית דרך השאלה מי יקבל אשראי ובאילו תנאים ודרך השאלה לטובת מי תיערך התערבות מוניטרית.

בהינתן כי רגולציה פיננסית ומוניטרית אכן מעצבות את המערכת הפיננסית ומשפיעות על הכלכלה הריאלית, ניתן להשתמש בהן במודע גם כדי לעצב את הכלכלה באופן שיוביל לשגשוג אנושי ולשוויון. שינוי תפיסתי שכזה יכול להוביל לשינוי רחב יותר ברגולציה הפיננסית

ישראל לכנסת, אלא למשל להציע גיוון במכלול השיקולים שהבנק נדרש לשקול.
 241 קרמפף המקורות הלאומיים, לעיל ה"ש 225, בעמ' 147, טוען כי התמריץ להקמת בנק ישראל היה בעיקר הצורך של הממשלה במכשיר שליטה על האשראי שיאפשר לתעלו לאפיקים נבחרים. יובהר כי כוונת המאמר איננה להעביר את השליטה באשראי אל הממשלה, אלא לכוון למציאת פתרון המאזן בצורה טובה יותר מהפתרון החוקי הקיים. ראו שם גם בעמ' 179 לחשיבות ההכרעה מי מכוון את האשראי, ולכך שהעברת השליטה אל בנק ישראל מהווה דה-פוליטיזציה של התהליך.

242 לתיאור של יצירת מדיניות מוניטרית כחלק מפעילות פוליטית המתבצעת בחקיקה, וכן את המעבר אל יצירתה כ"מדע", ראו: Roy Kreitner, *Shifting the Ground of Monetary Politics: The Case of the 1870s* 11-21 (Tel-Aviv Faculty of Law, Law and History Working Christine Desan, Papers No. 3/5773, April 10, 2013) (on file with author) *Matter of Money: The Market as a Denaturalizing Economic Currency in American Constitutional History*, 30 LAW & SOC. INQ. 1 (2005)

243 עוד על הקשר שבין המשפט והמערכת הפיננסית, ראו: Katharina Pistor, *A Legal Theory of Finance*, 41 J. COMP. ECON. 315 (2013); Roy Kreitner, *Legal History of Money*, 8 ANNU. REV. LAW SOC. SCI. 415 (2012)

והמוניטרית, מתוך ראייתה לא ככזו האמורה רק לתקן כשל שוק, ולא רק כ"מומחית", אלא ככזו שהתערבותה מוצדקת ולגיטימית גם כדי לכוון הן את כמות יצירת האשראי בשוק הפיננסי והן את הגעתו למקומות הרצויים מבחינה חברתית. לצורך כך יש להרחיב את השיקולים שעל בנק ישראל לשקול בפעולתו כרגולטור כחובה בחוק, גם אם הדבר דורש צמצום מסוים של עצמאותו, ואולי אף לשנות את סדר העדיפויות של מטרותיו כפי שהן קבועות בחוק הנוכחי. ההצדקות ששימשו לקביעת המטרות והעצמאות בחוק, ובעיקרן הניטרליות של המדיניות המוניטרית וחוסר היכולת שלה להשפיע מעבר לטווח המצומצם של הריבית, מתערערות נוכח הנטען במאמר זה. לא זו בלבד שבנק ישראל בהחלט יודע "לקחת מזה ולהעביר אל זה", הוא אף עושה כן בפועל.

