**הנגיד, פרופ' אמיר ירון - מדיניות מוניטרית וצמיחה - 11/6/2019**

הוועדה המוניטרית בבנק ישראל – מתקיימת מכוח חוק בנק ישראל משנת 2010 ומורכבת מ-3 נציגי ציבור חיצוניים, בעלי רקע כלכלי, ו- 3 נציגים של בנק ישראל – הנגיד, המשנה לנגיד ונציג נוסף. לנגיד קול נוסף במקרה של הצבעה שוויונית.

בישראל לא היתה התערבות ציבורית בנושא החלטות ריבית.

מטרות בנק ישראל:

1. שמירה על יציבות מחירים כמטרה מרכזית.
2. תמיכה במדיניות הכלכלית, במיוחד בצמיחה, בתעסוקה ובצמצום הפערים.
3. תמיכה ביציבות המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה.

שתי המטרות הראשונות דומות מאוד למטרות של בנקים מרכזיים אחרים בעולם (למעט נושא צמצום פערים). המטרה האחרונה לא נמצאת ברשימת המטרות במדינות רבות אחרות, ושם מצוי עיקר הניסיון להתערבות בפעילות הבנק.

הבנק הוא גם יועץ לאנשי הפוליטיקה בנושאים מוניטריים ואחרים.

כלי המדיניות של בנק ישראל בתקופה האחרונה (2007- 2019):

כלים **מוניטריים** – ריבית בנק ישראל והתערבות ישירה בשוק מטבע החוץ.

הריבית – כמעט ולא השתנתה בשנים האחרונות, עלתה השנה מ-0.1 ל-0.25.

התערבות בשוק המט"ח בשנים האחרונות נעשתה בעקבות שני אירועים מרכזיים: נושא מציאת הגז הטבעי ושינויים דרסטיים בשער החליפין.

כלים **יציבותיים** – צמצום הסיכונים בשוק האשראי למשקי בית באמצעות מגבלות שונות. רוב הכלים מרוכזים בשוק הנדל"ן – היכולת לקחת משכנתאות, הסיכונים שלוקחים בזמן נטילת משכנתא, בדיקת ההכנסה אל מול התשלום החודשי – כולם פרמטרים שמשפיעים כדי למנוע חדלות פירעון, למשל במקרה של מיתון ואבטלה.

מדוע יעד האינפלציה הוא 1-3% ולא 0?

אינפלציה היא הקצב שבו המחירים במשק עולים, תהליך של ירידה מתמשכת בערך המטבע. לאינפלציה השפעות נרחבות על הכלכלה ועל קבלת ההחלטות של השחקנים השונים.

1. יעד אינפלציה חיובי מאפשר שינויי מחירים יחסיים בתנאים של קשיחות מחירים ו/או שכר כלפי מטה.
2. טעויות מדידה: חלק מעליית המחירים הנמדדת היא כנראה תוצאה של שיפור באיכות המוצרים ולכן האינפלציה בפועל מעט נמוכה מהאינפלציה הרשמית.
3. יעד אינפלציה אפסי עלול להוביל לתקופות בהן האינפלציה בפועל שלילית, ובשל מגבלת רצפת הריבית (ZLB) היכולת של הבנק המרכזי להחזיר את האינפלציה אל היעד מוגבלת.

מרווח התמרון בריבית מוגבל – בעיית ה-zero lower bound:

* בעת האטה בנקים מרכזיים משתמשים בריבית נמוכה על מנת לעודד השקעה וצריכה.
* הבנק המרכזי מוגבל ביכולתו להוריד את הריבית: אם יקבע ריבית שלילית, פרטים יעדיפו להחזיק את הכסף "מתחת לרצפה". זו בעיית ה-zlb.
* כיצד התמודדו בנקים מרכזיים עם ה-zlb:

ריבית מעט מתחת ה-0 ללקוחות גדולים בלבד, אשר מעדיפים להחזיק את כספם אצל מוסדות פיננסיים, גם בעלות של ריבית שלילית.

התערבות בשוק המט"ח.

Qe – הרחבה כמותית. זהו כלי שבו בנק ישראל לא השתמש באופן ישיר. המשמעות היא שינוי במאזן של הבנק שבו הבנק עצמו קונה נכסים פיננסיים ובכך הוא מבצע הרחבה כמותית שהיא שונה משינוי הריבית קצרת הטווח. זה נעשה גם בארה"ב וגם באירופה.

האם יש בהכרח קשר בין אינפלציה ליוקר מחיה? התשובה שלילית.

האם קביעת יעד אינפלציה חיובי משמעה הגדלת יוקר המחיה על ידי הבנק המרכזי? התשובה שלילית.

אינפלציה היא תופעה שבה כל הגדלים הנומינליים עולים בממוצע באותו שיעור (מחירים, שכר, שער חליפין) ואין שינוי ריאלי ביכולת של הצרכנים לקנות מוצרים.

לראיה יש מדינות עם אינפלציה מאוד נמוכה אבל יוקר מחיה מאוד גבוה (שוויץ) ולהיפך (זימבבואה).

בסופו של דבר יוקר המחיה ירד אם השכר יעלה יותר מהר מהמחירים – תהליך שאכן התרחש בשנים האחרונות בישראל, כשראינו עלייה נאה של השכר הריאלי.

בעולם יש תפיסות מגוונות בנוגע ליעד האינפלציה. בישראל – בשל כל סיבות ההטיה של האינפלציה, שהיא בפועל יותר נמוכה מהאינפלציה שנרשמת, ועל מנת לעגן את ציפיות האינפלציה, כן חשוב לנסות לכוון את האינפלציה לא רק בין 1 ל-3 אלא יותר למרכז היעד.

במדינות מתועשות רבות, היחס בין אינפלציה לאבטלה מעט השתבש אחרי שנת 2008. יש מדינות שבהן למרות ההרחבה המוניטרית האינפלציה לא מתפרצת. יש לכך כמה אסכולות. אחת מהן אומרת שיש גלובליזציה, שיוצרת לחץ מחירים כלפי מטה. יש מי שטוען שהתמסורת של הבנקים המרכזיים השתנתה, ועוד. כתוצאה מכך – למרות שהבנקים המרכזיים בעולם דומים זה לזה, הרי שגם הבנק המרכזי בארה"ב (שם יעד האינפלציה הקיים הוא 2%) בוחן את האפשרות להפוך את יעד האינפלציה ליעד ממוצע בטווח הבינוני. זאת כחלק מהתחייבות לפצות על חריגה כלפי מטה מיעד האינפלציה בחריגה של האינפלציה בעתיד מעל היעד. ה"פיצוי" מעל 2% גם תומך בציפיות אינפלציוניות ועקומת פיליפס יותר תלולה. ככלל הבנק לא משנה את היעד של 2%, אך מבקש ליצור מצב שאם האינפלציה תרד פחות מ-2% הוא יפעל להעלותה מעל ל-2%.

בקנדה, הבנק המרכזי אחראי לא רק על עמידה ביעד האינפלציה, אלא גם מנהל תהליך בחינה של יעד האינפלציה עצמה.

הורדה של הריבית הריאלית לטווח קצר גורמת לכך שההשקעה העולה, הצריכה עולה, הדולר אטרקטיבי יותר ונגרם מעין פיחות, שמשפיע על היצוא ובאופן ישיר על האינפלציה. כך שלפי המודל התיאורטי – נדרש לראות גידול בפעילות הריאלית ובאינפלציה.

עם זאת המציאות מסובכת יותר, כי הריבית הריאלית היא המשפיעה ולא הנומינלית. לטווח ארוך במצב של יציבות, הריבית הריאלית הטבעית נקבעת על ידי גורמי צמיחה ארוכי טווח כגון דמוגרפיה ופריון ולא ממדיניות ריבית. לטווח הקצר – הריבית הריאלית הרבה יותר מתונה מהנומינלית, ונמצאת בטווחים שליליים בתקופות מסוימות.

למעשה אנשים מסתכלים על פעילויות שונות בטווחים שונים (משכנתא, מול רכישות אחרות למשל).

הריבית ארוכת הטווח ולא קצרת הטווח היא שמשפיעה על חלק גדול מהחלטות הצריכה וההשקעה.

בנק ישראל קובע את הריבית קצרת הטווח, אבל הריבית ארוכת הטווח מושפעת ממגוון גורמים נוספים: הריבית הריאלית הטבעית שעליה, לפי התיאוריה, למדיניות המוניטרית אין כל השפעה וכן גורמים קצרי טווח כמו ציפיות לאינפלציה ולריבית הבנק המרכזי.

בעוד שההשפעה של המדיניות המוניטרית על התשואות הריאליות ניכרת לטווחים קצרים, בטווחים הארוכים היא מתמתנת.

כיצד בנקים מרכזיים מנסים להשפיע על הריבית לאורך העקום?

בנקים מרכזיים עשו שימוש נרחב בהרחבה כמותית – qe. זה קרה בארה"ב. באירופה לקח להם יותר זמן להרחיב את המאזן.

כדי להשפיע על הריבית ארוכת הטווח משתמש הבנק המרכזי גם ב-forward guidance שמשפיע על הציפיות. למשל – בנובמבר 2015 לאור התפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, בשער החליפין, וכן במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים, הוועדה המוניטרית מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב.

בחינה אמפירית מעלה שעצם ההצהרה (ה-forward guidance) היא אפקטיבית בהשפעה על התשואות ארוכות הטווח.

לאחר המשבר הפיננסי של שנת 2008 בנק ישראל כמו בנקים מרכזיים רבים אחרים, הוריד את הריבית לרמות אפסיות.

אולם הריבית הריאלית בישראל גבוהה בהשוואה בין לאומית וחיובית בטווח הארוך. אנחנו פחות או יותר בין ארה"ב לאירופה. מבחינת הריבית הריאלית אנחנו יותר קרובים לארה"ב מאשר לסביבה האירופאית.

סביבת ריבית נמוכה עשויה ליצור תנאים להתגברות הסיכונים הפיננסיים, ולכן בנק ישראל משתמש בצעדים מקרו יציבותיים:

לאור הגידול בהיקף המשכנתאות, החל בנק ישראל ליישם המכונים "מקרו יציבותיים" במטרה להפחית את הסיכון ליציבות המערכת הפיננסית שנשקף משוק האשראי לדיור. כתוצאה מכך הצליחו למנוע מינוף יתר בשוק המשכנתאות חרף הריבית הנמוכה.

כלל טיילור הוא כלי המסייע בקביעת מדיניות מוניטרית. זהו כלי הוא שהוא אומדן סטטיסטי לתיאור מדיניות מוניטרית. הכלל מאזן בין שתי המטרות של המדיניות: תמיכה בצמיחה לצד שמירה על יציבות מחירים.

בזמן אמת אין לנו אומדנים מדוייקים של רבים מהמשתנים הרלוונטיים. לכן בדיוני הוועדה המוניטרית משתמשים במודלים ובאומדנים לגדלים הללו.

כלל טיילור במשק קטן ופתוח, כמו ישראל תלוי במשתנים נוספים.

כדי להבין את הדינמיקה של האינפלציה בוחנים גם את מרכיביה. האינפלציה הנמוכה נובעת במידה רבה מהשפעות חיצוניות למשק.

האינפלציה והפעילות הריאלית מושפעות גם משער החליפין.

ההחלטה מתבססת בין היתר על מצבו של שוק העבודה שהוא איתן בשנים האחרונות. כמו כן הבנק בוחן גם את תחזיות הצמיחה בעולם. גם התחזית להתפתחות התנאים הכלכליים נלקחת בחשבון.

מספר נושאים נוספים שנמצאים על שולחנו של בנק ישראל:

ייעוץ כלכלי לממשלה – המלצות לממשלה בנושא הצעדים התקציביים הנדרשים. זהו אחד מהנושאים האקוטיים היום. חשוב מאוד לא לתת לתקציב וליחס חוב – תוצר להתבדר, בעיקר במצב של גירעון מצטבר של כ-20 מיליארד.

הגברת התחברות במערכת הפיננסית – המערכת לשיתוף נתוני אשראי עלתה לאוויר.

שמירה על יציבות המערכת הפיננסית – הוועדה ליציבות פיננסית.

נושא הפריון – אחד מהנושאים החשובים ביותר במדינת ישראל. הצמיחה במדינת ישראל היא של 3%, אך הצמיחה לנפש נמוכה וירדה מתחת לצמיחה לנפש באירופה. כדי לתקן זאת חייבים לטפל בנושא הפריון. כאן יש שלושה פרמטרים: תשתיות, הון אנושי והפחתת הביורוקרטיה. המתח הוא מבני.