

1. מבוא

כפי שנאמר בחלקה הראשון של החוברת, המדיניות המונית בישראל מיועדת להשגת יעד האינפלציה. עם זאת, מחיריהם של מוצרים שונים נקבעים על ידי כוחות הביקוש וההיצע בשוק, הנובעים גם מכוחות שאינם קשורים במדיניות המונית (כוחות אקסוגניים) כגון מדיניות התקציב, הסכמי השכר, העלייה לארץ, מידת התחרותיות במשק, מבנה המיסוי, מחירי חו"ל, תהליכים מדיניים ותנועות הון שאינן קשורות לפערי הריבית בין הארץ לחו"ל לזמן קצר. המדיניות המונית אינה יכולה לקבוע ישירות את רמותיהם המדויקות של המחירים, אלא פועלת להשגת יעד האינפלציה בדרך של שליטה על כמות הכסף במשק; זאת על ידי קביעת מחיר הכסף, כלומר הריבית, המשפיעה על רמת הביקושים בשוק, ובאמצעותה - על המחירים. השפעת הריבית על המחירים אינה מיידית; היא עוברת דרך מנגנון תמסורת מורכב (כלומר דרך "צנרת" מסועפת של משתנים כלכליים), ולכן חולף זמן בין הפעלתה של מדיניות מונית להתבטאותה ברמת המחירים¹. מדיניות מונית צריכה להביא בחשבון את הפיגור בהשפעתה, כלומר לצפות את המגמות העתידיות של האינפלציה ולפעול לפיהן כבר בהווה, לא בעת היווצרותן. במלים אחרות: עליה להוביל להשגת היעד, לא להיגרר בתגובותיה אחר האינפלציה בפועל. מדיניות שאינה מגיבה בהווה על המגמות העתידיות של האינפלציה מביאה להתממשותן של הציפיות, וזאת דרך עליית השכר שדורשים העובדים והמחירים שדורשות הפירמות כדי להתגונן מפני האינפלציה הצפויה.

האם יש כלל, או כללים, שלפיהם פועלת המדיניות המונית? כיוון שהשפעתה עוברת, כאמור, דרך מנגנון תמסורת מורכב, הבנה של המציאות הכלכלית והערכת הכוחות האינפלציוניים במערכת מחייבות מעקב אחר מכלול אינדיקטורים, המרכיבים מנגנון זה. ריבוי האינדיקטורים, שלא אחת מצביעים על מגמות סותרות, משקף את המסקנה, שנתגבשה במהלך השנים בארץ ובעולם, כי אין כלל פעולה פשוט שעל פיו ניתן לנהל את המדיניות המונית. (ראו תיבה 2.) האינדיקטורים שיוצגו בהמשך מתארים למעשה את הסביבה הכלכלית ואת המגמות העתידיות של האינפלציה: יחד הם משקפים את סביבת האינפלציה הנוכחית, את המרחק בינה ובין היעד, וכן את הכוחות הפועלים ב"צנרת" ומשתקפים בציפיות הציבור לאינפלציה העתידית. כיוון

¹ מעבר למורכבות של מנגנון התמסורת ישנן סיבות נוספות לפיגור זה: (1) חוזים במשק אינם משתנים מייד עם השינוי במדיניות, אלא רק במועדי התחדשותם, שנקבעו מראש. כך הדבר בהסכמי שכר, וכמובן בחוזי אשראי ופיקדונות. ההשפעה המיידית תהיה רק על חוזים חדשים או על חוזים המשתנים אוטומטית עם השינוי במדד, בריבית וכיו"ב, וככל שמשקלם של אלה במלאי החוזים במשק גדול יותר יהיה הפיגור בהשפעת המדיניות קטן יותר. (2) השפעת המדיניות המונית במערכת צמודה היא חלשה יותר. (3) הציבור אינו משנה בן לילה את הרגליו ואת הרכב צריכתו, אלא רק כעבור זמן - כשהוא מרגיש את השפעת המדיניות בכיסו. (4) ככל שאמינותה של המדיניות המונית גדולה יותר כך גדלה השפעתה על ציפיות הציבור לאינפלציה, וככל שהשכר והמחירים גמישים יותר, ההשפעה מהירה יותר.

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי האינפלציה

שהאינדיקטורים ניוונים ממידע על אודות העבר, המתקבל לעיתים בפיגור של חודשים, הם אינם משקפים בהכרח את הסביבה הכלכלית הנוכחית; לפיכך נדרשת הערכה לגבי המגמות של המשתנים הכלכליים ולגבי עוצמת השפעתם על היעד. ניהול המדיניות המוניטרית לאור אינדיקטורים נהוג במדינות רבות. האינדיקטורים אינם זהים בכל המדינות, אך מאפייניהם דומים בעיקרם: הם נבחרים על פי מידת זמינותם, על פי עוצמת הקשר שלהם ליעדים הכלכליים כלומר כושר הניבוי שלהם, ועל פי מידת ההשפעה של המדיניות עליהם. עוצמת הקשר ומידת ההשפעה שמיחסים להם מתבססות הן על התיאוריה הכלכלית והן על מחקרים אמפיריים. בפרק זה נציג את מכלול האינדיקטורים המשמשים בדיונים לקראת קבלת ההחלטה לגבי הריבית. אינדיקטורים אלו אינם חסויים אלא מתפרסמים לציבור, ולכן יש להם חשיבות גם בסיוע ליכולת ההערכה של הציבור ולהחלטותיו. ציפיות הציבור לגבי האינפלציה בעתיד מובאות בחשבון בהחלטותיו העסקיות, והן מעוצבות, בין השאר, גם על ידי המדיניות המוניטרית הננקטת והאפקטיביות שלה, התלויה במידה רבה באמינותה. מכאן החשיבות הרבה שבהקניית שקיפות למדיניות המוניטרית; ככל שהיא גבוהה יותר גובר אמונו של הציבור בנחישות קובעי המדיניות להשיג את יעד האינפלציה, והוא מתאים את התנהגותו הכלכלית ליעד.

2. אופק התכנון המוניטרי

דיוני התכנון המוניטרי נערכים בארבע מסגרות: תכנון שנתי, תכנון חודשי, דיון שבועי ותכנון יומי.

א. התכנון השנתי

הפורום שבו נערך התכנון השנתי מורכב מן הנגיד, המנהלים הבכירים, מנהלי המחלקות המוניטריות, המחקר, מטבע חוץ והפיקוח על מטבע חוץ וסגניהם, והמפקח על הבנקים, ואליהם מצטרפים מספר כלכלנים בכירים. החומר המוגש לדיון על ידי המחלקות המוניטריות והמחקר כולל הערכה של רמת הריבית המוניטרית הנדרשת להשגת יעד האינפלציה שקבעה הממשלה לתקופה הבאה², וזאת בהינתן פרמטרים שונים של המדיניות והמציאות הכלכלית כגון: מדיניות התקציב, התפתחות הסחר העולמי, רמת המחירים בחו"ל וקצב הפיחות של המטבע המקומי. ההערכה לגבי המדיניות המוניטרית הנדרשת מתקבלת על פי מודלים כלכליים שנבנו בבנק, שמורכבותם הלכה וגדלה עם הזמן: מהם מתקבלים גידולה של כמות הכסף, שיעור הצמיחה של המשק

² על יעדי האינפלציה ראו חלק א, פרק 4.

חלק ב - התכנון והניהול

וקצב האינפלציה, הנגזרים מרמות ריבית שונות הנקבעות על ידי המדיניות המוניטרית. בדיון זה מתקבלים סדרי גודל לגבי רמת הריבית הנדרשת לשם השגת יעד האינפלציה בתנאים כלכליים משתנים ובחיזוי השפעתה של המדיניות על פרמטרים כלכליים אחרים כשיעור הצמיחה ורמת האבטלה. בפורום התכנון השנתי לא מתקבלת החלטה על גובה הריבית, אך הוא תומך בהחלטות המתקבלות במסגרת התכנון החודשי, בתתו ביטוי כמותי למשתנים כלכליים וכן לתוצאות הצפויות של המדיניות המוניטרית הנקטת.

ב. התכנון החודשי

הדיונים המקדימים לקבלת ההחלטה החודשית על גובה הריבית נערכים במחצית השנייה של כל חודש, לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לגבי החודש הקודם, ביום ה-15 של החודש השוטף: פרסומו של המדד האחרון נותן מידע חשוב על התפתחות האינפלציה ורמתה של הריבית הריאלית לזמן קצר, אף שהוא רק נתון אחד במכלול של נתונים.

תהליך הכנת החומר על ההתפתחויות הכלכליות, במחלקות השונות, כולל המלצותיהן בדבר גובה הריבית, נמשך 3-4 ימים וכולל דיונים מקדימים במחלקות. החומר המוכן מופץ בקרב המשתתפים בדיונים, ומוצג בדיוני הסבב הראשון, שבו משתתפים נגיד הבנק, מנהליו הבכירים, מנהלי המחלקות המוניטריות, המחקר, מטבע חוץ והפיקוח על מטבע חוץ וסגניהם, כלכלנים המציגים את ניתוח ההתפתחויות הכלכליות, וכן המפקח על הבנקים. בסבב הדיונים השני מספר המשתתפים מצומצם יותר - הנגיד, מנהליו הבנק הבכירים ומנהלי המחלקות האמורות. החלטת הנגיד בדבר גובה הריבית נקבעת לאחר דיונים אלו, ומשקפת את המלצות המחלקות הכלכליות של הבנק. חשוב אפוא להדגיש, כי קביעת הריבית היא תוצאה של דיונים המשקפים, כאמור, כמה המלצות, הגם שפורמאלית זוהי החלטה של הנגיד בלבד. ההחלטה על גובה הריבית מתקבלת ומתפרסמת לקראת סוף החודש, וחלה על החודש הקרוב.

ג. הדיון השבועי

בפורום הדיון השבועי יושבים הנגיד, המנהלים הבכירים, מנהלי המחלקות האמורות בבנק וסגניהם. הדיון השבועי עיקרו מעקב אחר ביצוע מדיניות הריבית של הבנק ואחר ההתפתחויות השבועיות בשווקים הפיננסיים - התפתחות תשואות איגרות החוב, עקום התשואות, שוק המניות, שוק מטבע החוץ ושער חליפין וכדומה - וכן התפתחותו של תקציב הממשלה. בדיון זה לא מתקבלות החלטות על שינוי בריבית, אלא במקרים נדירים ביותר.

ד. התכנון היומי

בפורום זה משתתפים כלכלני המחלקה המוניטרית, ומטרתו לדאוג שרמת הריבית על ההלוואות מבנק ישראל לבנקים ועל פיקדונות הבנקים בבנק ישראל, שנקבעה במסגרת התכנון החודשי, תישמר במהלך החודש. לשם כך יש לספק למערכת הבנקאות את כמות הכסף (הנזילות) הנדרשת אשר מתאימה לשיעור הריבית שנקבע. ברם, הואיל וכמות הכסף במשק משתנה מידי יום ביום (תיבה 1), למשל בגלל פעילות הממשלה, הרי גם שיעור הריבית לטווח הקצר במשק עלול להשתנות בהתאם. כדי למנוע תנודתיות של שיעור הריבית במהלך החודש, יש להזרים או לספוג במהלכו כמויות כסף מתאימות. זה תפקידו של התכנון המוניטרי היומי.

תיבה 1: המקורות לשינוי בבסיס הכסף

השינוי בבסיס הכסף יכול לנבוע משלושה מקורות - מפעילות הממשלה מול הציבור, מפעילות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ ומפעילות בנק ישראל באמצעות הכלים המוניטריים שברשותו. נבהיר בקצרה:

פעילות הממשלה מול הציבור כוללת תשלומים שונים - שכר לעובדים בסקטור הממשלתי, תשלומי העברה לציבור כגון קצבת ילדים וקצבת זקנה, תשלומים בגין חוזים לביצוע עבודות שונות, תשלומי ריבית של הממשלה בגין חובותיה וכו'. כנגד זאת יש לממשלה הכנסות מתקבולי מסים. נוסף על כך מתנהלת פעילות למימון התקציב, הכוללת הנפקת איגרות חוב לציבור, מחד גיסא, ופדיון של איגרות חוב שמועד פירעונן הגיע, מאידך.

פעילות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ מתרחשת כשהבנק רוצה לשמור על שער חליפין מסוים: במקרה זה, כשהציבור מוכר מטבע חוץ בנק ישראל קונה מטבע חוץ, וכך מזרים שקלים למערכת, ולהפך. נציין כי מאז אמצע 1997 בנק ישראל לא התערב בשוק מטבע חוץ, להוציא מספר ימים בסוף 1997.

פעילות בנק ישראל באמצעות הכלים המוניטריים שברשותו מתבטאת בהנפקה ובפדיון של מק"ם (מלווה קצר מועד), במכרזי אשראי ובמכרזי פיקדונות ובזרמי הריבית עליהן, וכן בעסקות החלף שקל-מטבע חוץ (Swap). ישנם גם כלים נוספים, אך השפעתם על השינוי בכמות הכסף זניחה.

התחזית לשינוי יומי ב"בסיס הכסף"³ במשך החודשיים הקרובים נערכת בעת ההכנות לדין של התכנון המוניטרי החודשי, כלומר באמצע החודש. תיקונים בתחזית זו מוכנסים כל זמן שמתקבל מידע רלוונטי. מדי יום ביום מתנהל מעקב אחר השינוי בפועל בבסיס הכסף והמקורות לשינוי, ועל פיו מעדכנים את התחזית. נוסף על כך מתנהל במהלך הישיבה היומית מעקב אחר ההתפתחויות השוטפות בשווקים הפיננסיים - שוק המניות, שוק איגרות החוב הצמודות והלא-צמודות, שוק מטבע החוץ ועוד.

3. מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית

פרק זה יתאר בקצרה כיצד משפיעה מדיניות הריבית על האינפלציה ועל הפעילות הכלכלית, כלומר את האפיקים - המכונים "מנגנון התמסורת" - שדרכם משפיע בנק ישראל על האינפלציה ועל הפעילות הכלכלית. (תיאור האפיקים האלו יורחב בפרק הבא.)

בנק ישראל קובע את הריבית על המקורות לזמן קצר שהוא מספק למערכת הבנקאית, ועל הפיקדונות לזמן קצר שהוא מגייס מהמערכת הבנקאית. כתוצאה מכך נקבעים מייד שיעוריהן של הריביות בשוק הכספים, הקשורות קשר הדוק לריביות בנק ישראל, כגון הריבית על האשראי פדיום (on-call) והריבית על פיקדונות גדולים מאוד ("גימבו") ומכאן מחלחלת השפעת המדיניות לשאר הריביות במגזר השקלי הלא-צמוד - הן על האשראי ועל הפיקדונות בתיווך הבנקאי, והן באיגרות החוב הלא-צמודות. מגזרי ההצמדה האחרים, כגון המגזר הצמוד למדד ומגזר מטבע החוץ והצמוד לו, מושפעים אף הם מריביות בנק ישראל בהיותם שווקים אלטרנטיביים, אולם כאן עוצמת השפעה ומהירותה, כמובן, נמוכות יותר.

העלאת הריבית הנומינלית פועלת גם להפחתת אמצעי התשלום (הכוללים מזומן שבידי הציבור ופיקדונות עובר ושב), שאינם נושאי ריבית, בהגדילה את ההפסד בגין החזקתם, ובכך היא פועלת לצמצום הביקושים ולירידה באינפלציה.

השינוי בריביות בנק ישראל משפיע באפיקים נוספים:

1. השינויים בריבית בשילוב עם יעד האינפלציה ומקומו של שער החליפין בתוך הרצועה; אלה משפיעים על תנועות ההון בין הארץ לחו"ל, ובכך - על שער החליפין הנומינלי - במהירות יחסית, וזה משפיע בחזרה על הציפיות האינפלציוניות. ככל

³ "בסיס הכסף" כולל את כמות המזומן במשק ואת הכספים שהבנקים מפקידים בבנק ישראל בגין חובת הניילות המוטלת על פיקדונות הציבור.

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי אינפלציה

שאמינותה של המדיניות המוניטרית גדולה יותר, ההשפעה באפיק זה חזקה יותר. 2. הריבית הריאלית הצפויה, הנמדדת על פי הריבית הנומינלית של בנק ישראל בניכוי האינפלציה הצפויה לשנה, ומשקפת את עוצמת הריסון המוניטרי; ריבית ריאלית צפויה גבוהה פועלת להגדלת הנכסים הפיננסיים הנושאים ריבית ולהפחתת האשראי, ובכך - לירידה בפעילות הריאלית. זו משפיעה על האינפלציה בשני ערוצים: (א) במישרין - דרך ירידת הביקושים לסחורות ולשירותים לא סחירים⁴; (ב) בעקיפין - דרך ירידת הביקוש למוצרים סחירים, הפועלת לירידת הגירעון במאזן התשלומים, ולכן לוחצת לירידת שער החליפין, ובאמצעותו לירידת המחירים.

3. השפעת הרכוש: ככל שגדלים הנכסים שבידי הציבור - מאמצעי תשלום ואיגרות חוב ועד מניות ונדל"ן - גדלה תחושת העושר שלו, והוא מגדיל את ביקושו. כשהמדיניות המוניטרית מעלה את הריבית הנומינלית היא שוחקת את ערך הרכוש של הציבור, ולכן מפחיתה את ביקושו.

גורמים נוספים המשפיעים על האינפלציה הם אקסוגניים, כלומר בלתי תלויים בריבית, ולכן מובאים בחשבון בקביעת מדיניות הריבית. אחד החשובים שבהם הוא גידול הגירעון בתקציב הממשלה עקב גידול ההוצאות ללא גידול מקביל של ההכנסות. תוספת הביקוש מתועלת למוצרים מקומיים, ובכך משפיעה על רמת המחירים המקומית - או למוצרי יבוא, ובכך משפיעה על הגירעון במאזן התשלומים ו/או על שער החליפין. לכן, ככל שהתקציב יהיה גירעוני יותר, תידרש מדיניות מוניטרית מרסנת יותר כדי להשיג יעד אינפלציה נתון⁵.

שיעור האינפלציה תלוי גם ברמת הפעילות הריאלית במשק - המתבטאת בדרך כלל בשיעור גידולו של התוצר ביחס לפוטנציאל שלו. ככל שהפעילות "חמה" יותר טיטה האינפלציה לעלות, ולכן תידרש מדיניות מוניטרית מרסנת יותר לשם השגת יעד אינפלציה נתון, ולהפך. במובן זה המדיניות המוניטרית היא מדיניות אנטו-מחזורית, הממתנת את התנודות במחזורי העסקים, מונעת משברים, ובכך מאפשרת רמת פעילות יציבה יותר בזמן הארוך.

ואולם, כאשר התוצר גדל, חשוב להבחין אם הדבר נובע מגורמי היצע, או מגורמי ביקוש: גידול של התוצר כתוצאה מגורמי היצע, כגון פירות של שינוי מבני, או פריצת דרך טכנולוגית (כדוגמת הגיאות בענפי הטכנולוגיה העילית), השפעתו האינפלציונית עקיפה, ולכן חלשה, בעוד שלגורמי ביקוש נודעת השפעה ישירה וחזקה.

בפרק הבא נסקור את האינדיקטורים המשמשים את בנק ישראל בעיצוב המדיניות המוניטרית. בחומר המוגש לדיונים המקדימים מתמקדת המחלקה המוניטרית באינדיקטורים המוניטריים, בעוד שמחלקת המחקר שמה את הדגש באינדיקטורים

⁴ מוצרים סחירים: מוצרים שניתן לייבאם ולייצאם. מוצרים לא-סחירים: מוצרים מייצור מקומי לצריכה מקומית בלבד. ראו הרחבה בפרק 5 של חלק א.

⁵ עם זאת ישנם מצבים שבהם ראוי לשקול הסתגלות זמנית לחריגה מיעד הגירעון. ראו סעיף 7 להלן.

חלק ב - התכנון והניהול

לפעילות הריאלית. מחלקת מטבע חוץ מתרכזת באינדיקטורים לפעילות במטבע חוץ - כגון התפתחויות בשוק מטבע החוץ, השווקים הפיננסיים הבינלאומיים ופרמיית הסיכון של המשק בשווקים אלו. מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ עוסקת בעיקר בסיכונים הפיננסיים - למשל בתנועות ההון אל המשק וממנו והרכבן ובחשיפת המשק לשינויים בשער החליפין. להלן נתמקד באינדיקטורים שבתחום פעולתה של המחלקה המוניטרית. תיאור נרחב יותר, הכולל משתנים כלכליים נוספים, נמצא בדוח האינפלציה.

תיבה 2: אינדיקטורים ויעדי ביניים

בשנות השבעים והשמונים היה מקובל במדינות המערב להשתמש ביעדי ביניים במקום באינדיקטורים. המדיניות המוניטרית פועלת בשוק הכספים בטווח הקצר. מכאן מחלחלת השפעתה לאפיקים אחרים בשוק הכספים ובשוק ההון, ומאלה - לתוצר הנומינלי. מאחר שההשפעות האמורות מתפתחות בפיגור, וגם הנתונים על התוצר מתקבלים בפיגור, נקבע יעד ביניים לשם מיקוד המדיניות המוניטרית וקבלת מידע מהיר על השפעותיה; יעד זה "מתווך" בין השפעות מהירות של המדיניות המוניטרית בשוק הכספים לבין היעד הסופי, שכאמור, מושפע מהמדיניות בפיגור גדול יותר. יתרון נוסף של פעולה לאור יעד ביניים הוא היותו מוגדר וברור יותר מאשר מדיניות על פי אינדיקטורים, ולכן הוא מגביר את השקיפות של המדיניות. בחירת יעד הביניים תלויה בשלושה משתנים חשובים: יכולת השליטה של המדיניות המוניטרית עליו, מידת השפעתו (כושר הניבוי שלו) על היעד הסופי ומידת זמינותה של האינפורמציה עליו. כך בחרו מדינות אחדות כיעדי ביניים את שיעורי הגידול של מצרפי כסף ו/או אשראי, שיעורי ריבית או את שער החליפין.

חסרונם של יעדי ביניים הוא, שיציבותם והקשר שלהם עם היעדים הסופיים (כגון יציבות המחירים, הצמיחה והתעסוקה) – ולכן כושר הניבוי שלהם - עלולים להתערער בהשפעתם של שינויים במשק, בכלכלה העולמית ובמדיניות הכלכלית. כך, למשל, התבטאה הליברליזציה בשווקים הפיננסיים בארה"ב (הסרת מגבלות ריבית, הסרת ההגבלות על תחומי פעולה של מוסדות פיננסיים שונים ושינויים בשיעורי הנזילות) בתנודות גדולות בקצב הגידול של מצרפי הכסף והאשראי ששימשו יעדי ביניים בשנות השבעים. לנוכח אי-היציבות של יעדי הביניים התרחבה התפיסה של שימוש באינדיקטורים במקומם. בשיטת האינדיקטורים אין כלל פעולה פשוט, שעל פיו פועלת המדיניות המוניטרית; בוחנים ומעריכים את ההתפתחות הכלכלית על פי מכלול אינדיקטורים. עם

המדינות שזנחו את השימוש ביעדי ביניים לטובת שימוש באינדיקטורים נמנות ארה"ב, קנדה, ניו-זילנד, אנגליה ופינלנד. (רוב המדינות שזנחו דרך זו אימצו יעד אינפלציה מפורש). לעומתן המשיכו גרמניה (שלפני האיחוד המוניטרי האירופי) ושווייץ להשתמש ביעדי ביניים של מיצרפי כסף, ומדינות אחרות באיחוד האירופי (לפני כינונו), כגון בלגיה ואוסטריה - (משקים קטנים ופתוחים) - השתמשו ביעדי ביניים של שער חליפין. שיטת האינדיקטורים היא פחות שקופה וברורה משיטת יעדי הביניים, אך היא אמינה יותר בהערכת ההתפתחויות הכלכליות מאשר יעדי ביניים לא-יציבים. גם קרן המטבע הבינלאומית מציבה יעדי ביניים, כגון ההתפתחות של כמות הכסף והאשראי, וכן משתמשת בשערי חליפין כעוגן, לצורך תכניות ייצוב במדינות שונות, בהן מדינות בריה"מ לשעבר, משום שכללי הפעולה במקרה זה פשוטים יותר.

4. האינדיקטורים המשמשים בעיצוב

המדיניות המוניטרית

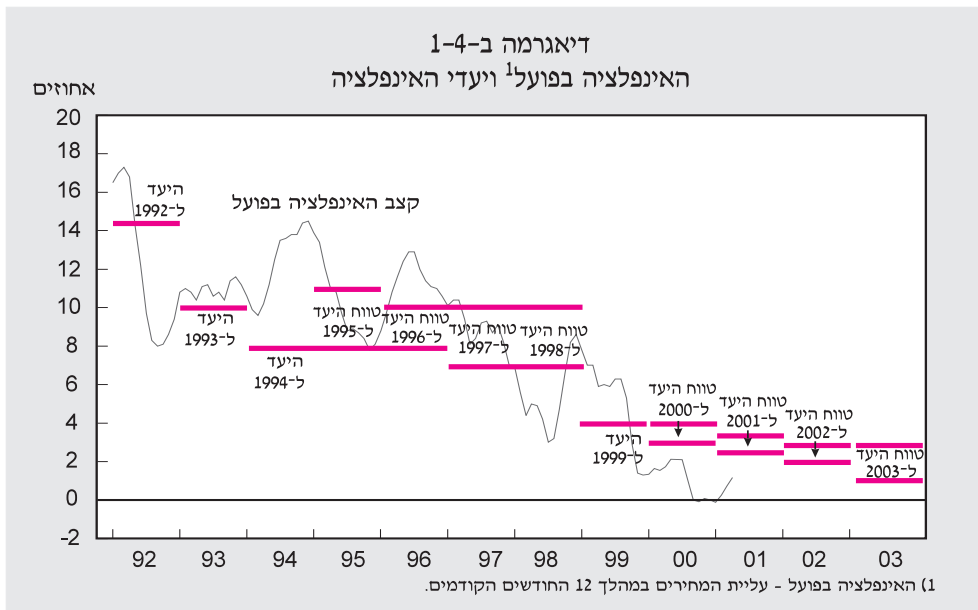
א. סביבת האינפלציה

כדי לקבל החלטה לגבי מדיניות הריבית המתאימה להשגת יעד אינפלציה נתון יש לדעת מהי האינפלציה הנוכחית; את זו נהוג לכנות "סביבת האינפלציה", משום שלא ניתן להגדירה במדויק, מכמה סיבות: מדד המחירים לצרכן מתפרסם באמצע החודש לגבי החודש הקודם, והוא משקף את רמת המחירים הממוצעת בחודש הקודם. לכן נוצר פיגור של 15-45 ימים, שבהם אין מידע על רמת המחירים השוטפת ועל לחצים אפשריים במערכת, שישפיעו על האינפלציה בעתיד. זאת ועוד, המדד שהתפרסם בחודש האחרון לא יהיה, ברוב המקרים, אותו המדד שיתפרסם בחודש הבא, שכן באינפלציה כלול רכיב עונתי, ולכן היא אינה אחידה בכל חודשי השנה. מלבד זאת יכול המדד האחרון לשקף שינוי חד-פעמי ברמת המחירים, שאינו מתבטא בתהליך האינפלציוני.

ההערכה של סביבת האינפלציה מתבססת על כמה אינדיקטורים, המבטאים הן את האינפלציה בעבר והן את הציפיות להתפתחותה בעתיד:

1. האינפלציה בעבר; זו נמדדת על פי האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים, ומשמעותה כי "מה שהיה הוא שיהיה" – כי ציפיות הציבור לאינפלציה בשנה הקרובה יהיו האינפלציה בפועל שנרשמה בשנה האחרונה ("ציפיות אדפטיביות"). במחקרים אמפיריים נמצא כי לציפיות האדפטיביות אכן משקל רב בהתפתחות האינפלציה

חלק ב - התכנון והניהול



בעתיד. היתרון באינדיקטור זה הוא בהיותו מדיד, שהרי מדובר במדדים אשר פורסמו, ובהיותו מקיף את השנה כולה, ולכן מנטרל את רכיב העונתיות. חסרונו הוא שאינו כולל כוחות "בצנרת" (כגון מדיניות שנקטה), המשפיעים על האינפלציה בעתיד.

2. התפתחות האינפלציה מתחילת השנה בהשוואה לתוואי העונתי המתחייב מהיעד לשנה (או יותר) הבאות; ההיגיון באינדיקטור זה נובע מעצם הצבת יעד קלנדרי: לפי ההשוואה בינו לבין האינפלציה בפועל בתקופה השוטפת נבחנת השגת היעד.

3. תחזיות האינפלציה לשנה השוטפת ולשנה קדימה, שמכינים גורמי שוק פרטיים; הואיל וגורמים אלה גם מבצעים עסקאות בשוק, תחזיותיהם אמורות לשקף את הציפיות האינפלציוניות של הציבור. תחזיות אלו מתעדכנות בדרך כלל פעמיים בחודש - לאחר פרסום המדד האחרון ובתחילת החודש הקלנדרי הבא. לכן, מטבע הדברים, הן פחות תנודתיות מן הציפיות הנגזרות משוק ההון. (ראו להלן).

4. התפתחות האינפלציה החזויה; אינדיקטור זה מבוסס על תיאוריית הציפיות הרציונליות, האומרת שבהחלטות הציבור על רכישותיו, על חסכונותיו ועל השקעותיו מובאים בחשבון גם כל הכוחות הפועלים "בצנרת" (למשל אמצעי מדיניות הננקטים בהווה), אשר ישפיעו על התפתחות האינפלציה בעתיד. בתיאוריה זו היגיון רב, אך הבעיה העיקרית בה כרוכה במדידתן של הציפיות.

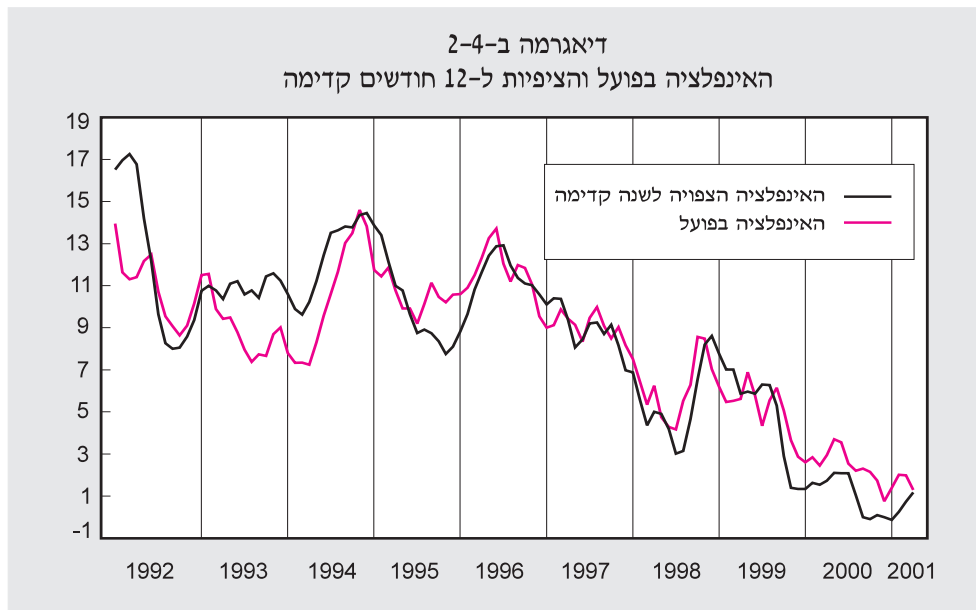
לישראל יתרון ייחודי ביכולת המדידה, וזאת הודות לקיומן של איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ואיגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות לאותה תקופה: מחירה של איגרת חוב לא-צמודה מגלם בתוכו תשואה נומינלית הכוללת שני רכיבים -

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי האינפלציה

האינפלציה הצפויה והתשואה (הריבית) הריאלית הצפויה. איגרת חוב הצמודה למדד מוגנת מפני האינפלציה בעתיד, ולכן מחירה משקף רק את התשואה הריאלית הצפויה. לפיכך, מהשוואת מחיריהן של שתי איגרות אלו לאותה תקופה ניתן לגזור את האינפלציה הצפויה. מדידה זו משקפת את מה שהציבור משלם ממש, מכיסו, בגין ציפיותיו, וזהו יתרונה. יתרון נוסף הוא זמינות האינפורמציה (תדירות יומית), משום שאיגרות אלו נסחרות בבורסה לניירות ערך (דיאגרמה ב-2-4).⁶

בישראל מונפקות איגרות חוב לא-צמודות לתקופות של שנה (מק"ם), ומסוג "שחר" לתקופות של עד עשר שנים,⁷ בעוד שאיגרות חוב צמודות מצויות למיגוון תקופות - מחודשים מספר ועד 15 שנה. משום כך הציפיות האינפלציוניות הנגזרות כיום משוק זה הן עד עשר שנים.

במדינות אחרות מצויות איגרות חוב לא-צמודות, אך אין, בדרך כלל, איגרות חוב צמודות, ולכן מדידה זו אינה אפשרית. בשנות התשעים הנפיקו מספר מדינות שאופיינו באינפלציה נמוכה - כגון ניו-זילנד וקנדה (1991), איסלנד ושבדיה (1994) וארה"ב



⁶ ראוי לזכור כי ציפיות אלו כוללות גם פרמיית סיכון, שאינה קבועה, עקב שונותה של האינפלציה. גם לו היה ניתן לבודד אותה, לא היה זה נכון לנטרל אותה במלואה, משום שהיא מגלמת אי-ודאות לגבי שיעורי האינפלציה העתידיים - גורם שאין להתעלם ממנו.

⁷ איגרות חוב מסוג "שחר" הונפקו לראשונה בשנת 1995 לתקופה של שנתיים. עם הזמן, וככל שירדה האינפלציה, הווארך הטווח לפדיון ל-3, ל-5 ול-7 שנים. בחודש מאי 2001 החלו הנפקות לתקופה של 10 שנים.

חלק ב - התכנון והניהול

(1997) - איגרות חוב צמודות למדד, הן לצורך שכלולו של השוק, והן לצורך מדידה אפשרית של ציפיות הציבור לאינפלציה בעתיד.

ב. מצרפים מוניטריים

קבוצת אינדיקטורים זו בודקת את ההתפתחות של כמות הכסף והאשראי. השפעת המדיניות המוניטרית על כמות הכסף, ומכאן על האינפלציה, נדונה בהרחבה בחלק א'. כסף משמעותו כוח קנייה, ולכן הוא אינו רק שטרות ומטבעות הנמצאים בידי הציבור, אלא גם נכסים שהם תחליפים קרובים לכסף, כגון פיקדונות עובר ושב, שבהיותם נזילים מאפשרים לציבור בכל נקודת זמן להשתמש בהם לרכישת סחורות ושירותים. לפיכך יש לכסף הגדרות רחבות יותר, הקשורות למידת נזילותם של נכסים התחליפיים לו. במדינות שונות נמצא הגדרות שונות, בהתאם לתנאים המיוחדים לכל מדינה, כגון מבנה שוק הכספים ושוק ההון וההגבלות המוטלות באפיקי חיסכון שונים (למשל באמצעות חוקי המיסוי). מעבר לכך, החשיבות המיוחדת למצרף הנבחר תלויה במידה שבה התפתחותו מנבאת את התפתחות היעדים של המדיניות הכלכלית (כגון האינפלציה), ובמידת יכולתה של המדיניות לשלוט בו.

במחקרים אמפיריים בבנק ישראל נמצא כי במקרה של ישראל מצרף הכסף המכיל את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העובר ושב בבנקים - M1 - מיטיב לנבא את התפתחות האינפלציה בעתיד יותר ממצרפי כסף ואשראי אחרים. תיאורטית קצב ההתרחבות של המצרף M1 צריך להתאים לקצב התפתחותו של התוצר הנומינלי - שהוא התוצר הריאלי הצפוי, או הפוטנציאלי, בתוספת יעד האינפלציה⁸: גידול מהיר מדי של מצרף זה מגלם אפוא בתוכו כוחות לעלייה של שיעור האינפלציה בעתיד מעבר ליעד. דיאגרמה ב-3-4 (דיאגרמת פיזור) מציגה את הקשר בין השינוי הריאלי (השינוי הנומינלי בניכוי הגידול בתוצר הריאלי) בכמות הכסף בכל רביע לבין שיעור האינפלציה בשני רבעים אחריו; הדיאגרמה מצביעה בבירור על קשר חיובי ביניהם⁹. אמנם, עלייה מהירה מדי, מעבר לתוואי המתבקש, יכולה לשקף גם מצב שבו קצב גידולו של התוצר הריאלי גבוה יותר מהקצב הפוטנציאלי, אך גם מצב זה אינו רצוי, משום שצמיחה מעבר לאופטימום - אם היא תוצאה של גורמי ביקוש - משמעותה שימוש יתר במשאבים בהווה, שיתבטא בחסרון משאבים ובהאטת הצמיחה בעתיד, כלומר בהתגברות התנודות של מחזורי העסקים. מינון נכון של שיעור הצמיחה הוא אפוא בבחינת מדיניות מאזנת, אנטי-מחזורית.

מלבד המעקב אחר המצרף M1 נהוג במחלקה המוניטרית לעקוב אחר מצרפי

⁸ תוצאה המתאימה לתורת הכמות של הכסף. ראו הערה 3 בחלק א. קצב הגידול של התוצר הפוטנציאלי הוא הקצב שבו המשק יכול להתמיד באמצעות המשאבים העומדים לרשותו. מבחינת השימושים משמעותו עלייה מתמדת של רמת החיים.

⁹ לעדויות נוספות ראו בפמן וליידרמן (1999).

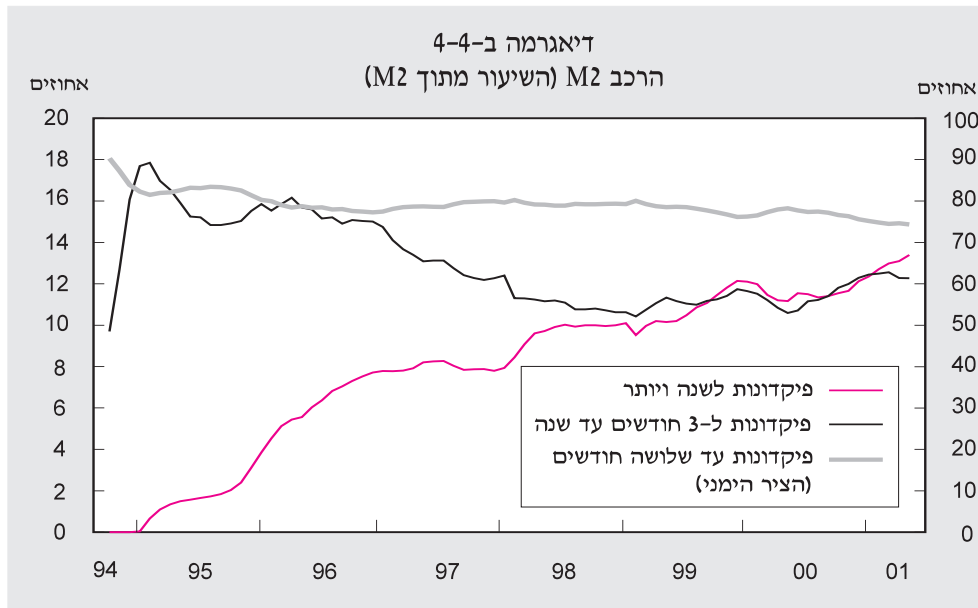
המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי אינפלציה



כסף ואשראי נוספים, שיוצגו להלן, אך שלא כמו M1, אין להם כושר ניבוי טוב במקרה של ישראל.

המצרף M2 הוא רחב יותר וכולל את M1 ואת כל הפיקדונות השקליים הלא-צמודים האחרים (פח"ק, פז"ק ופיקדונות לטווח ארוך בשקלים). התפתחותו של מצרף זה אינה מיטיבה לנבא את התפתחות התוצר הנומינלי בעתיד, וגם המסרים העולים ממנו אינם חד-משמעיים: כשהריבית עולה, המצרף M1 נוטה לרדת, משום שהוא אינו נושא ריבית, ואילו הפיקדונות האחרים במצרף M2 נוטים לעלות, שכן הם נושאים ריבית. זאת ועוד, הואיל ותיק הנכסים של הציבור כולל, נוסף על M2, גם נכסים צמודים למדד ולמטבע חוץ ונכסים נקובים במטבע חוץ, גידול הפיקדונות הלא-צמודים שבידי הציבור, המתבטא גם בגידולו של המצרף M2 ("ההר השקלים"), עשוי לגלם בתוכו שני מצבים: התגברות אמונו של הציבור בשקל, כלומר בירידת האינפלציה ושונותה בעתיד אך עם זאת גם מצב של גידול בנזילות, ולכן - פוטנציאל של מעבר מהיר לנכסים פיסיים ופיננסיים אחרים, המוגנים בפני אינפלציה - מצב המעיד כי הציבור צופה אפשרות של התגברות האינפלציה. לכן נוהגים בבנק ישראל לחלק את המצרף לתת-מצרפים, על פי נזילותם היחסית - פיקדונות עד שלושה חודשים, המבטאים את החלק הנזיל בתיק, פיקדונות מ-3 חודשים עד שנה ופיקדונות לשנה ויותר. גידול של החלק הפחות נזיל משמעו גידול היציבות של התיק, המשקף גם התגברות של אמינות המדיניות המוניטרית. דיאגרמה ב-4-4 מציגה את התפלגותו של המצרף M2, ומראה כי מאמצע 1996 משקל הפיקדונות הקצרים, עד 3 חודשים,

חלק ב - התכנון והניהול



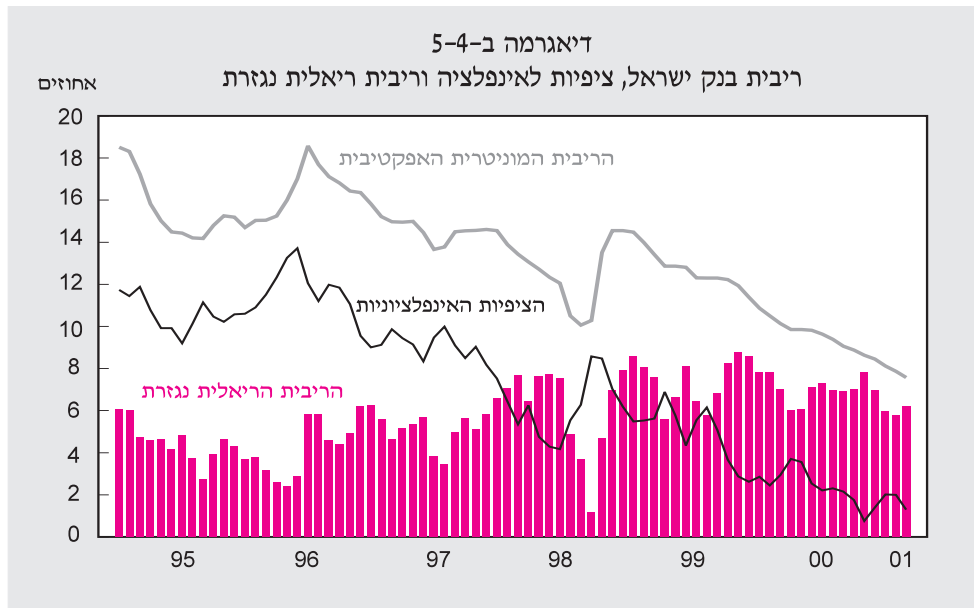
במצרף נשאר יציב, וזאת לאחר ירידה מתמשכת: רק משנת 1999 ואילך, עם ירידתה של האינפלציה לשיעורים המקובלים במדינות המערב, נמשכה הירידה של משקל הפיקדונות הקצרים, ובמקביל עלה משקל הפיקדונות לשנה ויותר.

מצרפי האשראי הם אינדיקטורים נוספים למידת הפעילות של המשק. קצב גידול מהיר של המצרפים משמעותו פעילות רבה בשוקי המוצרים ו/או בשווקים הפיננסיים (כגון נטילת אשראי לרכישת מניות או לרכישת מטבע חוץ) שעלולה להביא להתגברות האינפלציה בעתיד. ישנו קשר שלילי בין הריבית לאשראי: קצב מהיר מהרצוי של גידול האשראי יוצר לחץ להעלאת הריבית. במחלקה המונית נהוג לעקוב אחר המצרף C1, הכולל את האשראי השקלי הלא - צמוד; ואחר המצרף C3, הכולל את C1, האשראי הצמוד למדד והצמוד למטבע חוץ, וכן את האשראי במטבע חוץ הן ממערכת הבנקאות המקומית והן מחו"ל.

ג. הריבית הריאלית הצפויה על מקורות הבנק המרכזי

בנק ישראל קובע את הריבית הנומינלית. רמתה של ריבית זו אינה משקפת את עוצמת הריסון המוניטרי, משום שחלק גדול ובלתי יציב ממנה רק מפצה על שחיקת כוח הקנייה של הכסף בעטייה של האינפלציה. הריבית הריאלית היא המבטאת את עוצמת הריסון המוניטרי. כך, למשל, העלאת הריבית הנומינלית לנוכח התגברות הציפיות האינפלציונית לא בהכרח תביא לעליית הריבית הריאלית עד לרמה ששררה לפני עליית הציפיות, ופירושו של דבר שהריסון המוניטרי עשוי להיחלש ולא להתגבר.

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי אינפלציה



עוצמת הריסון הנדרשת, או רמת הריבית הריאלית, תלויה, כמובן, ביעד האינפלציה, בסביבת האינפלציה, במשטר שער החליפין ובתנאים המקרו-כלכליים. במציאות הדינמית נכון יותר לדבר על סביבת ריבית נדרשת מאשר על מספר מדויק, הן משום שלא ניתן לדעת בדיוק מהי הריבית הנדרשת והן משום שמדידת האינפלציה הצפויה אינה מדויקת. בבנק ישראל נעזרים במודלים, שפותחו במחלקה המוניטרית ובמחלקת המחקר, המנבאים את רמת הריבית הריאלית הנדרשת במצבים משתנים. כן נעזרים בהשוואות היסטוריות ובינלאומיות.

הריבית הריאלית הצפויה, המשמשת, כאמור, אינדיקטור לעוצמת הריסון המוניטרי, נגזרת מריבית בנק ישראל בניכוי האינפלציה הצפויה לשנה (דיאגרמה ב-4-5).

ד. אינפלציה של מחירי נכסים

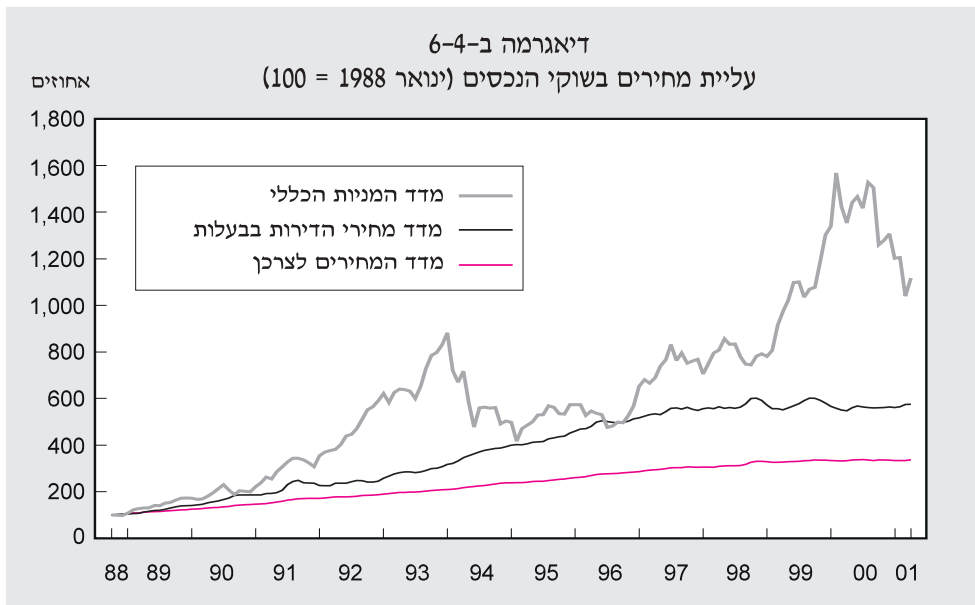
השפעת המדיניות המוניטרית על מחירי נכסים היא ערוץ נוסף שבו המדיניות המוניטרית משפיעה על האינפלציה, אף שמחירי הנכסים מושפעים גם ממשתנים כלכליים אחרים.

אינפלציה של מחירי נכסים היא עלייה מתמשכת של מחירי נכסים ריאליים (כגון דירות) ופיננסיים (כגון מניות), והיא מלווה לרוב בהתרחבות של מצרפי הכסף והאשראי. בתופעה זו כרוכות שתי סכנות עיקריות: האחת – עליית מחירי הנכסים מגדילה את עושר הציבור, ולכן היא מגדילה את הביקוש למוצרים ולשירותים, ובכך מגבירה את האינפלציה; השנייה – אינפלציה של מחירי נכסים מלווה בתופעה של "בועה", כלומר

חלק ב - התכנון והניהול

בעליית מחירים לרמה גבוהה שאינה עולה בקנה אחד עם תנובתם בעתיד; בועה זו מתפוצצת באחד הימים, ולהתפוצצותה מתלווים משבר ושפל מתמשך בפעילות הכלכלית. העלאת הריבית מצמצמת את ערך הרכוש, ובכך מושגת השפעה ממתנת הן על האינפלציה והן על התנודות במחזורי העסקים - תנודות העלולות להגיע עד משבר (דיאגרמה ב-4-6).

אחד המאפיינים של אינפלציית נכסים הוא שחלקה או כולה אינם באים לידי ביטוי במדד המחירים לצרכן, ומכאן החשיבות הרבה של מעקב אחר סוגי הנכסים השונים בנפרד. מחירי המניות אינם נכללים במדד המחירים, אך מחירי הדירות נכללים בו, בארץ, במידה רבה עד שנת 1998 ובמידה מועטה מאז 1999. מחירי המניות בישראל עלו משנת 1988 ועד תחילת 1994 בשיעור של כ-800 אחוזים; מאמצע 1992 התאפיין השוק בעלייה מואצת, ובתחילת 1994 פרץ בו משבר. מחירי הדירות עלו והלכו משנת 1988 ועד 1992, ומסוף 1993 התאפיין השוק בעלייה מואצת; משנת 1996 הסתמנה האטה בפעילות ענף הנדל"ן, וזו החריפה בשנים הבאות. במדינות שבהן מחירי הדירות אינם כלולים במדד, או שאינם מהווים אינדיקטור למדיניות, צפוי כי התנודות במחזורי העסקים יהיו חריפות יותר. אינפלציית נכסים פקדה בשנות השמונים את יפן, שוודיה, בריטניה, ניו-זילנד, אוסטרליה, ארה"ב ומדינות אחרות: במדינות אלו העלייה של מחירי הדירות אינה מתבטאת באינפלציה הנמדדת, משום שסעיף הדיור במדד אינו כולל את מחירי הדירות אלא את ההוצאה על שירותי דיור. בתחילת שנות התשעים נפלו מחירי המניות, ולאחר מכן הגיע המשבר גם לשוק הנדל"ן (וביפן התלווה אליו



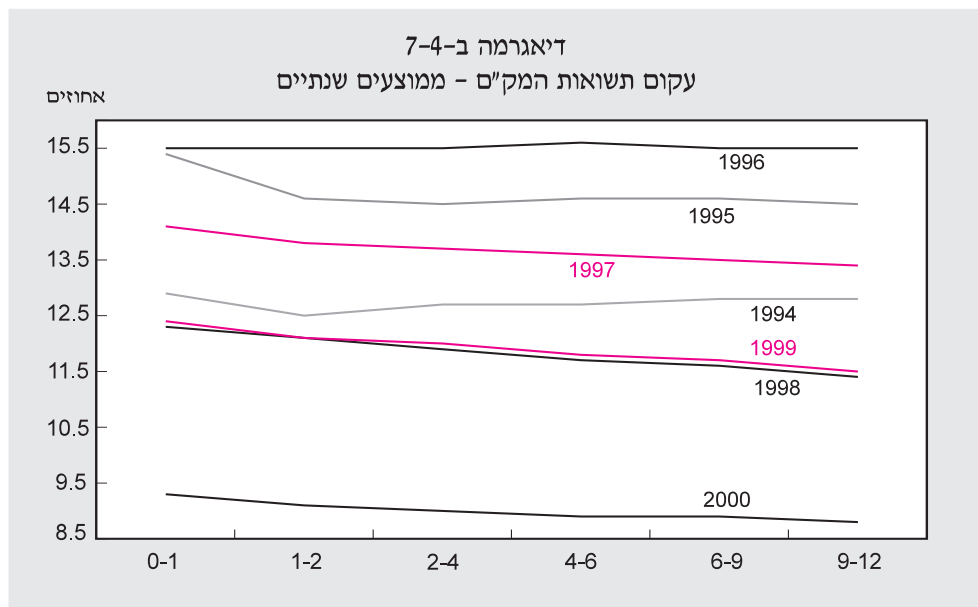
המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי אינפלציה

גם משבר עמוק בבנקאות), ובאמצע שנות התשעים השתרר שפל בכמה מדינות במרכז אירופה. במחצית השנייה של שנת 1997 פרץ משבר בשוקי המניות והנדל"ן (וכן בשוק מטבע החוץ) של מספר מדינות באסיה, ביניהן תאילנד, הפיליפינים, מלזיה, אינדונזיה, דרום קוראה והונג-קונג.

ה. עקום התשואות באיגרות החוב הצמודות והלא-צמודות

עקום המק"ם מציג את התשואות הנומינליות בכל חודש במשך 12 החודשים הבאים. עקום חיובי פירושו כי צפוי שהריבית הנומינלית תעלה במשך השנה, והוא מגלם בדרך כלל ציפיות לעלייה של שיעורי האינפלציה בעתיד. שינוי בשיפוע העקום וברמתו יכול לשקף גם שינוי ברכיב הריאלי ללא שינוי ברכיב הנומינלי, ולכן הוא אינו משקף בהכרח שינוי בציפיות האינפלציוניות. עם זאת, בתנאים של ישראל בתהליך הדיסאינפלציה של שנות התשעים שינויים תכופים וגדולים בעקום לזמן קצר שיקפו בדרך כלל שינויים בציפיות האינפלציוניות, המאופיינות בתנדטיות רבה יותר מאשר הריבית הריאלית (דיאגרמה ב-4-7).

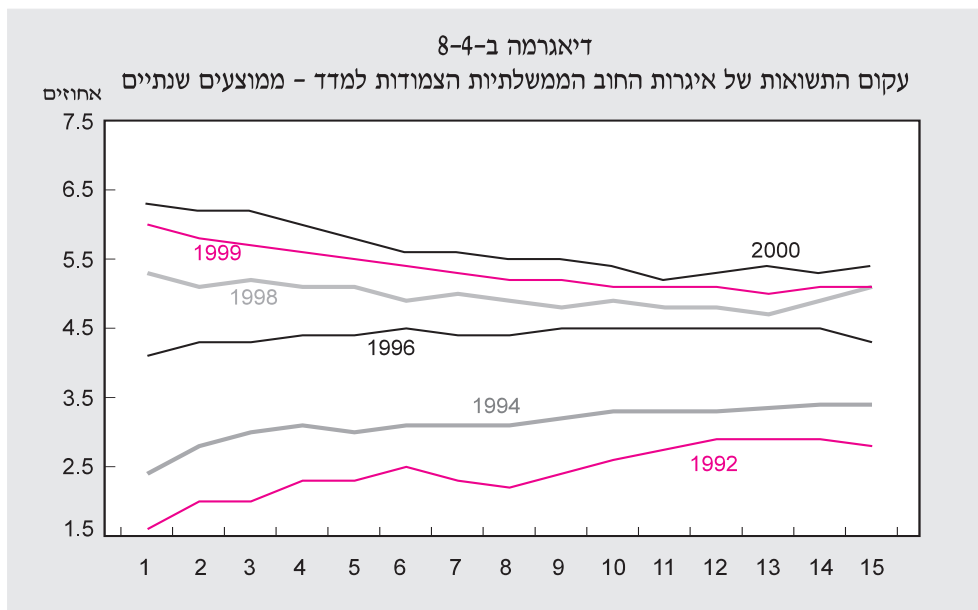
עקום התשואות של איגרות החוב הצמודות למדד מציג את התשואות הריאליות בכל שנה במשך 15 השנים הבאות. מקובל כי התשואות בטווחים הקצרים מושפעות בעיקר מהמדיניות המוניטרית, וככל שגדל הטווח-לפדיון כך קטנה השפעת המדיניות המוניטרית וגדלה השפעת גורמים ריאליים, כגון המדיניות הפיסקלית. עקום התשואות הריאלי מבטא בדרך כלל שינויים צפויים בפעילות הריאלית על פני זמן. כך, למשל,



חלק ב - התכנון והניהול

עקב מדיניות מוניטרית מרסנת (ירידה באינפלציה הצפויה) עולות התשואות הריאליות לפדיון בטווחים הקצרים, ושיפוע העקום נוטה להיות שלילי; משמעותו של דבר כי בעתיד צפויה מדיניות מוניטרית פחות מרסנת ולכן - התרחבות של הפעילות. דוגמה נוספת היא הרחבת הגירעון התקציבי של צורך מימונו גדלות ההנפקות של איגרות חוב ממשלתיות, ובעקבות ההרחבה עולות התשואות לפדיון בטווחים הארוכים: שיפוע העקום יטה לקבל מגמה חיובית, שמשמעותו הצורך בקיצוץ תקציבי ובהאטת הפעילות בעתיד. עם זאת, שינויים בעקום התשואות משקפים לא אחת זעזועים של הטווח הקצר בשווקים הפיננסיים, ולכן הם אינם מנבאים בהכרח את הפעילות הריאלית בעתיד.

שיפוע העקום משקף תשואות לטווחי זמן שונים בנקודת זמן נתונה, ולכן חשוב לערוך השוואה תקופתית של רמות התשואות כדי לראות את התפתחותן על פני זמן: השוואה היסטורית רב-שנתית בישראל מראה, כי מתחילת שנות התשעים היה העקום במגמת עלייה על פני כל הטווחים. אשר לשיפוע העקום - עד שנת 1996 הוא היה חיובי, ואילו משנת 1997 הוא לבש צורה שלילית. תמונה זו יכולה ללמד כי בד בבד עם הגברת הריסון המוניטרי פעלו גורמים ריאליים בסיסיים שדחפו לעליית התשואות הארוכות (דיאגרמה ב-4-8).¹⁰



¹⁰ הסבר רחב יותר ראו בסקירת ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים לשנת 1999, פרק ב'.

במדינות אחרות אין, בדרך כלל, איגרות חוב צמודות למדד; לכן עקומי התשואה לזמן ארוך הם נומינליים ולא ריאליים, וככאלה הם כוללים גם השפעות ריאליות וגם השפעות אינפלציוניות, שלא ניתן לבודד אותן. מהמידע הגלום בהם קשה אפוא ללמוד על התפתחות האינפלציה והפעילות הריאלית בעתיד. אף על פי כן בארה"ב, מייחסים לאינדיקטור זה חשיבות רבה, מתוך הנחה כי בטווח הקצר הריבית הריאלית קבועה, ולכן שינויים בעקום בטווחים הקצרים מבטאים שינויים בציפיות האינפלציוניות. לעומת זאת בגרמניה, לפני האיחוד המוניטרי, לא ייחסו חשיבות רבה לאינדיקטור זה, בגלל הקושי בהפרדה בין רכיבי הציפיות האינפלציוניות לרכיב הריאלי.

1. התפתחויות במאזן התשלומים: הגירעון המסחרי, יבוא ההון ושער החליפין

ערוץ תמסורת נוסף שדרכו משפיעה המדיניות המוניטרית על האינפלציה הוא שוק מטבע החוץ. הגירעון המסחרי משקף, ביסודו של דבר, מצב שבו הביקוש המצרפי המקומי¹¹ גדול מהתוצר המקומי: עודף הביקושים מתבטא בחלקו בעליית האינפלציה, ובחלקו בגידול הביקושים למוצרים מחו"ל, ולכן - בגידול הגירעון המסחרי. עקרונית, גידול של הגירעון אינו יכול להימשך לאורך זמן, מפני שהוא תלוי ברצונם של תושבי חו"ל לתת לנו אשראי, דהיינו ביכולת המשק להחזיר הלוואות אלו בעתיד. משום כך, גידול של הגירעון המסחרי, כמו גידול של האינפלציה, מחייב מדיניות מרסנת לצמצום הביקושים.

גם שער החליפין הוא אחד הערוצים במנגנון התמסורת שדרכם המדיניות המוניטרית פועלת על המחירים והמוצרים הסחירים, דרך הציפיות לפיחות או לייסוף של השקל. (השפעה נוספת של שער החליפין על המחירים היא דרך השינוי במחירי היבוא ושאר המוצרים הסחירים.)

כאשר התנאים הריאליים, כגון המדיניות הפיסקלית, מגדילים את הלחצים האינפלציוניים, נדרשת מדיניות מוניטרית מרסנת יותר כדי להשיג יעד אינפלציה נתון. העלאת הריבית מגדילה את פערי הריבית בין הארץ לחו"ל, כך שהחזקת נכסים שקליים נעשית כדאית יותר מהחזקת נכסים במטבע חוץ, ולכן נוצרים כוחות ליבוא הון קצר טווח, אשר מביאים לייסופו של השקל¹². במצב זה יורדים מחיריהם של

¹¹ בהתעלם מתשלום ריבית על שירותי ההון מתקבל כי העודף המסחרי שווה ליצוא פחות היבוא, וזה שווה, בהגדרה, לתוצר פחות, הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית וההשקעות - שהוא החסכון הלאומי. זהות זו מראה כי כאשר יש גירעון מסחרי, החיסכון הלאומי הוא שלילי.

¹² זוהי דוגמה לייסוף ריאלי שאינו נובע מהשפעת היצע: מצד אחד גדלים הלחצים האינפלציוניים עקב הרחבה פיסקלית, ומהצד האחר גובר האמון בנחישותו של הבנק המרכזי להשיג את יעדי האינפלציה, כלומר להתמיד במדיניות מוניטרית מרסנת, כדי לנטרל את ההרחבה התקציבית: הריבית המקומית עולה, ולכן גדל הפער בינה לבין הריבית בחו"ל, ואלה משפיעים על תנועות ההון לזמן קצר. ואולם, מגמה זו אינה יכולה להימשך לאורך זמן, כפי שמוסבר בפרק 6 של חלק א; לכן צמצום פיסקלי בהמשך הוא בלתי נמנע, ואחריו יפחתו הכוחות לייסוף ריאלי. אפשרות נוספת להיווצרות ייסוף ריאלי היא מצד ההיצע: אם יכולת הצמיחה של המשק הישראלי גדלה, למשל הודות לעלייה בפריון או להמצאות טכנולוגיות, אזי בסביבה כלכלית יציבה גדל האמון במשק, ולכן גדלות ההשקעות לטווח ארוך. השקעות אלו אינן תלויות בפערי הריבית לטווח קצר בין הארץ לחו"ל.

חלק ב - התכנון והניהול

המוצרים המיובאים (תשומות, מוצרי ביניים ומוצרים סופיים) ושל מוצרים אחרים הצמודים לשער החליפין, ועמם - שיעור האינפלציה. גודלו של יבוא ההון קצר הטווח מושפע מפערי הריבית בין הארץ לחו"ל ומהסיכונים הכרוכים בו, כגון הפיחות הצפוי, וזה תלוי במשטר שער החליפין ובמיקומו של השער ברצועת הניוד. ככל שמרחב הניוד האפשרי גדול יותר, גדל גם הסיכון. כששער החליפין נצמד לגבול התחתון של רצועת הניוד, וישנם תנאים לייסוף ריאלי, גדלה הוודאות כי הוא יישאר שם, ולכן גדל הביטחון בהמשך של כדאיות יבוא ההון. תופעה זו מחלישה את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית מפאת הצורך בעיקור סכומים אלו. (הרחבה ראו בפרק 6 של חלק א.) במצב זה, יבוא ההון לזמן קצר נובע, כאמור, מפערי הריבית - שהם תוצאת מדיניות פיסקלית מרחיבה, במקום מצמצמת, אשר אינה משתלבת עם המדיניות של יעד האינפלציה; היא מבטאת למעשה חוסר התאמה בין המדיניות הפיסקלית הננקטת לזו המוצהרת (התקציב ויעד הגירעון). השגת יעד האינפלציה בתנאים אלו לא תוכל להימשך לאורך זמן, אלא תסתיים במשבר.

תמונת הראי של מצב זה משתקפת באינדיקטורים הבאים: הגירעון המסחרי ויתרות מטבע החוץ; יבוא ההון, ובעיקר זה הנובע מפערי הריבית; שער החליפין ומקומו בתוך הרצועה, ובאיזו מידה גלומים בו כוחות להמשך יבוא ההון; גידול הספיגה של המדיניות המוניטרית ושל מחירה (תשלומי ריבית), הנובעים מפעולת העיקור.

ההתפתחויות בתחום תנועות ההון אל המשק וממנו, פילוחו לתנועות של הזמן הקצר והזמן הארוך וחשיפת המשק לשינויים בשער החליפין מנותחים, כאמור, במחלקת הפיקוח על מטבע חוץ, וניתוח זה מוצג בסקירה של המחלקה ובדוח האינפלציה, הנכתב פעמיים בשנה על ידי המחלקות המוניטרית, המחקר והפיקוח על מטבע חוץ. כאן לא נתאר אינדיקטורים אלו בהרחבה. לא נרחיב גם בתיאור האינדיקטורים לדרגת הסיכון של ישראל בעולם (מתחומיה של מחלקת מטבע חוץ) והתפתחות הגירעון במאזן התשלומים (מתחומיהן של מחלקות המחקר והפיקוח על מטבע חוץ). אלו נדונים בהרחבה בדוח האינפלציה ובסקירות השנתיות של המחלקות. עם זאת, אינדיקטורים אלו חשובים להערכת ההתפתחויות הכלכליות השוטפות והסביבה הכלכלית לקראת קבלת ההחלטה על הריבית - כאמור בתכנון החודשי.

ז. המדיניות הפיסקלית

המדיניות הפיסקלית מבטאת למעשה את היעדים הכלכליים שהציבה הממשלה לשנה הקרובה, ובהם יעד האינפלציה. מדיניות זו באה לידי ביטוי בחוק התקציב המובא לאישור הכנסת, ובו מתחייבת הממשלה לגבי שיעור ההוצאה המרבי שלה במשך שנת התקציב, וכן על שיעור הגירעון (עודף ההוצאות על ההכנסות) בתוצר.

המדיניות הפיסקלית בפועל צריכה להיות תואמת ליעדים שקבעה הממשלה: גירעון החורג מהיעד שקבעה הממשלה משמעותו גידול של הביקוש המצרפי, המגדיל את

המדיניות המוניטרית בישראל בעידן יעדי אינפלציה

הלחצים האינפלציוניים, וכן גידול של הגירעון במאזן התשלומים, המערער את יציבות המחירים - ומכאן מתחייבת מדיניות מוניטרית מרסנת יותר לשם השגת יעד אינפלציה נתון. לכך יש גם השפעות נוספות - כגון צורך במימון הגירעון ממקורות פנים, ולכן - עלייה של שיעור הריבית הריאלי, או מימון ממקורות מחו"ל, המשפיע לרעה על מאזן התשלומים, על דירוגו של המשק הישראלי בעולם ועוד. (הרחבה ראו בפרק 7 של חלק א.) מדיניות פיסקלית מרסנת יותר תאפשר לצמצם השפעות אלו, באפשרה להשיג יעד אינפלציה נתון באמצעות ריבית נמוכה יותר.

לפיכך חשוב לעקוב באופן שוטף אחר הביצוע של המדיניות הפיסקלית ולהתריע על השפעות שליליות בעוד מועד, הן במעשים - באמצעות המדיניות המוניטרית - והן בדרך של הסברה. המעקב השוטף מתנהל על ידי השוואת ביצוע הגירעון, רכיבי ההכנסות וההוצאות בו ואופן מימונו למתחייב מהתקציב השנתי, ועל ידי ניתוח ותחזית לגבי מידת העמידה בחוק התקציב.

נסייג ונדגיש, כי לא כל חריגה מיעד הגירעון מחייבת ריסון פיסקלי; חשוב לאבחן את הגורמים לחריגה. הספרות מבחינה בין שני סוגי גורמים: (א) גידול של הגירעון הנובע מהרחבה יזומה של המדיניות הפיסקלית בגלל לחצים במערכת הפוליטית, או במטרה להוציא את המשק משפל - פעילות המכונה "דחף פיסקלי"; (ב) חריגה הנובעת מגורמים חיצוניים (אקסוגניים), כדוגמת המפולת בנסד"ק בשנת 2000 והאירועים הביטחוניים שפרצו כאן בסוף ספטמבר של אותה שנה, והביאו לירידה בפעילות הכלכלית. במקרים מהסוג השני הגירעון הממשלתי נוטה לגדול, בעיקר בגלל הירידה בהכנסות ממסים, אך גם בגלל עלייה אפשרית בהוצאות, למשל בתשלום דמי האבטלה. במצב כזה, קיצוץ בהוצאות, כדי להשיג את יעד הגירעון, עלול להחריף את המיתון בפעילות, וכך להביא לירידה נוספת בהכנסות ולגידול נוסף של הגירעון. לפיכך, כשהחריגה מיעד הגירעון נובעת מגורמים שאינם בשליטתנו, דרושה הסתגלות זמנית לחריגה זו, התנהגות הידועה כ"גישה פאסיבית" או גישת "המייצב האוטומאטי"¹³.

הניסיון מלמד כי גיאות ושפל בפעילות הכלכלית מתרחשים במחזוריים, וכי מחזור כלכלי כזה נמשך בין 8 ל-10 שנים. הגישה הגורסת התייחסות אקטיבית לשפל - "הגישה הקיינסיאנית" - מתירה חריגה בהוצאות כדי לחלץ את המשק ממנו. גישה זו שלטה בכיפה מאז מלחמת העולם השנייה ועד שנות השבעים. האינפלציה של שנות השבעים הולידה ביקורת על גישה זו, מכמה כיוונים: (א) האסכולה המוניטריסטית של מילטון פרידמן (1969) טענה כי בטווח הארוך אין יחס תחלופה בין אבטלה לאינפלציה, ולכן אין מקום להתייחסות אקטיבית בנוסח קיינס. (ב) לפי תיאוריית הציפיות הרציונליות מבית מדרשו של רוברט לוקאס (1972), אין יחס תחלופה בין

¹³ ראו, למשל, Eijffinger & de Haan (2000); Knot (1996); דהן (1993).

חלק ב - התכנון והניהול

אבטלה לאינפלציה אפילו בטווח הקצר. יחס כזה מתקיים רק אם הממשלה מצליחה להפגיע את הציבור, כך שלא יהיה סיפק בידו להתגונן מהמדיניות ולעקר את השפעתה; אולם, מחקרים רבים, כמו גם ההיגיון הפשוט, מלמדים כי לא ניתן לחזור ולהפגיע את הציבור משום שלנוכח התערערות אמינותה של הממשלה, הציבור מקדים להתגונן מההפתעות. (ג) הממשלה בפעולה זו דוחקת את המגזר הפרטי (crowding-out), ולכן מפריעה לסקטור הפרטי לחזור לפעילותו הרגילה ולצאת מהשפל. הגישה הננקטת ברוב מדינות המערב מאז שנות השמונים המאוחרות היא לאפשר למייצב האוטומאטי לפעול; כך, למשל, אמנת מאסטריכט מתייחסת למחזוריות הכלכלית בהתירה חריגה זמנית מהגירעון בשיעור של עד 3 אחוזי תוצר, אף שהמדינות החתומות על האמנה התחייבו לתקציב מאוזן ואף לעודף בטווח הבינוני¹⁴. לעומת זאת, אין לאפשר חריגה מיעד הגירעון שהיא תוצאה של חריגה בהוצאות; גידול כזה - אפילו סיבותיו הן אקסוגניות, כגון גידול צורכי הביטחון - יש לממן על ידי קיצוץ בסעיפים אחרים של התקציב. שני סוגי החריגה יכולים להתהוות בו-זמנית (כמו בישראל מאז אוקטובר 2000), ובמקרה כזה יש לטפל בכל סוג באופן שונה, כאמור.

¹⁴ זאת ועוד: גם במקרה של חריגה מ-3 אחוזי תוצר, לא בהכרח יינקטו סנקציות; חריגה כזו תתקבל במקרים יוצאי דופן (exceptional Circumstances) אם היא תוצאה של אירועים אקסוגניים שהשפעתם על התקציב היא בלתי נמנעת, ואם הייתה ירידה של לפחות 2 אחוזי תוצר ביחס לאשתקד. (Eijffinger & de Haan, 2000).

ביבליוגרפיה

- אזולאי, אדי ודוד אלקיים (1997), "השפעות טווח קצר של הריבית ושער החליפין על האינפלציה בישראל 1990-1996", **רבעון לכלכלה**, חוברת 1, 76-85.
- אמיר, רמי וסיגל ריבון (1999), "בחירה וניסוח של יעד האינפלציה בישראל – נקודות למחשבה" בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 1-29131.
- בארו, רוברט (1996), "אינפלציה וצמיחה כלכלית", **רבעון לכלכלה** (אוגוסט) חוברת 2, 373-399.
- בנק ישראל (1996), **חקיקה** (אוגוסט).
- בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, **סקירות שנתיות**, 1992-1996.
- בנק ישראל, מחלקת מטבע חוץ (1996), **שערי חליפין של מטבעות חוץ בישראל**.
- בנק ישראל, מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ (1998), **סקירה שנתית**.
- בפמן, גיל וליאו ליידרמן (1999), "המדיניות המוניטרית והאינפלציה בישראל", בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 189-239.
- ברטון, דוד וסטנלי פישר (1999), "סיום אינפלציות מתונות", בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 117-186.
- דהן, מומי (1993), "מדד דחף פיסקלי למשק הישראלי", **סקר בנק ישראל 68** (מארס), 23-38.
- וינלס, חוזה (1999), "מדיניות מוניטרית ואינפלציה: הלכה ומעשה", בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 29-58.
- זוסמן, נתן ויעקב לביא (1999), "עקומת פיליפס והשינויים בקשרים שלה 1965 עד 1996", בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 315-346.
- מרום, אריה (1987), "תרומת האינפלציה לגידולו של ענף הבנקאות בישראל", **סקר בנק ישראל 62** (יוני), 33-44.
- משרד האוצר, **תקציב המדינה**, הצעה לשנים 1997, 1999-2001.
- סוקולר, מאיר (1999), "המאבק המתמשך על האינפלציה-ניתוח של יעדי האינפלציה והמדיניות המוניטרית בישראל", בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 241-277.
- פרנקל, יעקב (1999), "עצמאות בנק מרכזי ומדיניות מוניטרית ליציבות מחירים", בתוך: ליאו ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 9-26.

חלק ב - התכנון והניהול

צוקרמן, אלכס (1997), "הכלכלה והפוליטיקה של בנקאות מרכזית", **רבעון לכלכלה**, חוברת 1, 98-138.

קליין, דוד (1999), "סוגיות מעשיות בהשגת יעד האינפלציה - המקרה הישראלי", בתוך: ליאו לייזרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים, בנק ישראל, עמ' 279-289.

Board of Governors of the Federal Reserve System (1994), *The Federal Reserve System Purposes & Functions*, Washington DC.

Bufman, Gil, Leonardo Leiderman and Meir Sokoler (1995). "Israel's Experience with Explicit Inflation Targets: A First Assessment", in Leonardo Leiderman and Lars E.O. Svenson (eds.), *Inflation Targets*, CEPR, pp. 169-191.

Deutsche Bundesbank (1995). *The monetary policy of the Bundesbank*, October.

Eijffinger, Sylvester and Jacob de Haan (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*, Ch. 4, Oxford University Press.

Federal Reserve Bank of Newyork (1982). *U.S. Monetary Policy and Financial Market*, October.

Hoggarth, Glenn (1996). *Introduction to Monetary Policy*, Center for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking No. 1, Bank of England.

Knot, Klaas (1996). *Fiscal Policy and Interest Rates in the European Union*, Edward Eglor Publishing Ltd. Company, Ch. 2.

Swiss National Bank (1995). *Functions Instruments Organization*.

Wietze, Eizenga (1994). *The National Bank of Belgium and Monetary Policy*, SUERF paper on Monetary Policy and Financial System, No. 17.