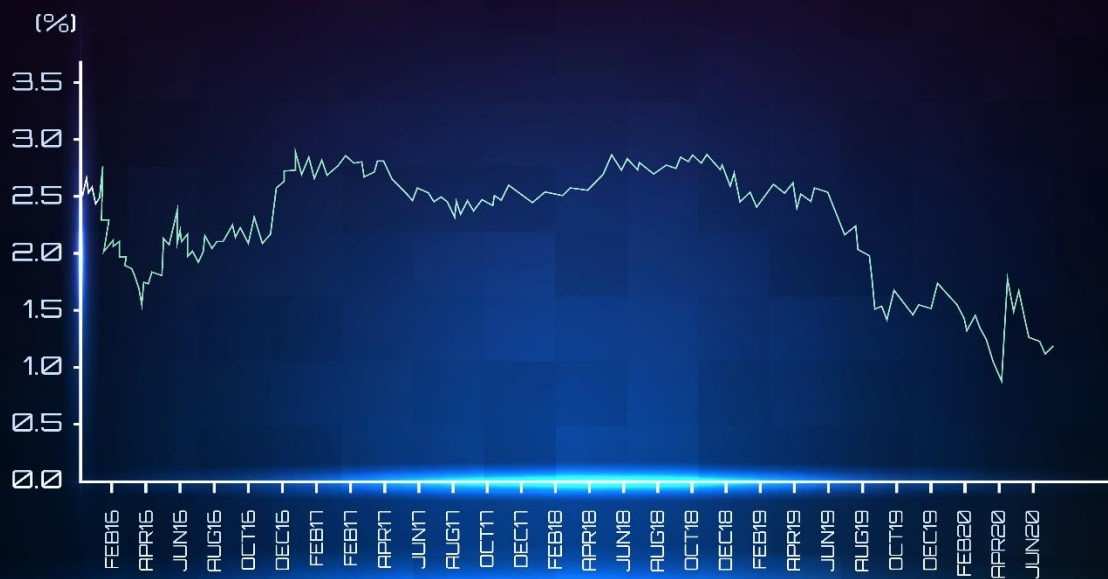


בנק ישראל חטיבת המחקר



בחינה מחדש של יעד האינפלציה

ניתוח מסגרת המדיניות החדשה של הפד

אלון בנימיני וגיא סגל

אוקטובר 2024

מדיניות האינפלציה החדשה של הפד והתאמתה לישראל¹

- בקיץ 2020, לאחר מספר שנים של אינפלציה נמוכה וריבית מוניטרית בסביבת הגבול התחתון, הפד הכריז על ביצוע התאמה של מסגרת המדיניות המוניטרית. משמעות ההתאמה, כפי שהפד הצהיר עליה, היא שלאחר תקופה ממושכת של אינפלציה מתחת ליעד וריבית מוניטרית בסביבת הגבול התחתון, הפד יפעל להשגת אינפלציה שתהא מעט גבוהה מהיעד, באמצעות עיכוב ומיתון העלאת הריבית. הפד בהודעתו התמקד במקרה של אינפלציה נמוכה מהיעד.
- ההתאמה של מסגרת המדיניות מהווה כלי משלים להכוונה לעתיד. מטרתה להעלות את ציפיות האינפלציה ודרכן את האינפלציה בפועל, כאשר האינפלציה נמוכה מהיעד. בפרט, כאשר הריבית מצויה בסביבת הגבול התחתון ונעשה שימוש בהכוונה לעתיד, המסגרת החדשה מסייעת לבסס את האמון בהכוונה ולסייע בהצדקת מימושה גם לאחר שהאינפלציה כבר עלתה לסביבת היעד.
- חלק מהתגובות להתאמה לימד כי היא לא הובנה באופן מלא.
- המסגרת הקיימת בישראל – משטר גמיש של יעד אינפלציה המנוסח בצורת רצועה – מאפשרת גמישות באימוץ מסגרות עבודה שונות ללא שינוי בהגדרה הפורמאלית של היעד. בפרט, המסגרת בישראל מאפשרת הכרזה על חתירה לאינפלציה גבוהה מ-2% לתקופה מסוימת, כל עוד זו נמצאת בתוך גבולות היעד, תוך העלאת ריבית הדרגתית. היא אף מאפשרת הדרגתיות בתיקון של סטייה של האינפלציה מגבולות הרצועה, כל עוד צופים שהאינפלציה תתכנס חזרה לתחום היעד כעבור שנתיים.

1. הקדמה

מאז המשבר הפיננסי העולמי ועד שנת 2021, שיעורי האינפלציה במרבית מדינות העולם היו נמוכים מהיעד, למרות ריביות מונטריות נמוכות מאד, בסמוך או בגבול האפקטיבי התחתון – Effective Lower Bound, ELB. ההתפתחות הזאת הושפעה, בין השאר, מירידה מתמשכת בריבית העוגן (הריבית הטבעית) שמשמשת בנצימרק לריבית המונטרית.

על רקע התפתחויות אלו, בקיץ 2020, בתום הליך בחינת והערכת המסגרת של משטר יעד האינפלציה, בחר הפד בגישה חדשה.² לפי הגישה החדשה, כפי שהפד הגדירה, לאחר תקופה ממושכת של אינפלציה הנמוכה מ-2% וריבית שמצויה ב-ELB, הפד יפעל להשגת אינפלציה שתהא מעט גבוהה מהיעד של 2% למשך תקופה מסוימת, תוך השארת הריבית ברמה נמוכה לאורך זמן – Low for longer. באופן זה הפד שואף לייצב את האינפלציה הממוצעת לאורך זמן סביב 2%, תוך

¹ כתבו: אלון בנימיני וגיא סגל.

² 2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

עיגון הציפיות סביב רמה זו. יודגש שמשך הזמן במהלכו ישאף הפד לאינפלציה של מעל ל-2% אינו מוגדר, מתוך כוונה שהאינפלציה תהיה גבוהה אך במעט מ-2% ולאחר מכן הפד יפעל להתכנסות של האינפלציה חזרה ל-2% תוך העלאת ריבית הדרגתית. מדיניות זו היא אפוא מדיניות א-סימטרית ביחס לאינפלציה, כל עוד זו נמוכה מהיעד והריבית המוניטרית מצויה ב-ELB, בשונה מהגישה הסימטרית שאפינה את המדיניות עד אז.³ עמימות הפד סביב משך הזמן במהלכו יחזור לאינפלציה גבוהה מ-2% נועדה גם להשאיר בידיו את הגמישות לאזן בין אילוצים והעדפות שונים, ומאפשרת עמימות סביב מידת "הפיצוי" שיידרש לאינפלציה. באמצעות עיגון טוב יותר של הציפיות סביב היעד, התאמת מסגרת המדיניות נועדה לצמצם הן את משך אירועי ה-ELB והן את השכיחות שלהם.

נוסף על שינוי הגישה כמתואר לעיל, הפד החליט על שינוי מדיניות גם לגבי הפעילות. המסגרת החדשה מכוונת להשגת תעסוקה מקסימלית, maximum employment, כל עוד אין בכך פגיעה בהשגת יעד האינפלציה לאורך זמן. זאת לנוכח העדויות האמפיריות בשנים האחרונות על היחלשות ההשפעה של הפעילות על האינפלציה. כלומר, בניגוד ליעד התעסוקה הקודם – צמצום התנודות סביב תעסוקה מלאה – המדיניות כעת מגיבה רק להתקררות יתר, לא להתחממות יתר של שוק העבודה, כל עוד יעד יציבות המחירים לא נפגע. המסגרת החדשה של הפד היא אם כן א-סימטרית – לא רק ביחס לאינפלציה (כאשר זו נמוכה) אלא גם ביחס לתעסוקה. משמעות השינוי ביחס לתגובה הא-סימטרית לתעסוקה היא שתגובת הריבית להתחממות המשק תהא פחותה לעומת התגובה שהייתה במשטר הקודם.

טרם אימוץ הגישה החדשה, ולאורך שנים ארוכות, אופיין הפד במשטר של יעד אינפלציה סימטרי (Inflation Targeting – IT).⁴ במסגרת משטר זה הפד פעל לייצב את האינפלציה ביעד של 2%, ללא תלות בשיעור האינפלציה ההיסטורי. במילים אחרות, אם במסגרת IT המדיניות המוניטרית הייתה בעיקר צופה לעתיד, במסגרת החדשה הפד מחויב להתחשב גם באירועים שכבר חלפו. מחויבות זו שהפד נוטל על עצמו היא למעשה כלי משלים להכוונה לעתיד (Forward Guidance – FG) בה השתמש הפד בשנים האחרונות, כתחליף להמשך הפחתת הריבית לאחר שזו כבר הגיעה לרמה נמוכה בקרבת ה-ELB. לכאורה, שימור המדיניות המרחיבה לאחר שסביבת האינפלציה כבר עולה ל-2% עומד בסתירה להשגת יעד האינפלציה. הצהרה על מסגרת המדיניות החדשה תומכת ב-FG הן בכך שהיא מסייעת לבסס את האמון ב-FG בשעה שהוא ניתן, והן בכך שהיא מצדיקה את מימושו לאחר שסביבת האינפלציה כבר עלתה.

למרות מאמצי ההסברה והתקשור של הפד, נראה כי אפיון המסגרת החדשה לא הובן כהלכה בראשיתו. בעקבות המעבר למסגרת החדשה, היו מבקרים שפרשו אותה בטעות כמחויבות סימטרית ל-Average Inflation Targeting, AIT, מסגרת שבה הבנק המרכזי מגיב בעקביות לאינפלציה הממוצעת, המושפעת גם מהאינפלציה שהתרחשה.⁵

³ ראו דו"ח המדיניות המוניטרית של ה-Fed ביוני 2016 :

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_2016_0621_summary.htm

⁴ באופן רשמי הפד הפך ל-Inflation-Targeter רק בינואר 2012. ואולם ניתן לאפיין את מדיניות הפד בפועל כמדיניות יעד אינפלציה החל מאמצע שנות ה-1990, ראו שיחה עם יו"ר שלוחת הפד בריצימונד בשנים 2004-2017 :

<https://www.mercatus.org/bridge/podcasts/08152022/jeffrey-lacker-past-present-and-future-federal-reserve-policy>

⁵ ישנם גם ניסוחים בספרות שמדלים AIT כתגובה לאינפלציה הממוצעת הצפויה, לדוגמה ראו (Curdia (2021).

בדומה לתהליך הבחינה של הפד, ולכאלה שנעשו גם בבנקים מרכזיים אחרים, גם בישראל התקיים תהליך להערכה מחודשת של משטר יעד האינפלציה. יעד האינפלציה השנתית בישראל מצוי בטווח, 1-3 אחוזים. שלא כמו בפד, או ב-ECB ובמדינות רבות אחרות, הוא אינו מוגדר כנקודה מסוימת.⁶ ככזה, מבנה היעד בישראל מותיר מקום רב לגמישות. בין השאר, הוא כולל את האפשרות לבצע מדיניות דומה לזו של הפד גם ללא הצהרה על שינוי מסגרת המשטר. בשעת הצורך, כשהאינפלציה והריבית תהיינה נמוכות, כן ניתן לשקול ולהכריז על עיכוב של העלאת הריבית, אך זאת תוך הדגשת האופי ה-א-סימטרי של המדיניות.

החלק השני של התזכיר מציג בפירוט את השיקולים בבסיס החלטת הפד, החלק השלישי מציג הפקת לקחים מתקשור הפד של המדיניות החדשה, והחלק הרביעי מתייחס לחוסר ההצדקה של נקיטת צעד דומה בישראל בעת הנוכחית.

2. המסגרת שאומצה על ידי הפד

כשעוצבה המסגרת של IT, היא נועדה לסייע בהתמודדות עם עולם מאוד שונה מזה שמאפיין את השנים האחרונות. בראשיתה, מסגרת IT נועדה להוריד ולייצב את האינפלציה שבשנות ה-1970 וה-1980 הייתה גבוהה ותנודתית. מסגרת ה-IT התמקדה אם כן בצורך של בנקים מרכזיים לרכוש מוניטין כמי שמחויבים לספק עוגן נומינאלי של יציבות מחירים. המסגרת הזו אכן הוכיחה את עצמה, ובשנות ה-1990 התייצבו האינפלציה והציפיות לה במרבית המדינות סביב 2.2%⁷.

מאפיין נוסף של התקופה שקדמה לייצוב האינפלציה היה השפעה חזקה של הפעילות על האינפלציה (שיפוע גדול יחסית של "עקומת פיליפס"). הקשר החזק בין הפעילות לאינפלציה הוביל למאמץ מתמיד להעריך את מידת הסטייה של התעסוקה והפעילות מרמה המאזנת לחצי אינפלציה – את רמת התעסוקה אליה נכון להתייחס כאל "תעסוקה מלאה", ושחריגה ממנה כלפי מעלה משקפת "התחממות יתר" של הכלכלה, וחריגה כלפי מטה משקפת "התקררות".

מספר התפתחויות שחלו מאז הובילו לבחינה מחודשת של משטר ה-IT, ושל מידת התאמתו למציאות שהשתנתה מאז השקתו. מציאות שחלק מהשתנותה, אגב, ניתן לייחס לעצם ההצלחה של משטר ה-IT. ראשית, האינפלציה כאמור ירדה והתייצבה סביב 2%, כמו גם הציפיות לה. יתרה מכך, בשנים שקדמו למשבר הקורונה (עד 2020) היא אף ירדה לסביבה נמוכה מדי, תוך קושי לייצבה בסביבת היעד: הריבית, שלאורך שנים הייתה במגמת ירידה, הגיעה בשנים האחרונות לסביבת ה-ELB. חלק מהירידה בריבית (הנומינלית) אומנם מיוחס לעצם הירידה בסביבת האינפלציה, אבל יש גם חלק שמשקף ירידה בריבית העוגן הריאלית – זו שלעיתים מכונה "הריבית הטבעית" – הריבית הריאלית שעקבית עם יציבות מחירים ותעסוקה מלאה, ומשמשת בנצ'מרק (סמן) לקביעת הריבית המוניטרית. שנית, נחלש הקשר הנצפה בין הפעילות והתעסוקה לבין האינפלציה

⁶ The ECB's monetary policy strategy statement https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement_en.html

⁷ מסגרת IT אומצה בתחילת שנות ה-1990 במדינות קטנות ופתוחות כמו ניו-זילנד, שבדיה וישראל, והתרחבה למרבית מדינות המערב. כפי שצוין, הפד אימץ באופן מפורש מדיניות של IT, שכוללת הגדרה פורמאלית של יעד אינפלציה, רק בינואר 2012. עם זאת, כאמור, מדיניות הפד מאז הנהגתו של וולקר פעלה לייצוב המחירים, וזוכה הלכה למעשה להתייחסות בספרות כבעלת מאפיינים של IT החל משנות ה-1990.

"השתטחות עקומת פיליפס") – התפתחות שמרמזת על החלשות אפשרית של אחד ממנגנוני התמסורת העיקריים של המדיניות המוניטארית.

ההתפתחות המשולבת הזאת, של ירידת האינפלציה והריבית (לסביבת ה-ELB) יחד עם השתטחות עקומת פיליפס, מובילה לחשיבות גוברת של ערוץ הציפיות וניהולו על ידי המדיניות המוניטרית כדי להשיג את מטרות המדיניות. המשמעות היא גם קושי הולך וגובר של המדיניות המוניטרית להגיב בעוצמה הנדרשת בזמן האטה ומיתון בפעילות; קושי שמוביל לעלייה בהסתברות לאירועי ELB ולתקופות ממושכות של אינפלציה נמוכה מהיעד. כך, בתקופות של האטה ומיתון צפויה אינפלציה נמוכה מהיעד, בשעה שבתקופות של גאות צפויה אינפלציה ביעד, שכן בתקופות של גאות המדיניות המוניטרית לא מוגבלת ביכולת השימוש בכלי הריבית. השילוב של אינפלציה נמוכה מהיעד בתקופות האטה, עם אינפלציה ממוצעת ביעד בתקופות גאות (במהלך מדיניות הריבית אינה מוגבלת), משמעותו שלאורך זמן האינפלציה הממוצעת צפויה להיות נמוכה מהיעד. התפתחות שכזו עלולה לחלחל לציפיות האינפלציה, שבתורן יכבידו עוד יותר על האינפלציה בפועל (בשל ערוץ הציפיות דרכו האינפלציה הצפויה משפיעה על האינפלציה בפועל). משום כך הוחלט בפד להתאים את המסגרת של משטר ה-IT כך שיסייע בעיגון ציפיות האינפלציה סביב 2%, תוך התחשבות בערוץ הציפיות.

נאום יו"ר הפד (Powell (2020), על בסיסו מוצג ההסבר לעיל, מדגיש שההכרזה על התאמת מסגרת העבודה של הפד לא משקפת שינוי בדרך התנהלותו, אלא נועדה להסביר טוב יותר את האופן בו הפד נהג ממילא בשנים האחרונות.

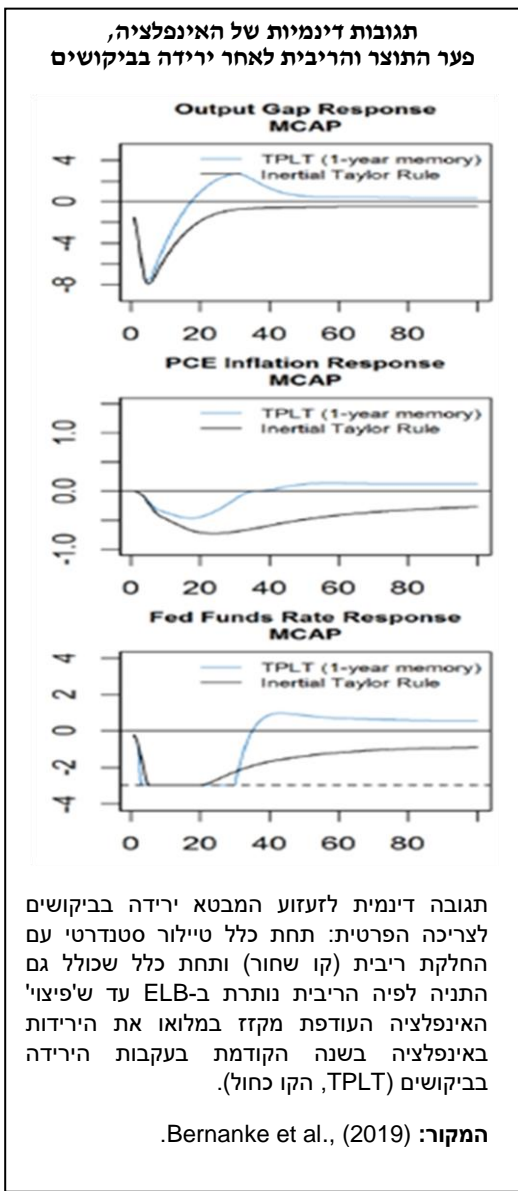
הגישה החדשה, לפיה הפד יפעל לייצוב האינפלציה הממוצעת סביב 2% לאורך זמן, היא למעשה כלי משלים ל-FG (הכוונה קדימה) אותו הפד הפעיל ממילא בשנים האחרונות. גישה זו למעשה תומכת ב-FG בכך שהיא מסייעת לבסס את האמון בו, שהרי הפד מפעיל FG לא כדי להסביר כיצד הוא מנהל מדיניות, אלא כדי להסביר סטייה עתידית ממנה. סטייה כזאת, ככל שהיא צפויה מראש ואמינה, מסייעת לתמוך בפעילות ובאינפלציה. אולם לאחר שהמטרה כבר הושגה, מימוש ההבטחה משמעותו שהפד יסטה מהמדיניות המתאימה לעת ההיא. מאחר שהסתירה הפנימית הזאת ידועה מראש, סתירה שכאמור מכונה חוסר עקיבות דינאמית, יש לפד שני אתגרים. ראשית, בזמן ה-FG הוא צריך לשכנע שאכן בכוונתו לקיים את ההבטחה לעכב את העלאת הריבית. אם לא ישכנע, ה-FG לא ישיג את מטרותיו. שנית, לאחר שסביבת האינפלציה מתחילה לעלות ומבשילה העת להעלאת ריבית – הפד צריך לעמוד בלחצים ולעכב את העלאת הריבית כמובטח, כדי לבסס את אמינותו, בין השאר לטובת המשבר הבא במהלכו יהיה מעוניין לעשות שימוש נוסף ב-FG. עצם האמון ב-FG צפוי להקטין מלכתחילה את ההסתברות להגיע ל-ELB ולהקל בכך עוד על ניהול המדיניות ועל השגת יעד האינפלציה.

הגישה החדשה של הפד, לפיה הוא יפעל להשגת אינפלציה מעט מעל 2% למשך תקופה מסוימת, תוך השארת הריבית ברמה נמוכה לאורך זמן, נועדה לסייע בהתמודדות עם אתגר העלאת האינפלציה כשהריבית חסומה ב-ELB. המסגרת החדשה משמעותה עיכוב העלאת הריבית, והעלאתה בהמשך בצורה ממותנת בהשוואה למדיניות אלטרנטיבית.⁸ כל זאת באופן המתיישב עם המטרה המוצהרת של הבנק, לא כסטייה ממנה. עם זאת, כאמור, הגישה החדשה מבטאת AIT-א-סימטרי, שהרי לא "מתקנים" overshoot של האינפלציה בדפלציה לאחר מכן. סגן יו"ר הפד דאז, Clarida (2021), מאפיין את המסגרת החדשה באופן פשטני בתיאור הבא: בתקופות של ELB ואינפלציה נמוכה, הפד מותיר את הריבית ב-ELB כל עוד הסטיות של האינפלציה מתחת ליעד לא

מפוצות במלואן על ידי אינפלציה מעל ליעד בהמשך. לאחר שסך הסטיות של האינפלציה מתאפסות, הפד מעלה את הריבית בהתאם לכלל ריבית סטנדרטי (המאופיין גם בהחלקת ריבית).

תיאור פשטני זה של המדיניות מוגדר TPLT- Temporary Price Level Targeting Clarida (2021), Bernanke et al. (2019), אליהם מפנה Bernanke et al. (2019) בדבריו.⁹ האזור ממחיש כיצד בעקבות ירידה חזקה בצריכה הפרטית, בחלופת TPLT (הקו הכחול באיור) הריבית נותרת ב-ELB לזמן ארוך יותר לעומת החלופה של כלל ריבית סטנדרטי (הקו השחור בגרף התחתון באיור). בעקבות זאת, פער התוצר (הגרף העליון באיור) מפצה בהמשך ביתר על הירידה בו בהתחלה, מה שמוביל לייצוב האינפלציה ולפיצוי יתר שלה בהמשך (הגרף האמצעי באיור). זאת לעומת ירידה של האינפלציה ועלייה מתונה אך לא מספיקה, בחלופת כלל ריבית סטנדרטי.

Bernanke et al. (2019) מראים באמצעות סימולציה על מודל ה-FRBUS, מודל המקרו של הפד, ששימוש בכלל TPLT מפחית את ההסתברות להימצאות ב-ELB, ואת משך הזמן ב-ELB, בלמעלה מ-50% בהשוואה לשימוש בכלל טיילור סטנדרטי עם החלקת ריבית.



⁸ ראו לדוגמה Williams (2021).

⁹ המושג 1-Year memory משמעותו שהריבית נשארת ב-ELB כל עוד סטיות האינפלציה מהיעד המצטברות בשנה האחרונה הן שליליות.

3. לקחים מהצגת גישת הפד החדשה

בין השאר עקב מורכבותה, נראה שאפיון הגישה החדשה של הפד לא הופנם ולא הובן במלואו.¹⁰ ביקורות התייחסו, בין השאר, לכך שהמסגרת אינה מוגדרת בצורה מדויקת מספיק, על כך שהיא מאופיינת בחוסר עקיבות דינאמית, ועל כך שבנסיבות מסוימות היא צפויה להגדיל את התנודתיות של האינפלציה והריבית (במקום להקטין). שורש הבלבול הוא ככל הנראה בפרשנות שגויה לפיה הפד אימץ מדיניות AIT קבוע וסימטרי, בעוד שאת הגישה שאומצה בפועל יש כאמור לפרש כ-AIT זמני וא-סימטרי.¹¹

בהתאם לאותה פרשנות שגויה, חלק מההתייחסות ומהביקורות על הפד התבסס על ניתוח פורמאלי של מסגרת AIT כפשוטו.¹² בפרט, כזה הכולל שלושה עקרונות פורמאליים נוקשים, אך מאוד שונים מאלו של המסגרת שעוצבה על ידי הפד. עקרון אחד מתייחס ל-AIT כפשוטו מבחינה כמותית – עפ"י עקרון זה, עבור AIT שמוגדר לשנתיים, לאחר שנה שבה האינפלציה הייתה נמוכה מהיעד ב-1%, צפויה שנה של אינפלציה שתהא גבוהה ממנו ב-1%. זה כמובן עומד בסתירה למדיניות הפד, שמדגיש שלאחר תקופה של אינפלציה נמוכה מהיעד (מבלי לציין כמה נמוכה ולמשך כמה זמן) הפד יחתור לאינפלציה שתהא מעט גבוהה מהיעד. עקרון שני (הכרוך בעיקרון הראשון) שהמודלים והניתוחים הביקורתיים נוטים להתבסס עליו הוא סימטריה – הם מניחים שהפד יפעל לא רק לקיזוז של סטיות כלפי מטה, אלא גם לקיזוז סטיות כלפי מעלה. באופן זה, תחת הנחות מסוימות על מבנה הציפיות וקשיחות המחירים, עלולה להתקבל התבדרות מחזורית של האינפלציה בפועל. אולם הנחה בדבר סימטריה עומדת בסתירה מוחלטת – הן למוטיבציה בבסיס אימוץ המסגרת החדשה ע"י הפד והן לאופן בו המסגרת עוצבה בפועל. עקרון שלישי עליו מתבססים המודלים המשמשים לביקורת על הפד הוא ש-AIT הינה מסגרת קבועה, כאילו הפד מחויב להתייחסות מתמדת להתפתחות ההיסטורית של האינפלציה, באופן שכולל את ידיו. אבל גם בנקודה זו מדובר בניגוד גמור להצהרות מפורשות של הפד, לפיהן מדיניות הריבית המוצהרת תיקבע לפי מצב המשק, ובפרט לפי התפתחות האינפלציה והימצאות הריבית ב-ELB.

החלטת הפד על התאמת מסגרת המדיניות התקבלה בקיץ 2020, לאחר פרוץ משבר הקורונה. בזמן קבלת ההחלטה הייתה אי-ודאות גבוהה בנוגע להתפתחויות שקשורות למשבר הקורונה: העיתוי של הגעה לחיסון עדר, הדינמיקה של בעיית שרשראות האספקה והמתח בינה לבין הביקושים הגואים (גם על רקע התמיכה הפיסקאלית והמוניטרית שניתנו במשבר) ועוד. אי-ודאות זאת הקשתה על ההערכה בנוגע לעצמת הלחצים האינפלציוניים באותה עת.

בהתאם לכך, חלק מהביקורת על המסגרת החדשה נבע גם מהעלאת הריבית המאוחרת בתגובה לאינפלציה הגבוהה בארה"ב, ככל שזו מקושרת למתח המובנה שבין ההתחייבות לשמור על הריבית

¹⁰ ישנם בתי השקעות שכן הפנימו את המסרים של הפד כהווייתם, לדוגמה Goldman Sachs (2020).

¹¹ כפי שציין בנאומו (Powell (2020):

"In seeking to achieve inflation that averages 2 percent over time, we are not tying ourselves to a particular mathematical formula that defines the average. Thus, our approach could be viewed as a flexible form of average inflation targeting."

¹² ראו לדוגמה Honkapohja and McClung (2021 a,b); חילופי דברים בין ריקרדו רייס, שביקר את המדיניות החדשה לכאורה,¹² לבין פרנצ'סקו ביאנקי,

<https://twitter.com/R2Rsquared/status/1488552603017519111>

https://twitter.com/Francesco_Bia/status/1488557678687367178

וטור שפורסם ב-FT (Buitar, 2021) שקרא לפד לנטוש את מסגרת ה-AIT:

<https://www.ft.com/content/57e61776-bef9-4f8d-943e-d2678e921145>

נמוכה לאורך זמן לבין הצורך להעלות אותה. ביקורת זו נשמעה תוך כדי היציאה ממשבר הקורונה; וזאת למרות שהתגובה המאוחרת של הפד לעליית האינפלציה נבעה, לפחות חלקית, מהסבר אחר – בראשיתה, עליית האינפלציה נתפסה ככזו הנובעת מגורמים בעלי אופי זמני: חוסר הוודאות הגבוה סביב השפעת מגפת הקורונה, והעלייה בביקושים לאחר מתן החיסונים, במקביל לצווארי הבקבוק שנוצרו בצד ההיצע בעקבות המגיפה. כל אלו הוחרפו בעקבות פרוץ מלחמת רוסיה-אוקראינה בראשית 2022. רק מאוחר יותר שונתה ההערכה בנוגע לעצמת ומשך הלחצים האינפלציוניים, ועמה ההחלטות על העלאת ריבית: הן כתוצאה מהתמשכות הגורמים שצוינו, והן כתוצאה מהלחימה באוקראינה והשפעתה, בפועל וזו הצפויה, על משק האנרגיה והמזון העולמי, על קשרי המסחר עם רוסיה, על הגלובליזציה ועל העלייה בתקציבי הביטחון בעולם. כך או כך, ההצהרה על המסגרת החדשה נדונה והתקבלה טרם העלייה המשמעותית בסביבת האינפלציה, ולאחר תקופה ממושכת של אינפלציה נמוכה וריבית בסביבת ה-ELB. כלומר, העדכון המוצהר של מסגרת מדיניות הפד לא התייחס למצב של שינוי חד ופתאומי בתנאי הרקע של סביבת האינפלציה. השינוי המהותי בסביבת האינפלציה, הפעילות וסביבת המדיניות המוניטרית הנדרשת בעקבות משבר הקורונה והיציאה ממנו מדגיש את החשיבות של בחינה ובחירה במסגרת מדיניות שמתאימה לכלל "מצבי הטבע", ככל הניתן, תוך התייחסות לתנאי אי-וודאות.

4. האם יש צורך או הצדקה להתאמת המסגרת בישראל?

יעד האינפלציה בישראל מוגדר כטווח של 1-3%. משמע שאם בתקופות מסוימות מוצא בנק ישראל לנכון לכוון את האינפלציה לחלק העליון של תחום היעד, אין בכך משום סטייה מהמסגרת הקיימת ואין צורך בשינויה. אך גמישות משטר יעד האינפלציה בישראל באה לידי ביטוי גם באופן ההתייחסות לסטיות מחוץ לטווח היעד. לצורך תמיכה ביעדי המדיניות הנוספים, חוק בנק ישראל (2010) מאפשר לחתור להחזרת האינפלציה ליעדה בהדרגה, במהלך תקופה של שנתיים. אם כן, מתן אפשרות לאינפלציה גבוהה ממרכז תחום היעד בטווח הקצר הוא ממילא חלק מהמסגרת הקיימת בישראל. בהתאם לכך, לאחר תקופה ממושכת של אינפלציה נמוכה וריבית בסביבת ה-ELB, בנק ישראל יכול לבחור להכריז על עיכוב בהעלאת הריבית משיקולים של ניהול הציפיות ושל ביסוס סביבת האינפלציה והריבית ברמה שמגדילה את הסיכוי להתרחק מה-ELB. עיכוב שכזה בהעלאת הריבית יהיה שקול במובן מסוים למסגרת שהפד אימץ, במיוחד אם ילווה בהסבר לפיו הוועדה תעכב את העלאת הריבית כל עוד האינפלציה לא תתבסס בחלק העליון של תחום היעד.¹³

עם זאת, בין אם עיכוב העלאת הריבית ננקט במסגרת היעד הגמיש הקיים בישראל ובין אם הוא ננקט במסגרת חדשה כדוגמת זאת של הפד, עיכוב שכזה צריך להיעשות תוך תשומת לב לסיכון שגם כרוך בו – סיכון להתממשות מסוימת של דומיננטיות פיסקאלית. כדוגמה ניתן לחשוב על תרחיש בו נחתמים הסכמי שכר עם תוספות בגין האינפלציה, תוספות שמגדילות את הסיכון לספיראלה אינפלציונית. בתרחיש שכזה, עיכוב מכוון בהעלאת הריבית עלול להעביר מסר בעייתי בהקשר של עצמאות בנק ישראל. גם אם הבנק עצמו תופס עיכוב שכזה כבלתי תלוי במדיניות הפיסקאלית,

¹³ יצוין, עם זאת, שליעד המוגדר כטווח עלול להיות גם חיסרון מסוים לעומת יעד אינפלציה נקודתי: כאשר האינפלציה סוטה מהגבול העליון של תחום היעד, מצופה מהוועדה לפעול לריסונה (ציפייה שיכולה להיות עמומה יותר כאשר היעד נקודתי).

לציבור עלולה להיות נקודת מבט שונה (למרות הגידול בעצמאות הבנק המרכזי בעשורים האחרונים).

5. סיכום

הפד החליט על שינוי מסוים בהפעלת המדיניות המוניטרית בתקופות של אינפלציה וריבית נמוכות. מקובל לכתוב את המסגרת החדשה כ-AIT, למרות שאפיונה אינו תואם הגדרה זו במדויק. תיאור מדויק יותר של המסגרת החדשה הוא AIT זמני וא-סימטרי – השארת הריבית נמוכה לאורך זמן, לאחר תקופה בה האינפלציה נמוכה מהיעד והריבית מצויה ב-ELB.

המסגרת הקיימת בישראל מאפשרת להפיק תועלת מהיתרונות הגלומים ב-AIT זמני וא-סימטרי, מבלי להתמודד עם תקשור שנועד להעביר מסר מורכב; מסר לפיו הבנק מעוניין לאזוק את ידי עצמו (באמצעות מחויבות ל-AIT זמני), אך בו-זמנית גם להשאיר בידיו את מפתחות האזיקים (כלומר, לא להתחייב למשך הזמן ולגודל הסטייה של האינפלציה ממרכז היעד).

לפיכך, בעת הצורך עומדת בפני בנק-ישראל האפשרות לנצל את הגמישות הקיימת במסגרת הקיימת – מסגרת של יעד בצורת טווח ללא משמעות מיוחדת למרכזו, וכזה שסטיות ממנו ניתן לתקן בתהליך הדרגתי של שנתיים. משיקולים אלו אין צורך בשינוי מסגרת המדיניות בישראל, אבל יתכן שיש מקום לחידוד אופן הפעלת המדיניות בתוך המסגרת הקיימת: בתקופות של אינפלציה נמוכה וריבית בסביבת ה-ELB, בנק ישראל יכול להכריז שכאשר תגיע העת להעלות ריבית היא תועלה בהדרגתיות, באופן שיתמוך בהתבססות האינפלציה בתחום היעד. בתהליך הבחינה מחדש של יעד האינפלציה היו כמובן שיקולים נוספים שיש להתייחס אליהם.¹⁴ הניתוח כאן מתייחס רק לשיקולי ELB.

מקורות

חוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

רוזנשטרם עירית (2022). "אינטראקציה בין מדיניות מוניטארית ופיסקאלית – נקודות לדיון במבט קדימה" תזכיר פנימי.

Bernanke, B. S., M.T. Kiley, and J.M. Roberts (2019). "Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment," AEA Papers and Proceedings, vol. 109

Boneva, L., Harrison, R., & Waldron, M. (2018). "Threshold-based forward guidance", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 90, 138-155.

Buiter, Willem (2021). "The Fed Must Abandon Average Inflation Targeting: Why Should Failures in Past Drive Monetary Policy in the Future?", *Financial Times*, November 14.

Campbell, J. R., Evans, C. L., Fisher, J. D., Justiniano, A., Calomiris, C. W., & Woodford, M. (2012). "Macroeconomic effects of federal reserve forward guidance", [with comments and discussion]. *Brookings papers on economic activity*, 1-80.

¹⁴ סיכונים הנלווים למהלך של שינוי היעד ידונו בנפרד, במסגרת מסמך המתאר ומסכם את מכלול תהליך הבחינה של יעד האינפלציה.

Clarida, Richard H. (2021). “The Federal Reserve’s New Framework and Outcome-Based Forward Guidance.” In “*The Federal Reserve’s New Policy Framework*”: a forum sponsored by the Manhattan Institute’s Shadow Open Market Committee, New York (via webcast), April 14.

Eggertsson, G.B., Egiev, S.K., Lin, A., Platzer, J. , & Riva, L. (2020). “A Toolkit for Solving Models with a Lower bound on Interest Rates of Stochastic Duration”, (No. w27878). National Bureau of Economic Research.

Goldman Sachs (2020). “The Fed’s New Framework.”, Research | Economics, August 30.

Honkapohja, Seppo and Nigel McClung (2021 a). “On Robustness of Average Inflation Targeting”, *CEPR Discussion Paper* 16001.

Honkapohja, Seppo and Nigel McClung (2021 b). “Pitfalls of Average Inflation Targeting when Agents Have Imperfect Knowledge”, *VoxEU.org*, April 29.

Powell, Jerome H. (2020). “New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review.” In “*Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy*”: An Economic Policy Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming (via webcast)., August 27.

Williams, John C. (2021), “The Theory of Average Inflation Targeting”, Remarks at Bank of Israel/CEPR Conference on Inflation: Dynamics, Expectations, and Targeting (delivered via videoconference).

<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2021/wil210712>