|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**דוברות והסברה כלכלית | \\portals\DavWWWRoot\sites\boi\about\Mitug\DocList\Logo Bank of Israel 2 color\Logo Bank of Israel 2 color.jpg | ‏ירושלים, כ"ד בשבט התשפ"ב26 ינואר 2022 |

הודעה לעיתונות:

**מחקר חדש: שיטה פשוטה לאמידה של הריבית הריאלית הטבעית של הטווח הקצר למשקים פתוחים**

* **המחקר מציג שיטה חדשנית ופשוטה שאומדת את הריבית הטבעית במשקים פתוחים. לפי שיטה זו, הריבית הטבעית נגזרת מתוך כלל הריבית של הבנק המרכזי בלבד, ללא צורך במודל עשיר, כמו שמקובל בספרות. יתרה מכך, אנו משתמשים במשתנים נצפים המשפיעים על הריבית הטבעית, ללא צורך לגזור אותם עם כלים מסובכים, כגון מסנן קלמן.**
* **המחקר אמד את הריבית הטבעית של הטווח הקצר בישראל, שוודיה וקנדה. מהמחקר עולה כי בשלוש המדינות הריביות הטבעיות ירדו בחדות במשבר הפיננסי העולמי בשנים 2007-08 ולאחר מכן הן עלו, אם כי לרמה נמוכה מזו שהייתה לפני המשבר.**
* **עוד נמצא כי המדיניות המוניטרית בשלושת המשקים בעשור שלאחר המשבר הפיננסי העולמי הייתה מרחיבה ותמכה בפעילות הריאלית וביציבות המחירים.**
* **בישראל, המדיניות הייתה מרחיבה גם בתקופה שבה הריבית המוניטרית של בנק ישראל הייתה במחסום האפקטיבי שלה.**

מושג הריבית הטבעית הוא מושג תיאורטי, אך יש לו השלכות פרקטיות חשובות לאפיון של המדיניות המוניטרית, ולכן גם לניהולה. הריבית הטבעית היא ריבית ריאלית שמובילה לשיווי משקל, שבו התוצר נמצא ברמתו הפוטנציאלית (פער תוצר אפס) תוך יציבות מחירים (שיעור האינפלציה נמצא ביעדו) – שתי המטרות המוצהרות של מדיניות מוניטרית במסגרת יעד אינפלציה גמיש (Inflation Targeting).

אם הריבית הריאלית (ריבית הבנק המרכזי בניכוי הציפיות לאינפלציה) נמוכה מהריבית הטבעית, אזי המדיניות המוניטרית מרחיבה ביחס לפעילות במשק; לחילופין, אם הריבית הריאלית גבוהה מהריבית הטבעית אזי המדיניות מרסנת – מכאן עולה החשיבות של אינדיקטור הריבית הטבעית לקובעי המדיניות המוניטרית כיוון שהוא משמש עוגן ריאלי לריבית המוניטרית.

הבעיה המרכזית היא שהריבית הטבעית הינה בלתי נצפית ולכן יש לאמוד אותה. במחקר שנערך ע"י אלכס אילק וגיא סגל מחטיבת המחקר בבנק ישראל, מוצעת שיטה חדשנית ופשוטה לאמידה של הריבית הטבעית של הטווח הקצר למשקים פתוחים. לפי הספרות הכלכלית הריבית הטבעית במשקים פתוחים קשורה בצמיחה הצפויה של התוצר הפוטנציאלי המקומי ובצמיחה הצפויה (בפועל) של שותפות הסחר. המחקר משתמש בנתונים ובהערכות לגבי הציפיות של שני הרכיבים הללו, וגוזר את הריבית הטבעית בשלושה משקים פתוחים: ישראל, קנדה ושוודיה, מתוך כלל הריבית של הבנק המרכזי בכל מדינה. המשותף לשלושת המשקים הוא שהם משקים מתקדמים עם משטר יעד אינפלציה מבוסס מזה שנים רבות, ובעיקר שהם מאופיינים בפתיחות גבוהה מול העולם, הן בהיבט של סחר בסחורות ושירותים והן בהיבט של פתיחות פיננסית גבוהה לשוק הגלובלי. המחקר על קנדה ושוודיה התאפשר הודות לשיתוף פעולה פורה בין חטיבת המחקר של בנק ישראל לבנקים מרכזיים אלה, מה שאפשר, בין היתר, גישה לנתונים הכרחיים של משקים אלה, חלקם חסויים לציבור הרחב.

החידוש העיקרי בשיטה שמוצגת במחקר הוא שהריבית הטבעית נגזרת מתוך משוואה אחת בלבד - כלל הריבית של הבנק המרכזי. זאת בניגוד לשיטות מקובלות בעולם, שגוזרות את הריבית הטבעית מתוך מודלים עשירים, אשר כוללים את כל הרכיבים של הכלכלה. היתרון בשימוש של כלל הריבית הוא, שיש בספרות תמימות דעים רחבה לגבי הספציפיקציה שלו – דבר אשר משליך על אי-ודאות נמוכה של האומדן של הריבית הטבעית שנגזרת ממנו. זאת, לעומת אי-ודאות גבוהה מאוד לגבי המודל הנכון של הכלכלה. החידוש השני במאמר הוא, שהמחקר משתמש במשתנים נצפים של הגורמים המשפיעים על הריבית הטבעית, שאף הם מקטינים את אי-הודאות סביב אומדן הריבית הטבעית, וזאת ללא צורך לגזור אותם עם כלים סטטיסטיים מסובכים שדורשים הנחות רבות, דוגמת "מסנן קלמן", כמו שמקובל בספרות.

מכיוון שהריבית הטבעית במאמר נאמדת ביחד עם כלל הריבית של הבנק המרכזי, המשמעות היא שהאומדן לריבית הטבעית תופס את ההערכות של הוועדה המוניטרית לגבי הריבית הטבעית ולא בהכרח את הריבית הטבעית ה"אמיתית" במשק, שלה השפעה על הפעילות הריאלית. המאמר מציג בדיקות מחמירות על האומדן של הריבית הטבעית עבור שלושת המשקים שנבחנו (ישראל, שבדיה וקנדה) כדי לוודא שהוא אומדן טוב ורלוונטי לפעילות הריאלית ולמדיניות המוניטרית (monetary stance).

המחקר מוצא דינאמיקה דומה של הריבית הטבעית בשלוש המדינות עד לשנת 2019: היא יורדת בתקופות משבר או מיתון ועולה בתקופות של גאות כלכלית. נציין כי השיטה במחקר מתאימה לזמני שגרה או למשברים קלים עד מתונים לכל היותר, אך היא אינה מתאימה לתקופות של משברים חמורים, כמו משבר הקורונה, שהוא משבר ייחודי מבחינת עוצמתו, אורכו ואפיונו. כדי לנתח את הריבית הטבעית במשבר הקורונה נדרשת מתודולוגיה, שמתייחסת לכל האלמנטים הייחודיים שהמשק הישראלי חווה במשבר הקורונה בשנים 2020-2021.[[1]](#footnote-1)

מהמחקר עולה כי לאחר שהריביות הטבעיות ירדו בחדות במשבר הפיננסי העולמי - במהלך השנים 2007-2008 - הן עלו אחריו, אם כי לרמה נמוכה מעט מזו שבהן הן שהו טרם המשבר. הדבר שיקף שיעורי צמיחה נמוכים יותר שהיו צפויים לאחר המשבר בהשוואה לתקופה לפני כן. בנוסף, המחקר מוצא שהמדיניות המוניטרית בשלושת המשקים בעשור שלאחר המשבר הייתה מרחיבה ותמכה בפעילות הריאלית וביציבות המחירים. הדבר התבטא בכך שהריבית הריאלית של הבנקים המרכזיים הייתה נמוכה מהריבית הטבעית ברוב התקופה. בישראל, המדיניות הייתה מרחיבה גם בתקופה שבה הריבית המוניטרית של בנק ישראל הייתה במחסום האפקטיבי שלה. המשמעות של מחסום אפקטיבי היא שהריבית המוניטרית נמצאת ברמה נמוכה, שמתחת לרמה זו, לתפיסתה של הוועדה המוניטרית, הורדת הריבית לא בהכרח תייצב את הפעילות, האינפלציה ויעדים אחרים של המדיניות, ואף עלולה לגרום לעלייה משמעותית במחירי הנכסים הפיננסיים וליצור סיכונים למערכת פיננסית. על רקע הימצאותה של ריבית בנק ישראל במחסום האפקטיבי שלה בשנים 2015-2018 (חלק מתקופת המדגם), המאמר מציג התייחסות אקונומטרית מיוחדת כדי לאמוד נכון את כלל הריבית של בנק ישראל, מה שמשליך גם על טיב האומדן של הריבית הטבעית.

**איור 1 – הריבית הריאלית של בנק ישראל, אומדן של הריבית הטבעית של הטווח הקצר ואינדיקטור למידת הרחבה/צמצום מוניטרי של בנק ישראל, 2003Q2-2019Q4[[2]](#footnote-2).**



מקור: חישובי ועיבודי החוקרים לנתוני בנק ישראל

1. לניתוח הריבית הטבעית במשבר הקורונה בישראל ראו פרק על הריבית הטבעית בספר על יציבות מחירים שצפוי להתפרסם באמצע שנת 2022. [↑](#footnote-ref-1)
2. השטחים האפורים מייצגים את משבר הפיננסי הגלובלי והמשבר באירופה [↑](#footnote-ref-2)