

חלק ב': סוגיות נבחרות

הריביות במדינות רבות הגיעו בשנים האחרונות לסביבת האפס, ובחלקן הן הגיעו לאפס. במצב כזה לבנק המרכזי יש יכולת מוגבלת להפחית עוד את הריבית, ונוסף על כך ישנם ספקות לגבי יעילותו של מהלך כזה¹. על כן בנקים מרכזיים רבים ליוו את הריבית הנמוכה בכלים מוניטריים בלתי שגרתיים כדי להמשיך לעודד את הפעילות הכלכלית. כלים אלו אינם משמשים את הבנקים המרכזיים בעתות שגרה מפני שיכולתם לתמוך במטרות הבנקים פחותה מזו של הריבית המוניטרית או כרוכה בעלויות גבוהות יותר. אולם כאשר כלי המדיניות השגרתי – הריבית המוניטרית – מתקרב למיצוי, מתעורר צורך לבחון כלים נוספים לעידוד הפעילות².

אחד הכלים הבלתי שגרתיים שהשימוש בהם הורחב בשנים האחרונות הוא הכוונה לגבי העתיד, ועם המדיניות שהשתמשו בו ניתן למנות את ארצות הברית, בריטניה, קנדה, שוודיה והבנק המרכזי האירופי. כדי להבין את מנגנון הפעולה של כלי מוניטרי בלתי שגרתי זה כדאי להתעכב מעט על הכלי המוניטרי השגרתי שעומד לרשות הבנק המרכזי – הריבית המוניטרית. הריבית המוניטרית משפיעה על תשואותיהם של הנכסים הפיננסיים קצרי הטווח של הציבור. כאשר הבנק המרכזי קובע את הריבית המוניטרית הוא משפיע על הריביות הקצרות השוררות בשוק ודרכן על הפעילות הכלכלית. כאשר הריבית המוניטרית מגיעה לרמה אפסית ולא ניתן להמשיך להפחיתה, פעולה שמפחיתה את הריביות הארוכות יכולה לשמש כלי חלופי לעידוד הפעילות במשק.

הריביות הארוכות במשק נקבעות בין היתר על פי הריביות הקצרות הצפויות בעתיד. לשם המחשה, אם הבנקים המסחריים צופים שהריבית המוניטרית תישאר נמוכה

הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance): הניסיון שהצטבר בעולם

מאחר שהריבית המוניטרית בישראל מתקרבת לסביבת האפס, חטיבת המחקר של בנק ישראל בוחנת כלים מוניטריים שעשויים לשמש את הבנק בסביבה זו, לרבות הכוונה לגבי העתיד. אין בבחינה זו כדי להצביע על כוונות הוועדה המוניטרית להשתמש בכלי כלשהו; הסקירה שלפניכם נועדה להציג את כלי הכוונה, את הסוגיות שהשימוש בו מעורר, ואת הניסיון שנצבר בעולם.

- הריביות המוניטריות במדינות רבות הגיעו בשנים האחרונות לסביבת האפס. כדי להמשיך לעודד את הפעילות הכלכלית החלו בנקים מרכזיים שונים להשתמש בכלים מוניטריים בלתי שגרתיים, ביניהם הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance): במסגרת זו הבנק המרכזי מודיע לציבור על מתווה המדיניות העתידית שלו.
- ההכוונה עשויה לעודד את הפעילות הכלכלית כאשר כלי הריבית קרוב למיצוי, אך הניסיון שנצבר בעולם מעיד כי השימוש בה מורכב. מורכבות זו באה לידי ביטוי במשקים גדולים כמו ארצות הברית ואירופה, אולם היא משמעותית במיוחד במשקים קטנים ופתוחים, היות שהפעילות הכלכלית בהם קשורה במידה רבה להתפתחויות עולמיות שהבנק המרכזי אינו יכול להשפיע עליהן.

1. הכוונה לגבי העתיד: מטרות ואתגרים

המשבר הכלכלי של 2008 הוביל את הבנקים המרכזיים ברחבי העולם לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר, בעיקר באמצעות הפחתת הריביות לטווח קצר. אולם ההתאוששות המיוחלת בוששה לבוא, והבנקים המרכזיים נדרשו להוסיף להפחית את הריביות. כתוצאה מכך

¹ מקובל להציב באפס את הגבול התחתון של הריבית המוניטרית בשל החשש שהציבור יעבור למזומנים על חשבון פיקדונות בבנקים. אולם מבחינה טכנית אין מניעה לקבוע ריבית שלילית.

² הרחבה על הכלים המוניטריים הבלתי שגרתיים שהופעלו מאז המשבר העולמי האחרון ניתן למצוא בתיבה "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתי: מטרות ואמצעים", בתוך בנק ישראל, דוח המדיניות המוניטרית מס' 40, ינואר 2014, עמ' 23–26.

שבמשך כל אותה תקופה המשק יימצא במיתון, ויידרשו רמות ריבית נמוכות כדי לתמוך בכלכלה. זאת אף על פי שהבנק המרכזי מעריך כי אין כוחות בסיסיים למיתון כזה. על כן הבנק המרכזי חייב להבהיר כי הוא מותיר את הריבית ברמה נמוכה כדי לפצות על התקופה שבה נמנע ממנו להפחית את הריבית במידה שהתבקשה בזמנו, ולא בגלל התנאים השוטפים.

המורכבות הכרוכה בצורך לאזן בין, מחד גיסא, בהירותו ושקיפותו של המסר שהבנק המרכזי מעביר לבין, מאידך גיסא, שמירה על גמישות הבנק באה לידי ביטוי בהתפתחויות שחלו בהכוונה לגבי העתיד בארצות הברית. אחת האפשרויות לספק התחייבות בהירה נעוצה בהתניה של המדיניות בהתפתחותם של פרמטרים מקרו-כלכליים. הפרמטרים המשמשים עוגן להכוונה לגבי העתיד צריכים להוות אינדיקטורים מהימנים למצב המשק, ונוסף לכך עליהם להיות מדידים באופן מדויק למדי. החל מדצמבר 2012 השתמש ה-Fed (Federal Reserve) בשיעור האבטלה כעוגן להכוונה והתנה בו את מדיניות הריבית המוניטרית. הוא הודיע כי יותיר את הריבית ברמה של 0%—0.25% לפחות כל עוד שיעור האבטלה יעלה על 6.5%, האינפלציה הצפויה לשנה עד שנתיים קדימה תרד מ-2.5%, והציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים יישארו מעוגנות בתחום היעד. התחייבות זו מותנית בפרמטרים שקופים ומדידים, אך ניכר כי ה-Fed היה זהיר בהגדרת המדיניות באופן זה, ושמר על האפשרות להותיר את הריבית ברמה נמוכה אף אם שיעור האבטלה ירד מתחת ל-6.5% ואף אם האינפלציה הצפויה תעלה על 2.5%. ואכן, בסוף 2013, כאשר שיעור האבטלה התקרב לסף שנבחר אך פרמטרים כלכליים רבים העידו על הימשכות החולשה במשק בכלל ובשוק העבודה בפרט, בחר ה-Fed להותיר את הריבית ברמה נמוכה. במארס 2014 עדכן ה-Fed את נוסח הצהרתו והודיע שהריבית תישאר ברמה של 0%—0.25% לפרק זמן שייקבע לפי שקלול של פרמטרים שונים הנוגעים לשוק העבודה, ללחצי האינפלציה ולציפיות לאינפלציה. נוסח ההודעה החדש לא כלל פרמטרים ספציפיים או רמות סף

לאורך זמן והם יוכלו ליטול מהבנק המרכזי הלוואות בריבית נמוכה, הם יהיו מוכנים לתת לציבור הלוואות לתקופות ממושכות בריבית נמוכה. הלוואות כאלה מצדן עשויות לתרום לעידוד הפעילות במשק. בהתאם להיגיון זה ההכוונה לגבי העתיד מתמקדת בעיקר בניסיון לייצר בציבור ציפיות שהריבית המוניטרית תישאר נמוכה זמן רב, ארוך מזה שהציבור צפה מלכתחילה, מתוך תפיסה שהדבר יוליך לירידה בריביות ארוכות הטווח וכך לעידוד הפעילות במשק.

הגורם החשוב ביותר להצלחת ההכוונה הוא אמינות. כיוון שההכוונה נועדה להשפיע על הציפיות, היא תהיה אפקטיבית רק אם התחייבותו של הבנק המרכזי תהיה אמינה בעיני הציבור. במילים אחרות, מידת ההשפעה של כלי מדיניות זה תלויה ביכולתו של הציבור להאמין שהבנק המרכזי ידבק במדיניות שהוא מצהיר עליה. אולם התחייבות למתווה מדיניות עתידי עשויה להקשות על הבנק המרכזי, כיוון שהיא פוגמת בגמישותו וביכולתו להגיב להתרחשויות בלתי צפויות בכלכלה: האפשרות להתמודד עם זעזועים של הטווח הקצר חיונית לעמידה ביעדי היציבות של הבנק המרכזי, וכל דבר שכובל את ידיו מבחינה זו מקשה עליו לבצע את עבודתו. מאחר שהציבור מבין זאת, הוא עלול להטיל ספק באמינותה של ההתחייבות שנותן הבנק המרכזי, ובמצב כזה להכוונה תהיה השפעה פחותה על הציפיות.

האמינות קשורה באופן אינהרנטי לבהירות המסר שהבנק המרכזי מפרסם. מצד אחד התחייבות למדיניות בהירה ושקופה תורמת לאמינות כיוון שהיא מאפשרת לציבור לערוך בקרה על המידה שבה הבנק המרכזי עומד בהתחייבויותיו. מצד שני התחייבות כזו עשויה להפחית את האמינות היות שהיא כובלת במידה רבה יותר את ידיו של הבנק המרכזי, והציבור עשוי לחשוב שהבנק המרכזי לא יוכל להתמיד לאורך זמן במדיניות שאליה התחייב. הצלחתה של ההכוונה תלויה אם כן במציאת איזון בין בהירות המסר לשמירה על גמישותו של הבנק המרכזי.

עוד שיקול חשוב בהחלטה על מידת בהירותו של המסר נוגע לאופן שבו המסר עשוי להתקבל בציבור. הבהירות חיונית כדי שהמסר לא יתפרש בציבור באופן שגוי. אם למשל הבנק המרכזי מכריז שהריביות יישארו נמוכות לפרק זמן ממושך, הציבור עשוי לפרש זאת כצפי של הבנק לכך

האירופית, והיא פגמה באפקטיביות של הפחתות הריבית המוניטרית. במטרה לייצב את הציפיות, ולשפר את מנגנון התמסורת בין הריבית המוניטרית לריביות בשווקים, החליט ה-ECB להשתמש בהכוונה לגבי העתיד אף כי באותה עת כלי הריבית עדיין לא הגיע לכדי מיצוי מוחלט⁴.

הצהרת ה-ECB על כוונה לייצב את התנודתיות בשווקים בתקופה של חוסר ודאות עשויה להיתפס כאמינה בשל גודלו היחסי של השוק האירופי ובשל מידת השפעתו על השווקים הפיננסיים העולמיים. במשקים קטנים יותר, לעומת זאת, ניסיון לקבע את המדיניות בתקופה של חוסר ודאות עשוי להיראות בלתי אמין, כיוון שבתקופה כזאת גמישותו של הבנק המרכזי חשובה במיוחד.

2. סוגים של הכוונה לגבי העתיד

הצורך לאזן בין האלמנטים הרבים והמורכבים של ההכוונה לגבי העתיד הוביל בנקים מרכזיים שונים להשתמש בכלי זה בצורות מגוונות, החל מהכוונה מרוככת שמציגה מתווה מדיניות כללי ביותר, ועד הכוונה קשיחה שבה הבנק המרכזי מתחייב למדיניות מוגדרת היטב. את סוגי ההכוונה שיושמו עד כה בעולם ניתן לחלק לארבע קטגוריות מרכזיות:

1. הכוונה ללא כל מחויבות למסגרת זמן או לעמידה ביעדים מוגדרים – הצהרת כוונות כללית לגבי המדיניות שהבנק המרכזי מתכוון לנקוט בעתיד, ללא הגדרת תנאים מפורשים לסיומה. דוגמה לכך ניתן למצוא בהודעה שפרסם ה-Fed בשנת 2003 ובה הוא מסר כי המדיניות שגובשה באותה עת תמשיך להתנהל זמן רב⁵.

2. הכוונה איכותנית מותנית בנרטיב – התוויה של מדיניות כללית בעלת אופי איכותני ומותנית במגמת ההתפתחות של פרמטרים מקרו-כלכליים. דוגמה לכך ניתן למצוא בהודעה לעיתונות שפרסם ה-ECB ביולי 2013 ובה נכתב

שיכוונו את החלטות הריבית³. התפתחויות אלו מדגימות את האתגר הכרוך בהכוונה מותנית: עליה להיות פשוטה ובהירה אך בה בעת עליה לייצג היטב את מצב המשק. הניסיון בארצות הברית מעיד כי קשה לאזן בין שני היעדים הללו.

ההכוונה לגבי העתיד נועדה אפוא בעיקר להפחית את הריביות הארוכות, אולם היא יכולה לתרום גם להגברת היציבות בשווקים. תנודתיות וחוסר ודאות בשווקים, כמו אלו שמאפיינים את הכלכלה העולמית בשנים האחרונות, מלווים בהתפתחויות בלתי צפויות, ואלה משפיעות על המדיניות המוניטרית. בשעה שבתקופות של יציבות כלכלית לציבור יש יכולת סבירה לצפות את המדיניות המוניטרית על פי דפוסי התגובה של הבנק המרכזי בעבר, בתקופות של תנודתיות וחוסר ודאות במשתנים הכלכליים הוא מתקשה בכך. צעדי המדיניות עשויים להפתיע אותו וכך להגביר את חוסר היציבות בשווקים. התחייבות של הבנק המרכזי למדיניות מוגדרת יכולה להפחית את חוסר הודאות ולאפשר לציבור לתכנן את התנהלותו על פי מתווה ריביות ידוע מראש.

הגברת הודאות עשויה לתרום גם להפחתת הריביות הארוכות. התשואות על נכסים פיננסיים ארוכי טווח כוללות פרמיית סיכון שמפצה על חוסר הודאות לגבי הריבית העתידית. כאשר הבנק המרכזי נוקט צעדים שמגבירים את הודאות בתחום זה, הוא גורם להפחתה של פרמיות הסיכון ובכך מסייע עוד יותר לירידת הריביות. כלומר הכוונה לגבי העתיד עשויה להשפיע על הריביות הארוכות הן דרך השפעה על הריביות הצפויות והן דרך הורדה של פרמיות הסיכון.

היציבות היוותה שיקול חשוב כאשר הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) החליט, ביולי 2013, להתחיל להשתמש בהכוונה לגבי העתיד. החלטה זו באה על רקע תנודתיות רבה של התשואות בשווקים האירופים, תופעה שהתגברה לאחר שבמאי 2013 ה-ECB הפחית את הריבית המוניטרית ל-0.5%. תנודתיות זו שיקפה רגישות גוברת של הציפיות לגורמים פיננסיים שאינם קשורים באופן יסודי לכלכלה

³ התייחסות לשינוי הנידון בהכוונה לגבי העתיד של ה-Fed ניתן למצוא בנאומו של הנגידה ג'נט ילין באוגוסט 2014: Yellen, Janet (2014), "Opening Remarks," Labor Market Dynamics and Monetary Policy: 2014 Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

⁴ הרחבה בנוגע למדיניות ההכוונה שנקט ה-ECB, והשיקולים שהנחו את שימושו בכלי זה, ניתן למצוא ב:

ECB (2014), "The ECB's Forward Guidance", ECB Monthly Bulletin, April 2014, pp. 65-73.

⁵ ראו לדוגמה את ההודעה לעיתונות של ה-FOMC מדצמבר 2003 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2003/20031209/default.htm>

ה-ECB החל להשתמש בהכוונה רק ביולי 2013 ובחר לעשות כן בזהירות רבה. עד כה השתמש ה-ECB בהכוונה איכותנית מבוססת נרטיב שאינה מטילה מחויבות רבה על הבנק המרכזי. זהירות זו אינה מפתיעה לנוכח מורכבות הכלכלה של גוש האירו, הבנויה מכמה מדינות בעלות מאפיינים שונים. בשל אופייה הייחודי של כלכלת הגוש נאלץ ה-ECB להתמודד עם מספר רב של גורמי אי-וודאות, ופעולותיו אינן מקבלות תמיד תמיכה אחידה מהמדינות הפיסקלית שכן זו נקבעת בכל מדינה בנפרד. חוסר הוודאות המגיע ממקורות רבים ומגוונים, והתלות הרבה של הבנק המרכזי בגורמים שאינם בשליטתו, מקשים על יכולתו להתחייב למדיניות מפורשת.

3. הכוונה לגבי העתיד במשקים קטנים ופתוחים¹⁰

הקושי העיקרי שהכוונה לגבי העתיד מציבה בפני הבנק המרכזי הוא הקושי להתחייב למדיניות עתידית באופן מעורר אמון. קושי זה משותף לכלל הבנקים המרכזיים, והוא נובע מכך שהמדיניות המונית תלויה בגורמים שמצויים מחוץ לשליטתו של הבנק המרכזי, ואלה מאלצים אותו להתמודד באופן מתמיד עם שינויים בלתי צפויים ועם מידע חדש. כפי שצוין, גם במשקים גדולים – כמו המשקים האמריקאי והאירופי – קיים חוסר ודאות מתמיד שהבנק המרכזי נאלץ להתמודד אתו, והוא מקשה על השימוש בהכוונה לגבי העתיד. חוסר ודאות כזה קיים ביתר שאת במשקים קטנים ופתוחים. הפתיחות למסחר ולתנועות הון חושפת אותם במידה רבה מאוד להשפעתן של ההתרחשויות הכלכליות העולמיות. מנקודת מבטו של המשק הקטן, ההתפתחויות העולמיות חיצוניות לכלכלה המקומית אך משפיעות עליה במידה ניכרת. על כן במשקים כאלה הבנק המרכזי יכול להשפיע על אוסף משתנים קטן יחסית, והוא ניצב בפני חוסר ודאות רב.

במשקים קטנים ופתוחים ישנה חשיבות רבה לתנועות הון ולשער החליפין. במשק קטן שנסמך במידה רבה על סחר חוץ, שער החליפין משפיע משמעותית על הכלכלה

¹⁰ סקירה נרחבת על אודות הכוונה לגבי העתיד במשקים קטנים ופתוחים ניתן למצוא ב:

Misgav, Alon (2014), "Forward Guidance in Small, Open Economies," B.A. Seminar Paper, P.P.E, Faculty of Social Sciences, Hebrew University in Jerusalem. Advisor: Dr. Edward (Akiva) Offenbacher (unpublished).

כי הריביות יישארו נמוכות זמן ממושך, בהתאם לציפיות הנמוכות לאינפלציה והחולשה הכללית בשווקים⁶.

3. הכוונה מותנית בזמן – התחייבות למדיניות מוניטרית מסוימת לפרק זמן מוגדר. לדוגמה, באפריל 2009 הפחית הבנק המרכזי בקנדה את הריבית המונית ל-0.25% והודיע כי הריבית צפויה להישאר ברמה זו עד סוף הרבעון השני של 2010⁷.

4. הכוונה מותנית בפרמטרים כמותניים – הכוונה מסוג זה מתווה את המדיניות המונית לפי ערכים מספריים של פרמטרים מקרו-כלכליים מדידים. דוגמה לכך משמשת ההתחייבות הנזכרת של ה-Fed להותיר את הריבית ברמה של 0%–0.25% כל עוד שיעור האבטלה גבוה מ-6.5% והאינפלציה הצפויה לטווח של שנה עד שנתיים קדימה נמוכה מ-2.5%⁸.

המורכבות הכרוכה בהכוונה לגבי העתיד לא הובילה רק להבדלים בין מדינות באופן השימוש בכלי זה, אלא גם לביצוע התאמות בהכוונה בתוך כל מדינה. דוגמה לכך ניתן למצוא בהתנהלותו של ה-Fed, הבנק המרכזי הגדול הראשון שהשתמש בכלי הכוונה לאחר המשבר הכלכלי של 2008. כאשר ה-Fed השתמש בו לראשונה לאחר פרוץ המשבר בסוף 2008⁹, הייתה זו הכוונה מהסוג הראשון – היינו הצהרת כוונות כללית של הבנק המרכזי. עם הצטברות הביטחון באפקטיביות של כלי זה הגביר ה-Fed את בהירותו של התחייבויותיו לציבור, ובמשך השנים ניסה את כל סוגי הכוונה שתוארו לעיל. אולם ה-Fed התנסה כאמור גם במורכבות הכרוכה בהכוונה שמעוגנת בשיעור האבטלה ובחר לשוב להכוונה עמומה יותר.

⁶ את ההודעה שפרסם ה-ECB לעיתונות ניתן למצוא בכתובת: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>

⁷ את ההודעה הרלוונטית שפרסם הבנק המרכזי הקנדי לעיתונות ניתן למצוא בכתובת: <http://www.bankofcanada.ca/2009/04/fad-press-release-2009-04-21/>

⁸ בספרות ישנה לעתים התייחסות לסוג נוסף של הכוונה לגבי העתיד – פרסום תחזית המותנית של הבנק המרכזי לגבי הריבית המונית (תחזית הצוות, staff forecast). אולם תחזית הצוות אינה מחייבת את הבנק המרכזי בשום אופן, ומאחר שסקירה זו רואה בהכוונה הצהרת כוונות מפורשת של הבנק המרכזי לגבי הריבית העתידית, היא אינה מזכירה כאן את תחזית הצוות.

⁹ ה-Fed השתמש בהכוונה גם לפני המשבר.

הורדת ריבית. עוד נכתב כי הריבית צריכה להישאר ברמה זו עד להתאוששות ברורה של האינפלציה, והצפי הוא כי העלאה הדרגתית של הריבית תחל באמצע שנת 2016.

הבנק המרכזי הקנדי התנסה גם הוא בהכוונה מותנית בזמן. אף שקנדה אינה נחשבת למשק קטן, הכלכלה שלה מושפעת במידה רבה מן השוק האמריקאי, ועל כן הסוגיות הניצבות בפני הבנק המרכזי דומות לאלו הניצבות בפני בנק מרכזי במשק קטן ופתוח. כפי שכבר צוין, הבנק המרכזי הקנדי הפחית את הריבית המונית באפריל 2009, לרמה של 0.25%, ובמקביל הודיע כי יותיר את הריבית ברמה זו עד סוף הרבעון השני של 2010. לקראת תום תקופה זו הודיע הבנק המרכזי כי לאור פרסומם של נתונים מעודדים, ניתן יהיה להפחית בקרוב את מידת ההרחבה המונית. ואכן, ביוני 2010 החל הבנק להעלות את הריבית, ובספטמבר 2010 היא הגיעה ל-1%. מאז התנסות זו צמצם הבנק הקנדי את השימוש בהכוונה ועבר להצהרות מדיניות עמומות יותר, ובאוקטובר 2012 הוא הפסיק כליל את השימוש בכלי מדיניות זה. כאשר בוחנים את הציפיות לריבית הנגזרות משוק ההון הקנדי, מוצאים כי להצהרת הבנק המרכזי באפריל 2009 הייתה השפעה משמעותית, והיא התבטאה בעדכון כלפי מטה של הציפיות. אולם לאחר כמה שבועות עלו הריביות הצפויות, ככל הנראה כתוצאה מפרסומם של נתונים מעודדים לגבי השוק האמריקאי. עלייה זו בציפיות משקפת את המורכבות הכרוכה בהכוונה לגבי העתיד במשק המושפע במידה רבה מהתפתחויות כלכליות במשקים אחרים¹¹.

נראה אם כן כי ההתנסויות בהכוונה לגבי העתיד במשקים קטנים ופתוחים היו מעטות ונחלו הצלחה חלקית. עיקר השפעתה של ההכוונה במדינות אלה התבטאה בריביות

המקומית ועל כן מהווה שיקול מרכזי בעת קביעת הריבית המונית. המדיניות המונית משפיעה על שער החליפין היות שהיא קובעת את הפער בין הריבית המקומית והריביות העולמיות – כאשר המדיניות המונית מרסנת יחסית למדיניות בחו"ל, היא מובילה לפער חיובי בין הריביות המקומיות לריביות בחו"ל, וזה מצדו מוביל לתנועות הון לתוך המשק ולייסוף של המטבע המקומי; פער שלילי בין הריביות תורם לפיחות המטבע. הכוונה לגבי העתיד במשק קטן עשויה לגרום לבנק המרכזי להתחייב למתווה ריביות שאינו מתואם עם הריביות בחו"ל. התחייבות כזו תגביל את יכולתו של הבנק המרכזי להתמודד עם שינויים בשער החליפין באמצעות התאמה של הריבית המקומית להתפתחויות בריביות בעולם, ולכן תחשוף את המשק לסיכונים מבחינת סחר החוץ, ולעתים גם לסיכונים מבחינת היציבות פיננסית.

אף שהשימוש בהכוונה לגבי העתיד מורכב יותר במשקים קטנים, היו מדינות שבחרו להשתמש בכלי זה, ביניהן שוודיה. הבנק המרכזי השוודי (Riksbank) החל להשתמש בהכוונה באפריל 2009, ובמקביל להפחתה של הריבית המונית לרמה של 0.5% הודיע כי הריבית תישאר ברמה נמוכה עד תחילת 2011. בעקבות הודעה זו הציפיות לריבית עודכנו דווקא כלפי מעלה, ככל הנראה כיוון שלפני ההכרזה הציבור ציפה להפחתות ריבית משמעותיות בעתיד, אך הוא פירש את הודעת הבנק המרכזי כהכרזה על שמירת הריבית ברמה של 0.5% למשך שנה וחצי. ביולי 2009 הפחית ה-Riksbank את הריבית המונית לרמה של 0.25% והכריז כי היא תישאר ברמה זו במשך שנה. הודעה זו גרמה לעדכון כלפי מטה של הציפיות לטווחים המיידים, אך הציפיות לטווחים קרובים לשנה הושפעו מההכרזה רק במידה מועטה. ייתכן שהשפעה ממותנת זו נבעה מכך שמתווה הריביות שפרסם ה-Riksbank היה שונה מהמתווה שה-Fed פרסם באותה תקופה. דבר זה מתיישב עם הטענה שנתונים גלובליים משפיעים על הציפיות במשק קטן ופתוח, וכאשר הכרזה של הבנק המרכזי אינה עולה בקנה אחד עם נתונים אלו, היא עשויה להשפיע על הציפיות במידה פחותה. בשנים הבאות המשיך ה-Riksbank להשתמש בהכוונה לגבי העתיד. באוקטובר 2014 הפחית הבנק המרכזי השוודי את הריבית מ-0.25% ל-0%. בהודעה לעיתונות צוין כי אף שהנתונים הריאליים מעודדים, האינפלציה בשוודיה נותרה נמוכה ועל כן נדרשת

¹¹ סקירה של המחקרים על אודות ההשפעה של הכוונה לגבי העתיד על הציפיות בשוודיה וקנדה ניתן למצוא אצל: Woodford, Michael (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest Rate Lower Bound," The Changing Policy Landscape: 2012 Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

לשער החליפין השפעה רבה על הכלכלה המקומית, ועל כן הכוונה שתפעל בערוץ זה עשויה להיות אפקטיבית בעידוד הפעילות. לשם המחשה, אם הבנק המרכזי יודיע כי הריבית המקומית תהיה נמוכה מהריביות בעולם לפרק זמן ניכר, הודעתו תוכל להחליש את המטבע המקומי בהווה. פחות זה עשוי להמריץ את היצוא וכך את הפעילות הכלכלית והאינפלציה.

4. סיכום

מרבית המשקים המפותחים התאפיינו מאז המשבר העולמי בסביבת ריבית נמוכה, וזו הובילה להרחבת השימוש בכלים מוניטריים בלתי שגרתיים, ביניהם הכוונה לגבי העתיד. ההכוונה מאפשרת לבנק המרכזי להמשיך לעודד את הפעילות במשק גם כאשר כלי המדיניות השגרתיים – קביעת הריבית המוניטרית – מגיע למיצוי. אולם נראה כי כלי ההכוונה, בדומה לכלים מוניטריים בלתי שגרתיים אחרים, אינו חף מבעיות. הדבר עשוי להסביר מדוע נעשה בו רק שימוש מצומצם לפני המשבר העולמי האחרון, וכן מדוע הבנקים המרכזיים שבחרו להשתמש בו עשו זאת בזהירות. המורכבות הכרוכה בשימוש בהכוונה באה לידי ביטוי הן במשקים גדולים והן במשקים קטנים, אולם היא משמעותית במיוחד במשקים קטנים ופתוחים היות שהם מבוססים במידה רבה על סחר חוץ. ייתכן שאפשר לפתור את הקושי הייחודי למשקים הקטנים והפתוחים באמצעות הכוונה לגבי העתיד שתכלול, נוסף על התייחסות לפרמטרים מקומיים, גם התייחסות לריביות בעולם או לשערי החליפין. אף שהכוונה מסוג זה לא נוסתה עד כה, נראה כי יש מקום לנסותה היות שהיא עשויה לתרום להצלחת השימוש בכלי מדיניות זה.

של הטווח המידי, ולרוב היא התפוגגה לאחר זמן קצר¹². המשותף לכלל ההתנסויות במשקים הקטנים הוא שמתווה המדיניות שהבנק המרכזי התחייב לו לא התייחס להשפעות גלובליות. התחייבות כזו, גם אם נתפסה כאמינה לטווחים המידיים, איבדה מכוחה בטווחים מעט ארוכים יותר, כנראה בשל חוסר הוודאות לגבי יכולתו של הבנק המרכזי לנהל מדיניות מוניטרית עצמאית ובלתי תלויה בהתפתחויות העולמיות. השפעת ההכרזה נחלשה עוד יותר עם פרסומו של מידע חדש על התפתחויות עולמיות שנתפסו כרלוונטיות לכלכלה המקומית. מידע זה הגביר את החשש שהבנק המרכזי יאלץ לסטות מהתחייבותו המקורית. תלותה של המדיניות המוניטרית בהתפתחויות עולמיות היא סוגיה משותפת לכלל המשקים, הן הקטנים והן הגדולים, אך היא משמעותית במיוחד במשקים הקטנים היות שהם נשענים במידה רבה יותר על סחר חוץ.

ייתכן שניתן לפתור את הבעיה באמצעות הכוונה לגבי העתיד שתכלול, נוסף על התייחסות לפרמטרים מקומיים, גם התייחסות לפערי הריבית מול המשקים הגדולים או לשער החליפין. עד כה לא נעשה ניסיון להשתמש בהכוונה מסוג זה, אולם היא עשויה להיות רלוונטית לנוכח הסוגיות שההכוונה מעוררת במשקים קטנים ופתוחים, ובפרט לנוכח הצורך של מדינות אלה להתמודד עם שינויים בשערי חליפין ועם פערי ריבית מול המשקים הגדולים. התחייבות שתתייחס גם לריביות חו"ל או לשער החליפין תוכל לסייע לבנק המרכזי להתמודד עם הסיכונים הקשורים לסחר החוץ, מרכיב שיש לו כאמור משקל משמעותי במיוחד במשקים קטנים ופתוחים. כמו כן, התחייבות כזו עשויה להיתפס בעיני הציבור כאמינה יותר, כיוון שהיא מצביעה על כך שהבנק המרכזי מכיר בתלותו בכלכלה העולמית.

סוגי ההכוונה שנעשה בהם שימוש בעולם נועדו בעיקר להפחית את הריביות ארוכות הטווח. הכוונה שתתנה בפער ריביות או בשער החליפין נושאת אופי שונה מעט, והיא עשויה להשפיע על הפעילות בעיקר דרך הערוץ של שער החליפין. כאמור, במשקים קטנים ופתוחים יש

¹² ראוי לציין כי קשה לאמוד את האופן שבו התרחשויות חד-פעמיות – כגון הודעה מפתיעה של הבנק המרכזי – משפיעות על הציפיות. ראשית, אמידת ציפיות היא מורכבת, והמדדים המשמשים לשם כך מלווים לרוב ברעשים. שנית, הציפיות מושפעות מגורמים רבים, וככל שמתרחקים ממועד ההכרזה של הבנק המרכזי כך קשה יותר לבודד את השפעת ההכרזה על הציפיות.