|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**  דוברות והסברה כלכלית | cid:image001.png@01CF742A.FFB08280 | ‏ירושלים, כ' באייר התשע"ד  ‏‏20 במאי 2014 |

הודעה לעיתונות:

הרצאת נגידת בנק ישראל, ד"ר קרנית פלוג, בכנס השנתי של האגודה הישראלית לכלכלה:

**יעדי וכלי המדיניות של הבנק המרכזי "החדש"**

בהרצאה זו אנסה לתאר את השינוי בתפיסת תפקידי הבנקים המרכזיים וכלי המדיניות בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, ואת התפתחות התפקידים והכלים של בנק ישראל על רקע המגמות העולמיות.

לאחר שבמדינות המפותחות הושגו יעדי יציבות המחירים, בשנים שלפני המשבר היו מרבית הבנקאים המרכזיים נפגשים מדי תקופה, מקבלים החלטה לגבי הריבית המוניטרית, דואגים לשמור את האינפלציה בתחום היעד, חלקם גם לקחו בחשבון שיקולים של תמיכה בצמיחה, ובזה פחות או יותר הסתכם תפקידה של המדיניות המוניטרית. מאז המשבר השתנתה בצורה דרמטית התפיסה של הבנקים המרכזיים לגבי תפקידם ולגבי כלי המדיניות שלהם.

ניתן לתמצת את השינוי בתפיסה לגבי יעדי ותפקידי הבנקאות המרכזית בציטוט הבא מתוך נייר מדיניות עדכני של קרן המטבע הבינלאומית (שקף 3 במצגת המצורפת): "יציבות מחירים לאורך זמן נותרה היעד המרכזי של הבנק המרכזי, ושמירה על עצמאותו נותרה קריטית להשגתו. ליעדי ביניים נוספים, כמו יציבות פיננסית וחיצונית, יהיה ככל הנראה תפקיד חשוב יותר מאשר בעבר על מנת להבטיח יציבות מקרו כלכלית. המנדט המורחב הזה ידרוש כלים (כלי מדיניות) נוספים, או השלמה עם התחלופות (trade-offs ) החדשות."

לפני המשבר כמעט כל הבנקים המרכזיים התמקדו ביציבות המחירים כיעד מרכזי, וחלקם, בכפוף לשמירה על יציבות המחירים, גם בתמיכה בפעילות ובתעסוקה (שקף 5). יוצא דופן הוא הפדרל ריזרב, ש"המנדט הכפול" שלו נתן משקל דומה לשני היעדים. ברוב הבנקים המרכזיים הכלי העיקרי להשגת היעד היה הריבית לטווח קצר. לאחר המשבר, כאחד מהלקחים המרכזיים ממנו, וברוח ההמלצות של המוסדות הבינלאומיים, במדינות רבות נוסף ליעדי הבנק המרכזי היעד של תמיכה ביציבות הפיננסית, וב-20 מדינות שונה החוק באופן שמכליל את התמיכה ביציבות הפיננסית ביעדי הבנק המרכזי. גם מגוון כלי המדיניות התרחב, ומדינות רבות הוסיפו לכלי המדיניות גם "הרחבה מוניטרית **לא** קונבנציונאלית”, מגבלות על תנועות הון והתערבות ישירה בשוק המט"ח, וגם ומגוון כלים "מקרו יציבותיים".

המסגרת המושגית שהציעה קרן המטבע למדיניות המוניטרית הלא קונבנציונלית כוללת שני מרכיבים (שקף 6)—האחד-- הרחבה מוניטרית נוספת במצב שבו הריבית היא בסביבת האפס, אשר באה לידי ביטוי ברכישת נכסים, בעיקר רכישת אג"ח בשוק המשני, וforward guidance- שבעיקרו מהווה הבעת מחויבות לכך שהמדיניות המרחיבה תמשך לאורך זמן; והשני -- שיקום התפקוד של השווקים הפיננסיים באמצעות אספקת נזילות כמלווה של מוצא אחרון גם לגופים שאינם בנקים, ובאמצעות רכישת נכסים פרטיים וציבוריים של גופים שונים, כדי למנוע ספירלה של צניחת מחירים, או שיתוק של שווקים.

המגבלות על תנועות ההון (שקף 7) נועדו לצמצם את הסיכונים הכרוכים בחשיפה לתנודות חדות בשערי החליפין הנובעות מהתנודות בתנועות ההון. מאז המשבר, ניתן להבחין במגמה של מדינות להחלת מגבלות שונות על תנועות ההון, לצד המשך הליברליזציה של תנועות ההון, אם כי בקצב איטי יותר, במדיניות אחרות. בהקשר זה הזהירה קרן המטבע מפני שימוש במגבלות על תנועות ההון כתחליף למדיניות מקרו כלכלית ראויה (הכוונה היא בעיקר למצב הפוך מזה הקיים אצלנו, כאשר היעדר איזונים בכלכלה המשתקף בגירעונות גדולים בחשבון השוטף גורם לפיחות מהיר, ומדינות מוכרות מט"ח כדי למתן אותו).

להתערבות בשוק המט"ח יש שני היבטים, ושניהם נדונו ע"י הקרן בניירות המדיניות מהשנים האחרונות: האחד, חשיבות השמירה על רמה הולמת של יתרות מט"ח; והשנייה, שימוש בכלי ההתערבות כחלק מהמדיניות המוניטרית, על מנת לסייע בהשגת יעדי המדיניות.

התפיסה של הרמה ההולמת של יתרות המט"ח (שקף 8) עודכנה כלפי מעלה במידה משמעותית אחרי הניסיון של מדינות רבות מאז המשבר . היתרות מספקות למשקים מט"ח לעת חירום, מאפשרות לבנק המרכזי להתערב כאשר שער החליפין סוטה במידה משמעותית משיווי המשקל הבסיסי, או על מנת למתן את ההשפעה של תנועות הון בהיקפים גדולים, שיכולות להיות בעלות השפעה בלתי מייצבת. קרן המטבע הציגה אומדן, שבו במצבים בהם ההסתברות למשבר גדולה יחסית (מעל 10%), גידול של אחוז תוצר ביתרות, יקטין את ההסתברות למשבר בנקודת אחוז. כמה מדינות אשר היו להן יתרות מט"ח גדולות מכרו מט"ח בהיקפים משמעותיים כאשר תנועות ההון שינו כיוון, ומנעו בכך זעזוע חריף יותר לשער החליפין, שהיה יכול לגרום לזעזוע פיננסי.

באשר להתערבות בשוק המט"ח, בניגוד לתפיסה שרווחה בעבר כי משטרי המדיניות היציבים בתחום המט"ח הם אלה שבקצוות-- שער חליפין קבוע או שע"ח נייד לחלוטין, הרי שאחרי המשבר גברה ההכרה שגם משטר של שע"ח נייד עם התערבות מידי פעם, המכונה "managed float" הוא משטר שעשוי להיות אופטימאלי לתמיכה ביעדי המדיניות, ובלבד שלא מצהירים על רמה של שער חליפין שמהווה "מטרה נוחה לספקולנטים". כך הפך הmanaged float"" למשטר שער החליפין הנפוץ ביותר במשקים המתעוררים, בעד שמשטר ה-free float"" מתקיים בפחות מ8% ממשקים אלו (שקף 9).

בנוסף לכלים אלה, מתפתחת החשיבה ביחס לשימוש בכלים מקרו יציבותיים שנועדו לצמצם את הסיכונים כבר בעת התהוותם, ולחזק את היכולת של המערכת להתאושש ממשבר פיננסי לכשיתרחש. אלה כוללים מגבלות שונות על משכנתאות שנועדו לצמצם את הסיכונים הגלומים בהם, דרישות הון נוספות על פני מחזור העסקים וכלים נוספים בשוק המט"ח. שני סוגי הצעדים שהשימוש בהם נעשה רווח במדינות ה-OECD הם מגבלות על LTV (יחס המימון של ההלוואה) ומגבלות על יחס ההחזר להכנסה (שקף 10).

זוהי המגמה העולמית שמתפתחת בקצב מואץ מאז המשבר, כפי שהיא באה לידי ביטוי בעדכון התפיסה של המוסדות הבינלאומיים ובראשם הבנק הבינלאומי לסילוקין (BIS ) וקרן המטבע הבינלאומית, ובהתנהגות של בנקים מרכזיים רבים - ובנק ישראל בהחלט משתלב במגמה זו, ובתחומים מסוימים אף מוביל אותה.

יעדי המדיניות המוניטרית של בנק ישראל (שקף 12) כפי שחודדו בחוק בנק ישראל קובעים כי על הבנק להשיג יציבות מחירים לאורך זמן, ובכפוף לכך לתמוך בצמיחה, בתעסוקה, ובצמצום הפערים וכתוצאה מהעובדה שהחקיקה אצלנו הושלמה רק ב-2010, החוק שלנו כבר הפנים את הלקחים הראשוניים מהמשבר הגלובלי ולכן התמיכה ביציבות הפיננסית נכללת ביעדי הבנק.

כלי המדיניות שהפעיל בנק ישראל מאז ממוקדים בהשגת היעדים הללו. כדי להמחיש זאת אעבור בקצרה על המגמות העיקריות של המשתנים והשווקים העיקריים, ואז אתייחס לכלי המדיניות המגוונים בהם נקטנו על מנת להשיג את מגוון היעדים.

מאז המשבר הכלכלי הגלובלי, נתן לזהות 3 תקופות, (שקף 13) או שלבים, בהתפתחות הכלכלה הגלובלית, ובמקביל גם בכלכלה הישראלית, שבמהלכן עשה בנק ישראל שימוש בכלי המדינית השונים בשילובים ומינונים משתנים.

התקופה הראשונה היא תקופת הכניסה למשבר, קריסת הסחר העולמי, ואח"כ יציאה מהירה מהמשבר. התקופה השנייה—התאוששות וצמיחה מהירה יחסית בכלכלה הגלובלית וגם אצלנו (עד אמצע 2011). השלב השלישי—מאמצע 2011, ועד היום, גלישה להאטה מחודשת כתוצאה ממשבר החוב באירופה, שמשתקפת אצלנו בהאטת בצמיחה למדרגה של כ-3 % לשנה, או, לפי הנתונים האחרונים, אפילו קצת למטה מזה.

האינפלציה, ועוד יותר ממנה הציפיות לאינפלציה, הגיבו לרמת הביקושים כפי שהשתקפה בשלבים השונים מאז המשבר (שקף 14). בעת הכניסה למשבר, עם הצניחה של הסחר העולמי, ראינו ירידה מהירה בציפיות לאינפלציה (שאך הפכו שליליות לתקופה קצרה), וגם האינפלציה שבאותה עת חרגה מהגבול העליון של היעד, ירדה במהירות. עם ההתאוששות הגלובלית וגם אצלנו, האינפלציה שבה ועלתה, ועם ההאטה המחודשת שבה להתמתן—כל זאת בתוך גבולות יעד האינפלציה. כאן ראוי לציין כי הציפיות לטווח ארוך יותר היו ונותרו כל העת בתוך גבולות יעד האינפלציה, עדות לאמינותה של המדיניות בשמירה על יציבות המחירים (שקף 15).

שער החליפין היה במרבית התקופה במגמת ייסוף (שקף 16). תחילה בשל הביצועים הטובים יותר של המשק הישראלי ביחס לכלכלות המפותחות, שבאו לידי ביטוי בזרמי הון פנימה, ובהמשך, כאשר בשל ההתאוששות המהירה אצלנו הועלתה הריבית ונוצרו פערי ריבית ביחס למשקים המובילים, ראינו לחץ שנבע מתנועות קצרות טווח, ובמחצית הראשונה של 2013 היינו עדים לייסוף חד שנבע בעיקר מירידה במתח הגיאו-פוליטי, ומהתחלת הפקת הגז שהביאה לתגובת יתר בשוק המט"ח.

בשוק הדיור, הירידה בריביות ובתשואות—על רקע הריביות הגלובליות הנמוכות, לצד מלאי דירות נמוך ותגובת היצע איטית, השתקפו בעלייה מתמשכת במחירי הדירות ובהתרחבות בהיקף המשכנתאות (שקף 17), שהביאו להיווצרות סיכון יציבותי.

מגמות אלה היו האתגרים שניצבו בפני בנק ישראל, אשר השתמש במגוון כלי המדיניות שלרשותו (שקף 18): ריבית בנק ישראל שהורדה בחדות בתחילת המשבר, הועלתה עם ההתאוששות המהירה ועליית האינפלציה, ושבה והופחתה בהדרגה עם ההאטה המחודשת והירידה באינפלציה. בנק ישראל רכש מט"ח בשוק, בתחילה בסכומים קבועים כדי להגדיל את רמת היתרות, ולאחר מכן, כאשר התנודות החדות לא תאמו את הכוחות הכלכליים הבסיסים. במאי האחרון הודיע הבנק על תכנית חדשה של רכישות מט"ח שנועדה לקזז את ההשפעה של הפקת הגז ולמנוע את המחלה ההולנדית, כל עוד לא הוקמה קרן העושר הריבונית; כדי לצמצם את הסיכונים המתהווים בשוק המשכנתאות נקט המפקח בשורה של צעדים שנועדו להפוך את המשכנתאות החדשות לבטוחות יותר.

ביצועי המשק הישראלי, על פני כל התקופה היו טובים יחסית לאלה של המדינות המפותחות (שקף 19). חלק מזה הנו בוודאי תוצאה של תנאי הרקע הטובים מהם נהנה המשק הישראל ערב המשבר – עודף בחשבון השוטף, תקציב ממשלתי מאוזן, יחס חוב תוצר שהלך ופחת, מערכת בנקאות שמרנית ואיתנה, ועוד. למדיניות המוניטרית האקטיבית של בנק ישראל בוודאי היה חלק ביצירת התנאים לביצועים טובים אלו.

אסיים בציטוט של קודמי בתפקיד, הנגיד הקודם פרופסור סטנלי פישר, מדברים שאמר כאן, בדיוק לפני שנה, בכנס השנתי של האגודה הישראלית לכלכלה*: “אני מתגעגע לימים של טרם המשבר בהם היינו נפגשים פעם בחודש לקבוע את הריבית ובכך מסיימים את תפקידנו לאותו חודש... אני מאמין שבעוד מספר שנים, ואני מסרב לנקוב במספר מדויק, נחזור לסביבה נורמלית יותר"*

אז בינתיים, כפי שראינו, עוד לא הגענו לסביבה נורמלית, וגם לא ניראה שאנחנו מתקרבים לשם. השיח בין הבנקאים המרכזיים ובמוסדות הבינלאומיים החל לעסוק גם בשאלות של ה-"new normal" . ובינתיים הן המוסדות הבינלאומיים, בהמלצותיהם למדינות שונות, והן בנקים מרכזיים שונים, מעגנים את התפקיד המורחב שלהם גם בחקיקה המגדירה את יעדיהם וגם בפרקטיקה—בשימוש במגוון כלי מדיניות להצגת היעדים, ובנק ישראל איננו נפקד ממגמה עולמית זו.