

תיבה א'-1: המדיניות המוניטרית לנוכח זעזועי היצע

האינפלציה הנמוכה יחסית בשנים האחרונות – בפרט בהשוואה למדינות מפותחות אחרות – יוחסה בין השאר לצעדים שהממשלה נקטה כדי להוריד את יוקר המחיה ולהגביר את התחרות במשק, להתקדמות טכנולוגית, שהקלה על השוואת מחירים ועל רכישות מקוונות של מוצרים שונים, וכן לשינויים בהתנהגות ובמודעות הצרכנית¹. הרגישות של הצרכנים לעלויות מחירים התבטאה במחאה החברתית שפרצה בקיץ 2011 וגם בשנים שאחריה, וסביר שהשפיעה על החברות בבואן להחליט על תמחור מוצריהן. ניתן לתאר גורמים אלה כ"גורמי היצע", המקשים על חברות להעלות מחירים: גמישות התחלופה אצל הצרכנים ביחס למוצרים שהן מוכרות עולה, ובהתאם לכך יורד המרווח (markup) שלהן – הפער בין המחיר שהן גובות לבין העלות השולית. להלן נתייחס לגורמים אלה כאל "התגברות התחרות", או "ירידה של מרווחי הרווח"².

נשאלת השאלה: אם המקור לאינפלציה נמוכה מהיעד הוא ירידת מרווחי הרווח – ולא ביקושים נמוכים – כיצד הדבר משפיע, אם בכלל, על התגובה הרצויה של המדיניות המוניטרית?

מדיניות אופטימלית שואפת להביא למקסימום את רווחתם של הפרטים במשק. בספרות העוסקת במדיניות מוניטרית אופטימלית נמצא שבמודל תיאורטי בסיסי (ניאו-קיינסיאני), רווחת הפרטים מקסימלית כאשר רמת הפעילות קרובה לרמה "יעילה" והמחירים יציבים. רמת הפעילות היעילה היא זו התואמת את רמת הפעילות שהייתה שוררת במשק במצב של תחרות משוכללת. במצב כזה העלות של יחידת תוצר נוספת (המבטאת את הפסד התועלת של פרטים מתוספת עבודה על חשבון הפנאי) שווה לתועלת שהפרטים מפיקים מיחידת תוצר נוספת. כאשר התוצר נמוך מרמה זו הגדלתו תעלה את הרווחה, כי העלות הכרוכה בתוספת הייצור נמוכה מהתועלת שהפרטים יפיקו ממנה, והיפוכו של דבר כשרמת התוצר גבוהה מדי. הסיבה לתרומתה של יציבות מחירים לרווחה, על פי המודל הניאו קיינסיאני, היא שבהעדר גמישות מוחלטת של המחירים (מסיבות שונות), שינויי מחירים על ידי חלק מהפירמות מביאים להתחלקות לא יעילה של הייצור בין הפירמות, ולכן המשק מייצר פחות ממה שניתן לייצר באמצעות סך גורמי הייצור המועסקים. מעבר לכך, שמירה על אינפלציה מתונה, יציבה וצפויה בטווח הבינוני והארוך מפחיתה את אי הוודאות שבה פועלים השחקנים השונים במשק, ובכך תומכת בפעילות הכלכלית.

לפיכך המדיניות תשאף לקרב את המשק, ככל האפשר, לכל האפשר, לציבות מחירים ולרמת התוצר היעילה³. במקרים ששתי מטרות אלה מתיישבות זו עם זו למדיניות המוניטרית אין "דילמה". לדוגמה, במקרה שבנקודת המוצא המשק נמצא בשיווי משקל ארוך טווח, שבו רמת הפעילות היא האופטימלית והמחירים יציבים⁴ – אם מתחולל זעזוע ביקוש שלילי הפועל לירידה של הביקושים, ובעקבות זאת לירידה של האינפלציה, המדיניות יכולה לייצב את שני משתני המטרה שלה: באמצעות הורדת הריבית היא תעודד את הפעילות כדי שהתוצר יחזור לרמתו ה"טבעית" – הרמה התואמת מצב שבו המחירים גמישים – ובכך תימנע גם ירידת המחירים. בדרך זו יושגו יציבות מחירים וגם רמת הפעילות הרצויה.

לעומת זאת, זעזועים אחרים יכולים ליצור "דילמה" למדיניות. זעזועים כאלה (הנקראים "cost-push shocks") גורמים לסטייה של האינפלציה מיעד יציבות המחירים כאשר התוצר נמצא ברמתו היעילה. לכן המדיניות לא יכולה להשיג את שני יעדיה גם יחד. דוגמה לזעזועים כאלה הם זעזועי "מארק-אפ". נניח שוב שאנו נמצאים בשיווי משקל יעיל, ואז מתרחש "זעזוע מארק-אפ", הגורם לפירמות להגדיל את מרווחיהן. במקרה כזה המחירים יעלו – תיווצר אינפלציה – והפעילות תרד, כי עליות המחיר תקטין את הביקוש. המדיניות ניצבת בפני תחלופה (tradeoff) בין שני היעדים: אם היא תנקוט מדיניות מרסנת, כלומר תעלה את הריבית כדי להחזיר את האינפלציה אל היעד, הביקוש יירד, והפעילות תתרחק מרמתה הרצויה; אם היא תנקוט מדיניות מרחיבה, כלומר תוריד את הריבית כדי להגביר את הפעילות, האינפלציה תהיה גבוהה מדי. במצב כזה מדיניות אופטימלית תאזן בין שני היעדים, כך שכל אחד מהם יסטה במקצת מרמתו הרצויה: הפעילות תהיה קצת נמוכה מדי והאינפלציה תהיה גבוהה מעט מהיעד, לתקופה מסוימת. ניתן אפוא לומר שזעזועי היצע, המעלים

¹ ראו דוחות בנק ישראל לשנים 2016 ו-2017.

² פרק א' בדוח בנק ישראל לשנת 2016 הראה ירידה של הרווחיות במגזרים שבהם התגברה התחרות, בפרט בתחום הבינוי, ההנעלה והחפצים האישיים ובתחום המחשוב והתקשורת.

³ תוצאה תאורטית זו תומכת (לפחות עקרונית), גם אם היישום המעשי שונה מההגדרות התיאורטיות) בקביעת היעדים העיקריים של בנקים מרכזיים רבים בעולם, ובכלל זה אלה של בנק ישראל כפי שהם מוגדרים בחוק בנק ישראל – שמירה על יציבות מחירים ותמיכה בפעילות.

⁴ מקרה שבו מניחים כי המצב העמיד הוא "יעיל" – "efficient steady state".

את האינפלציה ומורידים את התוצר אל מתחת לרמתו האופטימלית, מצדיקים מדיניות פחות "נצית" מאשר זעזועי ביקוש, כלומר מצדיקים מדיניות שלא תשאף להחזיר את האינפלציה אל יעדה במהירות, כדי להימנע מפגיעה יתירה בפעילות.⁵

ומה לגבי זעזועים של "התגברות התחרות" המורידים את המרווחים, ולכן את המחירים? במקרה כזה אנו מניחים שבנקודת המוצא המחירים גבוהים מדי בגלל כוח מונופוליסטי (העדר תחרות מספקת), וכתוצאה מכך רמת הפעילות נמוכה מהרמה האופטימלית.⁶ מנקודת מוצא זו, תהליך שבו מרווחי הרווח יורדים, וכתוצאה מכך התוצר עולה, הוא תהליך רצוי, אך הסטייה של האינפלציה מיעד יציבות המחירים (ככל שהתאמת המחירים אינה מיידית אלא אורכת זמן) אינה רצויה. במצב כזה, לפחות בנקודת המוצא, אין למדיניות "דילמה": כל עוד התוצר נמוך מהאופטימלי והאינפלציה נמוכה מיעד יציבות המחירים, מדיניות מרחיבה משרתת את שני היעדים: היא מעודדת את הביקוש, ובכך תומכת בעליית הפעילות אל עבר הרמה הרצויה. עליית הביקוש למוצרים, ובעקבותיה עליית הביקוש לגורמי ייצור, פועלת לעלייה של עלויות הייצור, בפרט של השכר; גידול העלויות פועל לירידה של המרווחים שבין המחיר לעלות השולית. כך מושגת ירידת המרווחים גם דרך עליית השכר ופחות דרך ירידה מתמשכת של המחירים.

חשוב לציין שהמדיניות המוניטרית לא מיועדת לטפל בבעיות מבניות, ארוכות טווח, ובכלל זה במבנה שווקים שאינו די תחרותי. אם בשיווי משקל ארוך טווח התוצר נמוך מדי (בגלל כוח מונופוליסטי) ושורת יציבות מחירים – למדיניות המוניטרית יש לכאורה מוטיבציה להיות מרחיבה כדי להגביר את הפעילות. מוטיבציה כזאת עלולה ליצור "הטיית אינפלציה" (inflation bias)⁷, אך משטר שבו פועל בנק מרכזי עצמאי, המחויב ליעד אינפלציה, עוזר להימנע מכך. לעומת זאת, בתהליך של ירידת המרווחים, שתואר לעיל, שבו גם התוצר נמוך מהפוטנציאל וגם האינפלציה נמוכה מהיעד, מדיניות מוניטרית מרחיבה תומכת בשני היעדים – בהגדלת הפעילות לעבר הרמה הרצויה ובהתקרבות האינפלציה אל היעד.

נציין שהסביבה הכלכלית שבה פועלת המדיניות אינה תוצאה של זעזוע אחד אלא של מגוון זעזועים. העיקרון המנחה הוא איזון בין יעדי המדיניות – בפרט רמת הפעילות ויציבות המחירים. כל עוד גם האינפלציה וגם הפעילות נמוכות מהרצוי מדיניות מרחיבה תשרת, כאמור, את שני היעדים. לעומת זאת במקרה שהאינפלציה נמוכה והתוצר גבוה מדי (עלות הייצור גבוהה מהתועלת מיחידת תוצר נוספת) המדיניות תהיה מוכנה לקבל אינפלציה נמוכה מהיעד (מיציבות המחירים) כמצב זמני, כדי לקרב את התוצר לרמתו הרצויה.

יעד נוסף של המדיניות (שלא מנותח במסגרת המודל הניאו-קיינסיאני הבסיסי) הוא תמיכה ביציבות הפיננסית. כך, את המקום של "תוצר גבוה מדי" ב"דילמה למדיניות" שתיארנו לעיל יכול למלא חשש מהתפתחות סיכונים ליציבות הפיננסית, שעלולים לפגוע בפעילות בעתיד. גם שיקולים כאלה עשויים לגרום למדיניות להיות פחות מרחיבה ולאפשר התכנסות איטית יותר של האינפלציה אל היעד.⁸

בדיון בתיבה זו התמקדנו ביעדים של יציבות מחירים ורמת פעילות רצויה, שהם היעדים המרכזיים במסגרת מודלים ניאו-קיינסיאניים בסיסיים. מודלים מורכבים יותר כוללים קשיחויות נוספות ו"עיוותים" נוספים, ובהתאם לאלה – ערוצים נוספים ושיקולים נוספים שיכולים להשפיע על המדיניות הרצויה, ביניהם: סוגים שונים של מוצרים, קשיחויות בשוק העבודה, הטרונגויות בין פרטים שונים, שיקולים הקשורים לשער החליפין במשק פתוח, וכאמור יציבות פיננסית. בדיון הנוכחי התעלמנו גם מהשלכות נוספות שיכולות להיות להגברת התחרות מעבר לירידת מרווחי הרווח – על התמריץ להשקיע, על הפרייון ועוד. בעוד שהדיון כאן עסק בעיקר באינפלציה נמוכה כתוצאה מהתגברות התחרות, הרי לפי עדויות שונות המרווחים במדינות המפותחות עלו בעשורים האחרונים בפרט בעקבות התפתחותן של חברות בין-לאומיות גדולות ("superstars") וכוח השוק

⁵ כאן יש חשיבות לאמינות של משטר יעד האינפלציה. ככל שהיא מבוססת יותר, המדיניות יכולה לאפשר לאינפלציה לסטות מיעדה באופן זמני לטובת יעד הפעילות, בלי שהדבר יפגע בהשגת יעד האינפלציה בטווח הבינוני-ארוך. התייחסות לכך ראו למשל בנאום של יו"ר ה-Fed בכנס בנקיסון הול, Powell (2018).

⁶ בספרות מקרה כזה נקרא "distorted steady state". ניתוח תיאורטי של המדיניות כאשר המצב העמיד אינו יעיל מוצג במאמר של Benigno and Woodford (2005) ובספר של Galí (2015).

⁷ תוצאה זו מתקבלת כאשר מניחים שלמדיניות אין יכולת להתחייב לעתיד, והיא פועלת בכל תקופה תחת discretion. ניתוח מוקדם של הרעיון של הטיה אינפלציונית נעשה בעבודות של Kydland and Prescott (1977) ו-Barro and Gordon (1983). ראו גם בספר של Galí (2015).

⁸ תמיכה ביציבות הפיננסית מושגת בעיקר באמצעות כלים יציבותיים, בפרט רגולטוריים. בספרות (וגם בפרקטיקה של בנקים מרכזיים) אין קונצנזוס ביחס למקום שרצוי שיהיה לשיקולים של יציבות פיננסית במסגרת המדיניות המוניטרית. ראו למשל Svensson (2017), ולעומת זאת Borio (2016).

הרב שהן צוברות⁹. לכן שוררת במדינות אלה דאגה מירידה בתחרות ועלייה של המרווחים – תהליך שונה מזה של התגברות התחרות שנידון כאן. תהליך מבני של ירידה בתחרות מציב בפני המדיניות דילמה בין הרצון לקרב את האינפלציה אל היעד לרצון לתמוך בפעילות¹⁰.

הפניות

Barro, R. J. and D. B. Gordon (1983). "A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy*, 91(4), 589–610.

Benigno, P. and M. Woodford (2005). "Inflation stabilization and welfare: The case of a distorted steady state". *Journal of the European Economic Association*, 3(6), 1185–1236.

Borio, C. (2016). Towards a financial stability-oriented monetary policy framework?. In presentation at Central banking in times of change – conference on the occasion of the 200th anniversary of the Central Bank of the Republic of Austria, Vienna (pp. 13–14).

De Loecker, J. and J. Eeckhout (2017). The rise of market power and the macroeconomic implications. National Bureau of Economic Research (No. w23687).

De Loecker, J. and F. Warzynski (2012). "Markups and firm-level export status", *American Economic Review*, 102(6), 2437–71.

Diez, M. F., M. D. Leigh and S. Tambunlertchai (2018). *Global market power and its macroeconomic implications*. International Monetary Fund.

Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications*. Princeton University Press (Ch. 5).

Haldane A. G. (2018). Market power and monetary policy. Speech given at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 24 August.

International Monetary Fund. 2018. *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.

Kydland F. E. and E.C. Prescott (1977). Rules rather than discretion: "The inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491.

Powell, J. H. (2018). Monetary policy in a changing economy. Speech given at "Changing Market Structure and Implications for Monetary Policy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Svensson, L. E. (2017). "Cost-benefit analysis of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics*, 90, 193–213.

Van Reenen, J. (2018). Increasing differences between firms: market power and the macro-economy. CEP Discussion Papers (CEPDP1576). Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London, UK.

⁹ ראו למשל תיבה 1.1 ב-World Economic Outlook מאוקטובר 2018 וכן עבודות של Diez Leigh and Tambunlertchai (2018), Diez, De Loecker and Eeckhout (2017) ו-Warzynski (2012). האחרונים גם בישראל, בדומה למדינות מפותחות אחרות.

¹⁰ דיון במדיניות המוניטרית לנוכח עלייה של מרווחי הרווח ראו אצל Van Reenen (2018) וכן נאום של Haldane (2018).