

תיבה ג'-1

כיצד הבדלי הערכות בין הציבור לבנק המרכזי משפיעים על הכלכלה ועל המדיניות המוניטרית

תיבה זו נועדה לתאר את המנגנון שבאמצעותו קשרי הגומלין בין המדיניות המוניטרית לבין הציבור (הפירמות ומשקי הבית) משפיעים על הכלכלה. כמו כן היא נועדה להציג מסגרת למדיניות מוניטרית אופטימלית כאשר הציבור והבנק המרכזי נבדלים ביניהם בתפיסות לגבי הכלכלה.

להערכות הציבור (ציפיותיו) יש השפעה ישירה ומשמעותית על התפתחות המשק. לשם המחשה, ציפיות הציבור לגבי האינפלציה בעתיד משפיעות כבר בהווה על משתנים רבים במשק, ביניהם התפתחות המחירים, הפעילות הריאלית והשכר¹. מכאן שבנקים מרכזיים יכולים להשפיע על המשק גם באמצעות השפעה על ציפיות הציבור לגבי משתנים אלה. לשם כך על הבנק המרכזי ללמוד כיצד הציבור מגבש את ציפיותיו, באילו ערוצים הוא יכול להשפיע עליהן ולייצבן, ואז לבחור בכלי המדיניות המתאימים לכך. בפירוט, בנקים מרכזיים משפיעים על ציפיות הציבור באמצעות כלים שגרתיים (הריבית) וכלים בלתי שגרתיים:

- התערבות בשוק המט"ח ובשוק ההון;
- תקשורת עם הציבור, למשל באמצעות הכוונה לגבי העתיד², דברים שהנגיד/ה נושא/ת, הודעות לעיתונות ופרסומים אחרים;
- התחזיות שהבנק המרכזי מפרסם³. בחלק מהבנקים המרכזיים בעולם התחזיות משקפות את דעתה של הוועדה המוניטרית, אולם בישראל הן משקפות את עמדתה של חטיבת המחקר ולא דווקא של הוועדה המוניטרית. יתרה מכך, אין בהן כל מחויבות למדיניות שהוועדה המוניטרית תנקוט בעתיד, בראש ובראשונה משום שהן מותנות בהנחות לגבי מצב המשק וההתפתחויות הצפויות. יחד עם זאת, התחזיות שחטיבת המחקר מכינה כוללות איתות (signal) משמעותי לגבי השקפת העולם של הבנק על סביבות הכלכלה המקומית והעולמית, ולכן גלום בהן מידע חשוב לגבי המדיניות המוניטרית הצפויה. התחזית השיפוטית הרבעונית שחטיבת המחקר מכינה (staff forecast, תחזית הצוות) החלה להתפרסם מאמצע 2010, ולכן עדיין מוקדם לקבוע אם היא משפיעה באופן מובהק על ציפיות השוק או על תחזיות החזאים המקצועיים בישראל;
- השפעה על המשתנים שהציבור מביא בחשבון כאשר הוא מגבש את ציפיותיו. לשם המחשה, אם הציבור מתחשב באינפלציה בעבר כדי לגבש ציפיות, אינפלציה זו הושפעה בין השאר מהמדיניות המוניטרית שפעלה בעבר. אמון הציבור בבנק המרכזי משמש נדבך חשוב ביותר ביכולתו של הבנק לייצב את הציפיות ולהשיג את יעדיו. כדי לעגן את הציפיות בדרך הטובה ביותר אין די בהכרזה על היעדים שהבנק חותר להשיג, אלא מוטל עליו להבהיר גם באילו כלים הוא מתכוון להשתמש כדי להשיגם⁴.

ציפיות הציבור (שוק ההון והחזאים המקצועיים) לגבי משתנים שונים, ביניהם האינפלציה והריבית, בדרך כלל נבדלות מציפיותיהם של הבנקים המרכזיים, והתופעה ניקרת הן בישראל והן בהרבה מדינות אחרות⁵. ההבדלים יכולים לנבוע מהבדלים בהנחות על תוואי המשתנים בעתיד, אך הם יכולים לנבוע גם מהבדלים בתפיסות על מבנה המשק, והדבר עשוי להתבטא בהבדלים בספציפיקציה של המודל המתאר את התפתחות הכלכלה ו/ או בהבדל בפרמטרים (גמישויות) במודלים.

¹ תפיסה זו מתבססת על התיאוריה הניאו-קיינסיאנית ויש לה עדויות אמפיריות רבות בעולם ובישראל.

² ראו בנק ישראל (2014), סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים מס' 138.

³ נמצא למשל כי תחזיותיו של הבנק האירופי המרכזי משפיעות באופן מובהק על תחזיות החזאים, והשפעתן התגברה בשנים האחרונות. ראו Lyziak and Paloviita (2017), "Anchoring of inflation expectations in the Euro area: recent evidence based on survey data", *European Journal of Political Economy*.

⁴ ראו Eusepi S. and B. Preston (2010), "Central Bank communication and expectations stabilization", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2.

⁵ הציפיות משוק ההון משקפות את ממוצע הציפיות בשוק. לעומת זאת, התחזית של כל חזאי ושל הבנק המרכזי משקפות שכחי של התחזיות, דהיינו את התחזית בעלת הסבירות הגבוהה ביותר.

אם הבנק המרכזי מתעלם מהבדלי תפיסות אלה, הוא עלול לפגוע ביכולתו להשיג את יעדיו וברווחת החברה. Evans and Honkapohja (2003)⁶ למשל הראו כי כאשר המדיניות המוניטרית נשענת על ההנחה השגויה שציפיות הציבור מתיישבות עם המודל של הבנק המרכזי (model consistent expectations), היא עלולה להוביל לכך שהאינפלציה ומשתנים אחרים סוטים מיעדיהם במשך זמן רב ואף לגרום להתבדרות הכלכלה. Orphanides and Williams (2008)⁷ הראו כי כאשר המדיניות המוניטרית פועלת לפי כלל ריבית שנגזר בהתאם להנחה הנידונה, הדבר עלול לפגוע ברווחה במידה משמעותית. Honkapohja and Mitra (2005)⁸ הראו שכאשר הבנק המרכזי מתנהל לפי הערכותיו הפנימיות בלבד ומתעלם מציפיות הציבור, הכלכלה עלולה להתאפיין במידה רבה של חוסר יציבות.

כדי להתמודד עם הבדלי הציפיות הבנק המרכזי יכול בין השאר להתחשב בהערכות הציבור כאשר הוא מקבל החלטות בנוגע למדיניות – למשל באמצעות שימוש בכלל ריבית שמגיב לציפיות הציבור באופן ישיר. מדיניות כזו מאפשרת לבנק לענן היטב את ציפיות הציבור וכך לייצב את הכלכלה. זאת אף אם ציפיות הציבור אינן מתיישבות עם המודל של הבנק ויכולות להתגבש בדרכים שונות, מכיוון שהן משפיעות באופן ישיר על התפתחות המשק כי הציבור מבסס עליהן את החלטותיו. כדי להתמודד עם הבדלי הציפיות בדרך יעילה יותר הבנק המרכזי יכול לבנות מודל למנגנון שבאמצעותו הציבור מגבש את ציפיותיו, ולנצל מידע זה כדי לקבוע את הריבית שתשיג את מטרותיו באופן היעיל ביותר (מדיניות אופטימלית)⁹.

הערכות הציבור מהוות מרכיב חשוב במגוון האינדיקטורים המשמשים את בנק ישראל כדי לגבש את המדיניות המוניטרית. בפירוט, הערכות הציבור לגבי האינפלציה הצפויה משמשות משתנה מרכזי במודלים שונים שפותחו בבנק ישראל¹⁰, והן משפיעות על תחזיותיו לגבי תוואי האינפלציה ועל הריבית המוניטרית. הערכות הציבור מקבלות משקל גם בגיבוש התחזית השיפוטית שחטיבת המחקר מפרסמת מדי רבעון מאז 2010. השיפוט בתחזית מתבסס על כמה אינדיקטורים, ואלה מצדם מתבססים על ניתוחים פנימיים שחטיבת המחקר עורכת, על ההערכות שמכינים גופים בין-לאומיים, על ההערכות שמגבשים שוק ההון והחזאים המקצועיים לגבי האינפלציה, הריבית ומשתנים אחרים, ועל סקר החברות ומדד אמון הצרכנים – אינדיקטורים למצב הפעילות הריאלית בישראל. דוגמה לדיאלוג שהבנק מנהל עם הציבור משמשות הפגישות שהוא מקיים עם החזאים המקצועיים. בסוף כל רבעון הנגידי/ה וחברי הוועדה המוניטרית נפגשים עם פורום החזאים המקצועיים, מציגים להם את התחזית שהכינה חטיבת המחקר, ולומדים מהם כיצד הם מבינים את ההתפתחויות במשק ומהם הסיכונים הנשקפים לדעתם לתחזית.

⁶ Evans G. and S. Honkapohja (2003), "Expectations and the stability problem for optimal monetary policies", *Review of Economic Studies*, Vol.70.

⁷ Orphanides A. and J. C. Williams (2008), "Learning, expectations formation and the pitfalls of optimal control monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55

⁸ Honkapohja S. and K. Mitra (2005), "Performance of monetary policy with internal central bank forecasting", *Journal of Economic Dynamics and Control* Vol. 29.

⁹ Ilek A. and G. Segal, (2014), "Optimal monetary policy under heterogeneous beliefs of the central bank and the public", Bank of Israel discussion paper.

¹⁰ Ilek A. (2006), "A monthly model for evaluation of inflation and monetary policy in Israel", Bank of Israel discussion paper.