

מה מתבשל במטבח המוניטרי? או: כיצד מתקבלות החלטות הריבית בבנק ישראל

גבי פישמן - המחלקה המוניטרית

על ההתפתחויות בעתיד, עד כמה שהדבר ניתן, ועל מדיניות בנק ישראל. מטבע הדברים, כל מחלקה מדגישה בעבודתה במיוחד את התחום שבו היא מתמחה. כך מתמקדת המחלקה המוניטרית, בין השאר, בתוואי האינפלציה, בציפיות ובתחזיות להתפתחותה בעתיד, בגידול כמות הכסף, ובהתנהגות השווקים הפיננסיים השונים. מחלקת המחקר מתמקדת, בין השאר, בהתפתחות הפעילות המשקית, בשוק העבודה ובתקציב המדינה. מחלקת מטבע חוץ מקדישה תשומת לב מרבית להתפתחויות בשוק מטבע החוץ, להתפתחויות כלכליות בעולם, לשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים, לשינוי בפרמיית הסיכון של המשק בשוקי ההון בעולם, להערכותיהם של המשקיעים הזרים לגבי המשק הישראלי ועוד. מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ מדגישה את ההתפתחויות בתחום תנועות ההון אל המשק וממנו, את החשיפה של המשק לשינויים בשער החליפין, את ההשקעות של תושבי חוץ במשק הישראלי ועוד. בתום עבודת נמלים זו, מתנהל בכל אחת מהמחלקות האלה דיון, בהשתתפות הנהלתה, במטרה לגבש את המלצת המחלקה

פרסום החלטת הריבית על ידי בנק ישראל הוא רק אפס קצה של מלאכה ממושכת, המתנהלת בבנק ישראל במשך ימים ארוכים קודם להחלטה, ובה מעורבים גורמים רבים.

באשר להחלטת הריבית החודשית הקרובה. דיונים אלה מולידים ארבע סקירות מקיפות - אחת של כל מחלקה - הכוללות הצגת נתונים, דיאגרמות וניתוח של ההתפתחויות הכלכליות השונות. במקביל מכינה כל מחלקה נייר עבודה המציג את המלצתה לגבי החלטת הריבית החודשית הקרובה ואת הנימוקים להמלצה.

כך אנו מגיעים לדיון המכונה "תכנון מוניטרי חודשי". דיון זה מתקיים בשבוע שלפני פרסום החלטת הריבית, בדרך כלל ביום רביעי או חמישי, ומשתתפים בו, מלבד הנגיד ויועציו, ראשי ארבע המחלקות והכלכלנים שעסקו בהכנת הסקירות. במהלכו מציגה כל מחלקה את סקירתה,

ביום שני, לקראת סיומו של כל חודש, בשעה 16:30 בדיוק, מפרסם בנק ישראל את החלטתו החודשית על מדיניות הריבית שלו - המדיניות המיועדת להשגת יעדי האינפלציה שקבעה הממשלה. לכאורה, מדובר במשימה קלה יחסית. די להתרשם ממדד המחירים לצרכן שפורסם לאחרונה, להציץ בציפיות הציבור לאינפלציה, לקרוא את ההערכות לגבי השינוי הצפוי בריבית המתפרסמות ימים ספורים קודם לכן בכלי התקשורת, לפזול אל מעבר לים ולבדוק מהו שיעור הריבית על הדולר, אולי לשלוף אצבע לבדיקת כיוון הרוח, להפעיל תוכנת מחשב, ואז מקבלים את השינוי (או את אי-השינוי) בריבית במשק. מובן שתיאור זה אינו רציני ורחוק מהמציאות. פרסום החלטת הריבית על ידי

בנק ישראל הוא רק אפס קצה של מלאכה ממושכת, המתנהלת בבנק ישראל במשך ימים ארוכים קודם להחלטה, ובה מעורבים עובדים רבים - כלכלנים, עוזרים, יועצים, מנהלים מהמחלקות הכלכליות הרלוונטיות - וכן הנגיד עצמו ועובדי לשכתו. מדובר בעבודה מסודרת ומורכבת, התובעת מכל המשתתפים בה כישורים מקצועיים

גבוהים ומתבססת על ניתוח כלכלי מעמיק.

כדי לתאר, ולו בקווים כלליים, במה מדובר, נחזור אחורה מאותו יום שני - יום פרסום החלטת הריבית - לשבועיים שקדמו לו. באמצע החודש מתחילה עבודת ההכנה לקראת החלטת הריבית החודשית, עבודה המתנהלת במקביל בארבע מחלקות בבנק: המחלקה המוניטרית, מחלקת המחקר, מחלקת מטבע חוץ ומחלקת הפיקוח על מטבע חוץ. בכל מחלקה עוסקים כלכלנים באיסוף הנתונים השונים, בעיבודם, בהכנתם ובניתוח ההתפתחויות הכלכליות בתקופה האחרונה, ובכלל זה בחודש האחרון. זאת תוך הסקת מסקנות לגבי השלכותיהן

ומתפתח דיון. הסוגיות החשובות שדיון זה מנסה ללבן הן ההערכות הכלכליות לגבי העתיד והשלכותיהן על האינפלציה הצפויה בשנים הבאות.

בתום דיון זה מתכנסת ישיבה נוספת, ובה מספר משתתפים מצומצם יותר - הנגיד ויועציו ומנהלי המחלקות שנטלו חלק פעיל בדיון הקודם. פורום זה, המכונה "הפורום המוניטרי" של בנק ישראל, מגבש את מדיניות הריבית, וזאת על סמך ניירות העבודה האמורים, המציגים ומנמקים את המלצות המחלקות למדיניות. במהלך דיון זה מפרט כל אחד מהמשתתפים את המלצתו ומסביר אותה, והפורום מתמודד עם המשימה המורכבת של גיבוש החלטות המשפיעות על העתיד על סמך הערכות לגבי

ההתפתחות **הצפויה** בתחום האינפלציה. ההערכות מתבססות בעיקר על מודלים כלכליים שפותחו בבנק ישראל, על הציפיות לאינפלציה שמקורן בשוק ההון ובתחזיות של גורמים כלכליים שונים, וכן על נתוני עבר המשליכים על חיזוי האינפלציה, כגון התפתחות אמצעי התשלום במשק.

על בסיס הערכות אלה, ובהתייחס לגורמי אי-הוודאות בתחום האינפלציה, צריך "הפורום המוניטרי" להשיב על שאלה חשובה מאוד: מה יקרה לתוואי האינפלציה בשנים הקרובות ללא שינוי בריבית? או, במילים אחרות: האם התפתחות האינפלציה בעתיד תואמת את היעד שנקבע, ברמת הריבית הנוכחית? אם התשובה היא כי תוואי האינפלציה הצפוי לשנים הבאות מצוי בתחום יעד האינפלציה, אין מקום לשינוי בריבית; אם התשובה היא שהאינפלציה עלולה להיות גבוהה, או נמוכה, מהיעד - יש מקום להעלות, או להוריד, את הריבית. אם המסקנה היא כי נדרש שינוי בריבית לחודש הקרוב, מתמודד "הפורום המוניטרי" עם שאלה חשובה נוספת: בכמה יש לשנות את הריבית לחודש הקרוב כדי לעמוד ביעד

האינפלציה לשנים הבאות? בסיומו של דיון זה עדיין לא מתקבלת החלטה. כעבור ימים מספר, בבוקרו של יום שני שבו עתידה ההחלטה להתפרסם, מתכנס "הפורום המוניטרי" שוב, ובדיון זה ניתנת למשתתפים הזדמנות להעלות נימוקים נוספים להמלצותיהם או להציג המלצה חדשה, אם דעתם השתנתה מאז הדיון הקודם. כן ניתנת הזדמנות להתייחס להתפתחויות חדשות שהתרחשו בימים שעברו מאז הפגישה הקודמת, אם היו כאלה. בסיומו של הדיון מגבש הנגיד את החלטתו, וזו מתפרסמת, כאמור, בשעה 16:30 של אותו יום.

משימותיו של "הפורום המוניטרי" אינן מתמצות בפגישה החודשית לקראת החלטת הריבית. הוא מתכנס אחת לשבוע ומקיים דיון במטרה לעקוב אחר ביצוע מדיניות הריבית של הבנק ואחר ההתפתחויות הכלכליות השוטפות במשק. פורום זה דן גם בתחומי המדיניות השונים של הבנק, למשל במדיניות שער החליפין, וכן אחראי על הכנת "דוח האינפלציה" של בנק ישראל, המתפרסם פעמיים בשנה, בתום כל

אם הוחלט כי נדרש שינוי בריבית לחודש הקרוב, מתמודד "הפורום המוניטרי" עם שאלה חשובה נוספת: בכמה יש לשנות את הריבית לחודש הקרוב כדי לעמוד ביעד האינפלציה לשנים הבאות?

מחצית. הדוח מתאר ומנתח בהרחבה את ביצוע מדיניות הריבית של הבנק, את ההתפתחויות בתחום האינפלציה, ובשוקי הכספים וההון ואת מצב המשק, ומציג הערכות לגבי ההתפתחויות העתידיות והמדיניות הנדרשת, במסגרת האסטרטגיה המקרו-כלכלית של המשק. דוח זה הוא אחד מביטויי השקיפות של מדיניות הריבית, תכונה התורמת רבות להבנתה ולאמינותה של המדיניות בקרב הציבור בארץ ובעולם.

