

תיבה ג'-2: הגדרה מחודשת של יעדי המדיניות המוניטרית בארצות הברית, באירופה ובקנדה

יעד האינפלציה משמש מסגרת למדיניות המוניטרית במדינות רבות זה כשלושה עשורים. בשנים האחרונות, על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה מאוד והריביות הנמוכות מאוד, התחדש הדיון באפיון ובהגדרה הרצויים של יעד האינפלציה.¹ בפרט, נידונה השאלה אם בהינתן הירידה של סביבת הריביות והמגבלה על המדיניות המוניטרית הנגזרת מכך יש מקום להעלות את יעד האינפלציה.² יש הטוענים כי היעד צריך להיות נמוך עוד יותר ואפילו אפס או שלילי.³ במסגרת הדיון הועלו שאלות גם ביחס לפרמטרים אחרים של המדיניות, למשל אם להגדיר את יעד האינפלציה באופן נקודתי או כטווח, ואם התגובה על סטיות מהיעד צריכה להיות סימטרית או אסימטרית.⁴ משבר הקורונה והאצת האינפלציה בפועל במדינות רבות בעולם, לאחר תקופה ארוכה של אינפלציה נמוכה מאוד, מדגישים את הצורך לדון בסוגיות אלו בראייה רחבה וארוכת טווח. תיבה זו סוקרת בקצרה את השינויים שנעשו לאחרונה בארה"ב, באירופה ובקנדה.⁵

הבנק המרכזי של ארה"ב, Fed, ניהל החל מ-2019 תהליך רחב של בחינת מסגרת המדיניות שלו. זאת תוך שיתוף הציבור, כדי להגביר את מידת השקיפות. באוגוסט 2020 הציג יושב ראש Fed, ג'רום פאוול, את הצהרת הקונצנזוס של הוועדה המוניטרית לגבי מסגרת המדיניות (FRB, 2020) הצהרה זו הייתה למעשה עדכון של ההצהרה מ-2012, אשר על פיה כיוון ה-Fed את מדיניותו עד כה כך שהיא תתאים לתקופה הנוכחית, המאופיינת, בארה"ב ובעולם, בסביבת ריבית ריאלית נמוכה. זו מצמצמת את טווח התמרון בהורדת הריבית המוניטרית בזמן מיתון לפני שתיתקל בגבול התחתון האפקטיבי שלה. במצב שבו הריבית לא תמיד תוכל לרדת במידה אשר תספיק כדי למנוע מהאינפלציה לרדת, האינפלציה תיטה, בממוצע על פני זמן, להיות נמוכה מהיעד. הירידה באינפלציה עלולה אף להחריף, עקב הפנמה של התפתחויות אלה על ידי הציבור, אשר תביא לירידת ציפיות האינפלציה, ולכן – לאינפלציה נמוכה יותר בפועל.

המאפיינים הבסיסיים של מסגרת המדיניות המעודכנת נותרו כפי שהיו: שמירה על יציבות המחירים, המוגדרת כעלייה בקצב של 2% בטווח הארוך, ועל תעסוקה מרבית. השינוי המרכזי במדיניות החדשה הוא המעבר ליעד אינפלציה ממוצע (AIT- Average Inflation Targeting). על פי יעד זה, לאחר תקופה ממושכת של אינפלציה נמוכה מהיעד, Fed-ה יכולה להשגת אינפלציה גבוהה מהיעד, כך שבממוצע לאורך זמן האינפלציה אכן תעמוד על 2%. כך המגבלה שמציב הגבול התחתון של הריבית לבנק המרכזי לא תפריע לבנק להשיג, בממוצע על פני זמן, את יעד האינפלציה. מדיניות זו אמורה לשפר את עיגון ציפיות האינפלציה של הציבור סביב יעד האינפלציה של הבנק, מה שכאמור עשוי למנוע מלכתחילה ירידה תלולה מדי של האינפלציה בתגובה על התפתחויות כלכליות ממתנות. התקופה שעליה תחושב האינפלציה הממוצעת נותרה עמומה, כדי לאפשר גמישות במדיניות.

שינוי אחר במסגרת המדיניות הוא בתגובה של Fed-ה על התפתחויות בשוק העבודה. לפי המסגרת החדשה Fed-ה יגיב בחוזקה על רפיון בשוק העבודה, אך לא יגיב בחוזקה על שוק עבודה הדוק. המוטיבציה לשינוי זה היא התופעה של השתטחות "עקומת פיליפס", שלפיה רגישותה של האינפלציה לרמת הפעילות פחתה. לכן עמדתו העדכנית של Fed-ה היא שניתן לשמור על שוק עבודה חזק, בלי להביא בהכרח לעלייה גדולה של האינפלציה. (Caldara et al., 2020; Powell, 2020). הבנק מתכוון להמשיך לבחון את מסגרת המדיניות ולעדכן אותה בהתאם לצורך אחת לחמש שנים.

¹ לדיון נוסף במשטר יעד האינפלציה ובניסיון שהצטבר בעולם ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2019.

² ראו למשל את הצעתם של Blanchard et. al. (2020).

³ סקירה של המאמרים העוסקים ביעד אינפלציה אופטימלי ראו אצל Diercks (2019).

⁴ כך, למשל, Bianchi et. al. (2020) טוענים שתגובה מתונה יותר לסטיות של האינפלציה מהיעד כלפי מעלה תסייע לצמצום את הסיכון של גלישה לסחרור דיפלציוני.

⁵ כחלק מהתוכנית האסטרטגית של בנק ישראל משנת 2019 מבצע הבנק הערכה מחדש של יעד האינפלציה כדי להחליט אם לשמור על היעד הקיים או להמליץ לממשלה על קביעת יעד שונה. זאת מתוך הסתכלות ארוכת טווח על המדיניות הנדרשת לאור השינויים שחלו בסביבה הכלכלית מאז נוסחה מסגרת המדיניות הנוכחית, התקפה מ-2003.

גם הבנק המרכזי האירופי, ה-ECB, ניהל תהליך בחינה-מחדש של האסטרטגיה המוניטרית שלו, לראשונה מאז 2003. (ECB, 2021). התהליך הותיר את יציבות המחירים כיעד ראשון, ותמיכה בפעילות הכלכלית וביציבות הפיננסית כמטרות משנה. השינוי העיקרי במסגרת החדשה שהנהיג ה-ECB הוא מעבר ליעד אינפלציה סימטרי סביב 2%, לעומת היעד הקודם שנוסח כ"קרוב ל-2% אך מעט נמוך מכך".⁶ גם כאן, כמו ב-Fed, המוטיבציה לשינוי הייתה ההבנה שבסביבה הכלכלית הנוכחית, ובפרט הקירבה לגבול התחתון של הריבית, ישנם סיכונים משמעותיים דווקא מהכיוון של אינפלציה נמוכה מדי, ושדרך אפשרית להתמודד עם מצב זה היא סובלנות רבה יותר לאינפלציה גבוהה יותר. כך הדגיש הבנק הדגיש שבמידת הצורך הוא יאפשר סטייה זמנית של האינפלציה מהיעד כלפי מעלה.⁷ תהליך החשיבה-מחדש של האסטרטגיה של ה-ECB התנהל בשיתוף הציבור האירופי, והבנק מתכוון לפעול להנגשת המדיניות לציבור רחב ככל האפשר. בחינה-מחדש של אסטרטגיית הבנק המרכזי תיערך שוב ב-2025 (ECB, 2021).

בסוף שנת 2021 קיים גם הבנק המרכזי של קנדה, יחד עם הממשלה, הערכה וחינוך של מסגרת המדיניות הנוכחית, בתום 5 שנים שעברו מאז החידוש הקודם. ברקע ההערכה עמדו אתגרים דומים לאלו שניצבו בפני ה-ECB וה-Fed כשהם עדכנו את מסגרת מדיניותם. הבנק של קנדה בחן כמה חלופות למדיניות הנוכחית, שהיא משטר של יעד אינפלציה גמיש, שבמסגרתו הוא מכוון להשגת אינפלציה של 2% ומאפשר סטיות של נקודות אחוז לכל כיוון. החלופות שנבחנו הן: יעד לאינפלציה הממוצעת (בדומה למסגרת החדשה של ה-Fed); מנדט כפול, שמכוון ליעד אינפלציה וליעד תעסוקה בו-זמנית; יעד לתמ"ג הנומינלי (יעדים לרמה ולצמיחה); ויעד של רמת המחירים. בסופו של דבר הוחלט כי מסגרת המדיניות הטובה ביותר תהיה המסגרת הנוכחית, משום שגמישותה מאפשרת לה לתת ביטוי לאלמנטים החיוביים בשתי הגישות האחרות שבלטו – יעד אינפלציה ממוצע ומנדט כפול – ולהימנע ממגרעותיהן. מסגרת המדיניות תיבחן מחדש עד סוף 2026.

ביבליוגרפיה

- Bank of Canada (2021). Monetary Policy Framework Renewal (December).
- Bianchi, F. L., Melosi and M. Rottner (2021). "Hitting the Elusive Inflation Target", *Journal of Monetary Economics*, 124, 107–122.
- Blanchard, O., G. Dell, Ariccia and P. Mauro (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Position note, February, SPN/10/03
- Caldara, D., E. Gagnon, E. Martínez-García and C. J. Neely (2020). Monetary Policy and Economic Performance Since the Financial Crisis. Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization Institute Working Papers, 2020(399). <https://doi.org/10.24149/GWP399>
- Diercks, Anthony M. (2018). "The Reader's Guide to Optimal Monetary Policy", Social Science Research Network. Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=2989237>
- ECB (2021). "The ECB's price Stability Framework: Past Experience, and Current and Future Challenges", no. 269, September, Occasional Paper Series, Workstream on the Price Stability Objective.
- Federal Reserve Board (FRB) (2020). Speech by Chair Powell on new Economic Challenges and the Fed's monetary policy review
- Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies (2020). The ECB's Revised Inflation Target.

⁶ ראו נייר לדיון של הבנק האירופי, ECB (2021), שנכתב במסגרת תהליך הבחינה-מחדש שנערך לאחרונה ומתייחס לשיקולים בעד וגד הנוסח הלא סימטרי של היעד שנקבע ב-2003.

⁷ היבט חדש שהבנק האירופי התייחס אליו בתהליך בחינת המדיניות הוא האקלים. הוא ציין שנושא זה רלוונטי למדיניות המוניטרית דרך ההשפעות הפוטנציאליות שיש לו על הכלכלה הן דרך ההשלכות האפשריות של אסונות טבע על יכולת הייצור והן דרך ההשלכות שעשויות להיות לשינויי הרגולציה הסביבתית על יכולת זו.