

תיבה ג'-1

משטר יעד האינפלציה: הניסיון שהצטרב בעולם

- יעדו המרכזי של בנק ישראל הוא שמירה על יציבות המחירים – שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%.
- מרבית המדינות המפותחות פועלות במסגרת משטר של יעד אינפלציה, שנע בסביבת 2%, אך נבדלות בהגדרת היעד – יעד נקודתי או טווח – ובסימטריות ההתייחסות לסטיות מהיעד כלפי מעלה ומטה.
- הנתונים מלמדים שבמרבית המשקים המפותחים, לרבות ישראל, משטר יעד האינפלציה השיג את מטרתו המרכזית – רמת אינפלציה נמוכה ויציבה – וזאת בתוך שני עשורים. אף על פי כן האינפלציה בעשור האחרון נמוכה מהיעד במדינות רבות, וניכר קושי בהשבתה לטווח היעד.

1. מבוא

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, היעד המרכזי של בנק ישראל הוא לשמור על יציבות המחירים. יעד יציבות המחירים בישראל הוגדר על ידי הממשלה החל מ-2003 כשיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%.¹ יציבות מחירים מונעת את העיוותים הנובעים מהצורך בהתאמת מחירים מתמדת ומפנה את המשאבים המשמשים לכך. לשמירה על יציבות מחירים נודעת חשיבות גם בצמצום אי-הוודאות לגבי שינויים במחירים, הפוגעת ברווחה ומקשה על משקי הבית והפירמות בתכנון הצריכה, החיסכון וההשקעה. כפועל יוצא המחויבות ליציבות מחירים מספקת עוגן נומינלי המונע הטיה אינפלציונית (חתירה לרמת אינפלציה גבוהה, המלווה בהגברת הפעילות).

ישראל היא בין המדינות הראשונות שהנהיגו יעד אינפלציה בשנות התשעים של המאה הקודמת כמסגרת לניהול המדיניות המונית. כיום מדינות רבות בעולם, בפרט המשקים המפותחים, פועלות במסגרת משטר של יעד אינפלציה.² במרביתם השיג משטר יעד האינפלציה את מטרתו – רמת אינפלציה נמוכה ויציבה – וזאת בתוך שני עשורים. ואולם בשנים שלאחר המשבר נאלצו בנקים מרכזיים רבים להתמודד עם תופעות חדשות יחסית – שיעורי אינפלציה נמוכים מהיעד על אף המדיניות המרחיבה, שראשיתה בתגובה למשבר הפיננסי, לצד הגעת הריבית המונית לקרבת המחוסם התחתון שלה (Effective Lower Bound, ELB). תופעות אלו תרמו לדיון מחודש ביעד יציבות המחירים הרצוי. הדיון בעולם נסב על הרלוונטיות של יעד זה בעידן הנוכחי, והוא עוסק בין היתר בפרמטרים הרצויים במסגרת משטר יעד האינפלציה – גובה היעד והשאלה אם יש מקום לשנותו ומידת הסימטריות של תגובת המדיניות לסטיות מעל ומתחת ליעד.³ בתיבה זו נתאר את הניסיון שנצבר בנושאים אלה במדינות המפותחות, לרבות ישראל, בשנים שבהן המדיניות פועלת במסגרת של יעד אינפלציה.

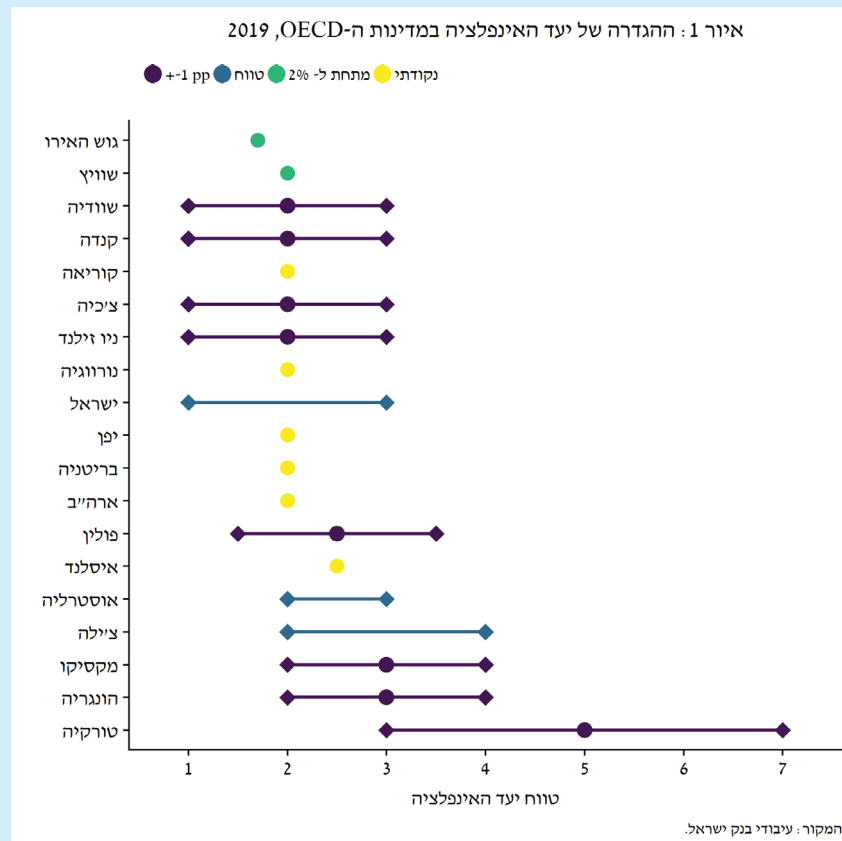
¹ יעד האינפלציה בישראל הוא "גמיש": במקרה של סטייה מהיעד על קובעי המדיניות לפעול כדי להשיב את האינפלציה ליעדה בתוך פרק זמן של שנתיים.

² עד שנות השמונים תמכה הגישה המקובלת במשקים המפותחים בקביעת קצב הגידול של כמות הכסף כיעד ביניים של המדיניות, מתוך מחשבה ששמירה על קצב גידול נמוך וקבוע של כמות הכסף יביא בטווח הבינוני לאינפלציה נמוכה ויציבה. עם זאת הותרו סטיות מיעד זה בטווח הקצר כדי לטפל בבעיות שעלולות לצוץ בפעילות הכלכלית, שכן שינויים בכמות הכסף גורמים לשינויים בריבית, ובכך משפיעים על הפעילות. גישה זו כשלה משתי סיבות עיקריות: ראשית, נמצא שהקשר בין כמות הכסף ובין רמת האינפלציה, אפילו בטווח הבינוני-ארוך אינו יציב; שנית, הקשר בין כמות הכסף לרמת הריבית הנומינלית בטווח הקצר התגלה גם הוא כלא יציב, בעיקר בגלל תנודתיות גבוהה מהצפוי של הביקוש לכסף. ממצאים אלו תרמו בסופו של דבר למעבר למשטר יעד אינפלציה ולשימוש בריבית ככלי המדיניות.

³ דיון נרחב יותר, שבו לא נעסוק כאן, מתנהל בנושא מסגרות חלופיות לניהול המדיניות המונית, כדוגמת קביעה של יעד לרמת המחירים או יעד לתוצר הנומינלי (שיעור צמיחתו או רמתו).

2. היעד בעולם ובישראל

החל משנות התשעים המוקדמות של המאה הקודמת⁴ פועלים בנקים מרכזיים רבים בעולם במסגרת משטר של יציבות מחירים, שבו היעד מוגדר כקצב חיובי אך נמוך של עליית המחירים (כלומר האינפלציה) סביב 2% (איור 1).⁵ בהתאם לכך שמירה על יציבות מחירים נמנית ברוב המקומות עם מטרותיו של הבנק המרכזי.⁶ מעבר לקביעה של רמת האינפלציה שאליה יש לכוון ניכרים הבדלים בין המדינות בהגדרה המדויקת של היעד (איור 1). רובן קבעו יעד בקרבת 2%, אולם בחלקן הוא נקבע כתחום, בחלקן כרצועה סביב יעד נקודתי ובאחרות כיעד נקודתי.⁷ מספר מצומצם של מדינות (שווייץ וגוש האירו) הגדירו את היעד באופן לא סימטרי: בגוש האירו היעד מוגדר כנמוך מ-2% אך קרוב לשיעור זה, ובשווייץ – כאינפלציה נמוכה מ-2%. ההגדרה שנקבעה ליעד בישראל החל מ-2003 – טווח



⁴ ניו-זילנד קבעה ראשונה יעד אינפלציה בשנת 1989.

⁵ למוטיבציה וסקירה היסטורית תמציתית של משטר יעד האינפלציה ראו:

L. E. Svensson (2010). "Inflation targeting", In Monetary Economics (pp. 127–131). Palgrave Macmillan UK.

⁶ ראו סקירה של המסגרת המוסדית בבנקים מרכזיים:

A. Naudon and A. Perez (2017). An Overview of Inflation targeting frameworks: Institutional arrangements, decision-making and the communications of monetary policy, Central Bank of Chile, Working Paper no. 811.

⁷ במדינות מעטות שונה גובה היעד ב-20 השנים האחרונות, וברובן הוא היה בשנים המוקדמות גבוה יותר מאשר במאוחרות. יוצאת דופן ניו-זילנד, שהעלתה את אמצע היעד מ-1.5% ל-2%.

של 1% עד 3% ללא התייחסות לנקודת אמצע – אינה אופיינית לרוב המדינות⁸. להלן נרחיב מעט על שני מאפיינים אלו ועל היתרונות והחסרונות של כל אחת מהשיטות.

א. יעד נקודתי מול רצועה

רבות מהמדינות מגדירות יעד נקודתי, בדרך כלל בקרבת 2%, אולם יש המוסיפות אפשרות לסטייה מסוימת לשני הכיוונים. מרבית המדינות שהגדירו את היעד במונחי תחום, ובהן ישראל, קבעו רצועה ברוחב של 2 נקודות אחוז. מדינות מעטות, וגם ביניהן ישראל, מגדירות טווח ללא ציון נקודת האמצע. ההבדל המהותי בין יעד נקודתי לתחום הוא במידת המחויבות לערך האמצע. הגדרה של טווח, לעומת יעד נקודתי, מאפיינת לרוב בנקים מרכזיים המחויבים למספר יעדים. במצב זה יש לאזן בין יעד האינפלציה ליעדים נוספים של הבנק המרכזי, כדוגמת רמת הפעילות במשק. קיומו של טווח מאפשר לקובעי המדיניות להשלים עם סטייה של האינפלציה מאמצע היעד ומקנה להם יותר גמישות בהפעלת כלי המדיניות תוך התחשבות בזעזועים בפועל, במצב מחזור העסקים וביכולת להפעיל את הכלים. גמישות כזאת נדרשת למשל במצב שבו האינפלציה סוטה מהיעד בעקבות זעזועי היצע (כגון האמרה של מחירי הנפט), או כאשר הריבית קרובה לגבול התחתון האפקטיבי שלה. זאת כל עוד הסטייה עולה בקנה אחד עם השגת היעדים הנוספים של הבנק. ואולם קביעה של תחום ללא ערך נקודתי במרכזו מחלישה את המחויבות לערך מסוים, מגדילה את אי-הוודאות לגבי היעד שאליו מכוונים עושי המדיניות, ועלולה להקשות על עיגון הציפיות של הטווח הארוך בערך ספציפי כמרכז היעד. כאשר לא מוגדר יעד נקודתי אמינות המדיניות נמדדת במונחי הטווח, כך שכל שיעור אינפלציה הנמצא בתחום עומד בתנאי של השגת היעד. במילים אחרות: סטייה מהיעד נמדדת רק ביחס לגבול העליון או התחתון של התחום. במובן זה הגדרה של תחום ללא נקודת אמצע מגדילה את האמינות של המדיניות. הגדרת יעד נקודתי ללא ציון מידת הסטייה האפשרית ממנו, כפי שעושות למשל שוודיה ואנגליה, מחזקת את המחויבות של המדיניות להשגה של שיעור אינפלציה קרוב אליו. כל עוד המדיניות נתפסת כאמינה, יעד נקודתי מקל על עיגון הציפיות בטווחים הקצר והארוך.

ב. סימטריות היעד

בשווייץ ובגוש האירו בחרו להגדיר את יעד האינפלציה באופן לא סימטרי, עם מגבלה על גבולו העליון, אך ללא מגבלה על הגבול התחתון. בגוש האירו הגדירו את היעד כ"מתחת אך קרוב ל-2%",⁹ ובשווייץ – כ"פחות מ-2%". ההגדרה בגוש האירו דומה מאוד להגדרה של יעד נקודתי, אבל מאפשרת מעט יותר גמישות כלפי מטה, לשיעור אינפלציה נמוך יותר, ובעצם מצמצמת את היכולת לסטות כלפי מעלה. כדי להימנע מסטייה כזאת סביר להניח שעושי המדיניות ינקטו מדיניות עם "מרווח ביטחון"; זאת אומרת שהמדיניות תיטה להיות מצמצמת יותר ממדיניות שהייתה נקטת במסגרת של יעד סימטרי. ואכן, ניתן לראות באיור 2 שבמדינות אלו הסטייה של שיעור האינפלציה כלפי מטה גדולה ביחס לסטייתו במדינות האחרות.

הנוסח בשווייץ מאפשר גמישות רבה יותר, שכן כל שיעור אינפלציה נמוך מ-2%, לרבות שיעור אינפלציה שלילי, מקיים את תנאי היעד. יעד מסוג זה מחליש את היכולת לעגן את הציפיות בשיעור אינפלציה מסוים, אף כי הוא משקף מחויבות גדולה יותר של הבנק המרכזי למנוע סטיות כלפי מעלה מהיעד. במקביל לכך כלל זה מקנה לבנק המרכזי יותר גמישות שלא להגיב על זעזועי היצע שמתבטאים בהתמתנות של שיעור האינפלציה, וכן מקנה לו את החופש להגיב על האטה באינפלציה שנובעת מצד הביקוש, אם הוא רואה לנכון לעשות זאת. יעד כזה מקל על המדיניות גם במצב שבו המרחב להפעלת כלי המדיניות מצומצם יחסית.

⁸ דיון בפרמטרים של יעד האינפלציה התקיים גם בעבר. ראו ר' אמיר וס' ריבון (1999). "בחירה וניסוח של יעד האינפלציה בישראל – נקודות למחשבה" בתוך: אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל, בעריכת ל' לידרמן, בנק ישראל, דצמבר, וכן מספר שנים מאוחר יותר בפרסום של בנק ישראל "יעד האינפלציה – חשיבה מחדש", אוגוסט 2007.

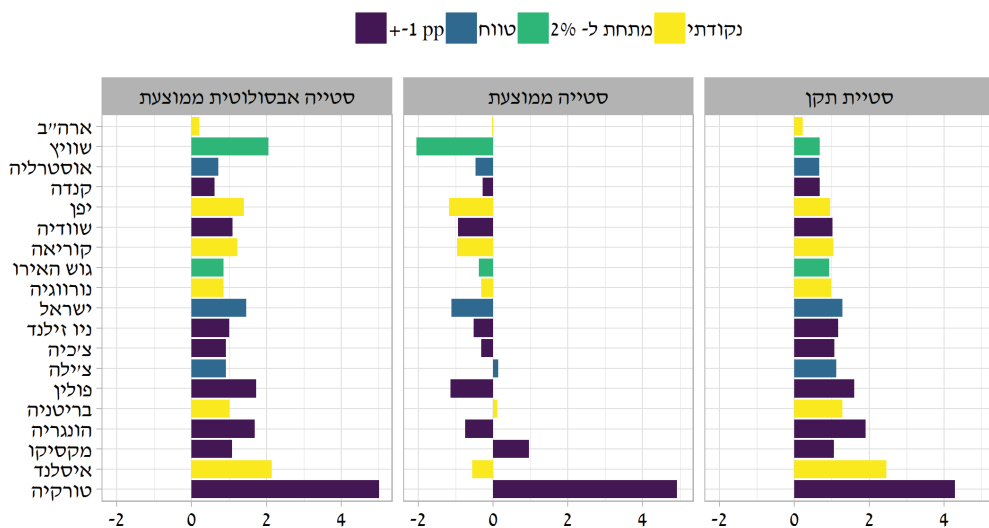
⁹ להרחבה על יעד יציבות המחירים של ה-ECB ראו <https://www.ecb.europa.eu/mopo>.

חסרון אפשרי לקביעה של יעד לא-סימטרי, בדומה למצב שבו מוגדרת רצועה ללא נקודת אמצע, הוא שנוצר מרחב גדול יותר לאי הסכמה בתוך הגוף המחליט על המדיניות. זאת משום שיעד המדיניות נתון בכל עת לפרשנות, והמדיניות שתינקט תלויה, בין השאר, בהעדפות השונות של חברי הוועדה בין אינפלציה לפעילות.

3. התפתחות האינפלציה בפועל והציפיות לה ביחס ליעד

מבדיקה של התפתחות שיעורי האינפלציה החל מ-2011 במדינות הפועלות במשטר של יעד אינפלציה (איור 2) עולה כי ממוצע הסטייה מאמצע היעד בדרך כלל שלילי, כלומר האינפלציה בפועל לרוב נמוכה ממרכז היעד (העמודה האמצעית באיור), וכי הסטייה הממוצעת בערך מוחלט נעה לרוב בין 1% ל-2%. סטיית התקן של השיעור השנתי של האינפלציה (העמודה הימנית) היא סביב 1%; משמע שבחלק מהזמן שיעור השינוי במחירים רחוק מאמצע היעד ביותר מנקודת אחוז. כללית ניתן לקבוע שרוב המדינות מצליחות לשמור על אינפלציה בסביבת היעד, אך זו נוטה להיות נמוכה ממנו. לגבי ישראל נמצא כי בכשני שלישים מהחודשים שיעור האינפלציה בפועל סטה מתחום היעד. כך בשנים האחרונות, שיעור האינפלציה סטה באופן מתמשך כלפי מטה, ובמחצית מהתקופה שמ-2011 היה שיעור האינפלציה נמוך מהגבול התחתון של היעד – 1%.

איור 2: מאפייני הסטייה מיעד האינפלציה במדינות ה-OECD בשנים 2011 עד 2019



המקור: עיבודי בנק ישראל.