



י"ז באלול תשע"ו

20 בספטמבר 2016

סיכום דיוני הוועדה המוניתרית מ-5 ביולי, 12 ביולי, 24 באוגוסט ו-6 בספטמבר 2016 בנושא שינוי תדירות החלטות הריבית

כלי המדיניות המרכזי של בנק ישראל, כמו גם של רוב הבנקים המרכזיים בעולם, הוא הריבית המוניתרית. ההחלטה על הריבית מתבצעת בתדירות קבועה מראש, אך תדירות ההחלטות במדינות ה-OECD אינה אחידה. במספר בנקים מרכזיים, וגם בישראל, תדירות ההחלטות על הריבית היא חודשית, אולם ברוב הבנקים המרכזיים ובכללם של המשקים הגדולים, מתקבלות החלטות 8 פעמים בשנה (פעמיים ברבעון), או פחות מכך – בחלק מהבנקים מתקבלות החלטות בתדירות של 6 או 4 פעמים בשנה.

השונויות בעולם, כמו גם הפחתת התדירות במספר בנקים מרכזיים בשנים האחרונות, מצביעות על כך שאין בהכרח תדירות קבלת החלטות אחת שהיא הנכונה, והשאלה מהי התדירות האופטימאלית נותרת שאלה פתוחה. שאלה זו נבחנה עתה בבנק ישראל מחדש, ובייחוד נבדקו יתרונותיה וחסרונותיה, והאפשרות להפחית את תדירות קבלת ההחלטה על הריבית לכדי 8 החלטות בשנה. הבדיקה מעלה שקיימים יתרונות וחסרונות למצב בו תדירות ההחלטות היא 8 פעמים בשנה לעומת המצב הקיים. שלושה חברי ועדה סברו שהיתרונות במעבר לתדירות של פעמיים ברבעון גדולים מהחסרונות שיש בו, ואילו חבר ועדה אחד סבר שהחסרונות עולים באופן משמעותי על היתרונות, ולכן התנגד להחלטה.

השיקולים בעד ונגד מעבר לתדירות של 8 החלטות בשנה:

1. **תדירות של 8 פעמים בשנה תואמת את ההתבססות של משטר יעד האינפלציה.** היציבות של הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים מצביעה על התבססות של משטר יעד האינפלציה בישראל, ואמינות המיוחסת לבנק ישראל. התבססות זו, המלווה גם בהתמתנות התנודתיות של האינפלציה, מאפשרת לבנק ישראל לרווח מעט את תדירות ההחלטות, שכן לא נדרשות תגובות מהירות לייצוב הציפיות. תדירות החלטה חודשית מאפיינת כיום בעיקר משקים מתפתחים, ומשקים המתאפיינים בשיעור אינפלציה בסיסי גבוה. מבין הבנקים המחליטים 12 פעמים בשנה, ישראל מתאפיינת בשיעור האינפלציה הממוצע הנמוך ביותר בשני העשורים האחרונים, ובאינפלציה יציבה יחסית לאחרים.

חבר הוועדה שהתנגד להחלטה סבר שאין זה נכון לקשור בין תדירות ההחלטות לבין רמת הציפיות לטווחים הארוכים ותנודתיות הציפיות האינפלציוניות. לדבריו, תפקיד הבנק הינו לוודא שהאינפלציה תימצא בגבולות היעד שקבעה הממשלה. יציבות האינפלציה היא מטרה משנית בהקשר זה. ציפיות האינפלציה לזמן ארוך מעוגנות בגבולות היעד זה למעלה מעשור, ולכן אין בכך כדי להוות שיקול לשינוי התדירות דווקא בעת הזו. מאידך, שיעור האינפלציה בשנתיים האחרונות ומרבית הציפיות לטווחים הקצרים נמצאים מתחת לתחום היעד, ולא כל שכן שאין בהם להצדיק שינוי בתדירות.

2. **תדירות של 8 פעמים בשנה תואמת את התנודתיות הלא גבוהה של המשתנים הכלכליים בישראל.**

תנודתיות נמוכה יחסית מרמזת על כך שאין צורך בשינויים תכופים של המדיניות. התנודתיות של המשתנים הכלכליים המרכזיים בישראל - תוצר, אינפלציה, ושער החליפין האפקטיבי - אינה גבוהה בהשוואה בינלאומית. גם התנודתיות של תנאי הסחר החיצוניים, שהוא משתנה שמייצג זעזועים אקסוגניים למשק, אינה גבוהה. הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים הן יציבות מאוד וכמעט אינן מושפעות מזעזועים כלכליים מחזוריים או זמניים. תנודתיות נמוכה של המשתנים הכלכליים יכולה דווקא להיות תוצאה של תנודתיות גדולה יותר בריבית, אולם, בדיקה שנערכה בבנק ישראל אינה תומכת בהשערה זו.

חבר הוועדה שהתנגד להחלטה סבר שהיכולת לשנות את הריבית הנה כלי המדיניות האפקטיבי ביותר שברשות הבנק המרכזי, ובעבר ניצל הבנק ביעילות את הגמישות שמעניק כלי זה: כך, בחמש השנים שלאחר המשבר הפיננסי העולמי שינה הבנק את הריבית המוניטרית (בשני הכיוונים) יותר מכל בנק מרכזי אחר במדינות המפותחות. השימוש היעיל בהחלטות הריבית היה אחד התורמים העיקריים לשיעור הצמיחה הגבוה וליציבות הצמיחה בישראל באותה עת.

אותו חבר ועדה סבר גם שהתדירות החודשית תורמת ליציבות גם כאשר הוועדה המוניתרית מחליטה שלא לשנות את הריבית. החלטה להותיר את הריבית ללא שינוי מגלמת בתוכה "מסר מרגיע" למקבלי ההחלטות במגזר העסקי, ומבהירה, שבעיני הוועדה, המידע החדש שנצבר מאז החלטת הריבית הקודמת אינו מחייב שינוי במדיניות. מאידך, הגדלת המרווח בין ההחלטות, כתוצאה מצמצום התדירות, עלולה להביא לשינוי ריבית במינון כפול (בשיעור של 0.5 נקודת אחוז), החלטה שתגביר את אי השקט בשווקים שכן היא משדרת "מצב משברי", או לחילופין, להביא להגדלת השימוש באמצעים אלטרנטיביים, כגון רכישות מט"ח.

3. **תדירות נמוכה יותר תאפשר ניתוח מעמיק יותר של המגמות היסודיות, ותסייע להעביר את מרכז**

הכובד של הדיון מכזה המבוסס על נתונים חודשיים, הכוללים "רעש" רב, לנתונים בתדירות נמוכה יותר, המייצגים בצורה יותר מהימנה את מצב המשק בכל נקודת זמן. הוועדה המוניתרית בוחנת את הסביבה הכלכלית ומקבלת את החלטותיה על סמך דיון מקצועי בכל הגורמים והשיקולים הכרוכים בקביעת הריבית. מעבר לתדירות מעט נמוכה יותר יאפשר לצוות המקצועי של הבנק וכן לוועדה המוניתרית לבחון ביתר העמקה מגמות בסביבה הכלכלית תוך איזון נכון יותר בין התפתחויות קצרות טווח להתפתחויות יסודיות יותר, היות ובין ישיבות בתדירות נמוכה יותר מצטבר יותר מידע מהותי.

חבר הוועדה שהתנגד להחלטה סבר שהחלטות הריבית התקבלו תמיד תוך מיצוי מלוא המידע שעמד בפני הבנק, בהתבסס על הניתוח הכלכלי המעודכן ביותר, והתדירות החודשית לא השפיעה על "עומק" הניתוח. אופק הנתונים בהם משתמשים כלכלני הבנק בבואם לגבש את הערכת המצב לקראת קבלת ההחלטה נקבע לגופו של עניין, ואינו מושפע מאורך המרווח שבין ההחלטות.

4. **תדירות של שתי החלטות לרבעון תואמת את התדירות של בנקים מרכזיים מובילים. המגמה**

העולמית היא להוריד את תדירות ההחלטה. תדירות החלטות הריבית הופחתה לאחרונה ב- ECB (הבנק המרכזי האירופאי), ב-BOJ (הבנק המרכזי של יפן) וב-BOE (הבנק של אנגליה) לזו של ה-FED – 8 החלטות בשנה. בכך, ארבעת הבנקים המרכזיים החשובים בעולם יקבלו החלטות ריבית בתדירות זהה של 8 פעמים בשנה. מתוך 19 מדינות של ה-OECD המנהלות מדיניות מוניתרית

עצמאית (ה-ECB כגוש אחד), 9 בנקים מרכזיים מחליטים 8 פעמים בשנה¹, 3 בנקים מקבלים החלטות בתדירות נמוכה יותר (שבדיה ונורבגיה – 6 פעמים, שוויץ – 4 פעמים), ורק 7 בנקים (אוסטרליה², דרום קוריאה³, הונגריה, טורקיה, פולין, צ'ילה וישראל) מחליטים 12 פעמים.

חבר הוועדה שהתנגד להחלטה סבר שהורדת התדירות ב- ECB, ב- BOJ וב- BOE, אינה קשורה בירידה באתגרים שעומדים בפני בנקים אלה, אלא קשורה בכך שבנקים אלו מיצו את מכשירי הריבית המסורתיים כאשר הריבית הגיעה לרמה אפסית (או קרובה לאפסית), ועברו למדיניות של הרחבה כמותית, שאינה תלויה בתדירות ישיבות הוועדה המוניתרית.⁴ ולראיה, מדינות שהיו יותר "שמרניות" במדיניות הריבית, וכתוצאה מכך ריבית הבנק המרכזי בהן מרוחקת מריבית אפסית, דוגמת פולין ואוסטרליה, לא הפחיתו את התדירות ל- 8 החלטות ריבית בשנה.

5. **חברי הוועדה הסכימו שתדירות נמוכה יותר כרוכה בהקטנת הגמישות להגיב לאירוע בלתי צפוי על ידי שינוי בריבית במועד קבוע מראש.** תדירות חודשית מאפשרת גמישות גדולה יותר בקבלת ההחלטות, תוך שינויים מדודים של הריבית ומעקב אחר התגובה של השווקים. היא גם תואמת בצורה טובה את התדירות של הנתונים החודשיים המרכזיים ובמיוחד את תדירות פרסום מדד המחירים לצרכן ונתוני שוק העבודה. בעוד שרוב חברי הוועדה ראו באבדן הגמישות שיקול משני, חבר הוועדה שהתנגד להחלטה טען שיתכנו מצבים בהם הנזק מאובדן הגמישות עשוי להיות משמעותי. להמחשת טענתו הביא את הניסיון של הוועדה בשנת 2013 כאשר הוועדה המוניתרית ניסתה להפחית את תדירות ההחלטה ל-10 פעמים בשנה, ונאלצה לחזור בה מספר חודשים לאחר קבלת ההחלטה נוכח הייסוף החד בשער החליפין.

לאחר מספר דיונים שהתקיימו בנושא, רוב חברי הוועדה המוניתרית הגיעו, כאמור, למסקנה שהיתרונות במעבר ל-8 החלטות בשנה עולים על החסרונות והסיכונים. הם סברו שהיות והגמישות לקבל החלטות מדיניות מוניתרית בכל עת, כמו גם היכולת להעביר מסרים לשווקים אודות מצב המשק, נשמרת גם לאחר שינוי תדירות ההחלטות הסדירות, לא תהיה פגיעה באפקטיביות של המדיניות. כמו כן, הם ציינו שבאותם מקרים בהם בנקים מרכזיים הפחיתו לאחרונה את תדירות ההחלטות, לא נצפתה תגובה שלילית בשווקים. הם הדגישו, שההחלטה אינה תולדה של סביבת הריבית הנוכחית, וסברו שההחלטה להפחית את תדירות ההחלטות נכונה הן לעת הנוכחית, והן לתקופה שבה הריבית תעלה.

חבר הוועדה שהתנגד להחלטה סבר שהנימוקים שהובאו בפני הוועדה לא מצדיקים את הפחתת תדירות ההחלטות בעת הזו. לטענתו אובדן הגמישות שמקנה התדירות החודשית הנו מהותי, וההחלטה לא הייתה מתקבלת אלמלא רמת הריבית הנמוכה במשק המגבילה, לדבריו, את מידת השימוש בכלי הריבית. הריבית הנמוכה הדריכה, לטענתו, את הבנקים המרכזיים של אירופה ויפן בהחלטתם לצמצם את תדירות ההחלטות, והיא השפיעה על החלטת בנק ישראל להפחית את תדירות החלטות הריבית. תדירות מפגשי הוועדה אינה משפיעה על המדיניות המוניתרית כל עוד הריבית קבועה ברמתה הנוכחית, אך עשויה לפגוע בגמישות ויעילות המדיניות המוניתרית כאשר הריבית תשוב לעלות.

¹ניו זילנד – 7 פעמים בשנה

²אוסטרליה – 11 פעמים בשנה

³הבנק של דרום קוריאה החליט גם הוא לעבור לתדירות של 8 החלטות בשנה החל מינואר 2017.

⁴ הוועדה המוניתרית רק נדרשת מעת לעת לקבוע את סכום הרכישות הכולל.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניתרית

ד"ר קרנית פלוג – נגידת בנק ישראל ויו"ר הוועדה המוניתרית

ד"ר נדן בודו-טרכטנברג – המשנה לנגידת בנק ישראל

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

משתתפים נוספים

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

ד"ר עקיבא אופנברך - יועץ בכיר לקשרי מחקר בין לאומיים (בדיון ב-5 ביולי)

מר טל ביבר – מנהל אגף שווקים בחטיבת השווקים (בדיונים ב-5 ביולי, 12 ביולי, 24 באוגוסט)

גב' פרנסואז בן צור – מנהלת האגף הפיננסי בחטיבת השווקים (בדיון ב-5 ביולי)

מר דניאל אחיאשויילי – ראש המטה לנגידה (בדיונים ב-5 ביולי, 12 ביולי, 24 באוגוסט)

מר יואב סופר – דובר הבנק (בדיונים ב-5 ביולי, 12 ביולי, 6 בספטמבר)

מר אילן סוציאנו – עוזר למזכירת הוועדה המוניתרית והמועצה המינהלית (בדיון ב-6 בספטמבר)

ד"ר עמית פרידמן – יועץ למנהל חטיבת השווקים

גב' מימי רגב – מנהלת היחידה למעקב וניתוח שווקים (בדיון ב-5 ביולי)

ד"ר סיגל ריבון – מנהלת אגף מוניתרי בחטיבת המחקר

גב' אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניתרית והמועצה המינהלית (בדיונים ב-5 ביולי, 12 ביולי, 24 באוגוסט)