

הערות מאת סטנלי פישר על המאמר :

### **חמישים שנות מדיניות מוניטרית: מה למדנו?**

אדם קאליאריני, כריס קנט וגלן סטיבנס

מאמר זה מציג את מסקנותיו בענווה המסקנה היא שלמדנו רבות בתמישים השנים האחרונות – ובפרט למדנו כי המדיניות המוניטרית חשובה, וצריכה להיות מושתתת על בסיס ממוסד. על אף הרקורד מעורר הקנאה שצבר הבנק המרכזי של אוסטרליה (RBA) בעשרים השנים האחרונות כבנק פרגמטי החותר ליעד אינפלציה גמיש, לא הושמע "קול קורא" לכול להצטרף למועדון זה. בסיום המאמר מזכירים לנו שלא לשכוח לקחים ישנים: אל לנו להיסחף במחשבה שאנו מיטיבים מקודמינו להבין את דרכי הפעולה של המדיניות המוניטרית. קריאתו של ה-RBA לענווה לא רק מאפיינת את התנהגותו שלו. זוהי ללא ספק גישה נאותה בכלל, במיוחד לנוכח אירועי השנתיים האחרונות.

נפתח בגישת "שיקול הדעת המוגבל" (constrained discretion) בקביעת יעדי האינפלציה. משמעותה של "גמישות" כשמדובר ביעד אינפלציה גמיש, היא שכאשר בנק מרכזי מחליט באיזו מהירות לנסות להחזיר את האינפלציה לרמת היעד, הוא מביא בחשבון את ההשפעות שתהיינה לכך על התוצר בטווח הקצר; אך אם בטווח הקצר הבנק המרכזי מנסה לעמוד הן ביעד האינפלציה והן ביעד הצמיחה, מה הוא ירוויח מקביעת יעד האינפלציה? התשובה – העולה מיציבותן של ציפיות האינפלציה זה חמש השנים ויותר ברוב המדינות הנוקטות מדיניות של יעד אינפלציה – היא יציבות של ציפיות האינפלציה בטווח הארוך. יציבות זו פירושה ביטחון בערכו הריאלי של המטבע. אין זה דבר קל ערך; הוא הכרחי ליציבות המשק ברמת המקרו, והוא הישג חשוב ביותר של גישת יעדי האינפלציה.

ברצוני לדבר על ארבעה נושאים נוספים, קשורים זה לזה, שקהילת הבנקאות המרכזית שלנו ידועה בהתבטאויותיה מלאות הביטחון בהם, לעתים יותר מן הראוי:

- הסיפור על כסף ואינפלציה – מכשיר אחד, יעד אחד;
- הסיפור על העדר תחלופה בטווח הארוך, שהופך לסיפור על העדר תחלופה בטווח הקצר;
- בעיית שער החליפין במשקים קטנים ופתוחים;
- מחירי הנכסים, יציבות פיננסית ופיקוח מערכת מקרו-יציבות.

## מכשיר אחד, יעד אחד

לא פעם אנו שומעים אנשי בנקים מרכזיים משמיעים אמירות כגון: "לרשותנו מכשיר אחד בלבד – הגדלת כמות הכסף (או שיעור הריבית) – ולכן יכול להיות לנו יעד אחד בלבד - האינפלציה". השקפה זו מתבססת ודאי על גישת היעדים והמכשירים של טינברגן, שמלפני חמישים שנה, שמסקנתה הכללית הייתה כי מספר המכשירים הנחוצים הוא כמספר היעדים. השקפה זו נכונה אם נרצה להשיג את היעד במדויק.

אך השקפה זו אינה נכונה אם הבעיה מוצגת באופן האופייני לניתוח מיקרו-כלכלי, שמטרתו להביא את פונקציית התועלת למקסימום בכפיפות למגבלות, במצב שבו, מסיבה כלשהי, אין אפשרות להשיג את כל היעדים בדיוק ובמשך כל הזמן. אחת הסיבות אשר בגללה ייתכן שלא נצליח לממש את כל היעדים כל הזמן היא שעשויים להיות יותר יעדים ממכשירים - למשל במקרה שיעד המקסימיזציה של הבנק המרכזי הוא פונקציה של התוצר והצמיחה. במקרה זה עלינו למצוא תנאים שוליים למקסימום ולהתייחס לתחלופות בהסבר האופטימום. אין זה נכון אפוא לקבוע באופן כללי, שהואיל ולרשות הבנק המרכזי עומד רק מכשיר אחד הוא יכול להביא בחשבון רק יעד אחד – אלא אם כן למכשיר אין השפעה על שום משתנה מלבד היעד.

זה מביא אותנו לאופי השפעתה של המדיניות המוניטרית על המשק.

## תחלופה בטווח הארוך ובטווח הקצר

בקירוב ראשון, עקומת פיליפס בטווח הארוך היא אנכית, ואין תחלופה בטווח הארוך בין האינפלציה לתוצר ו/או לאבטלה. אמירה זו הושמעה לא פעם כדי לטעון שבהעדר תחלופה בטווח הארוך, אין להשתמש במדיניות מוניטרית כדי לנסות להשפיע על התוצר ועל האינפלציה גם יחד בטווח הקצר.

הטיעון האמור משולל תוקף, אלא אם כן אין תחלופה בטווח הקצר – גישה שננקטה בשלב מוקדם של פיתוח גישת הציפיות הרציונליות למדיניות המוניטרית - אך ככלל היא שגויה, למעט אולי במצב של היפר-אינפלציה.

האמת היא, שהטווח הארוך הוא רצף של טווחים קצרים זה אחר זה, ובכל רגע הבנק המרכזי נדרש להביא בחשבון את התחלופה המתקיימת בטווח הקצר.

כיצד מיישבים את ההשקפה שלפיה אין תחלופה בטווח הארוך עם קיומה של תחלופה בטווח הקצר? הדרך הטובה ביותר שפותחה עד כה היא הגישה של יעדי אינפלציה גמישים. בגרסה של ה-RBA, על הבנק המרכזי לחתור למימוש יעד האינפלציה באופן ממוצע לאורך המחזור. גישה זו בהירה מבחינה אנליטית, אך עשויה להיות קשה להגדרה מבחינה מעשית במדינה שלא סבלה ממיתון כבר קרוב לשני עשורים. גרסה חלופית, שאומצה על ידי רוב הבנקים המרכזיים הנוקטים מדיניות של יעד אינפלציה, היא כי יש לפעול כך שכל אימת שהאינפלציה סוטה מן היעד, המדיניות תכוון להשבתה אל רמת היעד בטווח הקצר, המוגדר על פי רוב כשנה עד שנתיים.

## בעיית שער החליפין במשקים קטנים ופתוחים

אף משק קטן ופתוח אינו יכול להישאר אדיש להתפתחות שער החליפין, המתחרה עם שיעור הריבית על מעמד המחיר היחסי החשוב ביותר במשק. (ניתן היה, כמובן, להוסיף את המילה 'ריאלי' פעמיים במשפט הקודם.)

סוגיית שער החליפין עוברת לקדמת הבמה כאשר מדינה נקלעת לייסוף ריאלי בלתי רצוי כתוצאה מתנועות הון נכנסות – כפי שקורה בימים אלה במספר מדינות מתפתחות ומתעוררות, שנחלצו מן המיתון במהירות רבה יותר מאשר כמה מהמדינות המתועשות ונאלצו להעלות את שיעורי הריבית שלהן כדי להתמודד עם אינפלציה. כל עוד הייסוף המתקבל הוא בשיעור מתון, אפשר פשוט לקבלו כחלק ממנגנון ההתאמה הבין-לאומי. אך אם הוא נעשה גדול מדי, המדינה תרצה לנקוט פעולה כדי למנוע נזק חמור לצמיחה.

ספרי הלימוד אומרים כי ניתן להדק את המדיניות הפיסקלית כדי להפחית את שיעור הריבית, ובדרך זו להפחית את התמריץ לזרימות הון פנימה. זוהי גישה נאה, והיא תקפה בנסיבות רבות. אך ברוב המקרים המדיניות הפיסקלית מתקשה ממילא בניהול הוצאות הממשלה ומימון, גם ללא העול הנוסף של אחריות על שער החליפין – וכך השאלה חוזרת אל הבנק המרכזי ולכלים אחרים להוציא את המדיניות הפיסקלית.

אחת האסטרטגיות של הבנק המרכזי היא התערבות על ידי רכישת מטבע חוץ ועיקור הרכישות על ידי מכירת נכסים מקומיים לשם קיזוז. פעמים רבות נטען כי התערבות בשוק המט"ח אינה פועלת – שהרשות המוניטרית אינה יכולה להתייצב נגד השוק לעד. זוהי אמת לאמיתה כאשר הלחצים הם בכיוון של פיחות המטבע, שכן אז לבנק המרכזי יש גישה מוגבלת בלבד לנכס שהשוק רוצה לקנות – מט"ח. ייתכן שהוא יצליח לעמוד בלחצים הזמניים לפחות את המטבע, אפילו אלה הנובעים מזרימות הון החוצה; חלק מן היתרות יוכלו לשמש למטרה זו, וייתכן גם שלמדינה יש גישה להלוואות מחו"ל. אך המדינה אינה יכולה להתייצב נגד השוק לעד במקרה זה.

ואולם, המקרה של תנועות הון פנימה, שבו אנו דנים, שונה. במקרה זה הבנק המרכזי מסוגל לספק את מה ששוקי המט"ח רוצים – מטבע מקומי. וכל עוד הבנק המרכזי מוכן ומסוגל לעקר את רכישות המט"ח, לא אמורות להיות לתנועות הון אלו השלכות על שיעור האינפלציה. התהליך יכול להימשך כל עוד המדינה מוכנה להמשיך לצבור יתרות – ובשנים האחרונות כמה מדינות היו מוכנות להגדיל את היתרות הרבה מעבר למה שאפשר היה לצפות לפני שנים ספורות בלבד.

לנוכח זרימות הון בלתי רצויות פנימה, יש להחליט אם ראוי להתערב בשוק על ידי הגדלת היתרות. כדי לתת את הדעת לכל השיקולים הדרושים להחלטה זו, יש לחשב את עלויות הייסוף ולהעריך את השלכות ההתערבות על שערי החליפין הנוכחיים והעתידיים, לצד העלות והתועלת שבהחזקת עתודות נוספות.

מה יקרה אם המדינה תחליט לחדול מהתערבותה? אז היא תיאלץ לשקול פיקוח על זרימות ההון פנימה, נושא שלגביו הביעה קרן המטבע הבין-לאומית לאחרונה דעה חיובית יותר מאשר בעבר. פיקוח כזה הוא בדרך כלל לא נוח, לא יעיל, לא תואם את גישת השוק הכללית, עלול להפלות לרעה ארגונים קטנים ובינוניים, ומלווה לא פעם בשחיתות. במילים אחרות: לזכות הפיקוח על תנועות ההון נזקפים טיעונים מועטים מאוד מעבר לטיעון שהוא עשוי להיות טוב יותר מהחלופות. על קובעי המדיניות לעשות כל מאמץ כדי להימנע מלהשתמש בו – אך לבנקאים מרכזיים אף פעם לא כדאי להגיד אף פעם.

## מחירי הנכסים, יציבות פיננסית ופיקוח מקרו-יציבותי

המחברים עושים עבודה בלתי רגילה בדיון בבעיה של בועת הנכסים. הם מסבירים מדוע אל לנו לשאול: האם על הבנק המרכזי לנסות לפוצץ בועות? – אלא: האם הבנק המרכזי צריך להביא בחשבון את מחירי הנכסים ואת מצב שוקי הנכסים בקביעת המדיניות המוניטרית? התשובה לשאלה זו היא כן.

בתקופה שהובילה למשבר הפיננסי הנוכחי בארצות הברית, בבריטניה, בספרד ובמדינות אחרות, הבועה והשלכותיה התמקדו בשוק הדיור ובמימונו, הישיר והעקיף. במדינות רבות מחירי הדיור כלולים, בדרך זו או אחרת, במדד המחירים, כך שלמדינה הנוקטת מדיניות של יעד אינפלציה תהיה סיבה להגיב על עלייה מהירה במחירי הדיור.

ברמה הכללית יותר, ייתכן שהבנק המרכזי ירצה להגיב על עלייה של מחירי הנכסים במידה אחרת ממה שמשמע מתרומתם הנוכחית הישירה של מחירי הנכסים למדד המחירים לצרכן. אנו עוסקים כאן בסוגיית הפיקוח המקרו-יציבותי (*macro-prudential supervision*), ומתעוררת השאלה באילו מכשירים יכול הבנק המרכזי להשתמש לצורך זה.

התשובה הברורה מאליה היא: להשתמש במכשירים רגולטוריים, כתנאים למשכנתאות, אפשר גם בהון אנטי-מחזורי, ואולי ביחסי נזילות. הדבר בר-ביצוע, ויהיה הכרח לבצעו אם ברצוננו להימנע ממשבר נוסף כמו זה של 2007-2010. אך הרשויות בעולם עדיין רחוקות מגישה מוסכמת בנושא, לרבות בשאלה מי צריך לשאת באחריות. הנטייה היא להטיל את האחריות על הבנק המרכזי, אך עד שתובהר סוגיית הכלים העומדים לרשותו לטיפול בבעיה, לא יהיה ברור אם הוא מסוגל לממש את אחריותו ביעילות. סוגיה זו עומדת במרכזו של דיון פעיל ב-BIS, בפורומים אחרים ובמדינות שונות, ומוטב שנתקדם בעניין זה במהרה.

## הערה אחרונה

בסיום מאמרם מזכירים לנו קאליארני, קנט וסטיבנס לא לשכוח את העבר. דומני כי הערותיי מתייחסות לתזכורת הזאת ברצינות רבה – שכן דנתי בתחלופה בין תוצר לאינפלציה בטווח הקצר, בהתערבות בשוק המט"ח, בפיקוח על הון, בשימוש בכלי פיקוח לצורך פיקוח מקרו-יציבותי, ובגישות אחרות שעד לאחרונה נראה היה כי הן נחלת ההיסטוריה. ובכן, האם העבר הוא מה שצופן לנו העתיד? לא. המצב שונה עתה, מפני שיש לנו יעדי אינפלציה וגישה לקביעת יעדי אינפלציה; יש לנו הסדרים מוסדיים טובים יותר, שווקים פיננסיים מתוחכמים הרבה יותר, שערי חליפין גמישים יותר, משקים פתוחים הרבה יותר בצד הריאלי ובמיוחד בצד הפיננסי, הערכה שונה של עלויות האינפלציה ושל אופי התחלופה בין התוצר לאינפלציה ועוד. ובכל זאת, הדילמות העומדות בפני קובעי המדיניות אינן שונות במידה רבה מאלה שעמן נאלצו להתמודד בחמישים השנים האחרונות, ומאלה שעמן, ללא ספק, יאלצו להיאבק בחמישים השנים הבאות ואחריהן.