

התערבות בשוק המט"ח בסביבת ריבית אפס (ZLB)

מאת: אורן לוינטל, המרכז הבינתחומי, ועירית רוזנשטרם¹, בנק ישראל

- תמצית -

נייר המדיניות עוסק ברכישות מט"ח ככלי מדיניות של הבנק המרכזי. בשנים האחרונות, רכש בנק ישראל מט"ח בסכום מצטבר של כ- 67 מיליארד דולר (2008-2015), לאחר תקופה ארוכה שבה נמנע מהתערבות. השינוי במדיניות בנק ישראל בא על רקע המשבר הפיננסי העולמי שהוביל לירידה בריביות בעולם קרוב למחסום האפס (Zero Lower Bound).

השאלה שעומדת לדין היא מהי מדיניות ההתערבות הרצויה בשוק המט"ח? נושא זה שנוי במחלוקת בספרות הכלכלית, וגם בקרב עושי המדיניות. במחקר שלנו, התמקדנו בנסיבות המיוחדות של סביבת ריבית אפס, שבה נמצא המשק הישראלי בשנים האחרונות. בנסיבות אלו, עולות סוגיות מיוחדות שאינן מתקיימות באופן רגיל. על כן, בחנו את ההשפעה של רכישות מט"ח בריבית אפס בהשוואה לתנאים רגילים של ריבית חיובית.

לצורך זאת, השתמשנו במודל מקרו-כלכלי מבני (DSGE)². מודלים מסוג זה משמשים ככלי ניתוח בבנקים מרכזיים בעולם ובישראל. המשבר הפיננסי האחרון המחיש את המגבלה שלהם בשתי נקודות הרלבנטיות בהקשר הנדון. ראשית, במודלים הסטנדרטיים אין לרכישות מט"ח השפעה ולכן לא ניתן לנתח התערבות בשוק המט"ח. שנית, שיטת הפתרון המקובלת היא לינארית, ולכן אינה מאפשרת ניתוח של מחסום האפס (ZLB). על כן, הרחבנו את המודל הסטנדרטי והשתמשנו בשיטת פתרון לא לינארית, כדי לאפשר ניתוח של הסוגיות שבנדון.

סימולציות של המודל מראות שהשפעת הרכישות על הפעילות הכלכלית גדולה יותר במצב שהריבית חסומה באפס בהשוואה למצב רגיל. ההשפעה על שער החליפין גדולה יותר, ולכן ההשפעה על האינפלציה ועל עודף היצוא חזקה יותר. יתר על כן, בניגוד למצב הרגיל שבו השיפור ביצוא עקב הרכישות מושג תוך דחיקה החוצה של שימושים מקומיים (השקעות וצריכה פרטית), במצב של ריבית אפס הגידול בפעילות נובע הן מגידול בעודף היצוא והן מגידול בביקושים המקומיים.

תוצאות אלו מלמדות כי בתנאים רגילים, במשטר של יעד אינפלציה האפשרות של הבנק המרכזי להשתמש ברכישות מט"ח בנוסף לכלי הריבית היא מוגבלת. כאשר הבנק רוכש מט"ח, הדבר גורם לפיחות ולעלייה באינפלציה. הציבור מבין שהעלייה באינפלציה תחייב ריבית גבוהה יותר בהשוואה למצב ללא רכישות. לכך יש השפעה ממתנת על הצריכה וההשקעות שמקזזת את ההשפעה המרחיבה של הרכישות (Crowding out).

המצב של מחסום האפס הוא שונה, מאחר שהריבית הדרושה למשק היא שלילית, דבר שאינו אפשרי. במצב זה, מדיניות של רכישות מט"ח אינה גוררת אחריה עלייה בריבית מכיוון שהריבית מלכתחילה גבוהה מדי. כתוצאה מכך, ההשפעה של רכישות המט"ח חזקה יותר, מאחר שלא קיימת "דחיקה החוצה" של הביקושים המקומיים.

לסיכום, המחקר מלמד שמדיניות התערבות בשוק המט"ח אפקטיבית יותר כאשר הריבית במשק חסומה ואינה יכולה לרדת. ואולם, במצב שבו הריבית חיובית, שימוש בכלי ההתערבות הוא בעל השפעה קטנה יותר.

¹ הדעות המובעות במאמר אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל.

² מודל DSGE מתאר את המגזרים השונים במשק (משקי בית, פירמות וכו') כאשר שיווי המשקל הכללי נובע מהתנהגות אופטימלית של השחקנים השונים במשק.