

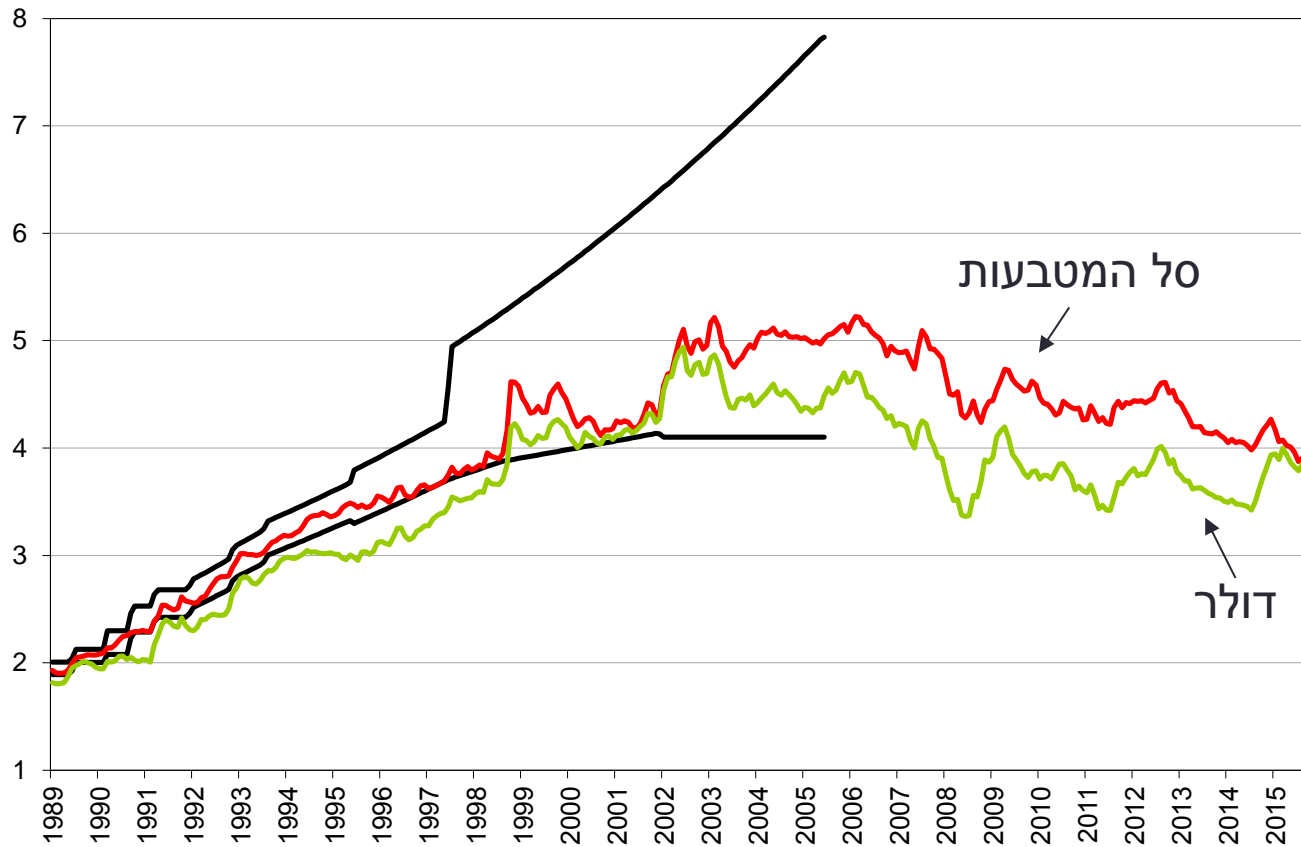
התערבות בשוק המט"ח בסביבת ריבית אפס (ZLB)

אורן לוינטל, המרכז הבינתחומי
עיריית רוזנשטרום, בנק ישראל

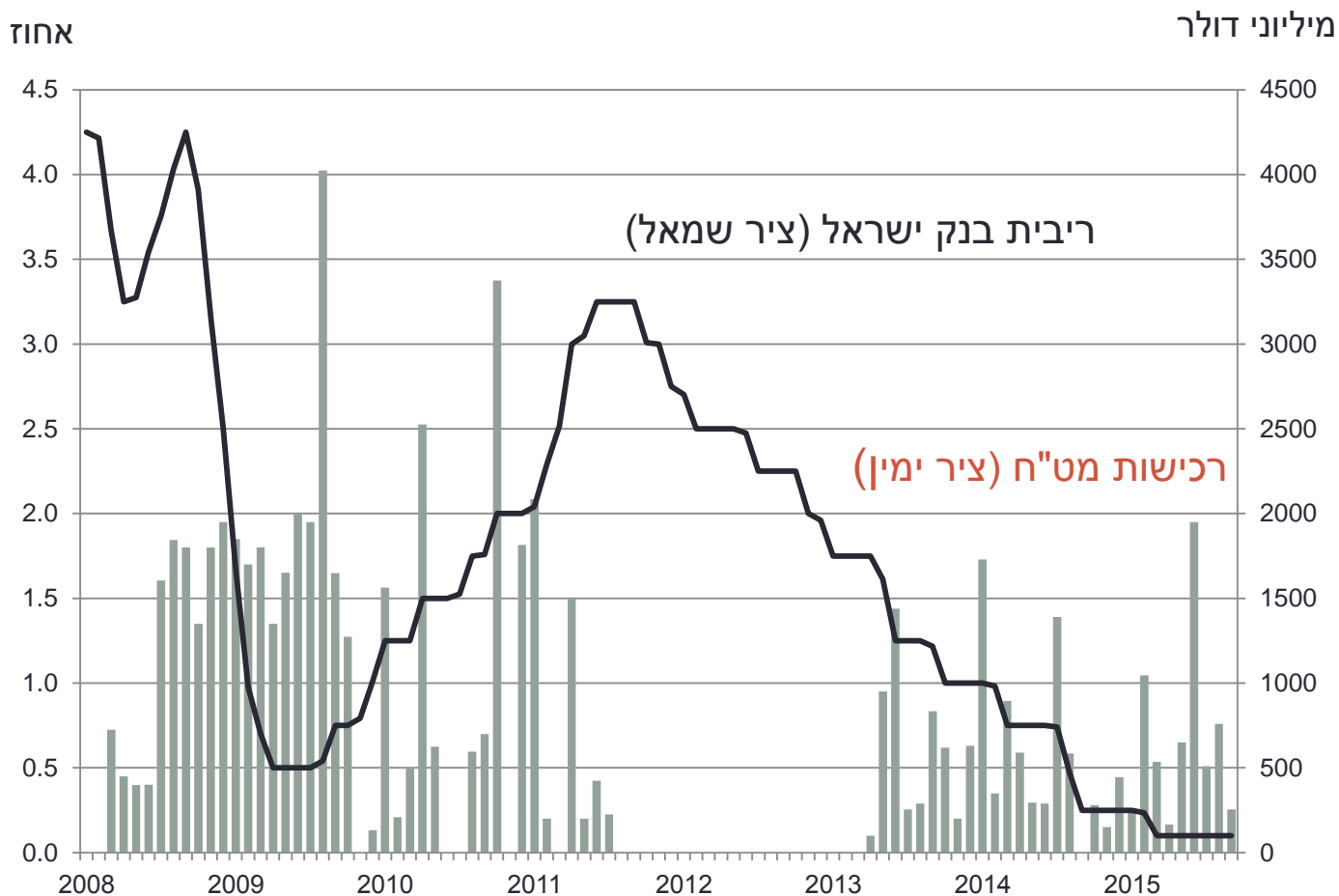
מכון אהרן למדיניות כלכלית, שולחן עגול, 28 בדצמבר 2015

הדעות המובעות אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

שער החליפין – 1989-2015

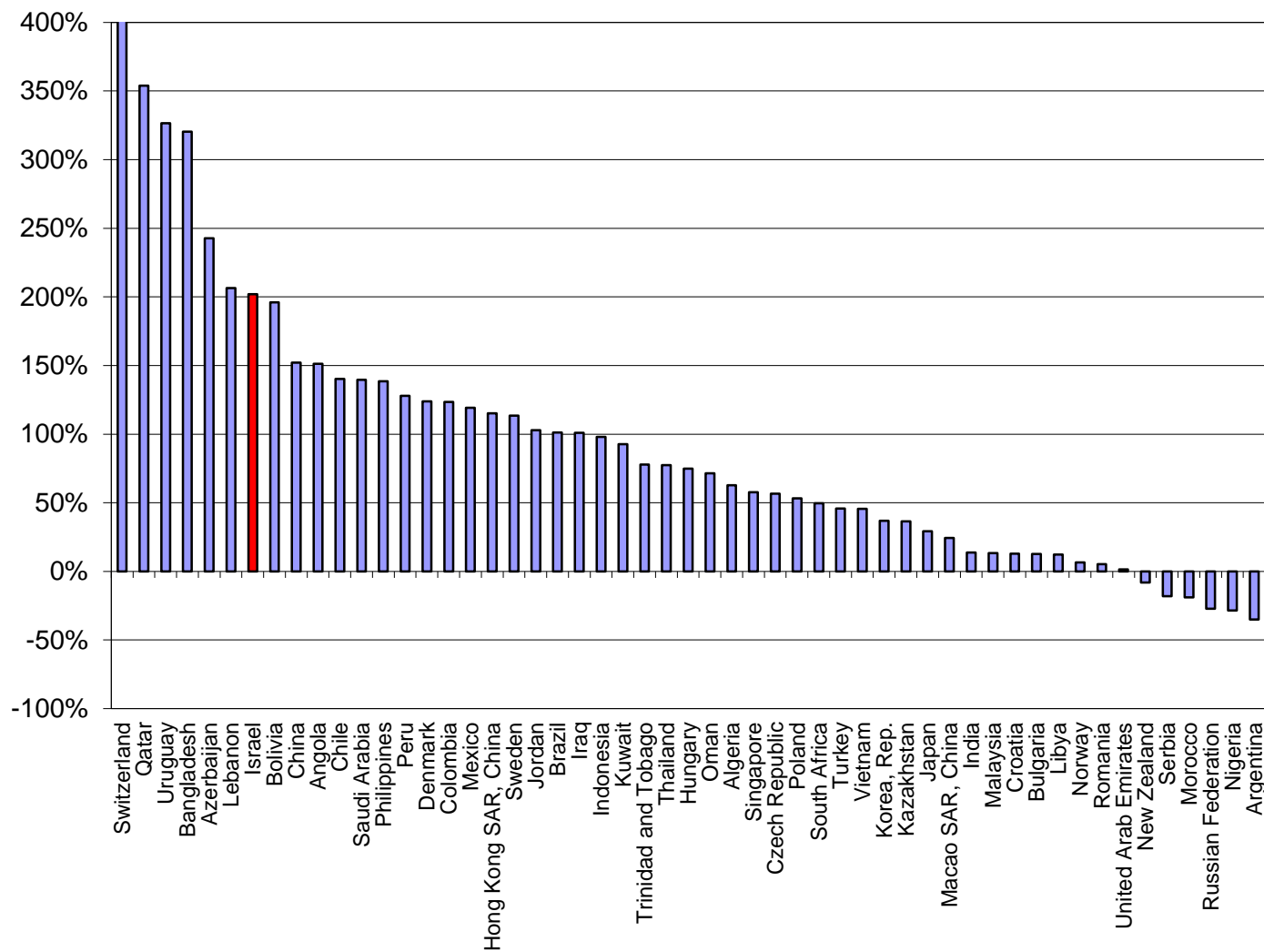


ריבית בנק ישראל ורכישות מט"ח



שיעור גידול בהזרבות מט"ח מאז המשבר 2007-2014

(מדינות עם הזרבות מעל 10 מיליארד \$ ו 5 אחוזי תוצר)



האם התערבות בשוק המט"ח משרתת את יעדי המשק?

- בספרות התיאורטית הנושא שנוי במחלוקת.
- הטרילמה – בעולם עם תנועות הון חופשיות, לא ניתן להשפיע גם על הריבית וגם על שע"ח.
- במודל שו"מ כללי – המדיניות האופטימלית במשק פתוח דומה למשק סגור (Clarida, Gali, Gertler 2001).
- Currency Misalignments (Engel 2011) – מדיניות אופטימלית צריכה להביא בחשבון גם את שע"ח.

האם ההתערבות משפיעה על שע"ח

- ממצאים מעורבים.
- יכולת גדולה יותר להשפיע ככל שהשוק קטן יותר.
- קושי אקונומטרי לזהות השפעה של הרכישות.
 - אנדוגניות של הרכישות.
 - שימוש בנתונים תוך יומיים: התמקדות בהשפעה קצרת טווח.
- Blanchard et al. (IMF 2015) מצאו שבמדינות מתפתחות רכישות מט"ח היו אפקטיביות אל מול תנועות הון גלובליות.
- ההשפעה על שע"ח יכולה להתבצע גם בדרכים אחרות.

התערבות בסביבת ריבית אפס

- מדיניות שער החליפין ב-Zero Lower Bound.
- המשק הישראלי נמצא קרוב לריבית אפס.
- מחסום ריבית האפס מעורר נסיבות מיוחדות שלא קיימות בספרות הרגילה.
- בחנו את ההשפעה של רכישות מט"ח בריבית אפס בהשוואה לתנאים רגילים של ריבית חיובית.

ממצאים עיקריים

- רכישות מט"ח משפיעות חזק יותר תחת ZLB.
- השפעה גדולה יותר על שער החליפין, אינפלציה ותוצר.
- Crowding Out - תחת ZLB אין דחיקה החוצה של השימושים המקומיים.
- עוצמת ההשפעה תלויה ב"עומק" של ה-ZLB.
- ממצאים דומים התקבלו לגבי המכפיל הפיסקלי במשק סגור
Christiano, Eichenbaum and Rebelo (2011)

מודל DSGE לניתוח רכישות מט"ח

- מודל מאקרו כלכלי (ניאו-קיינסיאני) למשק פתוח, מהסוג שמשמש בנקים מרכזיים רבים (כולל ישראל) לניתוח מדיניות, עריכת תחזיות ועוד.
- משוואות המודל נגזרות מהתנהגות אופטימלית של השחקנים במשק (משקי בית ופירמות).
- המדיניות המוניטרית פועלת באמצעות הריבית על מנת לייצב את האינפלציה ופער התוצר (כלל טיילור לריבית).

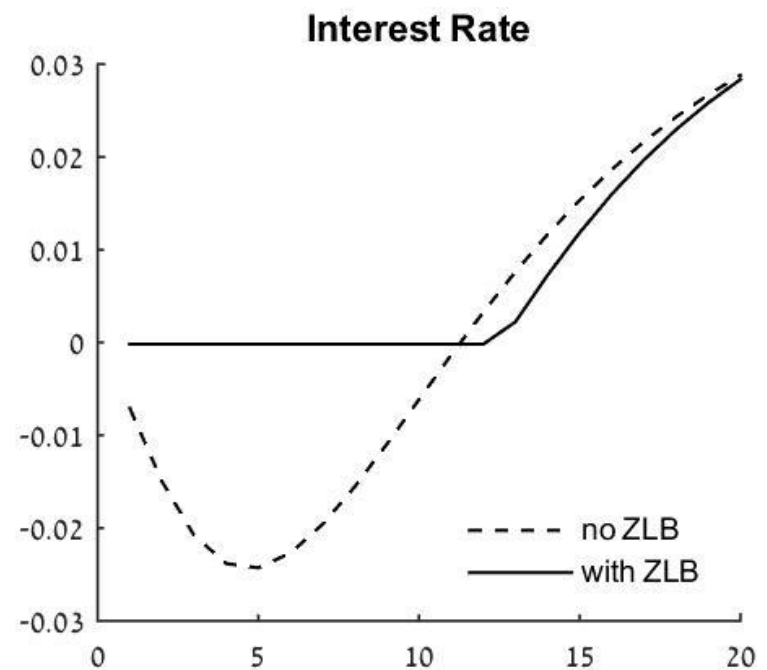
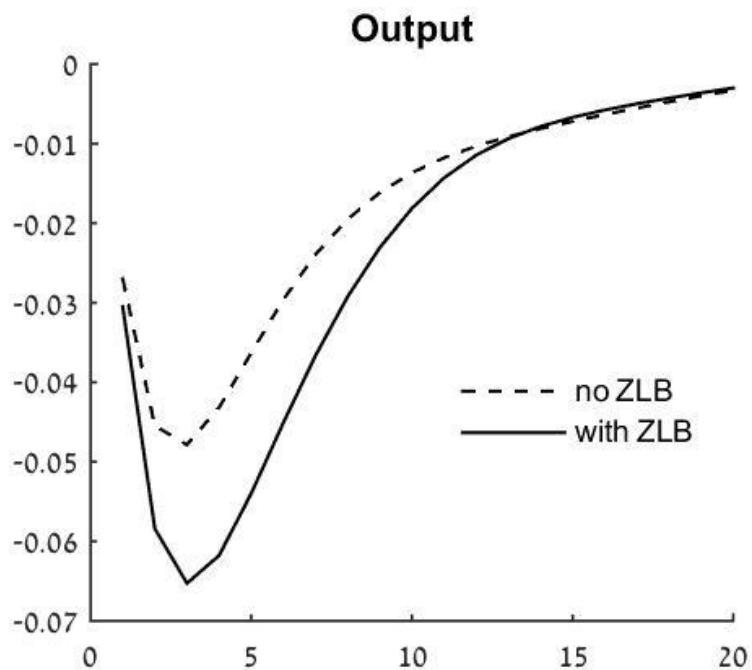
אתגרים מתודולוגיים

- מגבלות של המודלים הסטנדרטיים בהקשר של ניתוח מדיניות רכישות בסביבת ריבית אפס:
 - למדיניות המוניטרית כלי מדיניות יחיד, הריבית. לרכישות מט"ח (או הרחבה כמותית) אין השפעה.
 - שיטת פתרון לינארית: לא ניתן לחסום את הריבית באפס.
- הרחבנו את המידול כך שרכישות מט"ח משפיעות על שע"ח (portfolio balance effects).
- השתמשנו בשיטת פתרון לא לינארית, שמאפשרת לבחון את הכלכלה כאשר הריבית נחסמה באפס (ZLB).

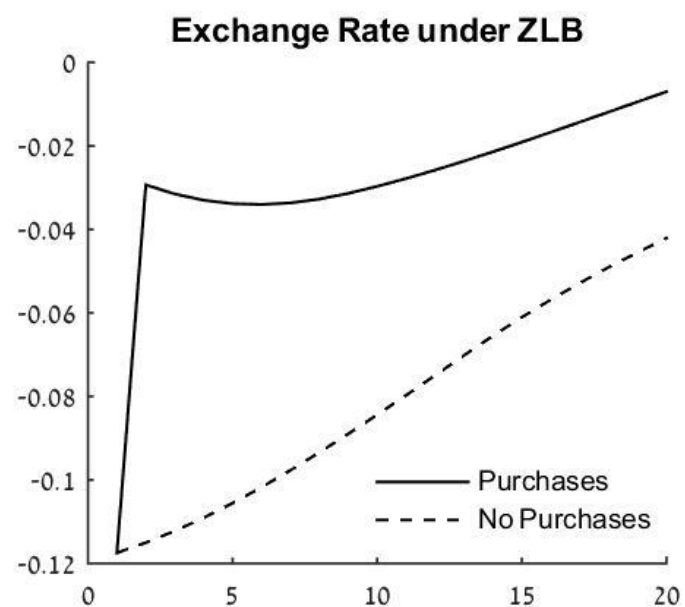
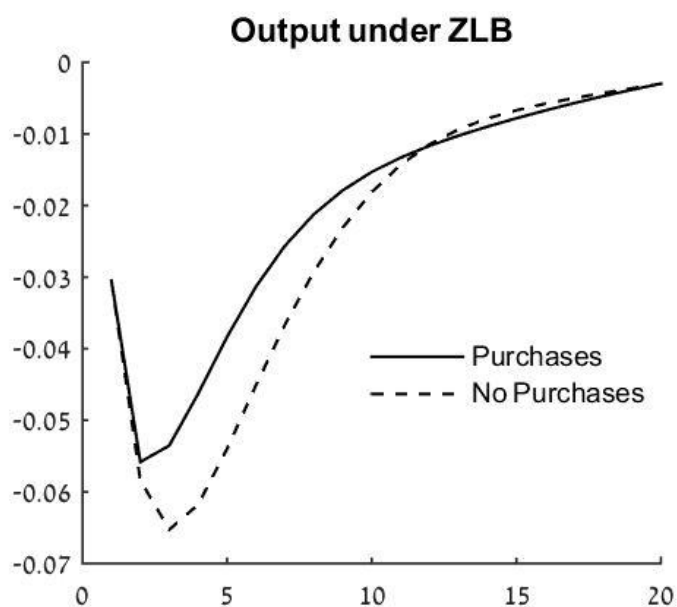
הסימולציה

- המשק סופג זעזועי ביקוש שליליים.
- התוצר והאינפלציה יורדים, ולכן הבנק המרכזי מוריד את הריבית.
- אנחנו בוחנים שתי גרסאות של המודל
 1. מודל ללא ZLB.
 2. מודל עם ZLB.

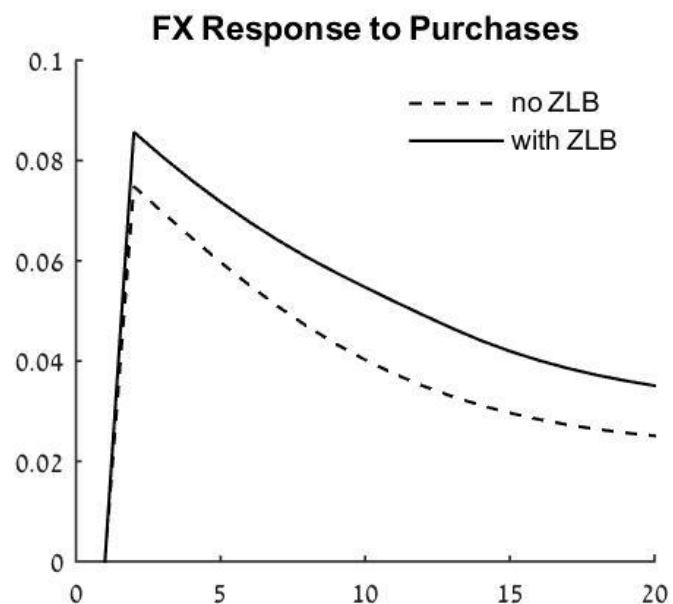
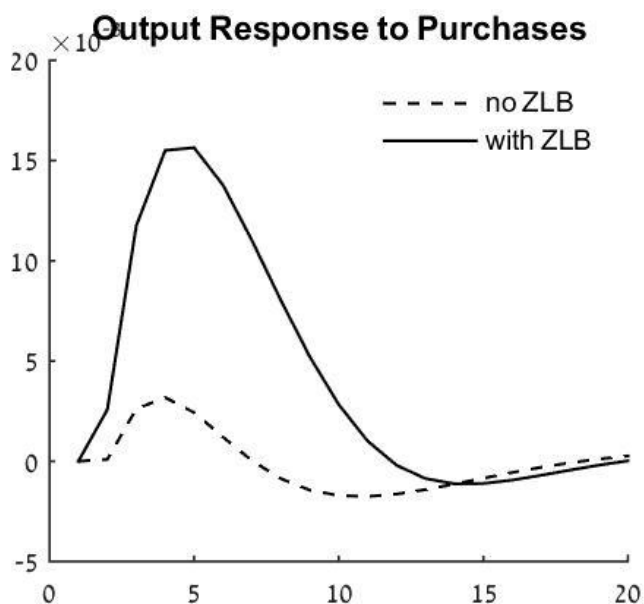
הפסד תוצר כתוצאה מה ZLB



השפעת רכישות מט"ח תחת ה-ZLB

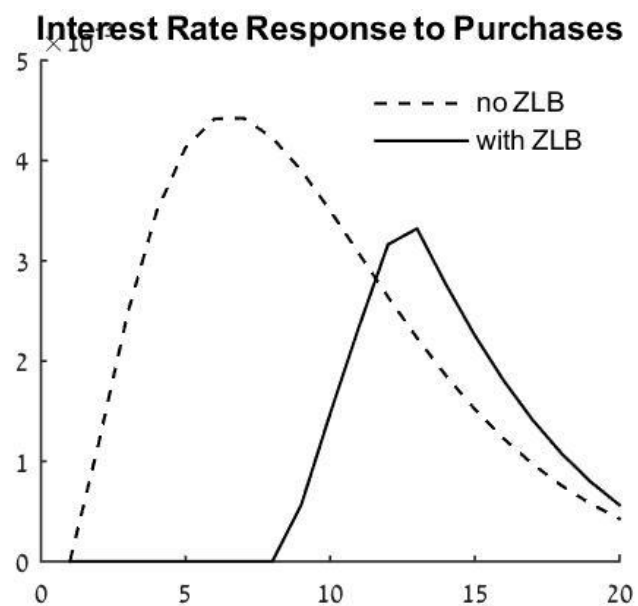
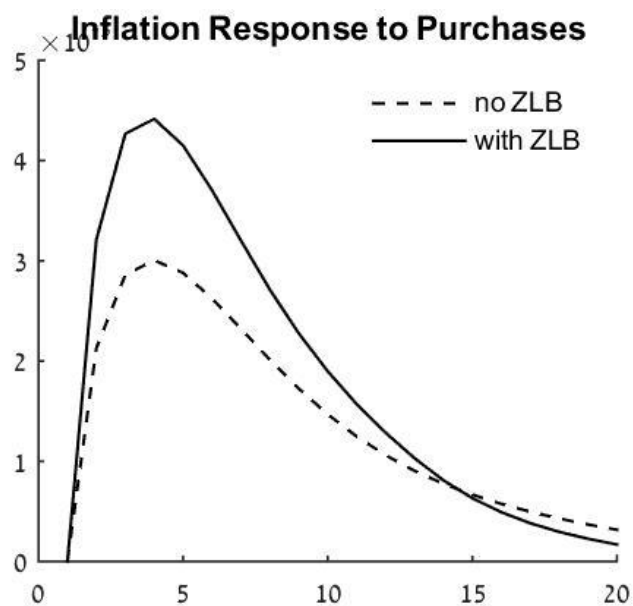


השפעת הרכישות גדולה יותר ב ZLB



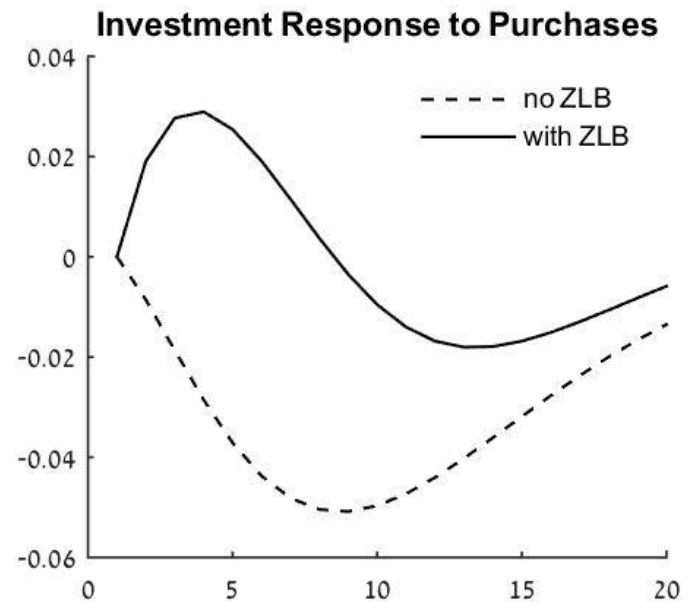
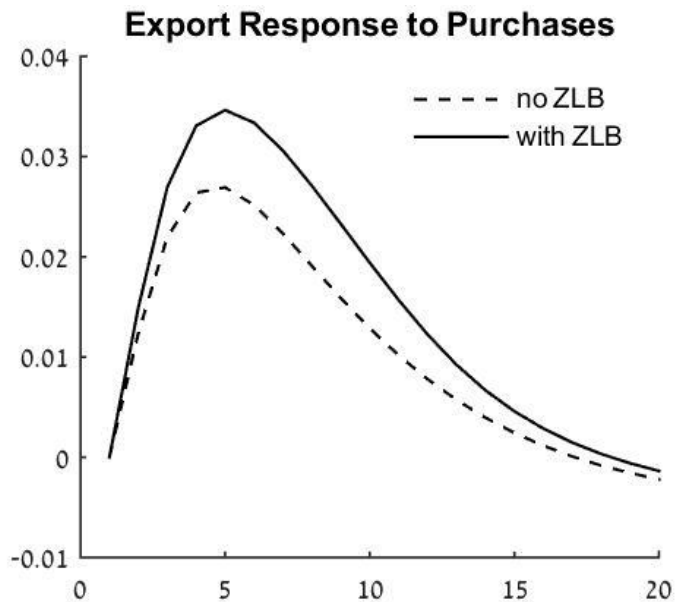
* הגרפים מציגים את ההשפעה נטו של הרכישות, ביחס לתוואי ללא רכישות.

אינפלציה וריבית



* הגרפים מציגים את ההשפעה נטו של הרכישות, ביחס לתוואי ללא רכישות.

אין דחיקה החוצה ב ZLB



* הגרפים מציגים את ההשפעה נטו של הרכישות, ביחס לתוואי ללא רכישות.

עומק ההשפעה כעומק ה - ZLB

טבלה: השפעת רכישות מט"ח בשנה הראשונה

ZLB - מיתון יותר עמוק	ZLB	No ZLB	
1.8%	1.1%	0.2%	תוצר
9.4%	7.9%	6.7%	פיחות
2.2%	1.6%	1.1%	אינפלציה

סיכום

- בתנאים רגילים האפשרות של הבנק המרכזי לתמוך בפעילות באמצעות רכישות מט"ח מוגבלת.
- התערבות בשוק המט"ח אפקטיבית יותר כאשר המשק נמצא ב-ZLB.
- אין Crowding Out ב-ZLB.
- עומק ההשפעה כעומק ה-ZLB.