

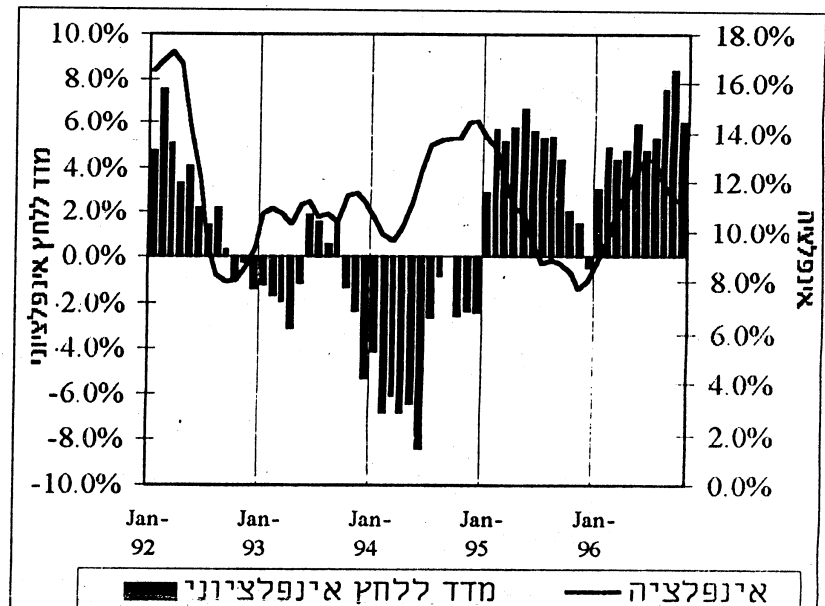
ריסון מוניטרי הוא המכשיר

על בסיס מחקרים במדינות רבות ובתקופות שונות, ובסיוע מודל אקונומטרי שפותח, ניתן להסיק חד משמעית שהאינפלציה בישראל קשורה למדיניות המוניטרית, והורדתה תלויה בריסון מוניטרי. מכך ניתן להשליך גם על הצפוי בשנה הקרובה

אלי מלכי

בשנתיים האחרונות מתנהל ויכוח בין כלכלנים, פוליטיקאים ואנשי עסקים בשאלה האם מדיניות הריסון המוניטרי של בנק ישראל אכן מביאה לירידה באינפלציה. מצדו האחר של המתרס ניצב הצוות המקצועי של בנק ישראל, בראשות הנגיד, הטוען שעליפי הניסיון המצטבר בעולם ריסון מוניטרי הוא הדרך האפקטיבית להוריד את האינפלציה. מהצד השני ישנה קבוצה לא קטנה של כלכלנים המעלים השגות שונות

ניטרי שאמורים שערי הריבית הגבוהים לייצור. לאחרונה פירסמו שני כלכלנים מהפרדל ריי ורב של מיניאפוליס (MCCANDLESS & WEBER) סקירה נרחבת של תוצאות מחקרים רבים שנערכו לגבי ארצות שונות ולגבי תקופות שונות (בין היתר, תוצאות המחקר שלהם שכלל 110 ארצות, במשך תקופה של 30 שנה). מסקנתם: לאורך זמן קיים מתאם חיובי בין כמות הכסף לאינפלציה. למרות שמחקרים אלה מחזקים את עמדת בנק ישראל הם אינם בהכרח מלמדים שכך קרה גם בישראל בשנים האחרונות. מודל אקונומטרי שפותח על ידינו לצורך תחז



כאשר יש ריסון מוניטרי, מדד המחירים של שיווי משקל יהיה נמוך ממדד המחירים בפועל, וההפך כאשר ישנה הרחבה מוניטרית

יות אינפלציה לטווח הבינוני והארוך מאפשר לבחון את השפעת המדיניות המוניטרית על האינפלציה בשנים האחרונות (המודל מתבסס על שיטת אקונומטריה חדשה יחסית שהוצגה לראשונה בשנת 1987 ע"י האקונומטריקאים GRANGER & ENGLE). באמצעות המודל מחושבת רמת שיווי משקל של מדד המחירים לצרכן, שהיא רמת המדד התואמת את היקף הפעילות הכלכלית במשק (הנמדדת ע"י המדד המשולב למצב המשק) ואת כמות הכסף (הנמדדת ע"י המצבר M1).

מדד המחירים של שיווי משקל יהיה בד"כ שרבה מהמדד בפועל, אולם ההפרש באחריות בין מדד המחירים לצרכן (בפועל) למדד המחירים התיאורי של שיווי משקל הוא אינדיקטור מעניין: כאשר שר יש ריסון מוניטרי, מדד המחירים של שיווי משקל יהיה נמוך ממדד המחירים בפועל, וההפך כאשר ישנה הרחבה מוניטרית. לפיכך, אם המדיניות המוניטרית היא אפקטיבית, הפרש חיובי בין מדד המחירים בפועל למדד המחירים של שיווי משקל יהיה אינדיקטור לירידה בקצב האינפלציה, והפרש שלילי יהיה אינדיקטור להתגברות קצב האינפלציה. התרשים שבמודל זה מציג את הקצב השנתי של האינפלציה (בסקלה הימנית) לעומת ההפרש

לגבי מדיניות הריסון המוניטרי של בנק ישראל. שתי טענות עיקריות הועלו כלפי המדיניות המוניטרית, בין היתר גם מעל דפי עיתון זה: ★ השינויים בשיעור האינפלציה בשנים האחרונות אינם שינויי מגמה, אלא עליות וירידות אקראיות הנובעות ממחסורים זמניים בשווקים השונים (ירוק, ירקות ופירות). לפיכך, טוענים מצדדי אסכולה זו, בנק ישראל נלחם בצללים ומעלה ומוריד את הריבית ללא צורך, בעוד שהאינפלציה האמיתית נותרת ללא שינוי. ★ המדיניות המוניטרית אינה מצליחה להשפיע על האינפלציה מכיוון שבנק ישראל נאלץ להגן על שער הסל, ככל פעם שהשער יורד מתחת לגבול הרצוה התחתון, וכך נוצרת הורמה של כסף לסטור הפרטי. המעסרת את הריסון המו

בין מדר המחירים בפועל למדר המחירים של שיר וי משקל (בסקלה השמאלית), שקראנו לו "מדר ללחץ אינפלציוני" (למעשה, המדר ללחץ אינפלציוני המוצג בתרשים הוא בפיגור של 3 חודשים, שזהו משך הזמן, על פי ממצאינו, שלאחריו מתחיי לה המדיניות המוניטרית להשפיע).



במחצית הראשונה של שנת 1992 המדר ללחץ אינפלציוני היה חיובי ברמה של כ-4%, ואילו קצב האינפלציה ירד מרמה של כ-16% בתחילת שנה זו לרמה של כ-8% באמצעה. החל ממחצית 1992 נע המדר ללחץ אינפלציוני בקרבת האפס, וקצב האינפלציה התגבר בין 8% ל-10%. במחצית הראשונה של שנת 1993 ירד המדר ללחץ אינפלציוני ני לרמה של כ-2% וקצב האינפלציה עלה לרמה של כ-12% ונשאר ברמה זו עד סוף שנת 1993, כשהמדר ללחץ אינפלציוני אמנם משנה סימן לחיובי, אך נשאר קרוב מאוד לאפס.

המחצית הראשונה של 1996 היא התקופה היחידה בחמש השנים האחרונות, שבה המדיניות המוניטרית לא השפיעה על האינפלציה - אבל יתכן שמדובר בבעיה של מדידת מחירי הדיוור באותה תקופה

בסוף שנת 1993 ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 1994 שינה המדר ללחץ אינפלציוני את כיוונו, והפך לשלילי ברמה של כ-6%. במחצית השנייה של שנה זו הוא היה עדיין שלילי, אך ברמה של כ-2%. בשנת 1994, כזכור, עלה קצב האינפלציה לרמה של כ-14% בסוף השנה. בתחילת 1995 נק ישראל התחיל להפעיל מדיניות מוניטרית מרסנת; המדר ללחץ אינפלציוני הפך לחיובי ברמה של כ-5%, ואילו קצב האינפלציה ירד לרמה של כ-8% בסוף השנה. המחצית הראשונה של שנת 1996 היא התקופה היחידה בחמש השנים האחרונות, שבה המדיניות המוניטרית לא השפיעה על האינפלציה: המדר ללחץ אינפלציוני בתקופה זו היה חיובי ואילו קצב האינפלציה עלה (מכ-8% בתחילת השנה לכ-13% באמצעה). אולם במחצית השנייה של שנת 1996 חזר הריסון המוניטרי להשפיע: המדר ללחץ אינפלציוני היה חיובי ברמה של כ-8% וקצב האינפלציה ירד (עד אוקטובר 1996) לכ-11%.



מה קרה במחצית הראשונה של שנת 1996? כמובן ייתכן שזוהי טעות סטטיסטית, אולם להערכתנו הסיבה היא אחרת. הגורם הדרומיננטי לעליית המדר במחצית הראשונה של שנת 1996 היה מדר הדיוור שעלה כ-11% במשך ששת החודשים הראשונים של שנה זו. לעומת זאת, באותה תקופה דיווחו קבלנים וחברות גרל"ן על קשיים במכירת דירות, ואף על ירידות במחירים. להערכתנו בתקופה זו לא תפסה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את המגמה האמיתית במחירי הדירות, מכיוון שאזורים בנייה רבים (כמו העיר מודיעין), שבהם התמתנה עליית מחירי הדירות ואולי אף ירדה, אינם נכללים במדגם העיסקאות שמורדת הל"ס. תהיה הסיבה לטעות התחזית בשנת 1996 אשר תהיה, מסקנתנו מהממצאים שהצגנו היא חר משמעות - האינפלציה בישראל, בחמש השנים האחרונות, היא תוצאה של המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, ולפיכך רק ריסון מוניטרי יכול להביא לירידה בשיעור האינפלציה.

ומה אומר המודל שלנו לגבי השנה הבאה? בהינתן קצב צמיחה של כ-4% במהלך שנת 1997, צפוי המדר ללחץ אינפלציוני בסוף שנה זו להיות חיובי ברמה של כ-5%-6%, וקצב האינפלציה צפוי לרדת לכ-8.5%, בתנאי שבנק ישראל יצליח לשמור על ריסון מוניטרי וכמות הכסף תעלה בשיעור שנתי של כ-15%. באותו קצב צמיחה, אם ירד תר הריסון המוניטרי והגידול בכמות הכסף יעלה ל-25% - המדר ללחץ אינפלציוני יירד לרמה של כ-2%, וקצב האינפלציה יישאר ברמה של כ-11%.

אלי מלכי הוא כלכלן ראשי בחברת הייעוץ הכלכלי פיננסית