

פרק ג'

המדיניות המוניטרית והאינפלציה

- הוועדה המוניטרית הפחיתה את הריבית למאסר 2015 לשפל היסטורי – 0.1% – על רקע אינפלציה שלילית, ייסוף בשער החליפין, קצב צמיחה מתון לצד חוסן בשוק העבודה, התעוררות מחודשת בשוק הדירות, וסביבה עולמית שהתאפיינה באינפלציה וצמיחה נמוכות ובהאטה בסחר העולמי.
- לנוכח סביבת הריבית הנמוכה בחנה הוועדה המוניטרית כלי מדיניות בלתי שגרתיים. באוקטובר 2015 היא החלה להשתמש בכלי ההכוונה לגבי העתיד (forward guidance) והודיעה כי היא מעריכה שהמדיניות המוניטרית תישאר מרחיבה לאורך זמן.
- ב-2015 הסתכמה האינפלציה ב-1%, משמעותית מתחת לתחום היעד ליציבות המחירים (1%—3%). מיוני 2014 האינפלציה השנתית נמצאת מתחת לתחום היעד, ומספטמבר 2014 היא אף שלילית. האינפלציה השלילית נבעה בעיקר מגורמי היצע: (1) ירידות במחירי הסחורות בעולם, בפרט הנפט, תהליך שהשפעתו על האינפלציה בישראל גדלה עקב ייסוף השקל, ו-(2) הוזלות מחירים שהממשלה יזמה והפחתת המע"מ. בניכוי השפעתן הישירה של הירידה במחירי האנרגיה והוזלות המחירים שהממשלה יזמה הסתכמה האינפלציה ב-2015 ב-0.6%.
- הציפיות לאינפלציה לשנה נעו מתחת לגבול התחתון של תחום היעד במשך רוב השנה הנסקרת, ובדצמבר הן ירדו אל סביבת האפס. הציפיות לאינפלציה לעוד 3 עד 5 שנים (פורורד) נעו במרבית השנה בתוך תחום היעד אך מתחת למרכז, והציפיות לעוד 6 עד 10 שנים (פורורד) נותרו במרכז היעד. התפתחויות אלו מצביעות על כך שהציבור מעריך כי האינפלציה תתקשה לשוב ליעדה בטווח הקצר, אך תשוב אליו בטווחים הבינוניים והארוך.
- ב-2015 התייסף השקל ב-9.3% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר), לאחר שבמרוצת 2014 חל בו פחות של 4.4%. מאחר שכלי הריבית התקרב למיצוי, ומאחר שהתגבשו הערכות כי קיים ייסוף יתר, בנק ישראל הרחיב את רכישות המט"ח כדי למתן את הייסוף ולתמוך בענפים הסחירים ובאינפלציה.
- ברבעון הרביעי של 2014 התעוררו מחדש הביקוש לדירות והאמרת מחיריהן, ואף כי הריבית המשוקללת על המשכנתאות עלתה במחצית השנייה של 2015, מחירי הדירות עלו בשנה זו בכ-8%. פרופיל הסיכון של המשכנתאות שניתנו בשנים האחרונות ירד בעקבות הצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בשוק המשכנתאות מאז 2010, אך היקף המשכנתאות הוסיף ועלה. התפתחויות אלה הציבו שוב בפני קובעי המדיניות את האתגר הכרוך בשמירה על היציבות הפיננסית.

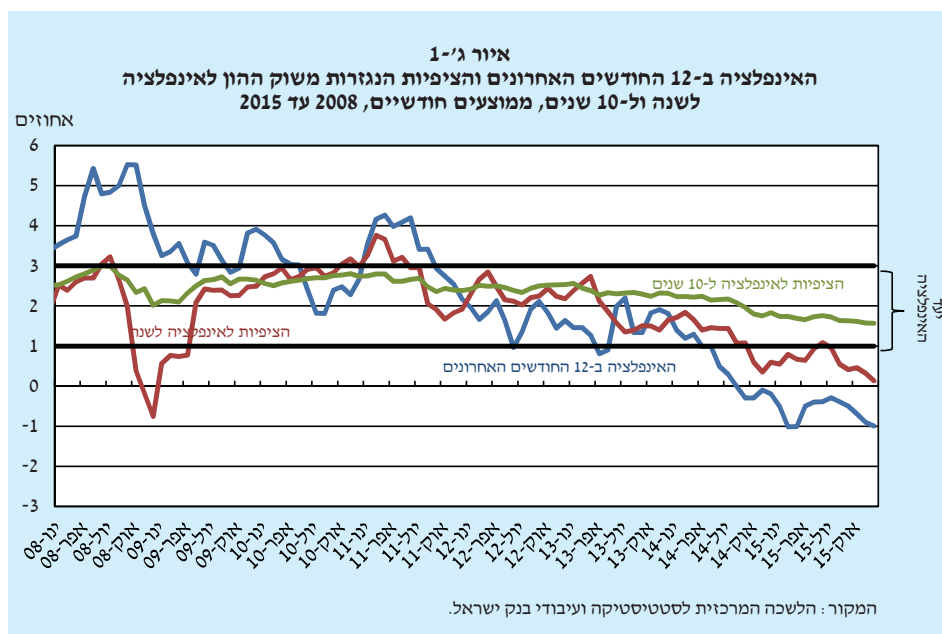
1. האינפלציה

א. סביבת האינפלציה והמשטר המוניטרי

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי. הממשלה קבעה כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%.¹ עוד נקבע כי כאשר האינפלציה סוטה מהיעד, על הבנק לפעול להשבתה אליו תוך תקופה שלא תעלה על שנתיים; (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים; ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בידי הוועדה המוניטרית.²

התפיסה שלבנק המרכזי יש כמה מטרות – בראשן השמירה על יציבות המחירים – מקובלת בעולם ונקראת "משטר גמיש של יעד האינפלציה". במשטר זה קובעי המדיניות פועלים להשיב בהדרגה את האינפלציה ליעד כאשר האינפלציה בטווח הקצר סוטה ממנו. ההדרגתיות מאפשרת לקובעי המדיניות לפעול להשגת מטרותיו האחרות של הבנק ובמקביל לשמור על יציבות המחירים בטווחים הבינוני והארוך. לרשות הבנק עומד מגוון של כלים להשגת מטרותיו, והוא נהנה מעצמאות בהפעלתם.

מדד המחירים לצרכן ירד ב-2015 ב-1% – משמעותית מתחת לתחום היעד ליציבות המחירים (איור ג'-1). האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים המשיכה במגמת הירידה שאפיינה אותה מאמצע



¹ תחום זה נכנס לתוקף ב-2003 (בהחלטת ממשלה מיום 16.8.2000). תחום היעד נקבע לראשונה ב-1992, בתיאום בין הממשלה ובנק ישראל, והוא ירד בהדרגה בתהליך דיס-אינפלציה שנמשך כעשור.

² עד אוקטובר 2011 קיבל הנגיד את ההחלטות על הריבית. מאוקטובר 2011 מקבלת אותן הוועדה המוניטרית. בוועדה שישה חברים, בראשותה עומדת הנגידה, והחלטותיה מתקבלות ברוב קולות; במקרה של שוויון לנגידה יש קול כפול. מאוקטובר 2014 מנתה הוועדה חמישה חברים בלבד, ומנובמבר 2015 היא מנתה ארבעה חברים, היות שהממשלה לא מינתה מחליפים לחברים שסיימו את תפקידם. תיבה ג'-1 בתוך בנק ישראל (2012), *דין וחשבון לשנת 2011* דנה בהרחבה בהרכב הוועדה המוניטרית, בדרך קבלת ההחלטות בה, וביתרונות ובחסרונות הכרוכים בכל אחת מהדרכים לקבל החלטות – ועדה ומחליט יחיד.

ב-2015 הוסיפה האינפלציה להציג את מגמת הירידה שאפיינה אותה מאמצע 2013; ביוני 2014 היא ירדה אל מתחת לתחום היעד, ובספטמבר 2014 היא נעשתה שלילית.

2013, תקופה שבה היא נמצאה במרכזו של תחום היעד. לאחר שביוני 2014 היא ירדה אל מתחת לתחום, ולאחר שבספטמבר 2014 היא נעשתה שלילית, ב-2015 הירידה העמיקה.

הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים (שוק ההון, החזאים המקצועיים והריביות הפנימיות של הבנקים) נעו מתחת לגבול התחתון של תחום היעד במשך רוב השנה: בתחילתה הן נעו מתחתיו, בין מארס ליולי הן עלו לסביבת הגבול התחתון, מאוגוסט הן ירדו, ובדצמבר הן עמדו על 0.3% בממוצע (לוח ג'-1). הציפיות לאינפלציה לעוד 3 עד 5 שנים (פורורד) נעו ב-2015 בתוך תחום היעד, מעט מתחת למרכז – ממארס עד תום השנה הן ירדו לכ-1.6% בממוצע. הציפיות המקבילות בארה"ב לעוד 4 עד 5 שנים (פורורד) התפתחו באופן דומה: מהרבעון הרביעי של 2013 ניכרה בהן מגמת ירידה, ומספטמבר 2015 הן ירדו לסביבה דומה לזו של הציפיות בישראל. הציפיות לאינפלציה לטווח הארוך – הציפיות המשקפות את מידת האמון של הציבור במשטר יעד האינפלציה – נותרו בסביבת 2%, כלומר במרכז הטווח של יעד האינפלציה בישראל.

כדי לגבש את המדיניות המוניטרית המתאימה בסביבת אינפלציה נמוכה חשוב להבחין בין שני סוגים של ירידת מחירים: האחד – ירידה שנובעת מהתרחבות ההיצע, למשל בעקבות עלייה בפריון, ירידה במחירי התשומות³ או התגברות התחרות; ירידה כזו תומכת בפעילות. השני – ירידה שנובעת מצמצום הביקוש; זוהי לרוב ירידה מתמשכת יותר (דפלציה), והיא טומנת בחובה סכנות לפעילות הכלכלית. ירידה מהסוג השני עלולה להוביל למיתון דרך שני ערוצים: (1) צמצום הצריכה וההשקעות במשק, הן הריאליות והן הפיננסיות⁴, ו-(2) צמצום של מספר המועסקים: אם השכר במשק מתאפיין בקשיחות מלמטה, דפלציה מעלה את השכר הריאלי, והעלייה בעלות העבודה עלולה להוביל לפיטורין ולקיפאון ביצירת משרות חדשות; ערוץ זה פחות רלוונטי למשק הישראלי היות ששוק העבודה המקומי מתאפיין בגמישות בשכר, כפי שמעידות ירידות השכר ב-2003 וב-2009⁵. זאת ועוד, תהליך דפלציוני עלול להוביל לעלייה ביחסי החוב השוטפים – מחנק אשראי ועלייה ביחסי החובות הציבוריים – וכך לצמצום פסקלי. גם ערוץ זה פחות רלוונטי למשק הישראלי, מפני שהתוצר הנומינלי עדיין צומח בקצב סביר ולכן יחסי החוב אינם גדלים, ומפני שחלק מהחוב בישראל צמוד לאינפלציה. לבסוף, תהליך דפלציוני עלול לגרום להתרופפות של יעד האינפלציה, אולם הציפיות לאינפלציה בישראל לשלוש שנים ומעלה מצויות בתוך תחום היעד. החשש מגלישה למיתון מוביל את קובעי המדיניות המוניטרית להפחית את הריבית כדי לעודד את הפעילות. אולם קיים תחום שבו קשה לדעת מהי מידת האפקטיביות של הפחתת הריבית, וההפחתה אף טומנת בחובה סיכונים (סעיף 3.ג. II). בנסיבות אלה עומדים לרשות קובעי המדיניות כלים מוניטריים בלתי שגרתיים, אך נראה כי יעילותם בהרחבת הביקוש והפעילות פחותה מיעילותו של כלי הריבית בנסיבות שגרתיים. בהקשר זה חשוב להדגיש כי כאשר מטרתה של המדיניות המוניטרית היא לשמור על היעד ליציבות המחירים במסגרת משטר גמיש של יעד אינפלציה, היא אינה צריכה לקזז ירידות מחירים כתוצאה מרפורמות מבניות שנועדו להפחית את רמת המחירים (יוקר המחיה)⁶.

האינפלציה השלילית בשנת 2015 נבעה בעיקר מגורמי היצע זמניים ומהוזלות מחירים שהממשלה יזמה, והיא אינה משקפת ירידה בקצב ההתרחבות של הביקושים המקומיים לתוצר, שכן הצריכה הפרטית הוסיפה להתרחב בקצב גבוה ושוק העבודה נותר איתן (פרק ב'); זאת על רקע הפחתות הריבית, מהלכים שמשפיעים על הפעילות והמחירים בפיגור.

האינפלציה השלילית שהתפתחה ב-2015 נבעה בעיקר מירידה במחירים העולמיים ומהוזלות מחירים שהממשלה יזמה.

³ לדוגמה, ירידה במחיר הנפט תומכת בפעילות בקרב יבואניות נפט; בקרב היצואניות ניתן לצפות להשפעות שליליות. הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (2015), *דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2014*.

⁴ ראו בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק ג'.

⁵ ראו בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק א'.

⁶ ראו בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק ג'.

לוח ג'-1
אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2011 עד 2015

2015				2015	2014	2013	2012	2011	
Q4	Q3	Q2	Q1						
א. האינפלציה (אחוזים)									
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
-0.4	-0.4	1.1	-1.3	-1.0	-0.2	1.8	1.6	2.2	2. האינפלציה בפועל ¹
-0.6	-1.6	0.9	-2.7						3. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ²
0.3	0.6	0.9	0.7	0.6	1.2	1.8	2.3	2.7	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ³
2.1	2.0	2.2	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.4	5. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים ³
0.6	0.8	1.1	0.8	0.8	1.3	1.8	2.3	2.8	6. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ³
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)³									
0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.6	1.4	2.3	2.9	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
-0.2	-0.5	-0.8	-0.5	-0.5	-0.7	-0.3	0.2	0.6	2. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה ⁴
2.2	2.4	2.1	2.0	2.2	3.1	4.0	4.6	5.1	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁵
0.6	0.7	0.3	0.3	0.5	1.0	1.7	2.1	2.5	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁵
ג. שיעור השינוי בשער החליפין (אחוזים)⁶									
-2.2	-0.2	-3.0	-4.2	-9.3	4.4	-7.8	0.8	3.3	1. הנומינלי האפקטיבי
-0.8	2.3	-4.3	1.6	-1.4	12.3	-7.2	0.1	4.7	2. מול הדולר
-4.0	2.4	-0.9	-10.8	-13.1	1.1	-3.1	-0.3	4.2	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
4.5	-5.9	-1.6	10.4	6.8	11.5	15.3	4.5	-22.1	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי) ⁶
2.3	0.8	2.1	2.3	7.8	4.3	7.3	8.7	4.0	2. מחירי הדירות
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁶									
2.4	9.9	9.3	14.3	40.7	35.6	15.2	8.7	1.6	1. אמצעי התשלום (M1)
1.7	3.4	3.0	4.8	13.6	8.4	6.6	8.2	10.5	2. M1 + פח"ק ⁷ + פיקדונות עד שנה בשקלים (M2)
ו. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
5.3	5.3	5.1	5.4	5.3	5.9	6.2	6.9	7.1	1. שיעור האבטלה
3.9	2.4	0.3	2.5	2.5	2.6	3.3	2.9	5.0	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁸

¹ מדד המחירים לצרכן, במשך התקופה. הנתונים הרבעוניים מחושבים במונחים שנתיים.
² כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה לרבעון הראשון של 2010). במונחים שנתיים.
³ ממוצע תקופתי.
⁴ על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.
⁵ שיעור התשואה ברטו על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.
⁶ הממוצע בחודש האחרון לעומת הממוצע בחודש האחרון בתקופה הקודמת.
⁷ פח"ק - פיקדון חוזר קרדיטורי, פיקדון יומי נזיל.
⁸ הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.
 המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ב. תנאי הרקע וניתוח של התפתחות המחירים

הגורמים העיקריים המשפיעים על התפתחות המחירים הם הפעילות הריאלית במשק, המצב בשוק העבודה, מחירי הסחורות והאנרגיה, שער החליפין, השינויים במיסוי העקיף ובמחירים שהממשלה קובעת, תגובתה של הוועדה המוניטרית להתפתחויות אלה ולהתפתחויות הצפויות, והתפתחות הציפיות של הציבור ביחס לאינפלציה העתידית.

ב-2015 התפתחה בישראל אינפלציה נמוכה יחסית לאינפלציה בעולם מפני שהממשלה יזמה הוזלות מחירים והשקל התייסף.

האינפלציה השלילית שנרשמה בישראל בשנתיים האחרונות נבעה כאמור בעיקר מגורמים בצד ההיצע: ראשית, האינפלציה העולמית הייתה נמוכה עקב ירידה במחירי הסחורות האחודות (commodities), ובפרט עקב הירידה החדה והמפתיעה שחלה במחיר הנפט מאמצע 2014. השפעתו של תהליך זה על האינפלציה בישראל התגברה משום שהשקל התחזק (במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי) מסוף 2012 – למעט בין אוגוסט לנובמבר 2014, תקופה שבה חל בו פיחות. המדינות המפותחות (advanced), הקטגוריה שישראל שייכת אליה, הציגו תמונה דומה: האינפלציה בהן ירדה בהדרגה בשנים האחרונות וב-2015 הגיעה לסביבה שהיא נמצאה בה ב-2009, בשיא המשבר הכלכלי (פרק א'). אולם למעט האינפלציה שהתפתחה ב-2015 בשווייץ – מדינה שהמטבע שלה התייסף בשיעור דומה לזה שבו התייסף השקל – האינפלציה בישראל הגיעה ב-2014 וב-2015 לשיעור הנמוך ביותר שנרשם בקרב מדינות אלה. שנית, הממשלה יזמה הוזלות מחירים במטרה להפחית את יוקר המחיה, בהן הפחתת שיעור המע"מ⁷ וביטול אגרת הטלוויזיה; נוסף לייסוף גם צעדים אלה מסבירים מדוע האינפלציה בישראל נמוכה בהשוואה לאינפלציה בעולם. בניכוי ההשפעה הישירה של הירידה במחירי האנרגיה והוזלות המחירים שהממשלה יזמה, האומדן לאינפלציה ב-2015 מצביע על עלייה של 0.6%. אולם ייתכן שהאינפלציה השלילית העמיקה ב-2015 גם על רקע התמתנות מסוימת בקצב התרחבותם של הביקושים.

האינפלציה השלילית העמיקה ב-2015 יחסית לרמתה ב-2014 בעיקר עקב הירידה במחירי הרכיב הסחיר במדד המחירים לצרכן, מחירים שמושפעים גם מהשינוי בשער החליפין (איור ג'-2); רכיב זה ירד ב-3.3% ב-2015 וב-1.9% ב-2014 (ב-2013 לא חל בו שינוי), בשעה שהרכיב הבלתי סחיר – כשני שלישים ממדד המחירים לצרכן⁸ – עלה בשנים אלה בכ-0.6% בממוצע. תופעה זו מאפיינת את המשק הישראלי זה כעשור: שיעור הגידול במחירי הרכיב הסחיר היה מאמצע 2005 נמוך משיעור הגידול במחירי הרכיב הבלתי סחיר⁹, ותהליך זה משקף את הייסוף הריאלי המתמשך שהתרחש בשנים האחרונות, בפרט מפרוץ המשבר העולמי¹⁰ (פרק ב'). חטיבת המחקר בבנק ישראל מצאה כי כשני שלישים מהירידה שניכרה ברכיב הסחיר ב-2015 נבעו מכך שמחירי הנפט הוסיפו לרדת, בהמשך לירידה החדה שחלה בהם במחצית השנייה של 2014. שאר הירידה ברכיב נבע מהייסוף המשמעותי שחל בשקל במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ומהירידה במחירי הסחורות (ללא אנרגיה). חלק קטן יותר בהעמקתה של האינפלציה השלילית נבע מהתמתנות העלייה במחירי הדירור (שכר הדירה, דצמבר מול דצמבר; איור ג'-א3).

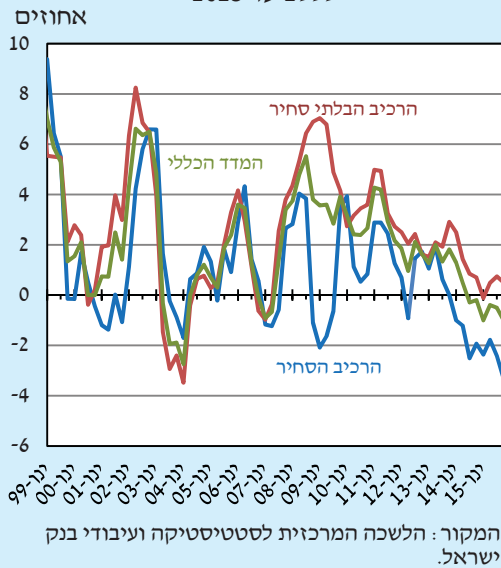
⁷ דיון במאפייניה של קביעת המחירים בישראל ובהשפעת המע"מ מופיע בתוך בנק ישראל (2014), *דין וחשבון לשנת 2013*, תיבה ג'-1.

⁸ החלוקה של מדד המחירים לרכיבים סחיר ובלתי סחיר מבוססת על בן-בסט ע' (1989) "מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר, בנק ישראל. חישוב נוסף של שני הרכיבים העלה תוצאות דומות, והוא מבוסס על פליקר (אורפיג) ד' (טרם פורסם), "ערוצי התמסורת משער החליפין למדד המחיר לצרכן: מבט מיקרו ענפי על הרכיב הסחיר במדד". יש לציין שחלק ממחיריהם של המוצרים הסחירים מושפע גם מגורמים בלתי סחירים, כמו עלויות אחסנה, שכר דירה, הובלה, וכו'.

⁹ תוצאה זו עומדת בעינה גם כאשר בוחנים את הרכיב הבלתי סחיר ללא הדירור.

¹⁰ ראו בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק ז'-ב'.

איור ג'-2
שיעורי השינוי השנתי במדד המחירים
לצרכן ובריכוזי הסחיר והבלתי סחיר,
נתוני תום רבעון,
1999 עד 2015



האצת ההתרחבות בצריכה הפרטית, לצד התמונה החיובית שהצטיירה משוק העבודה, תמכו בהערכה שהביקוש המקומי נותר גבוה.

מאחר ששיעור האינפלציה הוסיף לרדת ונמצא בתחום השלילי, הדיונים בוועדה המוניתרית התמקדו בניסיון להעריך אם הירידה בקצב האינפלציה משקפת האטה בפעילות במשק ובקצב התרחבותו של הביקוש המקומי. המשק הישראלי צמח ב-2015 ב-2.5%, קצב מתון ודומה לזה שנרשם ב-2014 (לוח ג'-1). את הצמיחה הובילה הצריכה הפרטית – זו התרחבה בשיעור ניכר במרוצת השנה כולה, בשעה שההשקעה דרכה במקום והיצוא התכווץ בעקבות המשך ההתמתנות בקצב הגידול של הסחר העולמי והייסוף המתמשך בשער החליפין הריאלי. הדבר הוביל את קובעי המדיניות המוניתרית להעריך שהביקוש המקומי הוסיף להתרחב בקצב גבוה.

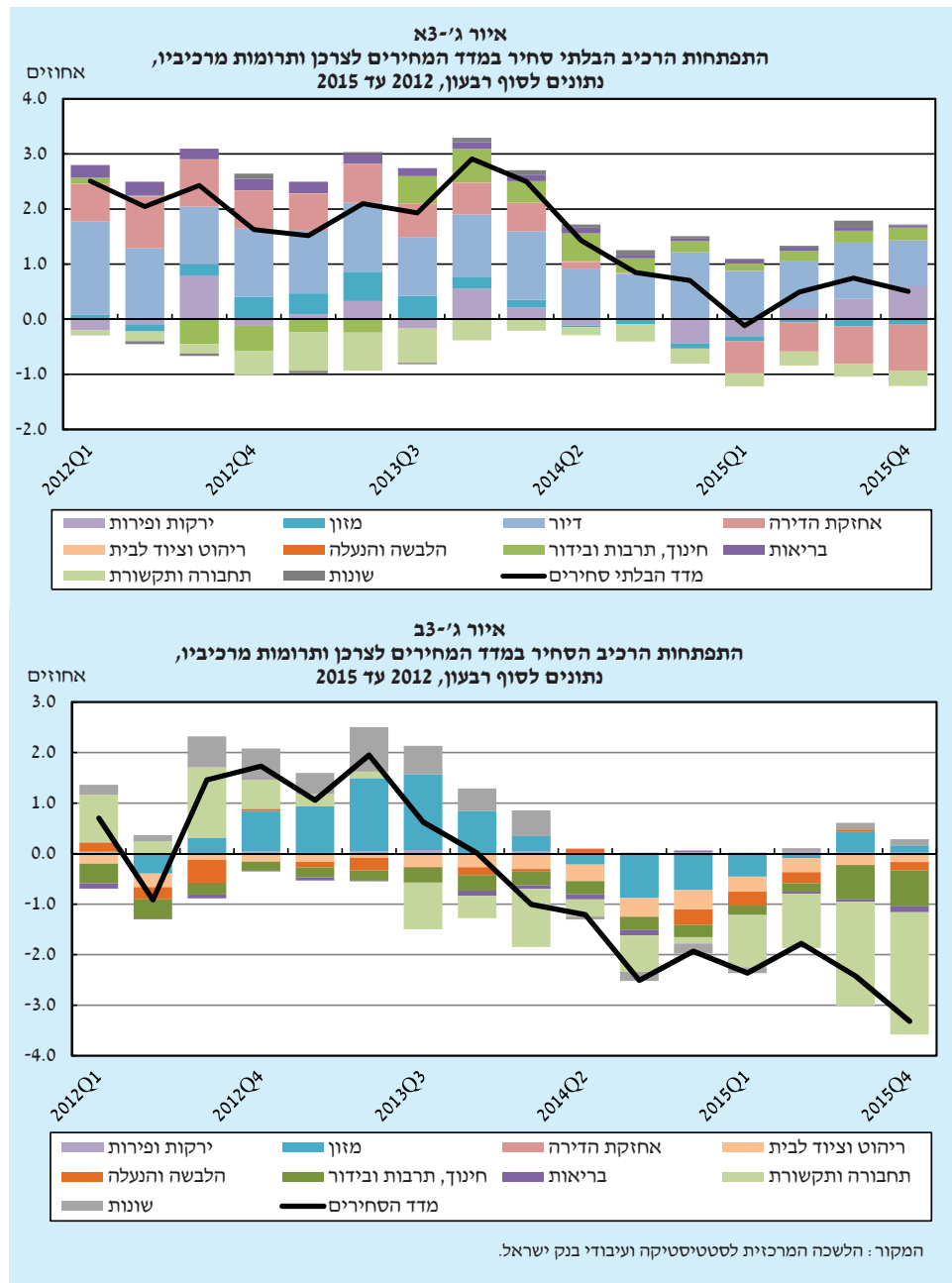
הערכה זו קיבלה תמיכה גם משוק העבודה, היות שגם ב-2015 הוא הוסיף להציג תמונה חיובית: שיעור האבטלה

ירד לסביבה נמוכה מבחינה היסטורית – בתמיכת גורמים מבניים, בפרט הירידה שחלה בעשור האחרון בשיעור האבטלה המבנית¹¹ – ושיעור התעסוקה המשיך לטפס (פרק ב'). בניגוד לשנים קודמות, הירידה שחלה באבטלה ב-2015 היתרגמה לעלייה בשכר; השכר הריאלי עלה הן בשל האינפלציה השלילית והן בשל האצת העלייה בשכר הנומינלי, תהליך שהתרחש בין היתר בעקבות העלאתו של שכר המינימום בשנים האחרונות (לוח ב'-5). אולם ההתפתחויות בשוק העבודה לא הובילו ללחצים אינפלציוניים גם ב-2015 (פרק ב'). זאת משום שהירידה במחירי התשומות המיובאות (בעיקר נפט) ובשעות העבודה למועסק היתרגמו לעלייה ברווחי החברות, ואפשרו להעלות את השכר בלי לשנות את עלות העבודה ליחידת תוצר.

קשיחות מחירים מהווה תנאי הכרחי לקיום תחלופה בין הפעילות לאינפלציה ולהשפעה של הריבית המוניתרית על האינפלציה; כשתנאי זה מתקיים, העלאה/ הפחתה של הריבית הנומינלית מעלה/ מפחיתה את הריבית הריאלית. חלק מרכיביו של מדד המחירים כוללים רכיבים תנודתיים מאוד, דהיינו רכיבים שאינם מתאפיינים בקשיחות מחירים, והמדיניות המוניתרית אינה משפיעה על הפעילות בענפים המתאפיינים במחירים כאלה. לכן נהוג לעתים לנכות רכיבים אלה מהמדד

¹¹ שיעור האבטלה המבנית בישראל ירד בעשור האחרון הן לפי אומדן שנערך על יסוד הבחנה בין גורמים מחזוריים ומבניים בשוק העבודה והן לפי אומדן ל-NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) בישראל שיעור האבטלה המתיישב עם היעדר האצה באינפלציה). ניתוח של הירידה בשיעור האבטלה המבנית בישראל מופיע אצל Yakhin, Y. and N. Presman (2013), "A Flow-Accounting Model of the Labor Market: An Application to Israel." Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper. ואצל Elkayam, E. and A. Ilek (2013), "Estimating the NAIRU using both the Phillips and the Beveridge Curves", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה



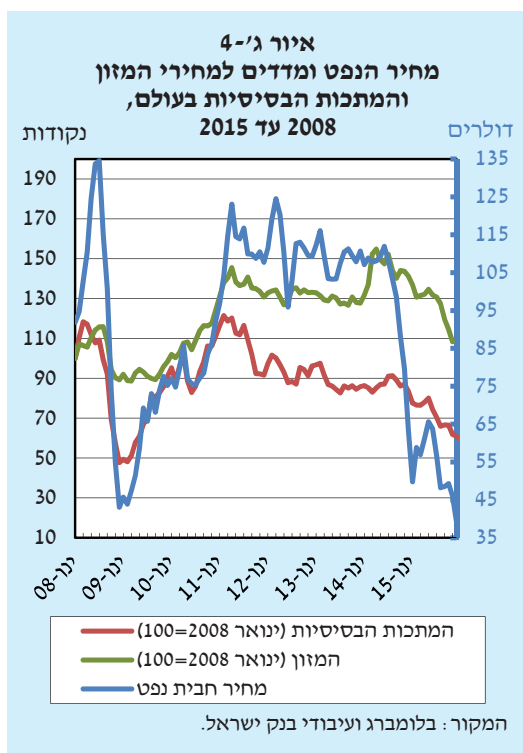
הכללי כדי לנתח את הגורמים לאינפלציה. נוסף על כך יש לנכות גם גורמים חיצוניים שאינם מושפעים מהמדיניות המוניטרית המקומית, כגון זעזועים להיצע מחו"ל, שינויים מבניים, ועוד. מעתה ואילך נכנה את המדדים המנוכחים בשם "מדדי ליבה"¹².

¹² דיון במדדים לאינפלציה הליבה, ובשיקולים לטובת ניכוי סעיפים שונים מהמדד הכללי, מופיע אצל ריבון סי (2010), "מדדים לאינפלציה הליבה בישראל", סקר בנק ישראל מס' 84, עמ' 125–169. ראו גם את הדיון במחירים בתוך בנק ישראל (2013), דין וחשבון לשנת 2012.

בשעה שמדינות רבות בעולם, בהן ארה"ב, גיבשו מדד ליבה רשמי, ישראל לא עשתה זאת, בעיקר משום שלאורך השנים לא נמצאו במדד רכיבים שיש לנכות באופן קבוע. במקום להשתמש במדד ליבה נהוג לנתח את ההתפתחויות בכל אחד מרכיבי המדד על פי העניין בכל עת. אף על פי כן נציג להלן שני מדדים חלופיים למדד ליבה: (1) המדד בניכוי סעיפי האנרגיה, המזון, והירקות והפירות ובניכוי הזולות המחיר שהממשלה יזמה: מדד זה נע מתחת לגבול התחתון של יעד המחירים מיולי 2014, למעט בינואר 2015. במהלך 2015 הוא עלה והתקרב לגבול התחתון של היעד – באוגוסט נרשמה בו עלייה שנתית בגובה 0.9% – אולם מספטמבר הוא נסוג שוב, וב-2015 כולה הוא עלה ב-0.3%.¹³ תמונה דומה מתקבלת כשאין מנכים את סעיף הירקות והפירות – מדד זה עלה ב-2015 ב-0.6%. (2) הרכיב הבלתי סחיר במדד המחירים לצרכן, בניכוי השפעותיהם הישירות של גורמי היצע ומחירים תנודתיים, ובפרט בניכוי רכיבי החשמל, המים, התקשורת, הירקות והפירות והמזון: מדד זה משמש אומדן למגמת האינפלציה הנובעת מהביקוש המקומי. הוא משקף כמחצית ממדד המחירים לצרכן, ומדד הדיור (שכר הדיירה) מהווה כמחצית ממנו. מדד זה מציג בשש השנים האחרונות מגמת התמתנות בקצב עלייתו, ותמונה דומה מתקבלת גם כשאין מנכים את סעיף המזון (לוח ג'-2). מגמתו תומכת בשתי הערכות. ראשית, רמת הביקוש המקומי במשק הישראלי הייתה בארבע השנים האחרונות עקבית עם טווח היעד ליציבות המחירים; שנית, ב-2015 חלה בו התמתנות נוספת וייתכן שחלקה נובע מירידה בקצב התרחבותם של הביקושים.

אינדיקטורים נוספים תומכים אף הם בהערכה שקצב התרחבותם של הביקושים התמתן במידה מסוימת: (1) פער התוצר השלילי התרחב גם ב-2015, משום שהביקוש המצרפי התרחב בשיעור מתון מההיצע הפוטנציאלי¹⁴ (פרק ב'); ו-(2) בחינה שנערכה באמצעות המודל המבני של חטיבת המחקר¹⁵ הצביעה על האפשרות שחלק מהירידה שניכרה באינפלציה ב-2015 נבע מהתמתנות בקצב ההתרחבות של הביקושים, וחלק זה התווסף לירידה שנבעה מהירידה בביקושים מחו"ל ומהירידה במחירי הסחורות האחודות.

הסחורות האחודות משמשות חומר גלם לייצור ועל כן מחיריהן משפיעים על עלויות הייצור ודרךן על המחירים במשק. ב-2015 נמשכה מגמת הירידה במחיריהן העולמיים של הסחורות האחודות (איור ג'-4). במחצית השנייה של 2014 בלטה הירידה החדה והמפתיעה



¹³ ראו בנק ישראל (2016), דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2015, איור 3.

¹⁴ גם ההיצע המצרפי צמח בשיעור מתון יחסית לשנים עברו.

¹⁵ ראו: Argov, E., A. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam, I. Rozenshtrom (2012): "A DSGE Model for Analysis of the Israeli Economy (MOISE)", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No. 2012.06.

לוח ג'-3

מדד המחירים לצרכן, סעיפיו הראשיים ותרומותיהם לאינפלציה בנקודות אחוז, 2014 ו-2015

הערות	התרומה למדד		הסעיף
	2015-ב	2014-ב	
	-1.0	-0.2	מדד המחירים לצרכן
	-0.54	0.0	אחזקת הדירה
הסעיף כולל בין היתר את ההוצאות על מים, חשמל, גז ונפט וסולר לחימום הבית. עיקר הירידה ב-2015 נבע מהפחתה בתעריפי המים בינואר ¹ ומהפחתות בתעריפי החשמל בפברואר ובספטמבר. ההפחתה בתעריפי החשמל עומדת בניגוד להעלאה בשנים 2012—2013 ² , ובפברואר ובספטמבר היא התאפשרה בעקבות ירידה במחירי הפחם בשעה שבספטמבר היא התאפשרה גם בעקבות הייסוף בשער החליפין.			
	-0.02	0.04	בריאות
סעיף הדיור משקף בעיקר את שכר הדירה, והוא עלה השנה ב-2.2% – בדומה לקצב העלייה בין אפריל לאוקטובר 2014 ונמוך מהקצב בשנים הקודמות.	0.53	0.78	דיור
	-0.05	0.11	הלבשה והנעלה
רכיבי הסעיף לא התפתחו באופן אחיד; סעיף החינוך עלה ב-2.2%. עקב התייקרויות בסעיפים "גן הילדים" ו"בית ספר יסודי", בשעה שסעיף התרבות והבידור ירד ב-3.9%, בעיקר בעקבות ביטול אגרת הטלוויזיה.	-0.10	0.05	חינוך, תרבות ובידור
סעיף זה נפרד מסעיף המזון ומתאפיין בתנודתיות גבוהה. הסעיף עלה ב-2015 ב-13.2%, לאחר שב-2014 הוא ירד ב-9.3%.	0.37	-0.27	ירקות ופירות
סעיף המזון ירד ב-2015 ב-0.1% לאחר שב-2014 הוא ירד ב-2.5%, ולאחר שבשנים 2011—2013 הוא עלה יותר מהמדד הכללי. הירידה התרחשה על רקע הירידה במחירי הסחורות בעולם ובמחיריהם של מוצרי המזון המיובאים, וכן על רקע החוק לקידום התחרות בענף המזון. חוק זה נכנס לתוקפו בינואר 2015, ועיקרו איסור על הספקים הגדולים לקבוע את המחיר לצרכן, שקיפות מחירים, והקצאת מקום לסחורה של ספקים קטנים. כמו כן נמשכה התחרות בין רשתות השיווק.	-0.02	-0.33	מזון
	-0.06	-0.13	ריהוט וציוד לבית
	0.0	-0.02	שונות
סעיף זה הוביל את הירידה במדד המחירים לצרכן. סעיף התחבורה ירד ב-5.1% וגרע מהמדד 0.8 נקודות אחוז, לאחר שב-2014 הוא ירד ב-0.1%. עיקר הירידה נבע מתת-הסעיף "רכב פרטי ואחזקתו": הוא ירד בכ-6% ומשקלו במדד הכללי עומד על כ-12%.	-1.07	-0.19	תחבורה ותקשורת
סעיף התקשורת ירד ב-2015 ב-6.8% – בדומה לירידה בכל אחת משלוש השנים הקודמות ובדומה למגמת הירידה שסעיף זה מציג בעולם, בפרט בארה"ב ובגוש האירו. ירידה זו גרעה מהמדד הכללי 0.3 נקודות אחוז ונבעה בעיקר מהוזלת שירותי הטלפון והאינטרנט.			

¹ את תעריפי המים הוזילו גם בינואר 2014.

² ראו בנק ישראל (2014), דין וחשבון לשנת 2013, פרק ג'. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

במחיר הנפט (מחיר שמשפיע ישירות על סעיפי התחבורה ואחזקת הדירה במדד הכללי), לאחר שבשנה הקודמת הוא נסחר ביציבות במחיר של כ-110 דולרים לחבית. עד ינואר 2015 ירד המחיר לכ-50 דולרים, לאחר מכן ועד מאי הוא התאושש מעט, אך אחרי כן הוא שב וירד עד שבדצמבר הגיע ל-39 דולרים בממוצע. בכך השלים מחיר הנפט ירידה של כ-60% בשנה וחצי הנסקרת ושל כ-35% ב-2015. עם הגורמים העיקריים לתהליך נמנים הגידול במלאי הנפט העולמי והירידה בביקוש לנפט, בעיקר מסין (פרק ז'). גם מחיריהם של המזון ושל המתכות הבסיסיות ירדו ב-2015 בכ-25% במונחי דולרים יחסית ל-2014.

כדי לנתח כיצד מחירי הסחורות העולמיים משפיעים על המחירים במשק הישראלי יש להתייחס לשער החליפין שקל-דולר, שכן מחירי הסחורות האחודות נקובים במט"ח. תנודות בשער החליפין משפיעות על העלות המקומית, וזו מצדה משפיעה על המחיר; מחיר זה מתגלגל חלקית אל הצרכן הסופי, אם דרך השפעה ישירה על מחירו של המוצר הסופי ואם דרך השפעתו על עלויות הייצור. חשוב לציין כי השינויים בשער החליפין משפיעים על המחירים בהדרגה¹⁶. מחירי היבוא בשקלים ירדו ב-2015 עקב הירידה במחיריהן העולמיים של הסחורות האחודות, תהליך שהחל במחצית השנייה של 2014 והתגבר ברבעון הראשון של 2015; במחירי האנרגיה הוא נמשך לאורך רוב השנה (לוח ג'-ני-2). הייסוף הקל בשער השקל-דולר תרם אף הוא לירידה במחירי היבוא, בשעה שהפיחות שחל בין אוגוסט לנובמבר 2014 קיזז את הירידה במחירי היבוא בדולרים. האינפלציה נמצאה אפוא בתחום השלילי במשך למעלה משנה ומגמה זו העמיקה, הציפיות לאינפלציה הוסיפו לרדת, כלי הריבית התקרב למיצוי, והפעילות צמחה בקצב מתון. התפתחויות כאלה מציבות אתגר בפני קובעי המדיניות בחתירתם להשיג את יעדיה של המדיניות המוניטרית, בראשם שמירה על יציבות המחירים.

ג. התפתחותם של סעיפים ספציפיים במדד המחירים לצרכן

ב-2015 ירדו כל סעיפי המדד למעט שלושה: סעיפי הדיור והירקות והפירות עלו אל מעל למרכז התחום של היעד ליציבות המחירים, וסעיף השוונות עלה ב-0.1% (לוח ג'-2). כמו כן, ב-2015 תרמו כל הסעיפים למדד תרומה דומה לזו שתרמו ב-2014 או נמוכה ממנה, למעט שניים: סעיף הירקות והפירות נטל מסעיף הדיור את ההובלה בתרומה החיובית למדד לראשונה זה שמונה שנים, וסעיף המזון ירד ב-0.1% לאחר שהוביל את הירידה במדד המחירים לצרכן ב-2014. רכיב האנרגיה – רכיב שכולל בעיקר את מחירי הדלק למכוניות ואת מחירי החשמל – ירד ב-2015 בכ-14% וגרע מהמדד הכללי נקודת אחוז, כלומר 0.7 נקודת אחוז יותר משגרע ב-2014. לוח ג'-3 מסכם את ההתפתחויות ברכיבים הראשיים של מדד המחירים לצרכן.

לסיכום, הניתוח לעיל תומך בטענות המרכזיות המופיעות בסעיפים קודמים, ובפרט בהערכה שהאינפלציה ב-2015 ירדה בעיקר בשל גורמי היצע שמשפיעים על האינפלציה ישירות ובאופן זמני. בהערכה זו תמכו גם נתוני החשבונאות הלאומית, היות שהם הראו כי הצריכה הפרטית הוסיפה להתרחב, וכן תמכו בה הנתונים המעידים על חוסן בשוק העבודה.

¹⁶ ראו בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק ג'.

2. תנאי רקע נוספים והשפעתם על המדיניות המוניטרית

א. המדיניות המוניטרית בעולם

מאחר שהמשק הישראלי קטן ופתוח, המדיניות המוניטרית בו מושפעת מההתפתחויות בפעילות ובמחירים בעולם ומגיבה אליהן. המשבר הכלכלי העולמי שפרץ ב-2007—2008 הוביל למדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר בעולם. זו ננקטה באמצעות כלים שגרתיים – היינו הפחתה בריביות של הבנקים המרכזיים – וכן באמצעות כלים בלתי שגרתיים, בכלל זה תכניות של הקלה כמותית (quantitative easing) והקלת אשראי (credit easing), התערבות בשוק המט"ח, ושימוש בהכוונה לגבי העתיד (forward guidance).¹⁷

היות שהאינפלציה העולמית ירדה זו השנה הרביעית ברציפות – שיעור האינפלציה בקרב המדינות המפותחות (advanced) נמצא ב-2015 בסביבה שאליה הגיע ב-2009, בשיא המשבר הכלכלי – והתעורר חשש מדפלציה, בעיקר במדינות אירופה, חלק מהבנקים המרכזיים הפחיתו את הריבית המוניטרית לתחום השלילי. המדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטה בעולם באופן מתמשך¹⁸ הובילה ב-2015 לשיפור מתון בפעילות בקרב המדינות המפותחות, אך זו נותרה עדיין נמוכה. במקביל האט קצב ההתרחבות של הסחר העולמי ונמשכה ההאטה בצמיחה במדינות המתעוררות, ובתחילת 2016 עודכנו כלפי מטה התחזיות לפעילות בעולם.

בדומה לשנים האחרונות, גם ב-2015 התאפיין המשק העולמי בהתפתחות בלתי אחידה. **המשק האמריקאי** המשיך להתאושש במרוצת השנה, אולם האינפלציה השנתית נעה בקרבת האפס בשעה שהיעד עומד על 2% – בעיקר עקב הירידה במחירי האנרגיה ובמחירי המוצרים המיובאים – ואינפלציית הליבה עמדה במהלך השנה על כ-1.1% בממוצע. את ההתאוששות ליווה חוסר ודאות בנוגע למועד שבו יחל ה-Fed להעלות את הריבית; הציפיות והתחזיות מדצמבר 2014 הצביעו על התקופה המשתרעת בין יוני לספטמבר 2015, אך במהלך השנה הן נדחו ברבעון, בעיקר בשל התנודתיות החדה שהציגו שוקי המניות העולמיים כתוצאה מירידות חדות בסין. בדצמבר העלה ה-Fed את הריבית המוניטרית, ברבע נקודת אחוז, לראשונה זה כ-9 שנים (איור ג-5). אולם לחוסר הודאות הגובר לגבי המשק האמריקאי והכלכלה העולמית מתלווה גם חוסר ודאות לגבי מדיניות הריבית שה-Fed ינקוט ב-2016.

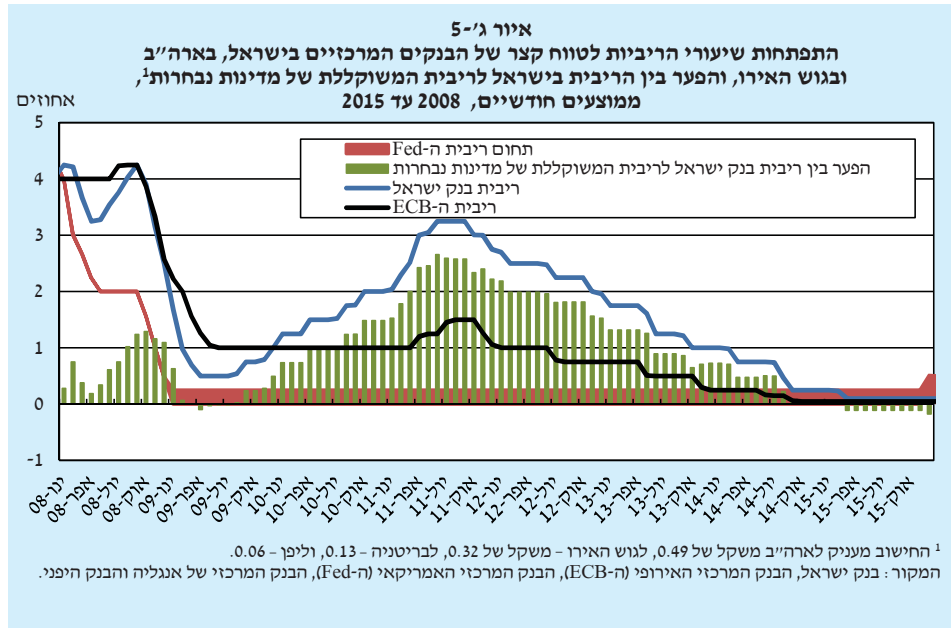
הצמיחה בגוש האירו הוסיפה להתאושש במתינות מהרבעון השני של 2014, שיעור האבטלה ירד ב-2015 בכנקודת אחוז אך נותר גבוה (10.4%), והאינפלציה נעה בקרבת האפס בשנתיים האחרונות. החשש מדפלציה הוביל את ה-ECB לכך שבספטמבר 2014 הוא הפחית את הריבית המוניטרית ל-0.05% (איור ג-5), ולכך שבמהלך 2015 הוא הפחית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים עד ל-0.3%. בדצמבר. במאוס 2016 הוא הפחית את הריבית המוניטרית ל-0% ואת הריבית על הרזרבות של הבנקים המסחריים ל-0.4%. באוקטובר 2014 החל ה-ECB גם לרכוש אג"ח – צעד מוניטרי בלתי שגרתית. במרוצת 2015 הוא הרחיב את התכנית הן מבחינת המָשך והן מבחינת סוגי האג"ח הנרכשות, ובמאוס 2016 הוא הרחיב אותה מבחינת ההיקף ומבחינת סוגי האג"ח הנרכשות. הרחבה זו תישאר בתוקף כל עוד האינפלציה תיוותר נמוכה מהיעד – מעט מתחת ל-2%.

¹⁷ ראו בנק ישראל (2013), "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית: מטרות ואמצעים", דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2013, וכן בנק ישראל (2015), "הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance) – הניסיון שהצטרב בעולם", סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים מס' 138.

¹⁸ ראו איור 4 בתוך בנק ישראל (2014), דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2014, ובתוך בנק ישראל (2015), דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2014.

המדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטת בעולם הובילה ב-2015 לשיפור מתון בצמיחה בקרב המדינות המפותחות, אך זו נותרה עדיין נמוכה. כן נמשכה ההאטה בצמיחה במדינות המתעוררות ובסחר העולמי.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה



ביפן התגבשה הערכה שהמשק נמצא במסלול של התאוששות מתונה, על רקע עלייה שחלה ברבעון השלישי בצריכה הפרטית וביצוא, ועל רקע המדיניות המרחיבה מאוד בתחומים הפיסקלי והמוניטרי, מדיניות שכללה רכישה של קרנות סל (ETFs) המתחקות אחר שוק המניות. אולם ההערכה הפכה לפסימית בתחילת 2016, ובפברואר 2016 הפחית הבנק היפני את הריבית על הפיקדונות של הבנקים לשיעור שלילי - 0.1% - בפעם הראשונה. **בסין** נמשכה ההתמתנות בקצב הצמיחה; הצריכה הפרטית נותרה יציבה אך היצוא הפגין חולשה וההשקעות ירדו, ובקיץ 2015 צנחו מחירי המניות בכ-40%. עקב התפתחויות אלו נקט הבנק המרכזי הרחבה מוניטרית והפחית את שיעור הריבית.

הצמיחה העולמית הנמוכה וההאטה בקצב הצמיחה של הסחר העולמי, לצד המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם, תמכו בהפחתת הריבית בישראל דרך שני ערוצים מרכזיים: (1) הפעילות העולמית משפיעה על הביקוש ליצוא ועל ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל; (2) פערי הריביות משפיעים על תנועות ההון לטווח קצר ודרך על שער החליפין¹⁹, וזה מצדו משפיע על רווחיות היצוא ועל התעסוקה בו, כמו גם על מחיריהם של המוצרים המיובאים ועל החשבון השוטף במאזן התשלומים. הפחתת הריבית המוניטרית בישראל - והתאמתה לסביבתן הנמוכה של הריביות בעולם - נדרשה כדי לתמוך במגזר הסחיר, בתעסוקה ובפעילות הריאלית. הוועדה המוניטרית בחנה בתקופה הנסקרת את האפשרות להפעיל עוד כלים מוניטריים בלתי שגרתיים, נוסף לכלי ההכוונה לגבי העתיד שהיא הפעילה מסוף 2015. אולם היא דחתה אותה בעקבות ההערכה שמצבו של המשק הישראלי אינו מחייב זאת (סעיף 3.ג.).

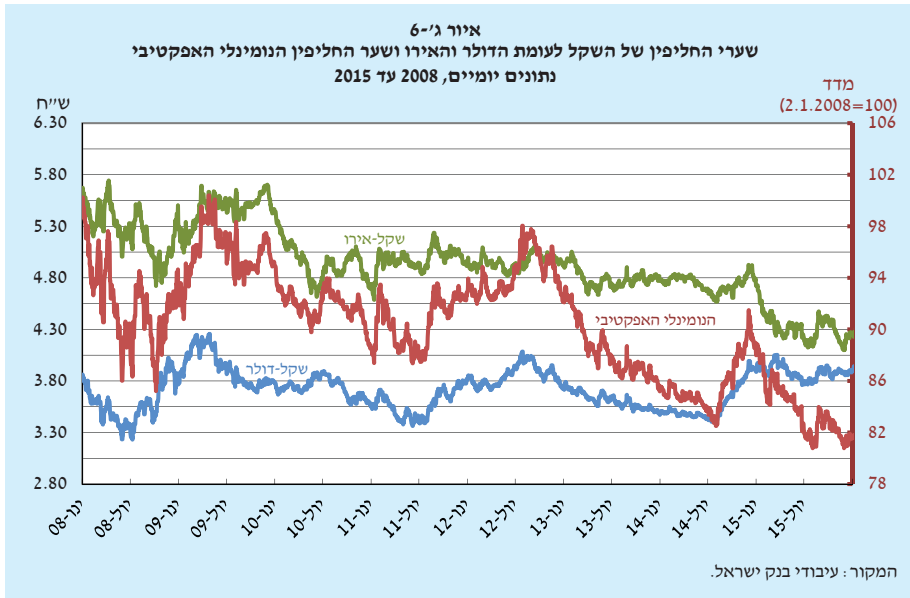
הוועדה המוניטרית
 העריכה כי מצב המשק
 ב-2015 אינו מצריך
 שימוש בכלים מוניטריים
 בלתי שגרתיים נוסף
 להכוונה לגבי העתיד
 שננקטה מסוף 2015.

¹⁹ כאשר הריבית המקומית - לאחר התאמה לפרמיית הסיכון - גבוהה מהריבית העולמית, היא פועלת לכניסה של תנועות הון, ואלה לוחצות לייסוף. כאשר הריבית המקומית נמוכה מהריבית העולמית, היא פועלת ליציאה של תנועות הון וללחצים לפיחות.

ב. שער החליפין ושוק המט"ח

מגמת הייסוף שהחלה בדצמבר 2014 נמשכה כמעט כל השנה, וב-2015 התייסף השקל ב-9.3% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי (איור ג'-6)²⁰. הייסוף ביטא בעיקר את היחלשות האירו בעקבות מצב הכלכלה בגוש האירו והמשך ההרחבה המוניטרית בו – האירו נחלש ב-13.1% מול הדולר/השקל בשעה שהדולר נחלש מול השקל ב-1.4% – ואת צעדי ההרחבה הכמותית שנקט ה-ECB. הייסוף ביטא גם היחלשות במטבעותיהן של מדינות מתעוררות.

ב-2015 התייסף השקל ב-9.3% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי.



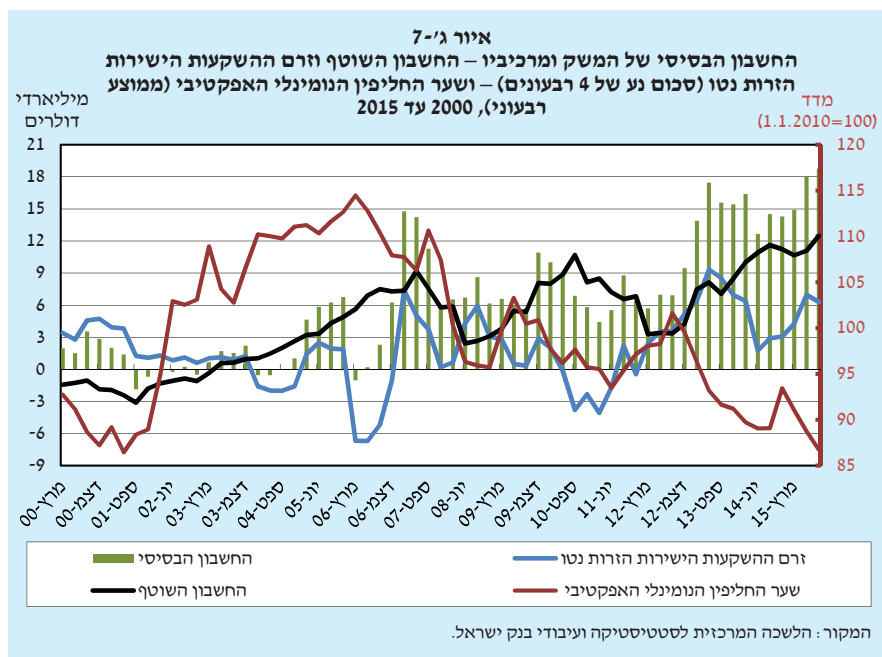
כמה כוחות בסיסיים פועלים לייסוף שער החליפין, ביניהם מצבו הטוב יחסית של המשק והעובדה שבשלוש השנים האחרונות קיים עודף רב בחשבון הבסיסי (basic account; איור ג'-7). החשבון הבסיסי כולל את החשבון השוטף של מאזן התשלומים ואת זרם ההשקעות הזרות הישירות נטו (Net FDI, foreign direct investment), זרם שנתר חיובי זו השנה הרביעית ברציפות. העודף בחשבון השוטף הוסיף לגדול גם ב-2015, המשך למגמה שהחלה בסוף 2012. חלק מהגידול שחל בחשבון השוטף של מאזן התשלומים נבע בשנה וחצי האחרונה מהצניחה החדה במחירי הנפט, היות שזו הפחיתה את ההוצאה על יבוא מוצרי אנרגיה (פרק ז'). כוח בסיסי נוסף שפועל לייסוף הוא השיפור בחשבון השוטף עקב הפקת הגז. שיפור זה משפיע על הזרמים בשוק המט"ח, ובנק ישראל רכש מט"ח בהיקף של כ-3.1 מיליארדי דולרים במסגרת התכנית שנועדה לקזז השפעה זו²¹. הבנק העריך כי בעקבות הירידה החדה במחירי הנפט והגזו ההשפעה הנידונה תסתכם ב-2016 ב-1.8 מיליארד דולר, והוא הודיע כי ירכוש מט"ח בהתאם.

מאחר שבנקים מרכזיים בעולם הוסיפו לנקוט הרחבות מוניטריות ולהפחית את הריבית במידה שחרגה מהפחתתה בישראל, התרחב שוב הפער בין הריבית המוניטרית בישראל לריבית במדינות רבות, והדבר תמך בהמשך הייסוף של שער החליפין. אולם יש לציין כי השנה חל בשקל

²⁰ הממוצע בדצמבר 2015 לעומת הממוצע בדצמבר 2014.

²¹ פירוט מופיע בתוך בנק ישראל (2014), דין וחשבון לשנת 2013, פרק ג'.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה



פיחות בשתי אפיזודות קצרות, בסוף פברואר ובמהלך אוגוסט. בסוף פברואר הוא נבע מכך שבנק ישראל הפחית את הריבית למאסר לרמתה הנמוכה ביותר אי פעם, וצעד זה הפתיע את השווקים. מנגד קיימים כוחות בסיסיים שפועלים לפיחות השקל: המשקיעים המוסדיים בישראל – בעיקר קרנות הפנסיה – הולכים ומגבירים את זרם השקעות בחו"ל. אמנם הייסוף המתמשך הוביל אותם בשנים האחרונות לגדר את השקעתם ולהקטין את חשיפתם לשער החליפין, אולם ב-2015 – ובמיוחד במחציתה הראשונה – הם הגדילו במעט את חשיפתם אליו וצמצמו את מגמת הייסוף (פרק ד').

רכישות המט"ח

רוב המט"ח שבנק ישראל רכש בשנים האחרונות – בכלל זה רוב המט"ח שהוא רכש ב-2015, כ-5.7 מיליארדי דולרים מתוך כ-9 מיליארדים – נועד למתן בטוחים הקצר והבינוני את לחצי הייסוף שאינם מתיישבים עם הכוחות הבסיסיים הפועלים להתפתחות שער החליפין, וכך לתמוך ביצוא עד להתאוששותו של הביקוש העולמי (פרק ב'). זאת ועוד, בסביבת אינפלציה נמוכה רכישות המט"ח עשויות גם לתמוך בהעלאת האינפלציה/ בצמצום הירידה בה, מפני שצמצום הייסוף מצמצם את ירידת המחירים של המוצרים המיובאים.

ב-2015 הרחיב בנק ישראל את רכישות המט"ח כדי להשלים את מדיניות הריבית ולצמצם את הירידה באינפלציה.

עד שרמת הריבית קרובה מאוד לאפס רכישות המט"ח "מעוקרות" ("sterilized interventions"), משום שהבנק המרכזי סופג את כמות הכסף במידה הנחוצה כדי להותיר את הריבית המוניטרית ברמה שהוא קובע (סעיף 4.א.). אין תמימות דעים לגבי מידת האפקטיביות של רכישות מט"ח מעוקרות ולגבי השפעתן על שער החליפין. לפי נקודת המוצא התיאורטית שרווחה בעבר, המדיניות המוניטרית אינה יכולה לקבוע את רמת הריבית המוניטרית ובה בעת לנהל את שער החליפין אם תנועות ההון חופשיות (תפיסה זו מוכרת בשם "השילוש הבלתי אפשרי" [impossible trinity]). נקודת מוצא זו מתבססת על ההנחה ששוק ההון המקומי פתוח ומושלם (perfect international capital market), כלומר האג"ח המקומיות משמשות תחליף מושלם לאג"ח הזרות ולהפך. במקרה כזה שער החליפין נקבע על פי (1) הפער בין הריבית המקומית

והריבית הזרה ו-2) הציפיות להתפתחות שער החליפין – תוצאה זו מוכרת בשם תנאי שקילות הריבית (uncovered interest parity). במשק כזה התערבויות בשוק המט"ח אינן משפיעות על המחירים במשק, לרבות על שער החליפין²². הן עשויות להשפיע רק דרך ערוץ האיתות (signaling channel) – אם קובעי המדיניות משכנעים את הציבור כי שער החליפין העתידי ישתנה או תוואי הריבית העתידי יהיה שונה מהצפוי.

למרות האמור לעיל, בנקים מרכזיים רבים התערבו בשוק המט"ח כדי להשפיע על שער החליפין ודרכו על המחירים ועל הפעילות במשק. מחקרים בעולם הראו כי יעילותן של הרכישות עולה כאשר קיימות מגבלות על תנועות ההון וכאשר השווקים הפיננסיים אינם מפותחים²³. עוד הראו המחקרים כי להצהרה בדבר רכישות עתידיות השפעה חזקה יותר מאשר לרכישות עצמן, וכי יעילות הרכישות עולה כאשר מתלווה להן מדיניות מוניטרית מרחיבה²⁴ וכן ככל שהמטבע המקומי מיוסף ביתר לעומת שער שיווי המשקל²⁵. ייתכן שההתערבויות משפיעות דרך הערוץ של תיק הנכסים (portfolio channel). ערוץ זה מתקבל כשסוטים מנקודת המוצא התיאורטית שהוזכרה לעיל ומניחים שהנכסים הפיננסיים המקומיים אינם משמשים תחליף מושלם לנכסים הזרים ולהפך. במצב זה התערבותו של הבנק המרכזי בשוק המט"ח משנה את הרכב תיק הנכסים של הציבור – היא מגדילה את היצע הנכסים במטבע מקומי ומקטינה את היצע הנכסים במטבע חוץ – ושער החליפין מגיב כדי לחזור לשיווי משקל.

בנק ישראל הגביר את רכישות המט"ח במרוצת 2015 כדי להשלים את מדיניות הריבית ולצמצם את הירידה באינפלציה. זאת במקביל לכך שאומדנים העידו כי הצטמצם ייסוף היתר בשער החליפין הריאלי (פרק א'), תהליך שייתכן כי נבע בחלקו מרכישות המט"ח.

ג. מחירי הדירות

ברבעון האחרון של 2014 התעוררו הביקוש לדירות והאמרת מחיריהן, לאחר שבמשך כחצי שנה שרר בשוק קיפאון על רקע "צוק איתן" והצגתן של תכניות ממשלתיות שונות (פרק ט'), ואף על פי שהריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות²⁶ ירדה במהלך 2014. ב-2015 עלו מחירי הדירות בכ-27% (במונחים נומינליים) ובכך השלימו עלייה ריאלית של כ-70% מ-2008.

²² ראו: Backus, D.K. and P.J. Kehoe (1989): "On the Denomination of Government Debt: A Critique of the Portfolio Balance Approach", *Journal of Monetary Economics*, 23, pp. 359-376.

²³ ראו: Blanchard, O., G. Adler and I. de Carvalho Filho (2015): "Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks?", IMF Working Paper, Devereux, M.B. and J. Yetman (2014): "Globalization, Pass-through and the Optimal Response to Exchange Rates", *Journal of International Money and Finance* (26)3, pp. 1-25.

²⁴ ראו: Kamil, H. (2008): "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia", International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/08/88.

²⁵ ראו: Adler, G., and C. Tovar (2011): "Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?" International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/11/165.

Disyatat, P., and G. Galati (2007): "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: Evidence from the Czech Koruna" *Journal of International Money and Finance* 26(3), pp. 92-123.

Daude C., E. Levy Yeyati and A. Nagengast (2014): "On the Effectiveness of Exchange Rate Interventions in Emerging Markets", OECD Development Centre, Working paper no. 324.

²⁶ כדי לחשב ריבית זו נוטלים את שיעורי הריביות במסלולים השונים וכופלים אותם במשקל המסלולים בסך זרם המשכנתה. לצורך החישוב מניחים כי שיעור האינפלציה הצפוי במסלולים הנומינליים עומד על 2%.

²⁷ המחירים על פי סקר מחירי הדירות בבעלות שעורכת הלמ"ס. מחירים אלה אינם נכללים במדד המחירים לצרכן.

ברבעון האחרון של 2014
התעוררו הביקוש לדירות
והאמרת מחיריהן,
וב-2015 עלו מחירי
הדירות בכ-8%.

ההתעוררות בשוק
הדירות והגידול
המתמשך באשראי לדיוור
מציבים שוב בפני קובעי
המדיניות המוניטרית את
האתגר הכרוך בשמירה
על היציבות הפיננסית.

התממשות הצפי שהעלאתו של מס הרכישה על המשקיעים תוקדם ליוני 2015 הובילה ערב ההעלאה לשיא את היקף העסקאות ואת קצב נטילת המשכנתאות. תהליך זה נבע גם מכך שהריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות ירדה גם במחצית הראשונה של 2015, והמשיכה את המגמה שניכרה בה מסוף 2011 על רקע ההפחתות של הריבית המוניטרית והירידה בתשואות הארוכות. עם העלאת מס הרכישה על המשקיעים, והעלייה בריבית המשוקללת על המשכנתאות כתוצאה מכך שהתשואות הריאליות בעולם עלו והציפיות לאינפלציה ירדו, פחת היקף העסקאות בקרב כל קבוצות הרוכשים, אולם קצב נטילת המשכנתאות נותר גבוה (פרק ד'). העלייה במחירי הדירות נמשכה אף על פי שבמחצית השנייה של 2015 הציגה הממשלה את "מחיר למשתכן" – תכנית שנועדה לסייע לחסרי דירה לרכוש דירה באמצעות הנחה במחיר הקרקע לקבלנים, סבסוד הוצאות הפיתוח, והענקת מענקים לרוכשי הדירות. זאת ככל הנראה משום שאין ודאות בנוגע למועד שבו תשפיע התכנית על מחירי הדירות ולאופי ההשפעה (פרק ט').

אף כי מאפייני הסיכון של המשכנתאות ירדו בעקבות הצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בשנים האחרונות, ובעקבות פעילות המחזור הענפה בשוק המשכנתאות, ההתעוררות בשוק הדירות והגידול המתמשך באשראי לדיוור מציבים שוב בפני קובעי המדיניות את האתגר הכרוך בשמירה על היציבות הפיננסית. גידול בהיקף המשכנתאות מגביר את הסיכון ללווים ולמערכת הפיננסית: עלייה עתידית בריבית, על רקע התאוששות בפעילות, מעלה את שיעור החוזר מההכנסה הפנויה (בהלוואות באפיקים בריבית משתנה) במידה שקצב העלייה של החוזר גבוה מקצב ההתרחבות של ההכנסה הפנויה, והיא מצמצמת את ההכנסה הנותרת לצריכה. צמצום מתמשך בהכנסה הפנויה לצריכה עלול להוביל להאטה בקצב הצמיחה במשק. דבר זה מצדו עלול להתבטא בהאטה בקצב עליית השכר, תוך עלייה בשיעור האבטלה ובסיכון לכושר הפירעון של נוטלי המשכנתאות²⁸. הוועדה המוניטרית הביאה בחשבון שיקול זה בהחלטותיה (סעיף ג.3.III.).

3. המדיניות המוניטרית

סעיף זה דן במדיניות שנקט בנק ישראל בנוגע לריבית המוניטרית. הוא עוסק בערוץ התמסורת מהריבית המוניטרית המוצהרת לריביות בשוק, ומנתח את תוואי הריבית המוניטרית ואת הסיבות לכך שבנק ישראל לא הפחית אותה ב-2015 לתחום השלילי.

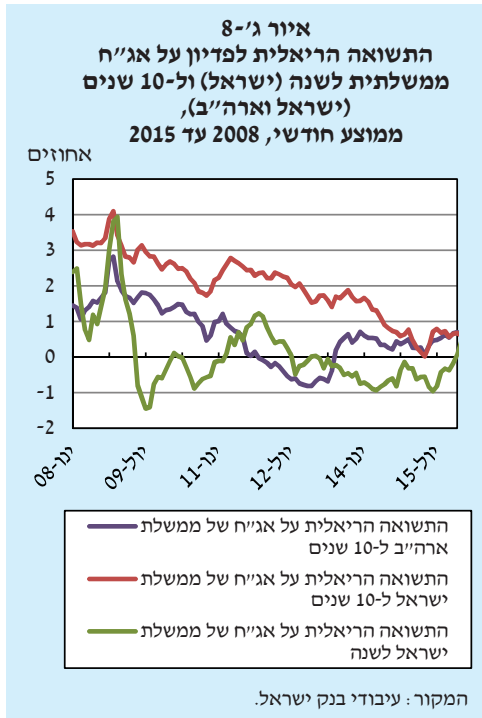
א. התמסורת מהריבית המוניטרית לריביות בשוק ולתשואות הריאליות

התמסורת מהריבית
המוניטרית לריבית על
הפיקדונות נותרה גבוהה,
אולם היא פחתה מעט
בסביבת הריבית הנמוכה
ששררה ב-2015.

הריבית המוניטרית מהווה נקודת ייחוס לריביות בשוק. דרכן היא משפיעה על התצרוכת והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק, וכן על שער החליפין ודרכו – על פעילותו של מגזר היצוא ותחליפי היבוא, על כושרו להתחרות, ועל החשבון השטף.

מידת השפעתה של הריבית המוניטרית תלויה בתמסורת ממנה לריביות השוק. בין הריבית המוניטרית לריבית על הפיקדונות ולריבית שלקוחות עסקיים משלמים על אשראי לא-צמוד יש תמסורת גבוהה, אולם זו פחתה מעט בסביבת הריבית הנמוכה ששררה ב-2015 (פרקים א' ו-ד'). אשר לתמסורת מהריבית המוניטרית לתשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות, תשואות אלה אינן מושפעות רק מהריבית המוניטרית אלא גם מערכיהם – בפועל והחזויים – של כמה גורמים נוספים, בהם סביבת הריביות העולמיות, פרוץ ההון, הצמיחה הצפויה, פרמיית הסיכון

²⁸ ראו בנק ישראל (2015), *דוח יציבות פיננסית, דצמבר 2015*; בניטה ג' וז' נאור (2013), "סיכון הלווים בשוק המשכנתאות: התפתחותו ההיסטורית והערכתו במספר תרחישים", ניירות תקופתיים 2013.08, חטיבת המחקר, בנק ישראל; ו-431-469, pp. *American Economic Review*, 101 (2), pp. Hall, R.E. (2011): "The Long Slump",



והנזילות, והחוב הממשלתי²⁹. מאמצע 2012 עד דצמבר 2015 עמדה התשואה לפדיון של אג"ח צמודה לשנה על שיעור שלילי (איור ג'-8 ולוח ג'-1); במחצית הראשונה של 2015 התשואה ירדה, אולם במחצית השנייה היא עלתה, בעיקר בשל הירידה בציפיות לאינפלציה לשנה, ובדצמבר היא עמדה על 0.1%. התשואה המקבילה ל-10 שנים ירדה עד אפריל 2015 – המשך למגמת הירידה שהחלה באפריל 2011 – לאחר מכן עלתה עד יוני, ובמחצית השנייה של השנה היא נותרה יציבה. התמסורת מהריבית המוניטרית לריביות למשקי הבית (בעיקר באפיקים בריבית המשתנה) גדלה משום שהיקף המינוף של משקי הבית – היינו היחס בין האשראי למשקי הבית וההכנסה הפנויה – התרחב בשנים האחרונות. התפתחות זו תמכה בפעילות, והדבר בא לידי ביטוי בכך שהצריכה התגברה בשנים האחרונות.

ב. כלל טיילור מורחב והריבית המוניטרית

כלל טיילור מורחב – כלל שאינו מתייחס רק לתגובה לסטייה של האינפלציה מהיעד ולפער התוצר בישראל אלא גם לתגובה לצמיחה הצפויה בארה"ב – מסביר היטב את המדיניות המוניטרית בישראל הן לפני המשבר העולמי והן לאחריו. הוספת הפעילות הצפויה בחו"ל לכלל התגובה של בנק ישראל מתיישבת עם התיאוריה הכלכלית לגבי הריבית הטבעית – הריבית שהייתה נקבעת במשק אלמלא שררו בו קשיחויות מחירים. התיאוריה גורסת כי הריבית הטבעית במשק פתוח שווה לממוצע המשוקלל של שיעור הגידול הצפוי בתוצר הפוטנציאלי במשק ושל שיעור הגידול הצפוי בתוצר (בפועל) בחו"ל³⁰.

איור ג'-9 מציג את התרומות שהמשתנים בכלל טיילור המורחב תרמו לתוואי הריבית בין 2008 ל-2015^{31,32}. התרומות משקפות את מגמות המשתנים ואת השפעתם על תוואי הריבית המוניטרית בסביבה שקדמה לתאריך הצגתן³³.

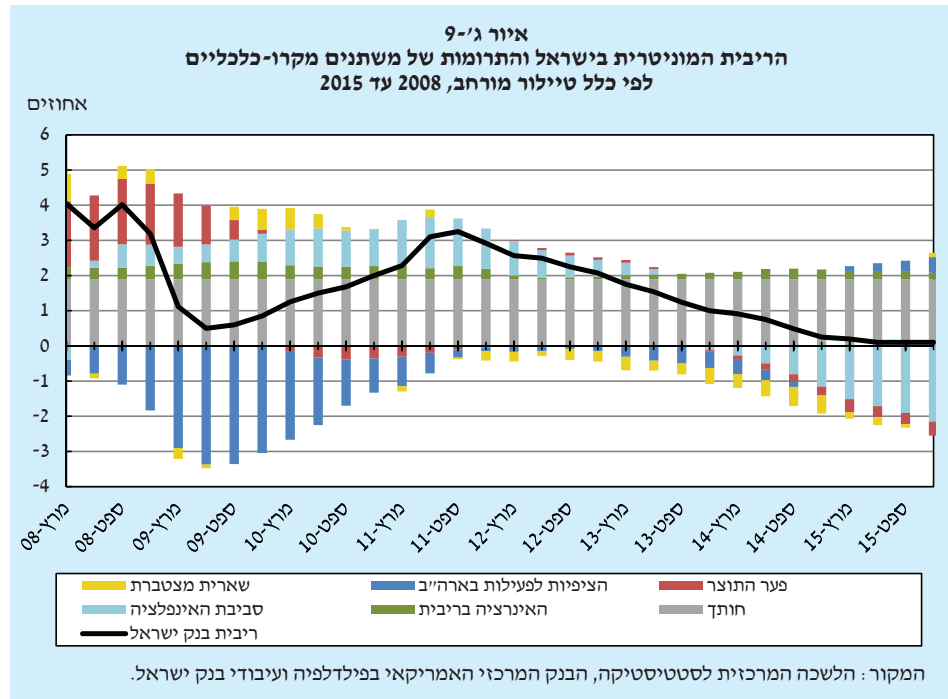
²⁹ ראו ברנדר ע' וסי' ריבון (2014), "השפעתן של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בישראל, ושל הכלכלה הגלובלית, על התשואות הריאליות של האג"ח הממשלתיות בישראל: בחינה מחודשת לאחר עשור", סקר בנק ישראל מס' 88, עמ' 7–51.

³⁰ הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (2014), *דין וחשבון לשנת 2013*, פרק ג', ובתוך בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק ג'.

³¹ חשוב להדגיש כי תרומות אלו משקפות שיווי משקל חלקי, הואיל והן נגזרות ממשוואה בודדת (לריבית המוניטרית) ולא ממודל שלם. במודל שלם ניתן לגזור את הזעזועים המבניים (החיצוניים) המסבירים את תוואיהם של המשתנים המקרו-כלכליים האנדוגניים, אך ניתוח כזה חורג מתחום דיוננו.

³² בניגוד לכלל המורחב שהוצג בתוך בנק ישראל (2014), *דין וחשבון לשנת 2013*, הכלל הנידון כאן אינו כולל אומדן לריבית הטבעית אלא קבוע. כמו כן הוא אינו כולל תגובה לשער החליפין. זאת משום שהאמידה מצאה כי שני גורמים אלו אינם מובהקים.

³³ הכלל המורחב כולל גם גורם של החלקת ריבית. חישבנו את התרומות על פי הכלל באמצעות איטרציות לאחור, כדי לפרק את תרומת הפיגור בריבית לפיגור בשאר המשתנים המסבירים בכלל.



ההתמתנות שחלה בפעילות המקומית מאמצע 2010, לצד מגמת הירידה שניכרה מאמצע 2011 בסביבת האינפלציה (האינפלציה בפועל והאינפלציה הצפויה), מסבירות את ההפחות של ריבית בנק ישראל מסוף 2011. תרומותיהן אף הפכו לשליליות ב-2014 וב-2015³⁴, והשליליות העמיקה במהלך השנה. בפברואר 2015 הפחית בנק ישראל את הריבית (למארס) לשפל היסטורי – 0.1% – עקב התגברותו של קצב הייסוף שהחל בדצמבר 2014 והשפעותיו האפשריות על הפעילות והאינפלציה (רי' ההודעה על הריבית למארס). תרומת התאוששותו של המשק האמריקאי לריבית המוניטרית בישראל הפכה לחיובית במרוצת 2015, ובתום השנה אומדנה עמד על 0.4 נקודת אחוז. תרומותיהן של תחזיות הצמיחה בארה"ב³⁵ משקפות את האופן שבו השינוי העתידי בפעילות בחו"ל צפוי להשפיע על היצוא הישראלי ואת התוואי הצפוי של הריבית העולמית. אמנם בשנים האחרונות אין בעולם התפתחות אחידה כמו זו שנראתה קודם – כלומר נוצר בעולם פיצול (decoupling) – ולכן הפעילות הצפויה בארה"ב משקפת במידה פחותה את הסביבה העולמית, אולם כושר ההסבר של הכלל הנידון נותר גבוה גם ב-2015. חטיבת המחקר של בנק ישראל מצאה כי כאשר מוסיפים לכלל את הציפיות לפעילות בגוש האירו, הדבר מפחית את כושרו להסביר את תוואי הריבית בפועל. ייתכן כי הדבר נעוץ בכך שהפיצול בין ההתפתחויות בארה"ב להתפתחויות בגוש האירו מאפיין רק את שלוש השנים האחרונות ועל כן אינו מקבל עדיין תמיכה אמפירית.

ג. ניתוח של רמת הריבית המוניטרית בישראל ב-2015

ב-2015 שררה אפוא סביבת אינפלציה נמוכה מהיעד: האינפלציה ללא סעיפי המזון והירקות והפירות, ובניכוי הוזלות המחירים שהממשלה יזמה והשפעת הירידה במחירי האנרגיה בעולם,

³⁴ הסבר של התפתחות התרומות השונות בשנים הקודמות מופיע בתוך בנק ישראל (2015), *דין וחשבון לשנת 2014*, פרק ג'.

³⁵ התחזיות לקוחות מה-Livingston Survey ומתייחסות לתחזית לגבי שיעור הצמיחה בארה"ב בששת החודשים הבאים. בכלל המורחב הריבית מגיבה לסטייה של התחזיות מהמוצג הרב-שנתי.

הוועדה לא הפחיתה את הריבית המוניטרית לתחום השלילי מפני שהביקוש המקומי נותר גבוה ושוק הדיור התעורר, ומשום שהיא העריכה כי צעד כזה טומן בחובו סיכונים ואין ודאות לגבי יעילותו.

התקרבה מלמטה לגבול התחתון של היעד ליציבות המחירים; והציפיות לאינפלציה לטווחים שמגיעים עד 5 שנים ירדו: בטווחים שמגיעים עד שנתיים הן ירדו אל מתחת לתחום היעד, ובשאר הטווחים הן ירדו מעט מתחת למרכז. נוסף לכך הפעילות נותרה ממותנת, ובדצמבר 2014 התחדש הייסוף במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. מדוע אם כן לא הפחית בנק ישראל עוד את הריבית המוניטרית? התשובה לכך מורכבת משיקולים שנוגעים לשלושה תחומים: (1) ההערכות ביחס למצב המשק ולאינפלציה שעמדו לרשות קובעי המדיניות בזמן אמת; (2) מחסום הריבית המוניטרית; ו- (3) ההתפתחויות בשוק הדיור.

I. ההערכות ביחס למצב המשק ולאינפלציה שעמדו לרשות קובעי המדיניות בזמן אמת
במחצית הראשונה של 2015 התגבשה הערכה שהמשק התאושש מהשפעות "צוק איתן" והוא חוזר לצמח בקצב המתון שאפיין אותו בשנתיים הקודמות. אמנם במחצית השנייה התקבלו אינדיקטורים שהעידו כי הפעילות האטה במהלך 2015 (אם כי אלו עודכנו כלפי מעלה בתחילת 2016), אולם הם גם העידו כי המשק עודנו צומח בקצב דומה לזה של שנת 2014. אשר לאינפלציה, הצניחה שניכרה במחיר הנפט מאמצע 2014 הייתה בלתי צפויה: מחירי החוזים העתידיים הנסחרים בבורסות העולם על מחיר הנפט (oil futures) היו קרובים מאוד למחיר הנפט בעת התחזית. גם התפתחות הייסוף והפחתות המע"מ ותעריפי המים היו בלתי צפויות. יתר על כן, במרוצת השנה התגבשו הערכות שהאינפלציה תשוב לתחום היעד בטווח של שנה עד שנה וחצי ללא צורך בהפחתת ריבית, שכן האינפלציה השלילית נבעה בעיקר מגורמי היצע זמניים. החוסן ששוק העבודה הפגין ב-2015, ובפרט האבטלה הנמוכה ועליות השכר, תמכו בהערכה זו. כן תמכו בה התאוששותו של המשק האמריקאי – לצד הצפי שה-Fed יעלה את הריבית במרוצת 2015 ויוסיף להעלותה ב-2016 במידה שהמשק האמריקאי ימשיך להתאושש – היות שגורמים אלה תומכים בעליות האינפלציה בישראל דרך השפעתם על הביקוש ליצוא ישראלי ועל שער החליפין. ההערכות שעמדו לרשות קובעי המדיניות בזמן אמת לא הצביעו אפוא על צורך מיידי בהפחתת ריבית.

II. מחסום הריבית המוניטרית

עד 2009 רווחה הסברה שהמחסום האפקטיבי לריבית המוניטרית עומד על אפס – zero lower bound – וזאת בהשפעתה של רמת הריבית ששררה ביפן מ-1990. ב-2009, בעקבות המשבר הכלכלי העולמי, הפחית הבנק המרכזי השוודי לרמה שלילית את הריבית על הפיקדונות שהבנקים מפקידים אצלו, ופירוש הדבר שנגבית ריבית על הפקדת פיקדונות. גם במקרה זה יש מחסום לריבית – נראה כי אין תועלת בהפחתת הריבית לרמה שבה עלות הפיקדון תחרוג מהעלות הכרוכה בהחזקת המזומנים. ב-2012 נקט גם הבנק המרכזי של דנמרק מדיניות כזו. ב-2014, בעקבות חשש מגלישה למיתון, הפחית ה-ECB לרמה שלילית את הריבית על הרזרבה של הבנקים, וכך עשו גם בנקים מרכזיים נוספים בשנתיים האחרונות.

אף על פי שבשנים האחרונות הפחיתו בנקים מרכזיים את הריבית לתחום השלילי, מידת יעילותם של צעדים אלו אינה ברורה. אמנם ערוץ ההשפעה שעובר דרך שער החליפין ואז דרך המחירים והמאזן המסחרי – ערוץ שמושתת על מנגנון שקילות הריבית – פועל גם כשהריבית שלילית. אולם אין זה ברור כיצד פועל ערוץ ההשפעה שעובר דרך תמיכה בפעילות באמצעות עידוד הצריכה הפרטית ועידוד ההשקעות של החברות. בפירוט, ערוץ האיתות – ערוץ שפועל כאשר הבנק נחוש ומפחית את הריבית לתחום השלילי – עשוי להמריץ את הצריכה, אולם הוא עלול גם לפגוע בה אם הצעד מחזק את התפיסה שהמצב הכלכלי, ובפרט זה הצפוי, מתדרדר. נוסף על כך, מאחר שהגופים הפיננסיים מתחרים על הלקוחות, נצפה כי בסביבת ריבית שלילית הם יספגו חלק מהריבית שהם נדרשים לשלם על פיקדונותיהם, או אף את כולה, ויימנעו מגביית ריבית על

נראה שכדי להפחית את הריבית לתחום השלילי יש להעריך כי המשק אינו נמצא במצב טוב ומצב זה צפוי להתמיד לאורך זמן.

פיקדונות הציבור. כתוצאה מכך התמסורת מהריבית המוניטרית לריבית השוק עלולה להצטמצם ואף להתנתק (חוסר לינאריות של התמסורת), לפחות בטווחים הקצרים, ולפגוע באפקטיביות של הפחתת הריבית. זאת ועוד, הואיל והגופים הפיננסיים משלמים ריבית על פיקדונותיהם בבנק המרכזי אך צפויים לגבות מלקוחותיהם ריבית מופחתת, אם בכלל, הדבר עלול לפגוע ברווחיהם ובמשך הזמן גם ביציבותם. רק כאשר השיקול הנוגע לירידה ברווחיות מתגבר על השיקול הנוגע לשמירת נתח השוק, מתקיימת התמסורת מהריבית המוניטרית השלילית לריבית השוק. לשם המחשה, הגופים הפיננסיים בדנמרק ספגו את עלות הריבית השלילית במשך כשנתיים לפני שחלקם החל לגבות מהלקוחות ריבית על פיקדונותיהם³⁶. נראה אפוא שתנאי להפחתת הריבית לתחום השלילי הוא ההערכה שהמשק אינו נמצא במצב טוב ומצב זה צפוי להתמיד לאורך זמן.

ריביות הצל

מאחר שבעולם הריבית המוניטרית נמצאת קרוב למחסום וננקטים צעדי מדיניות בלתי שגרתיים, חושבה בעולם ריבית הצל. חישוב זה מתרגם את צעדי המדיניות הבלתי שגרתיים למונחים של הריבית המוניטרית השלילית המקבילה להם. כמה מחקרים אמדו את ריבית הצל במשק האמריקאי ומצאו כי זו נעה משמעותית מתחת לאפס – בתחום שבין 2 ל-5 נקודות אחוז מתחתיו. אומדנים אלו הראו עד כמה ניכרת ההרחבה שנקטה במשק האמריקאי³⁷.

חטיבת המחקר בבנק ישראל בחנה איזו ריבית הייתה נגזרת בהינתן ההתפתחויות במשקים המקומי והעולמי, אלמלא התקיים מחסום לריבית. חשוב לציין כי האומדן לריבית זו במשק הישראלי שונה במהותו מריבית הצל שחושבה במשק האמריקאי. ראשית, הריבית בישראל התקרבה למחסום רק בשנה וחצי האחרונה ואילו בארה"ב היא התקרבה אליו ב-7 השנים האחרונות. שנית, צעדי המדיניות הבלתי שגרתיים שנקטו בארה"ב בשנים האחרונות שונים במהותם ו/או בהיקפם מהצעדים שנקטו בישראל – רכישות המט"ח (ורכישות האג"ח בתקופה הקצרה שבין פברואר לאוגוסט 2009, בהיקף של 18 מיליארדי ש"ח), לצד ההכוונה לגבי העתיד שנקטה בסוף 2015.

החישוב נערך באופן הבא: בשלב הראשון השתמשנו במודל המבני של חטיבת המחקר³⁸ כדי לאמוד את הזעזועים, דהיינו השינויים הבלתי צפויים, שפקדו את המשק והביאו להתפתחותו בשנים 2014–2015, לרבות הזעזועים לצריכה הממשלתית, הזעזועים לסחר העולמי, הירידה במחירי הנפט, ועוד. עם הזעזועים הללו נמנית גם השארית של כלל הריבית – הפער בין הריבית בפועל לבין הריבית הנגזרת מכלל התגובה של הבנק המרכזי שהמודל משתמש בו. בשלב השני נערכה במודל סימולציה מנקודת המוצא של הרבעון הרביעי של 2013 לגבי שנתיים קדימה, ובתקופת התחזית הוזנו מחדש למודל כל הזעזועים שנאמדו בשלב הראשון, למעט השארית מכלל הריבית של הבנק. ביסודו של חישוב זה ניצבת ההנחה שהזעזועים השונים אינם תלויים בשארית מכלל התגובה – זוהי הנחה מקובלת לצרכים דידיקטיים אף אם היא חזקה. התוצאות העלו כי הריבית הנגזרת מהחישוב ל-2014 דומה מאוד לריבית בפועל, בשעה שהריבית הנגזרת ל-2015 נמוכה במידה שמגיעה עד 0.7 נקודת אחוז מהריבית בפועל, כלומר הריבית הייתה אמורה לרדת

³⁶ ראו Danmarks Nationalbank, Monetary Review 3RD Quarter, 2015.

³⁷ ראו M. Lombardi and F. Zhu (2014): "A Shadow Policy Rate to Calibrate US Monetary Policy at the Zero Lower Bound", BIS Working Papers No 452.

Wu. J.C. and F.D. Xia (2015): "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound", IMF 16TH JACQUES POLAK Annual Research Conference.

³⁸ ראו Argov, E., A. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam, I. Rozenshtrom (2012), "A DSGE Model for Analysis of the Israeli Economy (MOISE)." Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No. 2012.06.

על פי המודל ל-0.6% לכל היותר – סביבת הריביות של דנמרק, שווייץ ושוודיה. אנו רואים אפוא כי על פי המודל – ובהנחה שהתמסורת מהריבית המוניטרית במשק נשמרת גם בתחום השלילי, הן בעצמתה והן במשכה – אמנם נוצר בישראל פער בין הריבית המוניטרית בפועל לריבית הנגזרת, אולם הוא נמוך משמעותית מהפער המקביל בארה"ב. מהניתוח עולה כי אילו ירדה הריבית לשיעור דומה לזה של הריבית במשקים הקטנים הפתוחים באירופה המערבית, שיעור האינפלציה בישראל – בניכוי הירידה במחירי האנרגיה והוזלות המחירים שיזמה הממשלה – היה נמצא בתחום היעד.

III. ההתפתחויות בשוק הדיור

ברבעון האחרון של 2014 התעוררו הביקוש לדירות והאמרת מחיריהן (סעיף 2.ג.). מחקר שנערך בחטיבת המחקר הראה כי כאשר מפחיתים את הריבית המוניטרית בנקודת אחוז באופן פרמננטי, הדבר מעלה את מחירי הדירות בכ-6% כעבור כשנתיים, בהנחה שיתר המשתנים נותרים קבועים³⁹. כפי שעולה מדוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2015, וכן מהפרוטוקולים של הדיונים שהועדה המוניטרית מקיימת בעת ההחלטות על גובה הריבית, העלייה שנרשמה במחירי הדירות – כ-9% ב-2015 וכ-70% מאז 2008 (במונחים ריאליים) – היוותה שיקול נגד הפחתות הריבית.

העלייה שנרשמה במחירי הדירות היוותה שיקול נגד הפחתות הריבית.

לסיכום, לנוכח סביבת האינפלציה הנמוכה, הייסוף בשער החליפין והצמיחה הממותנת בחנו חברי הוועדה המוניטרית את האפשרות להשתמש בעוד כלים מוניטריים בלתי שגרתיים, נוסף להתערבויות בשוק המט"ח – פעולות שהתרחבו ב-2015. מאוקטובר 2015 החלה הוועדה המוניטרית להשתמש בהכוונה לגבי העתיד (forward guidance) ולהודיע כי היא מעריכה שהריבית המוניטרית תיוותר מרחיבה לאורך זמן. ב-2015 סברה הוועדה כי לא היה מקום להפעיל כלים אחרים (ביניהם ריבית שלילית ורכישות אג"ח) מפני שהיא העריכה כי מצב המשק אינו מחייב זאת, וכן בשל חוסר הוודאות לגבי מידת השפעתם על משתני היעד ובשל חשש מהשפעות בלתי צפויות.

4. בסיס הכסף, המקורות לשינוי בו ומצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף – העלות האלטרנטיבית של החזקת נזילות – ולכן השינויים בה משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית משמשת כלי מרכזי ליישום המדיניות המוניטרית, הבנק המרכזי קובע היצע כסף גמיש לחלוטין בריבית שהוא מצהיר עליה, ובסיס הכסף – היינו סך השטרות והמעוטים שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל⁴⁰ – נקבע על פי הביקוש שיש לנזילות בריבית של הבנק המרכזי. ואולם כאשר הריבית מתקרבת לסביבת האפס, וקשה יותר לנתח את השפעותיה ואת השפעותיהם של כלי מדיניות נוספים על המשק (ראו סעיף 3.ג. II), ההתפתחויות של בסיס הכסף ומצרפי הכסף עשויות להבהיר כיצד המדיניות המוניטרית משפיעה בסביבה זו. לדוגמה, התרחבות מואצת של בסיס הכסף עשויה להעיד על הרחבה מוניטרית כאשר כבר קשה להסיק זאת מרמת הריבית היות שנערכים בה שינויים מינוריים, אם בכלל.

³⁹ ראו: Nagar, W. and G. Segal (2014): "What Explains the Developments in Home Prices and Rents in Israel between 1999 and 2010?", *Israel Economic Review* 12 (1), pp. 115-161.

⁴⁰ גם פיקדונות העו"ש של הציבור מהווים חלק מהנזילות במשק, אך לבנק ישראל יש רק השפעה עקיפה על היקפם, באמצעות חובת הנזילות המוטלת על הבנקים המסחריים.

א. בסיס הכסף

בסיס הכסף מושפע מזרמים שאינם מצויים בשליטת בנק ישראל, כמו חשבונות הממשלה⁴¹, ומזרמים שמצויים בשליטתו, כגון רכישות מט"ח ואג"ח המשמשות כדי להשיג את מטרותיה השונות של המדיניות המוניטרית. הבנק סופג נזילות מהשווקים, או מזרים אותה לבנקים המסחריים, כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל. הבנק מתאים את בסיס הכסף לריבית באמצעות הנפקת מק"ם ובאמצעות פיקדונות נושאי ריבית של הבנקים שהוא מציע להם במכרז ואשר אינם נכללים בבסיס הכסף⁴². חשוב לציין כי הפעולות שבנק ישראל נוקט ביחס לבסיס הכסף אינן מיועדות לקזז הזרמה/ ספיגה מגורם מסוים כלשהו: הבנק מתחשב בסך ההזרמות/ הספיגות שאינן מתאימות לריבית, ופועל כדי להתאים לה את בסיס הכסף שהציבור מבקש.

בשל הפחתות הריבית ורמתה הנמוכה גדל בסיס הכסף ב-2015 ב-8.4 מיליארדי ש"ח, לאחר שב-2014 הוא גדל ב-11.7 מיליארדי ש"ח (לוח ג'-4)⁴³. עד המשבר הכלכלי של 2008 הושפע בסיס הכסף בעיקר מפעילות הממשלה. אולם מ-2008, להוציא הפסקה בין אוגוסט 2011 למארס 2013, יצרו את ההזרמה הגדולה ביותר אליו ההתערבויות שערך בנק ישראל בשוק המט"ח. מאחר שרכישות המט"ח הזרימו לשוק עשרות מיליארדי שקלים בכל שנה, הבנק ספג אותם וקיזז את

**לוח ג'-4
המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2010 עד 2015**

(מיליארדי ש"ח)

2015				2015	2014	2013	2012	2011	
Q4	Q3	Q2	Q1						
7.69	-3.67	-6.73	-11.32	-14.04	1.17	-10.45	-9.13	-2.14	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
7.69	-3.67	-6.73	-11.32	-14.04	1.17	-10.45	-9.67	-2.61	מזה: הממשלה
10.23	5.83	10.62	7.28	33.97	24.66	19.19	-0.24	15.90	2. המרות מטבע חוץ ¹
10.22	5.82	10.62	7.19	33.84	24.63	19.04	0.00	16.17	מזה: בנק ישראל
17.92	2.16	3.89	-4.04	19.93	25.83	8.73	-9.37	13.75	3. סך הכול (1+2)
-24.56	8.13	-3.76	8.64	-11.54	-14.19	-2.41	10.05	-7.50	4. הזרמת בנק ישראל
3.04	4.03	6.02	1.05	14.14	-3.22	-6.35	8.15	16.65	מזה ² : מק"ם
-27.88	3.88	-10.00	7.34	-26.66	-12.34	2.00	-1.00	-27.63	פז"ק בנקים
0.04	0.03	0.03	0.07	0.16	0.59	1.22	2.30	2.89	ריבית ³
-6.62	10.32	0.12	4.62	8.43	11.70	6.44	0.75	6.08	5. סך כל השינוי בבסיס הכסף ⁴

¹ סעיף זה כולל, בין היתר, תקבולים (תשלומים) במט"ח שבנק ישראל והממשלה מקבלים מאת (מעבירים אל) המגזר הפרטי, למשל מס הכנסה. תשלומים אלה אינם משנים את בסיס הכסף, הם מופיעים בסעיף הזרמת הממשלה וכן בסעיף זה, בסימן הנגדי.

² בשנים קודמות הזרמה זו נעשתה גם באמצעות הלוואה מוניטרית (עד 2010), מכרזי החלף (עד 2005), רכישות אג"ח (ב-2009) ומכרזי ריפו (2007 עד 2009).

³ ללא מק"ם.

⁴ סך השינוי בבסיס הכסף כולל התאמות חשבונאיות שמקורן בהעברות של המוסדות הלאומיים מחו"ל, ואלה אינן מוצגות בלוח המקור: נתוני החשבות בבנק ישראל.

⁴¹ פעולות הממשלה משפיעות אף הן על בסיס הכסף, שכן חשבונות הממשלה מתנהלים בבנק ישראל (על פי חוק בנק ישראל).

⁴² כי הם אינם מופרים לצורך עמידה בחובת הנזילות.

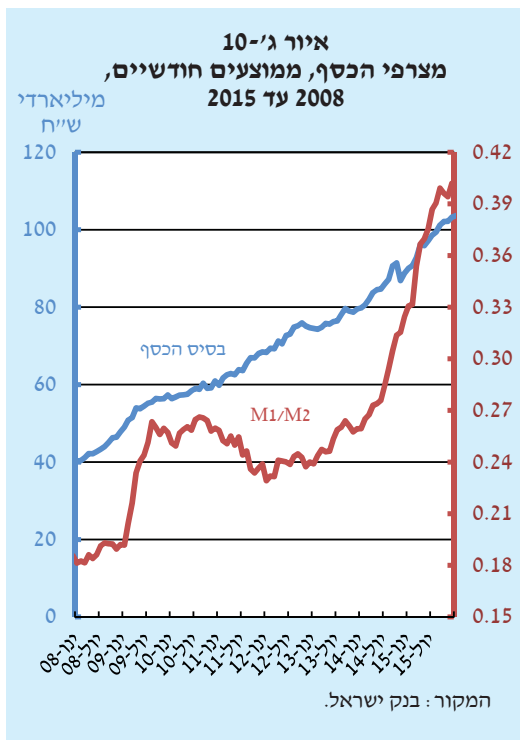
⁴³ במקביל להפחתת הריבית למאוס צמצם בנק ישראל מ-0.25% ל-0.1% את המרווח (הפרוזדור) סביב הריבית בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים המסחריים.

השפעותיהן של פעולותיו הוא על בסיס הכסף⁴⁴, כדי למנוע לחץ לכך שהריבית הקצרה תרד לרמה נמוכה מזו שהוא קבע. בדומה ל-2011 ול-2014, גם ב-2015 נעשתה הספיגה בעיקר באמצעות גידול בפקדונות הבנקים בבנק ישראל.

ב. מצרפי הכסף

כמות הכסף – המצרף M1 – כוללת את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העו"ש. הפחתות הריבית שנערכו בשנים האחרונות תמכו בהמשך הגידול באמצעי התשלום, ואולם נראה כי השפעתה של רמת הריבית על כמות הכסף אינה לינארית והיא עולה ככל שהריבית מתקרבת למחסום שלה. זאת ועוד, בסביבת אינפלציה שלילית המזומן נושא תשואה ריאלית (בדומה לנכסים לא-צמודים אחרים).

כאשר אומדים את משוואות הביקוש הבסיסיות ל-M1 ולרכיביו בתקופה המשתרעת מ-1998 ועד 2015⁴⁵, מוצאים כי התפתחות התוצר והתשואה על המק"ם מסבירה את תוואי ההתפתחות של M1 בכל תקופת המדגם. בין מארס למאי 2015 התרחב M1 בשיעור ניכר, כ-15% בכל חודש, בעקבות הפחתת הריבית המוניטרית לשיעורה הנמוך ביותר אי פעם – 0.1%. בסיכום 2015 עלה M1 בכ-40% (לוח ג'-5), ושיעור זה שני רק לשיעור עלייתו ב-2009: בשנה זו הוא עלה ב-52%, לאחר שבנק ישראל הפחית את הריבית המוניטרית מ-4.25% בספטמבר 2008 ל-0.5% באפריל 2009 – בעקבות המשבר העולמי – ואז העלה אותה בהדרגה עד ל-1% בסוף 2009 (איור ג'-5).



עד ספטמבר 2015 עלה שיעורו של M1 ב-M2 – מצרף שכולל, נוסף על M1, גם פיקדונות לא-צמודים עד שנה (איור ג'-10). העלייה ביחס זה החלה בתחילת 2012 והצביעה על כך שהציבור החליף, במידה ניכרת, פיקדונות נושאי ריבית בפיקדונות עו"ש, היות שהפיקדונות הלא-צמודים עד שנה לא הניבו תשואה שמפצה על אובדן הנזילות הכרוך בהם⁴⁶. זו גם הסיבה לכך שמאמצע 2010 ועד תחילת 2012 ירד שיעורו של M1 ב-M2, במקביל לתהליך העלאת הריבית שהחל בסוף 2009; לאחר מכן – עם היפוך המגמה ותהליך הפחתת הריבית – חזר ועלה שיעורו של M1 ב-M2, וקצב השינוי בו דמה לזה שנרשם במהלך 2009. זוהי עדות נוספת לכך שהריבית המוניטרית משפיעה באופן בלתי לינארי על בסיס הכסף ועל כמותו. בספטמבר 2015 החלה ירידה בשיעורו של M1 ב-M2, ככל הנראה

⁴⁴ ב-2009 נדרש הבנק לקזז גם את השפעת רכישותיהן של אג"ח ממשלתיות.

⁴⁵ האמידה נערכה בחטיבת המחקר. בשלושת המצרפים – המזומן שבידי הציבור, פיקדונות העו"ש ו-M1 – המשתנים המרכזיים הם המצרף בפיגור של רבעון, הלוג של רמת התוצר הריאלי והלוג של התשואה על מק"ם לשנה.

⁴⁶ פירוט מופיע בתוך בנק ישראל (2013), דין וחשבון לשנת 2012, פרק ג'.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה

בהשפעת העובדה שהציפיות לאינפלציה, גם לטווחים שמגיעים עד 5 שנים, ירדו אל מתחת למרכז התחום של היעד ליציבות המחירים; ירידת הציפיות הגדילה את האטרקטיביות היחסית של הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה. בסיכום 2015 עלה M2 בכ-14%, בשעה שבכל אחת משלוש השנים הקודמות הוא עלה בכ-8% בממוצע.

באוקטובר 2014 אימצה הממשלה את המלצותיה של הוועדה הבין-משרדית שהוקמה כשנה קודם לכן במטרה לבחון את האתגרים שמציב השימוש במזומן ובאמצעי תשלום מבוססי נייר (ועדת לוקר)⁴⁷. הוועדה בחנה כיצד לצמצם את תופעת ההון השחור בישראל, להיאבק בהלבנת הון, ולאפשר שימוש יעיל באמצעי תשלום מתקדמים. עיקרי המלצותיה כללו: (1) להגביל את סכום העסקאות המתבצעות במזומן; (2) להגביל את השימוש בצ'קים סחירים; ו-(3) לקדם את השימוש באמצעי תשלום אלקטרוניים מתקדמים. במאי 2015 אישרה ועדת השרים לענייני חקיקה את ההמלצות, ויישומן עשוי לשנות את הרכבם של מצרפי הכסף במשק.

לוח ג'-5

שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2011 עד 2015

3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1		
		פז"ק ³ עד 3			המזומן			
⁵ M2	פח"ק ⁴	פז"ק ³ עד שנה	חודשים	² M1	עו"ש	שבידי הציבור	בסיס הכסף ¹	
(הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד)								
10.5	4.5	25.4	14.5	1.6	-3.4	11.5	12.3	2011
8.2	7.9	8.5	7.9	8.7	5.9	13.4	9.2	2012
6.6	22.2	0.3	-1.3	15.2	22.3	3.9	6.5	2013
8.4	9.8	11.6	-8.1	35.6	48.3	11.7	11.6	2014
13.6	34.2	4.6	-16.4	40.7	51.4	13.9	16.3	2015
(הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם)								
2015								
4.6	8.8	-0.3	-1.6	11.5	15.0	2.9	2.4	Q1
3.8	13.3	0.3	-9.2	13.5	16.8	4.8	5.7	Q2
2.4	5.0	0.6	-5.5	8.4	10.0	3.6	3.4	Q3
2.8	4.2	3.3	-0.2	4.1	4.6	2.5	2.8	Q4

¹ סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל.

² M1 = מזומן ופיקדונות עו"ש.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי נויל.

⁵ M2 = M1 + פח"ק + פיקדונות עד שנה בשקלים.

המקור: בנק ישראל.

⁴⁷ החלטה מספר 2115 של הממשלה, מיום רביעי, כ"ח בתשרי התשע"ה (22 באוקטובר 2014).

לוח ג'-נ'-1
החלטות הריבית מ-2013

התפלגות ההצבעה של חברי הוועדה המוניטרית			ההחלטה		החודש
הפחתה	ללא שינוי	העלאה	גובה הריבית	(נקודות אחוז)	
5	1	0	1.75	-0.25	ינואר-13
0	6	0	1.75	ללא שינוי	פברואר-13
1	5	0	1.75	ללא שינוי	מארס-13
0	6	0	1.75	ללא שינוי	אפריל-מאי-13 ¹
6	0	0	1.5	-0.25	מאי-13 ²
5	1	0	1.25	-0.25	יוני-13
0	6	0	1.25	ללא שינוי	יולי-13
0	5	0	1.25	ללא שינוי	אוגוסט-13
0	5	0	1.25	ללא שינוי	ספטמבר-13 ³
3	2	0	1	-0.25	אוקטובר-13 ³
0	5	0	1	ללא שינוי	נובמבר-13 ³
0	5	0	1	ללא שינוי	דצמבר-13 ³
0	5	0	1	ללא שינוי	ינואר-14 ³
0	5	0	1	ללא שינוי	פברואר-14 ³
4	1	0	0.75	-0.25	מארס-14 ³
0	6	0	0.75	ללא שינוי	אפריל-14
0	5	1	0.75	ללא שינוי	מאי-14
0	6	0	0.75	ללא שינוי	יוני-14
1	5	0	0.75	ללא שינוי	יולי-14
6	0	0	0.5	-0.25	אוגוסט-14
5	1	0	0.25	-0.25	ספטמבר-14
0	6	0	0.25	ללא שינוי	אוקטובר-14
0	5	0	0.25	ללא שינוי	נובמבר-14 ³
0	5	0	0.25	ללא שינוי	דצמבר-14 ³
0	5	0	0.25	ללא שינוי	ינואר-15 ³
0	5	0	0.25	ללא שינוי	פברואר-15 ³
4	1	0	0.1	-0.15	מארס-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	אפריל-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	מאי-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	יוני-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	יולי-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	אוגוסט-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	ספטמבר-15 ³
0	5	0	0.1	ללא שינוי	אוקטובר-15 ³
0	4	0	0.1	ללא שינוי	נובמבר-15 ⁴
0	4	0	0.1	ללא שינוי	דצמבר-15 ⁴

¹ בפברואר 2013 החליטה הוועדה המוניטרית שלא לקבל החלטות על שיעור הריבית בסמוך לחגים פסח וסוכות, ועל כן בסוף חודש מארס 2013 התקבלה החלטה לגבי שיעור הריבית בחודשים אפריל ומאי. ב-26 באוגוסט 2013 החליטה הוועדה לחזור למתכונת של 12 החלטות בשנה.

² דיון שלא מן המניין במועד מיוחד. נוסף על כך החליטה הוועדה להפעיל תכנית של רכישות מט"ח לשם קיזוז השפעותיה של הפקת הגז.

³ בהחלטות אלו מנתה הוועדה חמישה חברים.

⁴ בהחלטות אלו מנתה הוועדה ארבעה חברים.

המקור: בנק ישראל.

לוח ג'-נ'-2
מחירי היבוא, שער החליפין והמחירים לצרכן, 2011 עד 2015
(שיעורי השינוי באחוזים)

מדד	מחירי היבוא בשקלים ¹					מחירי היבוא בדולרים				
	התשומות לייצור					התשומות לייצור				
	ללא	מוצרי	מוצרי	שער	ללא	מוצרי	מוצרי	התקופה		
המחירים	ללא	ההשקעה	הצריכה	הדולר	ללא	ההשקעה	הצריכה			
לצרכן	דלק	דלק	ההשקעה	הדולר	דלק	דלק	ההשקעה	הצריכה	התקופה	
	(לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)									
	34.0	4.9	-1.0	3.0	-4.1	39.8	9.4	3.3	7.4	2011
	2.0	3.9	4.7	4.8	7.8	-5.3	-3.6	-2.9	-2.7	2012
	-8.6	-6.0	-4.9	-5.2	-6.2	-2.6	0.2	1.5	1.1	2013
	-10.6	-4.2	-1.9	-2.3	-2.9	-8.0	-1.3	1.0	0.6	2014
	-42.7	-10.7	-7.7	-6.6	-1.2	-42.1	-9.7	-6.6	-5.5	2015
	(לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרבעון האחרון)									
	33.4	7.5	3.0	5.4	2.8	29.8	4.5	0.2	2.5	2011
	-2.7	0.8	1.9	1.9	3.2	-5.8	-2.3	-1.3	-1.2	2012
	-8.8	-8.4	-4.8	-5.6	-7.7	-1.2	-0.8	3.2	2.3	2013
	-25.8	-4.8	-3.6	-3.5	-1.4	-24.8	-3.5	-2.3	-2.1	2014
	-41.8	-10.9	-6.0	-5.6	-1.4	-41.0	-9.6	-4.6	-4.2	2015
	(לעומת הרבעון הקודם)									
										2015
	-25.8	-5.1	-5.1	-4.1	-0.2	-25.7	-4.9	-4.9	-3.9	Q1
	8.4	-2.5	-1.1	-0.8	-0.5	9.0	-2.0	-0.6	-0.3	Q2
	-16.3	-0.6	-0.1	-0.5	-0.3	-16.1	-0.3	0.1	-0.2	Q3
	-13.6	-3.2	0.3	-0.3	-0.5	-13.1	-2.7	0.8	0.2	Q4

¹ מחירי היבוא בדולרים מוכפלים בשער החליפין של השקל לעומת הדולר.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

