

פרק ג'

האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- « בשנת 2024 עמדה האינפלציה השנתית על 3.2 אחוזים, מעט מעל הגבול העליון של היעד. האינפלציה הואצה ברבעונים השני והשלישי של השנה, והתמתנה לקראת סופה. הציפיות נותרו מעוגנות בתחום היעד במשך מרבית השנה.
- « התפתחות המחירים הושפעה מהמלחמה והתמשכותה, אשר גרמו למגבלות היצע ממושכות, בעוד שמגבלות הביקוש פחתו במהלך השנה, גם לאור ההוצאות הגדולות של הממשלה בשל צורכי המשק בעת המלחמה.
- « לאורך השנה כולה, על רקע התמשכות המלחמה, פעלה המדיניות המוניטרית לשמירה על יציבות השווקים הפיננסיים, באמצעות מגוון כלי מדיניות וצעדים ייעודיים. זאת, לצד החזרת האינפלציה לתחום היעד ותמיכה בפעילות.
- « על רקע התמתנות האינפלציה בסוף 2023 וציפיות להמשך התמתנותה, הורידה הוועדה המוניטרית את הריבית בחודש ינואר ל-4.5 אחוזים. באותה עת הציפיות היו שהריבית תמשיך לרדת במהלך השנה.
- « בהמשך השנה הותירה הוועדה את הריבית ללא שינוי, וציינה בהחלטותיה, שתוואי המדיניות ייקבע על פי התפתחות הנתונים. הוועדה העריכה כי סביבת הריבית (הנוכחית והצפויה) תוביל לריסון האינפלציה, אך לא תכביד על התאוששות המשק.
- « בתחילת המלחמה נרשמה עלייה בפרמיית הסיכון של המשק, שהתבטאה במרווחי התשואות על האג"ח הממשלתיות ובפרמיית ה-CDS. לקראת סוף השנה ירדו מדדים אלו במידה ניכרת, אך רמתם נותרה גבוהה מאשר ערב פרוץ המלחמה.
- « התפתחות שער החליפין של השקל הושפעה במידה רבה מההתפתחויות הגיאופוליטיות ומפרמיית הסיכון. למרות עליית פרמיית הסיכון של המשק בגלל המלחמה, רמתו של השקל בסוף 2024 מיוספת ביחס לערב המלחמה.
- « בניגוד להתפתחות בישראל, שיעורי האינפלציה במרבית המדינות המפותחות התקרבו במהלך 2024 ליעדים, לאחר שהיו ברמות גבוהות בשנתיים הקודמות. בהתאם לכך החלו הבנקים המרכזיים בהן להפחית את הריבית.

1. יעדי המדיניות המוניטרית

לפי חוק בנק ישראל התש"ע-2010 לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כמטרה מרכזית. הממשלה קבעה כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%¹. עוד נקבע כי כאשר האינפלציה סוטה מתחום היעד על הבנק לנקוט מדיניות שלהערכתו תחזיר אותה אליו בתוך תקופה שלא תעלה על שנתיים. (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים לאורך זמן, ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. לרשות הבנק מגוון כלים להשגת מטרותיו, והוא נהנה מעצמאות בהפעלתם. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בידי הוועדה המוניטרית.

עם פרוץ המלחמה, באוקטובר 2023, המטרה המיידית של הוועדה המוניטרית הייתה לשמור על היציבות הפיננסית, כדי למזער את הסיכון לפגיעה בפעילות הכלכלית ולעלייה חדה של האינפלציה. בהתאם לכך הפעילה הוועדה צעדים וכלים מוניטריים התומכים בייצוב השווקים ובהפחתת אי-הוודאות. עם אלה נמנו התערבויות בשווקים לצורך ייצוב שער החליפין והספקת נזילות ככל שנדרש, וכן צעדים ייעודיים להקלה על משקי הבית והעסקים. בשנת 2024, על רקע המשך המלחמה, התמקדה המדיניות בשמירה על יציבות השווקים והפחתת אי-הוודאות, לצד שמירה על יציבות המחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית.

2. האינפלציה

א. רקע

בשנת 2024 נמשכה מלחמת "חרבות ברזל", אשר פרצה ב-7 באוקטובר 2023, בעצמות משתנה. השלכות המלחמה והמצב הגיאוגרפי על הכלכלה היו ניכרות. המלחמה הביאה לירידה חדה הן בביקוש והן בהיצע המצרפיים של מוצרים ושירותים. בחודשי המלחמה הראשונים ירדה הביקוש הוערכה כמשמעותית יותר, אולם בהמשך השנה היה קצב ההתאוששות של הביקוש מהיר מזה של ההיצע, שנפגע בעיקר ממחסור מתמשך בעובדים. מצב זה הוביל להתפתחות עודפי ביקוש והאצה של האינפלציה. מעבר לכך, המלחמה והשלכותיה הכבידו על תקציב המדינה והשפיעו על תפיסת הסיכון הכרוך במשק הישראלי, התפתחות שהתבטאה בעליית התשואות השונות. ברבעון האחרון של שנת 2024 – על רקע הסכם הפסקת אש בצפון והתפתחויות נוספות במזרח התיכון – ירדה פרמיית הסיכון של ישראל ירידה ניכרת, אך נותרה גבוהה מרמתה ערב המלחמה.

קצב ההתאוששות של הביקוש במהלך שנת 2024 היה מהיר מזה של ההיצע ודחף לעליית האינפלציה.

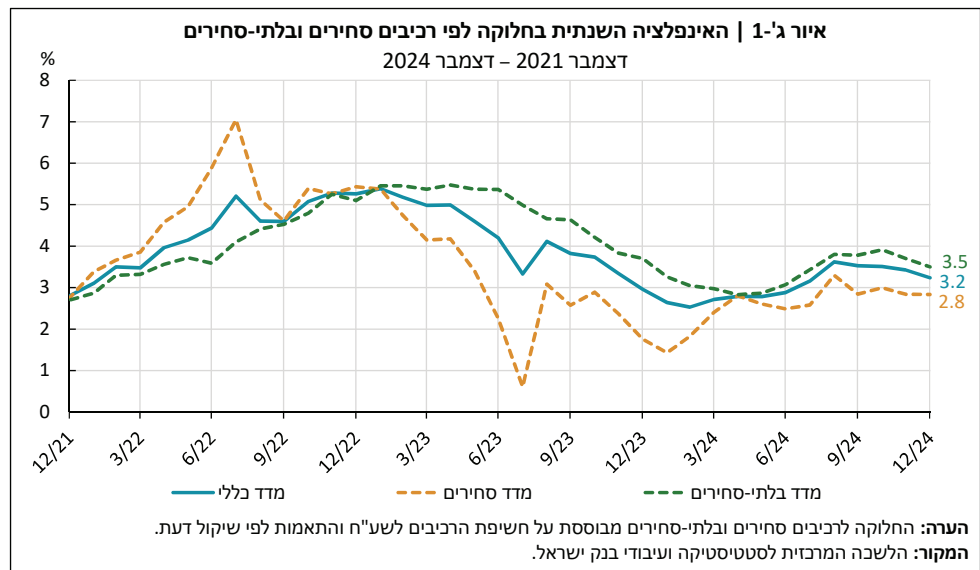
ב. התפתחות האינפלציה

במהלך הרבעונים השני והשלישי של 2024 הואץ קצב האינפלציה. זאת לאחר שבמהלך שנת 2023 האינפלציה התמתנה וחזרה לתחום היעד, על רקע מדיניות מרסנת. במרבית מדינות ה-OECD

¹ בנובמבר 2024, התפרסם דוח מסכם של תהליך בחינה מחדש של יעד האינפלציה שהתקיים בבנק ישראל לפני המלחמה. התהליך כלל מחקרים שפורסמו, דיאלוג עם בנקים מרכזיים, כנסים פתוחים לציבור, סקר הבוחן את הידע והעמדות של הציבור בנושא האינפלציה ויציבות המחירים, והתקבלו חוות-דעת מהקהילה המקצועית. המסקנה שעלתה מהניתוח היא כי רצוי לשמור על יעד האינפלציה הקיים – טווח שבין 1 ל-3 אחוזים, כפי שקיים מ-2003.

לקראת סוף השנה, על רקע הקלה מסוימת במגבלות ההיצע, התמתנה האינפלציה, ובסוף השנה היא עמדה על 3.2 אחוזים.

האינפלציה התמתנה במהלך שנת 2023 (איור ג'-3)². לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" באוקטובר 2023, נמשכה האטת האינפלציה, גם בהשפעת התמתנות הביקוש, ובדצמבר 2023 נכנס שיעורה השנתי לתחום היעד. התארכות המלחמה והשפעותיה, ובפרט מגבלות ההיצע, הביאו לעלייה באינפלציה במהלך הרבעונים השני והשלישי של 2024. לקראת סוף השנה, על רקע הקלה מסוימת במגבלות ההיצע, הייתה התמתנות באינפלציה, ובסוף השנה עמד שיעורה על 3.2 אחוזים. בסיכום השנה התפתחו המדד הכללי ומדדי הליבה באופן דומה (לוח ג'-1 ותיבה ג'-2 איור 1), אף כי במהלך מרבית השנה אינפלציית המדד הכללי הייתה גבוהה במקצת מזו של מדדי הליבה. התפתחות זו יכולה להעיד על זעזועים ייחודיים אשר פעלו על רכיבי המדד שאינם בליבה. הניתוח בתיבה ג'-2 מלמד שלזעזועים אלו הייתה השפעה עקיפה על מדדי הליבה, אך זו הייתה מוגבלת. שינויי מיסוי ורגולציה תרמו השנה לעליית המחירים בכ-0.4 נקודות אחוז (תיבה ג'-1). עליית האינפלציה במהלך השנה מוסברת בעיקר בגורמים הקשורים למלחמה, שהביאו להתייקרות חלק מהמוצרים והשירותים. עליית האינפלציה הובלה על ידי התייקרות המוצרים והשירותים הבלתי סחירים (איור ג'-1), אך גם מחירי המוצרים הסחירים עלו, תוך תנודתיות, בהשפעת השינויים במחירי הסחורות, המזון וההובלה בעולם, שיבושים בתהליכי היבוא לישראל, וכן שינויים חדים במשך השנה במחירי הטיסות. תנודתיות שער החליפין של השקל תרמה גם היא לשינויים במחירי המוצרים והשירותים הסחירים.



סעיפי המזון והדיור בלטו בתרומתם לאינפלציה השנה.

שלושה סעיפים, שמשקלם הכולל הוא כמחצית מהמדד, בלטו השנה בתרומתם לאינפלציה: הדיור, המזון וסעיף השונות (איור ג'-2). מחירי המזון עלו השנה בקצב של 4.3 אחוזים. סעיף השונות עלה ב-6.9 אחוזים, בעיקר בשל תרומת תת-הסעיף טבק וסיגריות, שהמיסוי עליהם הועלה (תיבה ג'-1).

² ברבות ממדינות ה-OECD המחירים עלו משנת 2022 במצטבר בשיעורים גבוהים בהרבה מאשר בישראל, וירידת האינפלציה שיקפה במידה רבה הקלה בקשיי ההספקה של אנרגיה ומזון שהתעצמו מאז הפלישה הרוסית לאוקראינה.

לוח ג'-1 | האינדיקטורים העיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית

2020 עד 2024

2024				2024	2023	2022	2021	2020	
Q4	Q3	Q2	Q1						
א. האינפלציה (אחוזים)									
0.8	5.3	3.3	3.3	3.2	3.0	5.3	2.8	-0.7	1. האינפלציה בפועל ¹
1.0	3.9	5.3	2.9	3.3	2.7	5.0	2.7	-0.4	2. האינפלציה ללא אנרגיה, פירות וירקות
2.7	2.8	3.1	2.9	2.9	2.8	3.1	1.9	0.0	3. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ²
2.8	2.8	2.9	3.1	2.9	3.0	2.3	2.0	1.6	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים ²
2.9	3.0	2.9	2.6	2.9	2.8	2.8	1.2	0.5	5. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ²
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)									
4.50	4.50	4.50	4.51	4.50	4.50	1.25	0.10	0.14	1. ריבית בנק ישראל
1.6	1.4	1.2	1.0	1.3	1.6	-1.4	-1.9	0.1	2. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה ²
4.7	4.9	4.8	4.4	4.7	3.9	2.6	1.2	0.8	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ²
2.1	2.2	2.0	1.7	2.0	1.2	0.1	-0.8	-0.5	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ²
ג. שיעור השינוי בשער החליפין (אחוזים) ³									
-6.4	1.8	1.7	-2.1	-5.1	4.3	3.9	-8.4	-4.8	1. הנומינלי האפקטיבי
-3.1	0.2	2.7	-1.2	-1.5	6.4	10.2	-3.6	-6.6	2. מול הדולר
-8.6	3.5	1.6	-1.5	-5.4	9.6	3.2	-10.4	2.3	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
16.3	9.7	-6.2	9.2	30.7	4.9	-15.5	30.9	-0.4	1. התשואה הנומינלית הכוללת על מניות ³
2.1	0.3	2.1	2.9	7.7	-1.0	14.7	13.1	4.0	2. מחירי הדירות
ה. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
2.5	2.6	2.9	3.0	2.8	3.0	3.3	4.6	3.8	1. האבטלה בגילי העבודה העיקריים (25-64)
2.0	5.0	-0.3	16.9	0.9	1.8	6.3	9.4	-2.0	2. צמיחת התמ"ג ⁴
ו. נתוני רקע נוספים (אחוזים)									
4.5	-5.3	7.2	0.4	7.6	-7.3	1.3	22.5	14.3	1. מדד S&P סחורות ללא אנרגיה ⁵
-6.0	-7.4	4.0	-1.3	-5.4	-4.9	8.9	48.7	-22.9	2. מחיר חבית נפט (ברנט) ⁵
0.6	0.9	0.7	0.5	0.7	-0.2	1.4	2.3	0.3	3. "מדד הלחץ" בשרשראות האספקה לישראל ⁶

¹ מדד המחירים לצרכן במשך התקופה. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות - במונחים שנתיים, כפי שמחושב בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

² על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

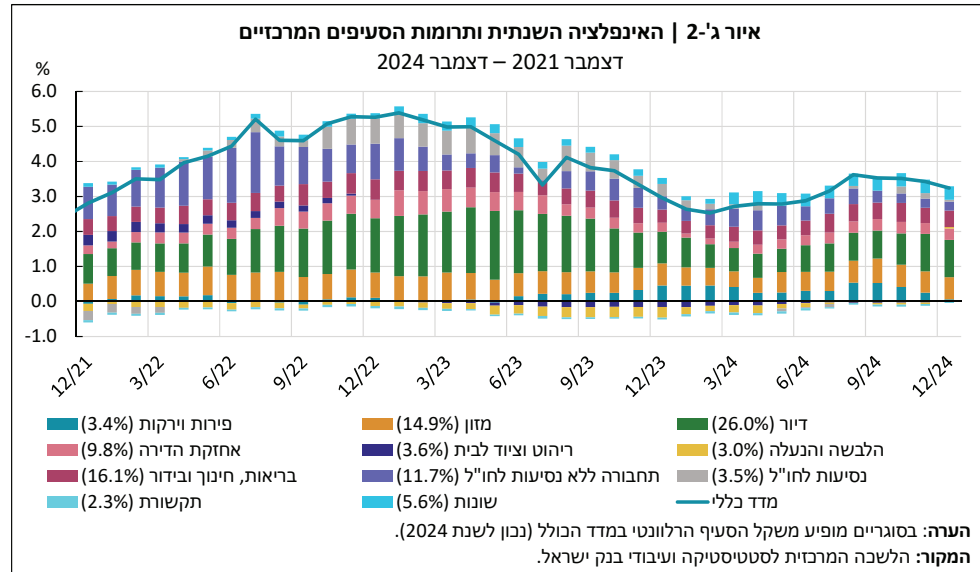
³ השבוע האחרון בתקופה מול השבוע האחרון בתקופה הקודמת.

⁴ הממוצע בתקופה מול הממוצע בתקופה הקודמת, במונחים שנתיים.

⁵ נתונים שנתיים - ממוצע דצמבר מול דצמבר בתקופה הקודמת. נתונים רבעוניים - ממוצע רבעוני מול רבעון קודם.

⁶ רמה במונחי סטיית תקן, ממוצע תקופתי.

המקור: בנק ישראל, משרד האוצר, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בלומברג.



סעיף הדיור עלה בהשפעת מחסור בעובדים בענף הבנייה ויציאה-משימוש של עשרות אלפי דירות.

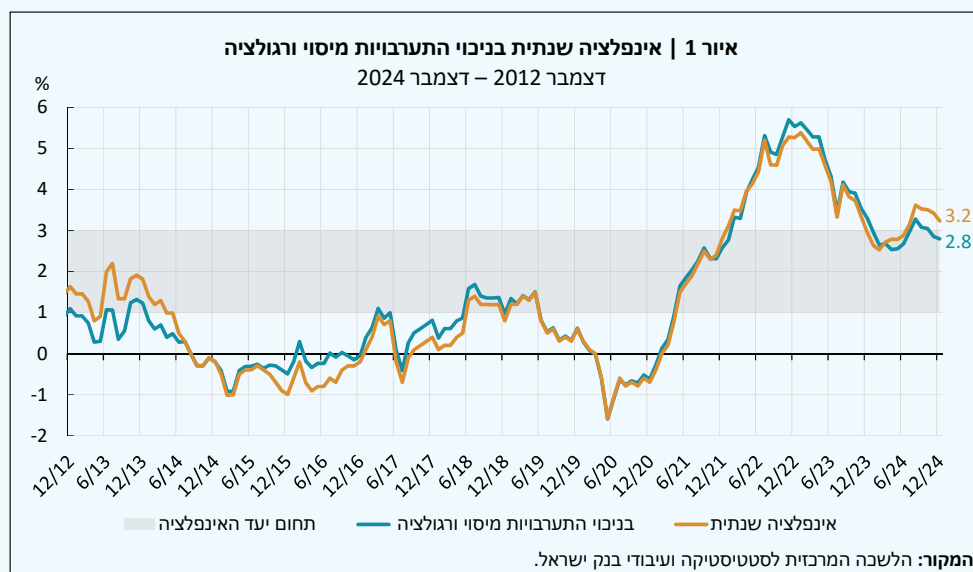
סעיף הדיור (שירותי הדיור) עלה בשנת 2024 ב-4.1 אחוזים, וזאת בהשפעת כמה גורמים עיקריים: צמצום היצע העובדים לענף הבנייה בשל המלחמה, שהביא לירידה בסיומי הבנייה, ויציאה זמנית של עשרות אלפי דירות משימוש, משום שרבות משקי בית פונו או התפנו מבתיים ונאלצו למצוא מקום מגורים אחר, חלק ניכר מהם במימון ממשלתי. השפעות אלה קוזזו חלקית על ידי כמה גורמים: האחד – שיכון חלק מהמפונים והעקורים במלונות (גם הם במימון ממשלתי); אלה היו פנויים במידה רבה עם התמעטות התיירות הנכנסת בשל המלחמה (תיבה ב'-1). השני – התמתנות מסוימת של הביקוש לשכירות מצד אנשי מילואים והשלישי הגירה שלילית.

תיבה ג'-1: השפעת התערבויות ממשלתיות במחירי מוצרים ושירותים על האינפלציה

- מעקב אחר מדד המחירים בניכוי צעדי מיסוי ורגולציה מאפשר להבחין בין השפעות רגולטוריות זמניות על המדד לבין תהליכים אינפלציוניים בסיסיים במשק.
- בשנת 2024 תרמו צעדי המיסוי והרגולציה של הממשלה כ-0.4 אחוזים לשיעור האינפלציה השנתי.

מחירי המוצרים והשירותים במשק מושפעים מגורמים רבים, שאחד מהם הוא מדיניות הממשלה. כמה סוגים עיקריים של התערבות הממשלה משפיעים על המחירים: האחד הוא התערבות הנגזרת מהתאמה לשינויים במחירי תשומות – עדכון מחירים מפוקחים ביוזמת הממשלה במועדים קבועים; השפעה זו היא בעיקרה טכנית, וכוללת בחינה של מחירי התשומות הרלוונטיות, לרוב על פי סל תשומות שנקבע מראש. הסוג השני הוא התערבות הנובעת ממדיניות – צעדים תקציביים או חברתיים, הכוללים שינויים במיסוי העקיף (למשל מע"מ, מסי קנייה), בסובסידיות ישירות למוצרים ושירותים (למשל לצהרונים, לתחבורה ציבורית) ורגולציה ייעודית (למשל עדכוני מחירים של מים וחשמל שלא בגין מחירי התשומות). ביטול או צמצום של סובסידיות גורר עליית מחירים מיידי, ושינוי במיסוי העקיף משפיע ישירות על הקטגוריות הכפופות למס.

כדי להבחין בהשפעה של המדיניות הממשלתית על המחירים, וכך לזהות את מגמת האינפלציה הבסיסית, מחשבת חטיבת המחקר של בנק ישראל מדד המנכה השפעות ממשלתיות מסוג התערבות מדיניות. ניתן לראות כי לאורך זמן קיים דמיון בסיסי בין התפתחות המדד המנוכה למדד הכולל, אך עולים גם הבדלים בהתפתחויותיהם הנובעים מהתערבויות הממשלה (איור 1).

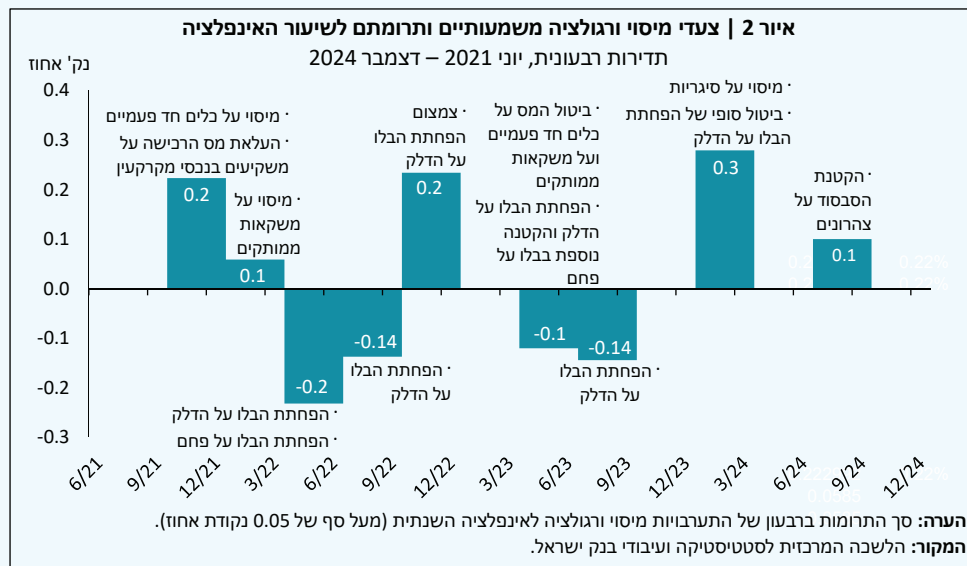


צעדי המדיניות של הממשלה השפיעו בשנים האחרונות על התפתחות המחירים (איור 2). בפרט, בשנים 2021–2022 תרמו צעדי מדיניות (מיסוי משקאות ממותקים, העלאת מס הרכישה למשקיעי נדל"ן, מס על כלים חד-פעמיים) ישירות לעליית המדד כ-0.3 נקודות אחוז. בתחילת 2024 העלאת המס על מוצרי עישון וביטול הפחתת מס הבלו על דלק הוסיפו למדד כ-0.3 נקודות אחוז. תוכנית התקציב ל-2025 תרמה להערכתנו לעליית המדד בתחילת 2025 כ-0.4–0.5 נקודות אחוז עקב העלאת המע"מ בנקודות אחוז, וכ-0.2 נקודות אחוז נוספת עקב הקפאת ההצמדה למדד של מדרגות מס הרכישה, שינויים במיסוי רכב והעלאת תעריפי התחבורה הציבורית.¹

להתערבויות ממשלתיות אלו עשויה להיות גם השפעה עקיפה על האינפלציה בטווח הבינוני-ארוך דרך מספר מנגנונים:² בפרט, עליית שכר מתוך רצון להתאים את השכר של העובדים במשק לעליית המחירים; התאמת מחירים בשרשרת הייצור בגלל עליית העלויות של תשומות; וכן עדכון ציפיות האינפלציה של פירמות וצרכנים, המשפיע על החלטות התמחור וההתנהגות הצרכנית.

¹ תרומות אלו מחושבות באופן ישיר על בסיס השינוי הצפוי במחיר, המוכפל במשקל של הסעיף במדד המחירים לצרכן. כך, למשל, ביטול ההנחה במס הבלו על בניזין לתחבורה בחודש ינואר 2024 משקף עליית מחיר של כ-4 אחוזים במחיר הדלק, אשר מוכפלת במשקל הדלק במדד. עם זאת, לא כל העלויות מחושבות באופן אוטומטי; דוגמה לכך היא העלאת שיעור המע"מ מ-17 אחוזים ל-18 אחוזים ב-2025, אשר באופן תיאורטי משקפת עליית מחיר של 0.85 אחוזים. ואולם בפועל השפעה על סעיפים שונים במדד משתנה: בעוד שבחלק מהסעיפים העלייה מתרחשת באופן ישיר ומיידי – כך במחירי הדלק – בסעיפים אחרים השינוי במחיר תלוי במידת הביקוש ובמאפייני התחרות בענף. במקרים אלו החישוב מסתייע בהערכה שיפוטית, הנשענת על אמידת ההשפעות שנצפו בעבר בעקבות שינויים דומים במע"מ. חשוב להדגיש כי חישובים אלו מתמקדים בהשפעה הישירה בלבד, ואינם מביאים בחשבון השפעות עקיפות, כדוגמת השפעתם של השינויים על מחירי מוצרים משלימים.

² חשוב להבחין בין שינויי מחירים חד-פעמיים של מוצרים ושירותים ספציפיים, גם אם הם עשויים להימשך זמן מה ולהתבטא במדידת האינפלציה השנתית, לבין אינפלציה מתמשכת.



השפעתן הדינמית והרוחבית של התערבויות ממשלתיות על רמות המחירים נבחנה בספרות הכלכלית לאורך השנים. מחקריהם של Tait (1981) ושל Ebrill et al. (2001) העלו כי העלאת מסים עקיפים יוצרת זעזוע חד-פעמי ברמת המחירים, אך אינה מביאה לדינמיקה אינפלציונית מתמשכת. לעומתם מצאו מחקרים אחרים השפעה ממושכת יותר של העלאות מסים עקיפים על המחירים. Mozdierz (2017) ו-Kondelis & Karabalis (2022) אף זיהו במספר מדינות אירופיות השפעות אינפלציוניות של העלאות מס עקיף שנמשכו כשנתיים ואף יותר. Koutsouvelis & Papastathopoulos (2013) הראו ששינוי במע"מ ביוון אמנם השפיע משמעותית על מחירי התחבורה, האלכוהול והטבק, המסעדות ובתי המלון, והמזון והמשקאות הלא-אלכוהוליים, אך השפיע פחות על מוצרים אחרים, שגם עליהם הועלה המס.

באשר לישראל מצאו מחקרים אמפיריים שגם בטווח הקצר ההשפעה של העלאות מיסוי עקיף על המחירים אינה חד-משמעית; מחקרם של אורן-יפתח ושות' (2007) מצא כי העלאת שיעור המע"מ לא השפיעה בטווח הקצר על מחירי המוצרים שנבדקו – לרבות מוצרי מזון, ניקיון והיגיינה – אך עלתה ההסתברות להתאמות מחירים בכיוון השינוי במע"מ. בדומה לכך מחקרם של סייג וריבון (2017) לא מצא עדות להשפעה משמעותית של שינויי מע"מ על המחירים לצרכן, אך העלה כי שינויים אלו באים לידי ביטוי, אף כי במקדם נמוך, בעיקר במחירי מוצרים המאופיינים בגמישות יחסית, כגון מזון, דלק, הלבשה והנעלה. לעומת זאת, במקרים מסוימים השפעת מיסוי עקיף על המחירים עשויה להיות משמעותית יותר; כך הראו ברוידא וריבון (2022) כי בעקבות הטלת המס על כלים חד-פעמיים מחיריהן של כוסות חד-פעמיות עלו בשיעור גבוה מזה שהיה צפוי על-פי תוספת המס בלבד, ומכאן שקיימים גורמים נוספים המשפיעים על התמסורת ממיסוי למחירים.

מקורות

אורן-יפתח, מל, ע' ברנדר, ד' גליקסברג, נ' זוסמן, נ' מירוניצ'ב, ג' נבון וד' רומנוב (2007). מערכת המס בישראל, המכון למחקר כלכלי בישראל על שם מוריס פאלק.

ברוידא, ק' וס' ריבון (2022). "ההשפעה של הטלת המס על כלים חד-פעמיים על מחיריהם: כוסות חד-פעמיות כמקרה בוחן", לקט ניתוחי מדיניות, בנק ישראל.

- סייג, ד' וס' ריבון (2017). קביעת מחירים בישראל – בחינה אמפירית באמצעות נתוני מיקרו, סקר בנק ישראל 89.
- Cashin, D. & T. Unayama (2016). The Impact of a Permanent Income Shock on Consumption: Evidence from Japan's 2014 VAT increase, RIETI Discussion Paper Series.
- Ebrill, L., M. Keen, J. P. Bodin. & V. Summers (2001). The Modern VAT, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kondelis, E. & N. Karabalis (2022). "Indirect Tax Increases and Their Impact on Inflation Over 2010–2012", Bank of Greece Economic Bulletin 38, Article 1.
- Koutsouvelis, P. & A. Papastathopoulos (2013). "The Effects of Indirect Taxes on Consumer Prices: 74, 69, 63–61. 3 Empirical Evidence for Greece", Advances in Management & Applied Economics.
- Mozdzierz, A. (2017). "The Impact of Changes in Indirect Tax Rates on Inflation in Selected EU Countries", Annales Universitatis Mariae Curie-Sklodowska, Sectio H. Oeconomia.
- Tait, A. A. (1981). "Is the introduction of a value-added tax inflationary?" Finance & Development, 18(2), 37–39.

תיבה ג'-2: פירוק מדד המחירים לצרכן – ההשפעה של שינויים ברכיבים התנודתיים על אינפלציית הליבה

- שינויים מצטברים ברכיבי המדד התנודתיים – אלו שאינם בליבה – משפיעים בעקיפין על התפתחות מדד הליבה, אף כי רק במידה מועטה.

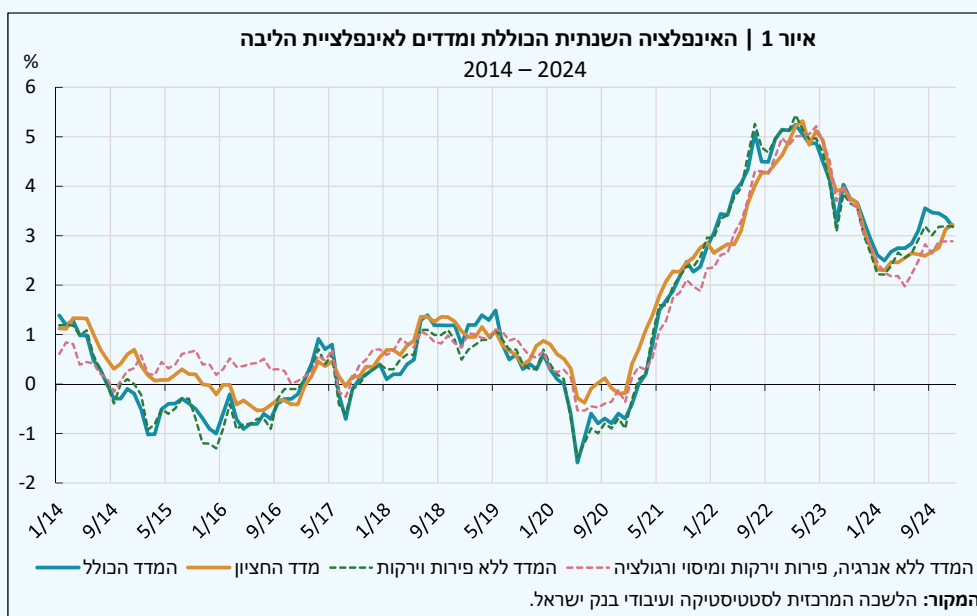
שיעור האינפלציה בעולם ובישראל אופיין בשנים האחרונות בשינויים חדים: אינפלציה נמוכה מאוד בשנות הקורונה, ואחר כך עלייה חדה. (ראו איור ג-3 בגוף הפרק). עלייה זו יוחסה במרבית מדינות ה-OECD בעיקר לעלייה של מחירי הסחורות, בשל שיבושים בהיצען, גם על רקע המלחמה באוקראינה, לצד התאוששות מהירה של הביקושים לאחר הקורונה. התיבה הנוכחית מנתחת את התפתחות האינפלציה תוך זיהוי ההשפעה של הרכיבים המבניים והשינויים הנובעים מגורמים זמניים, על בסיס גישה המוצגת אצל Dao et al. (2024). בפרט, הניתוח מושתת על פירוק האינפלציה לשני רכיבים. האחד – אינפלציית "ליבה", המשקפת את סביבת האינפלציה ומושפעת ממצב מחזור העסקים¹, קשר המבוסס בדרך כלל באמצעות "עקומת פיליפס"; השני – הפער בין אינפלציית הליבה לאינפלציה הכוללת, המבטא גורמים זמניים ולא מבניים. במצבים מסוימים גורמים שאינם באינפלציית הליבה עשויים להשפיע עליה באופן עקיף, בשל מנגנונים כגון התאמת הציפיות או הצמדה של השכר והמחירים לרמת המחירים הכללית². Dao et al. (2024) מוצאים שעלייתה של האינפלציה הגלובלית בשנים שלאחר הקורונה מוסברת באותם זעזועים זמניים שאינם במדד הליבה – בפרט במחירי

¹ הבחנה אפשרית, שונה במקצת, מתייחסת לליבה כחלק האינפלציה המאופיין בקשיחות מחירים. ראו Cecchetti (1997).

² Tenreiro (2023) מתייחסת לעובדה שככל שהזעזועים (מצד ההיצע) נשנים, וככל שהשפעתם על הציפיות ועל האינפלציה בפועל משמעותיות יותר, כך נדרשת המדיניות המוניטרית להגיב לכך.

האנרגיה – שהשפיעו על המדד הכולל גם באופן ישיר וגם באופן עקיף, בגלל התמסורת מהם לאינפלציית הליבה. לעומת זאת מצב המשק היה גורם משני להאצת האינפלציה באותה העת.

בדומה ל-(Dao et al. (2024), אמדנו את הגורמים המשפיעים על אינפלציית הליבה בישראל, ובפרט, בדקנו אם התנודות שאינן כלולות בה משפיעות עליה באופן עקיף. לצורך זה בחנו שלוש מדידות אלטרנטיביות של מדד ליבה: חציון השינוי החודשי במחירים ושני מדדים מנוכים – המדד ללא פירות וירקות והמדד ללא אנרגיה, פירות וירקות ומיסוי ורגולציה. איור 1 מציג את המדדים השונים. ניתן לראות כי התנודתיות של החציון קטנה מזו של המדדים האחרים³, וכי התפתחות המדד המנכה רק את הפירות והירקות דומה מאוד לזו של המדד הכולל. על פני זמן המגמות של כל המדדים דומות.



מה מסביר את אינפלציית הליבה: אנו מוצאים, בדומה ל-(Dao et al. (2024) ולאחרים לפנייהם, שאינפלציית הליבה מושפעת ממספר גורמים. גורם בסיסי המשקף את ההערכה לגבי סביבת האינפלציה בטווח הארוך הוא הציפיות לאינפלציה שתשרור בעוד 5 עד 10 שנים⁴. בטווח הקצר אינפלציית הליבה מושפעת גם ממצב מחזור העסקים, שאותו ניתן לאמוד באמצעות אינדיקטורים שונים, ביניהם היחס בין שיעור המשרות הפנויות לשיעור המובטלים, כלומר הפער בין מגבלות ההיצע למגבלות הביקוש בפעילות הפירמות. כיוון שישראל היא משק קטן ופתוח, כללנו בין הגורמים המשפיעים על מדדי הליבה גם את שער החליפין ומחירי הסחורות (כולל אנרגיה, בדולרים), שכן הם משפיעים על המחירים המקומיים של היבוא (לצריכה פרטית)⁵. נוסף על כך אנו בודקים אם זעזועים זמניים שאינם חלק ממדד הליבה ואינם אמורים להשפיע על סביבת האינפלציה משפיעים בעקיפין על התפתחות המחירים שלא מושפעים מהם ישירות. כדי להימנע מהשפעה

³ סטיית התקן של השינוי החודשי בחציון עבור השנים 2014 עד 2024 היא 0.23, לעומת 0.36 עבור המדד הכולל, 0.35 עבור המדד ללא פירות וירקות ו-0.31 עבור המדד המנכה את הפירות והירקות, האנרגיה והמיסוי ורגולציה.

⁴ Dao et al. (2024) מציגים מודל יחידתי לציפיות הארוכות, אך גם מאפשרים קיומו של קבוע שונה מאפס. התוצאות בניסוח כזה דומות מאוד לאלו המתקבלות כאן, כשמחברים את השפעת הציפיות והקבוע.

⁵ שער החליפין ומחירי הסחורות נכללו בפיגור של תקופה. כאשר אינפלציית הליבה היא החציון של השינוי במחירים, היא כוללת גם שינויים הנובעים ממחירי האנרגיה והסחורות, אם הם אינם גדולים.

של התקופה שלאחר פרוץ המלחמה באוקטובר 2023 על הקשרים הנאמדים, וגם כדי לאפשר להעריך את טיב ההתאמה של האמידה בשנת 2024, אמדנו את המשוואות מ-2014 עד ספטמבר 2023.⁶ המשתנה המוסבר הוא השינוי החודשי (במונחים שנתיים) של מדד הליבה בהגדרות שונות.

התוצאות המוצגות בלוח 1 מראות, כצפוי, שמצב מחזור העסקים משפיע על התפתחות מדד הליבה. ככל שהביקוש חזק יותר – כפי שמתבטא בפער בין מגבלות ההיצע למגבלות הביקוש או במצב שוק העבודה – קצב שינוי המחירים ייטה להיות גבוה יותר.⁷ שער החליפין ומחירי הסחורות, המשקפים בעיקר את מחירי הנפט, משפיעים שניהם על קצב עליית המחירים במידות דומות, ככל הנראה מפני השפעתם על מחירי המוצרים הסחירים במדד.

לוח 1 | אומדן הגורמים המסבירים את שיעור השינוי החודשי במדדי הליבה
מונחים שנתיים, ינואר 2014 עד ספטמבר 2023

מדד הליבה	המדד ללא פירות וירקות (פ"י)	המדד ללא פ"י, אנרגיה ומיסוי ורגולציה	המדד ללא פ"י, אנרגיה ומיסוי ורגולציה	החציון	החציון	החציון	החציון
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
הקבוע	-2.57***	-0.85	-2.41*	-0.32	-0.38		-0.83
הציפיות ל-5 עד 10 שנים	1.63***	0.97***	1.87**	0.82***	0.89**	0.71***	1.06***
הפער בין מגבלות ההיצע למגבלות הביקוש ¹	0.34***	0.27***	0.14	0.18**			
שיעור המשרות הפנויות ביחס לשיעור המובטלים (הסטייה מהממוצע) ¹					2.60***	2.61***	3.04***
השינוי בשער החליפין שקל-דולר ¹	0.08***	0.12***	0.04**	0.10***	0.08***	0.08***	0.07***
השינוי במחירי הסחורות בדולרים ¹	0.12***	0.09***		0.08***	0.08***	0.08***	0.08***
הסטייה של המדד הכולל ממדד הליבה (השפעה עקיפה) ¹	0.15***	0.01	0.10*	0.07*	0.05	0.05*	
השינוי במחירי הפירות והירקות (הסטייה מהממוצע) ¹							0.03*
משתני דמי לעונתיות חודשית ²	כן	כן	כן	כן	כן	כן	כן
Adj. R ²	0.47	0.58	0.52	0.44	0.47	0.57	0.47

¹ בשנה האחרונה, בפיגור של חודש.

² סכום המקדמים נכפה להיות אפס.

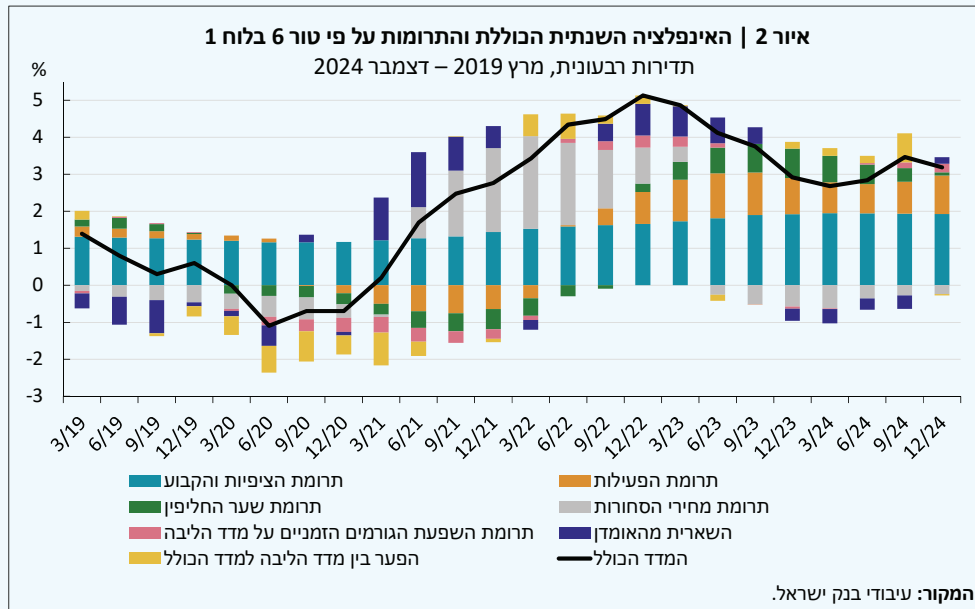
* מסמנת רמת מובהקות של 10%, ** של 5% ו-*** של 1%, על בסיס חישוב מתוקן בגין מתאם סדרתי אפשרי (Newey-West).

המשתנה המעניין – ההשפעה העקיפה של הזעזועים – נמצא ברוב הניסוחים מובהק. משתנה זה מודד את השינוי שחל ב-12 החודשים האחרונים במחירים של רכיבי המדד שאינם נכללים במדד הליבה. בהתאם לכך, כשמדד הליבה מוגדר כמדד בניכוי אנרגיה, פירות וירקות ומסים, המשתנה האמור משקף את התפתחותם של הרכיבים האלו. לכן, כאשר מחירי הסחורות נכללים גם הם באמידה, לא ניתן לזהות השפעה נוספת של המשתנה הזה (טור 2 בלוח 1). השמטת משתנה הסחורות מאפשרת לזעזוע לבוא לידי ביטוי מובהק (טור 3). מעניינות במיוחד התוצאות לגבי החציון. הפער בין החציון למדד הכולל בהתפתחות המחירים בשנה האחרונה משפיע על התפתחות החציון עצמו; משמע שניתן למצוא עדות להשפעה עקיפה של תנודות במדד הכולל על סביבת האינפלציה (טור 4 וטור 6). חשוב לציין שהפער בין החציון למדד הכולל אינו מתואם עם השינוי במחירי הסחורות או בשער החליפין. לכן נראה כי ההשפעה העקיפה שנמצאה אינה משקפת בהכרח את השינויים במחירי האנרגיה, אלא השפעה כללית יותר של התנודות במדד המחירים. בבדיקה נוספת,

⁶ אמידה עד סוף 2024 לא משנה מהותית את התוצאות.

⁷ הניתוח כאן אינו מאפשר לזהות את המנגנון –עליית השכר או גידול הפער בין עלות הייצור למחיר.

המוצגת בטור 7, הזעזועים שאינם בליבה מיוצגים על ידי השינוי השנתי במחירי הפירות והירקות, שהם תנודתיים מאוד, ולא מתואמים עם השינוי במחירי האנרגיה (מיתאם של -0.2 עבור השינוי השנתי). למרות זאת, ועל אף אופיים התנודתי, יש למחירי הפירות והירקות השפעה, אמנם לא גדולה, על התפתחותו של מדד הליבה. זאת אומרת ששינויים במחירים, גם אם נובעים מגורמים שאינם משקפים את המצב הבסיסי של המשק, משפיעים על סביבת האינפלציה. תוצאות דומות מתקבלות כאשר מדד הליבה מיוצג על ידי המדד בניכוי פירות וירקות (טור 1).



בהתבסס על האמידה ניתן להעריך את התרומה של כל אחד מהרכיבים להסבר האינפלציה הכוללת. איור 2 מציג את התרומות המתקבלות מהאמידה בנוסח המוצג בטור 6, בתוספת הפער שבין אינפלציית הליבה הנאמדת לאינפלציה הכוללת. מהאיור עולה כי בשנת 2024 התנודות במדד שלא נכללות במדד הליבה (החציון) תרמו תרומה ישירה לעליית המחירים, במיוחד באמצע השנה. מעבר לכך, להשפעתן העקיפה של תנודות אלו על הליבה הייתה עוד תרומה חיובית קטנה במשך 2024. הפעילות, כפי שהיא נאמדת על ידי יחס שיעור המשרות הפנויות לשיעור המובטלים, תרמה לעליית המחירים⁸, שער החליפין לא היווה גורם מרכזי, ומחירי הסחורות אף תרמו למיתון עליית המחירים. עוד ניתן לראות שהתרומה של מצב הפעילות במשק להתפתחות המחירים בתקופת הקורונה ובתחילת התהליך של האצת האינפלציה בשנת 2022 הייתה זניחה יחסית, בדומה לתוצאה שקיבלו Dao et Al. (2024).

מקורות

Cecchetti, S. (1997). "Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 79 (3), 143–155

Dao, M. C., P. O. Gourinchas, D. Leigh & P. Mishra (2024). "Understanding the international rise and fall of inflation since 2020", Journal of Monetary Economics, 103658.

Tenreiro, S. (2023). "Macroeconomic stabilization in a volatile inflation environment", ECB Forum on Central Banking, June.

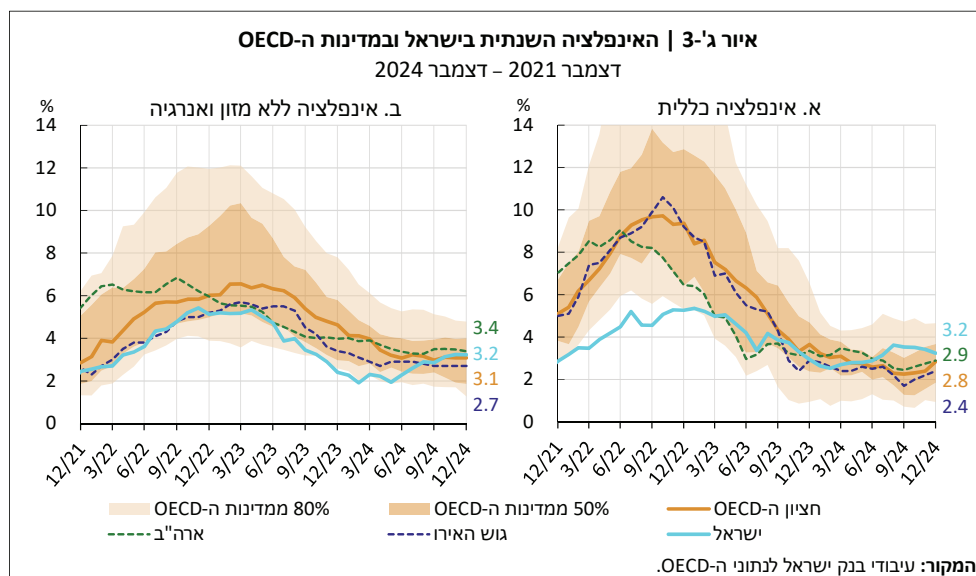
⁸ ההשפעה של עודף הביקוש, הנגזרת מאמידה הכוללת את הפער בין מגבלות ההיצע למגבלות הביקוש (טור 4), מתמתנת בסוף 2024, תוך גידול השארית הלא מוסברת בסוף 2024 (לא מוצג).

ג. ההתפתחויות במשקים המפותחים

בשנת 2024, שלא כמו בשנים הקודמות – ועל רקע המלחמה, שהיא מאפיין מקומי ייחודי – האינפלציה בישראל עלתה בניגוד למגמות בעולם. האינפלציה במרבית המדינות המפותחות המשיכה במגמת "נחיתה רכה", שמאפיינת אותה מאז שלהי 2022 – ירידה והתכנסות לעבר יעדי הבנקים המרכזיים, תוך שמירה על רמות התעסוקה והפעילות הכלכלית³ (איור ג'-3). כך ירד קצב האינפלציה השנתי החציוני ב-OECD מ-3.7 אחוזים בשנת 2023 ל-2.8 אחוזים בסוף 2024. זאת למרות עלייתם של מחירי הסחורות ללא אנרגיה בכ-7 אחוזים (מחירי המזון עלו בכ-9 אחוזים) ועלייה של מחירי התובלה⁴, ולצד ירידה של מחיר הנפט (ברנט) בכ-3 אחוזים (לוח ג'-1). האינפלציה ללא מזון וללא אנרגיה במדינות ה-OECD, שהיא אינדיקטור לאינפלציית הליבה, התמתנה מ-4.6 אחוזים בסוף 2023 ל-3.1 אחוזים בסוף 2024. בהתאם לכך החלו בנקים מרכזיים במדינות המפותחות בסבב של הורדות ריבית במהלך שנת 2024, ואותתו על הורדות ריבית עתידיות נוספות.

השנה, לאחר שנים ארוכות שבמהלכן האינפלציה בישראל הייתה בתחתית ההתפלגות של שיעורי האינפלציה במדינות המפותחות, עבר קצב האינפלציה בישראל לחלקה העליון של התפלגות זו (איור ג'-3א). בסיכום השנה הייתה האינפלציה בישראל גבוהה בכ-0.5 נקודות אחוז מחציון האינפלציה של מדינות ה-OECD. קצב האינפלציה ללא מזון ואנרגיה בישראל (איור ג'-3ב) עלה – אבסולוטית וגם יחסית להתפלגות של מדינות ה-OECD – ועבר מתחתית ההתפלגות לחציון שלה.

קצב האינפלציה בישראל עלה לחלקה העליון של התפלגות האינפלציה במדינות המפותחות.



³ במדינות המובילות בגוש האירו (גרמניה, צרפת ואיטליה) גידול התוצר היה בשנת 2024 נמוך.

⁴ ראו חגי אטקס וניצן פלדמן (2024), ההשפעה של התקפות החות'ים על הסחר הבין-לאומי: האם ישראל חריגה? בנק ישראל, סדרת ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות.

ד. הכוחות המרכזיים שפעלו על האינפלציה

האירוע המרכזי שהשפיע השנה על המשק היה המלחמה. על רקע זה הכוחות הכלכליים העיקריים שתרמו השנה לעליית האינפלציה הם: מגבלות היצע, בעיקר בשל מחסור בעובדים, פגיעה בפריון ושיבושים ביבוא, התאוששות הביקוש בתמיכה של המדיניות הפיסקלית ועלייה של פרמיית הסיכון.

(1) מגבלות בצד ההיצע

המלחמה פגעה
ביכולת הייצור של המשק,
בעיקר בשל המחסור
בעובדים, גורם שפעל
לעליית האינפלציה.

המלחמה פגעה בהיצע התוצר, בעיקר העסקי, במספר אפיקים: פגיעה רוחבית בשוק העבודה – גם במספר המועסקים וגם בשעות העבודה; פגיעה במלאי ההון – במפעלים ובחקלאות באזורי העימות והגבלה של הגישה לאזורים אלו, וגם בשל פגיעה בהשקעות נוכח העלייה בפרמיית הסיכון; פגיעה בפריון; הפרעות ביבוא חומרי גלם ועוד. בהתאם לכך ירדה רמת התוצר העסקי ונוצרו לחצי אינפלציה.

מגבלות בשוק העבודה - מחסור בעובדים ופגיעה בפריון

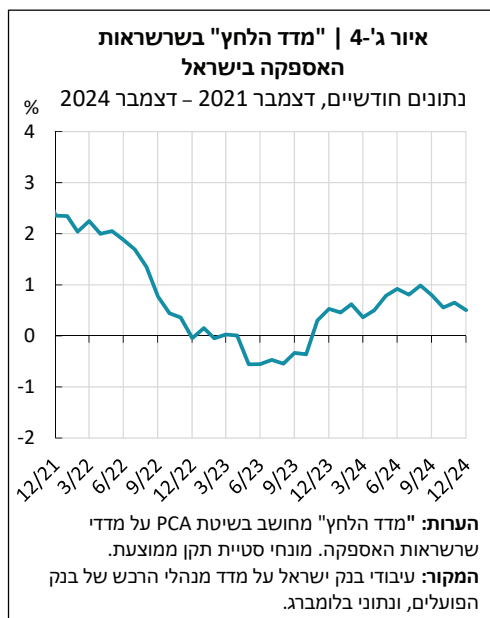
המלחמה הביאה לירידה חדה של היצע העובדים, הן כתוצאה מהאיסור על כניסת עובדים פלסטינים, שמספרם נותר נמוך לאורך כל שנת 2024, והן בשל גיוס מילואים נרחב, תוך הקלה חלקית בלבד בשתי המגבלות במהלך השנה (ראו פרק ה'). הפגיעה בהיצע העובדים השפיעה על האינפלציה דרך שני ערוצים מרכזיים: א. התייקרות הייצור כתוצאה ממחסור בעובדים, עלייה בשכר ופגיעה בפריון העבודה. ב. המחסור בעובדים הוביל לצמצום ההיצע בשוק המוצרים והשירותים. כך נוצר מחסור ביחס לביקוש ועליה של מרווח התמחור (markup) כתוצאה מהתחזקות כוח השוק של חלק מהיצרנים והמשווקים. נציין כי אנשי המילואים אמנם תרמו לתוצר על ידי תרומתם לביטחון, אך זו באה על חשבון תרומתם לתוצר במקצועותיהם האזרחיים, ובהתאם לכך – על חשבון היצע המוצרים והשירותים האזרחיים (ראו פרק ב').

התהדקות שוק העבודה התבטאה בעליית יחס המשרות הפנויות למספר המובטלים מ-0.9 ברבעון הראשון של 2024 ל-1.2 ברבעון הרביעי (לוח א'-3). תיבה ג'-2 מראה כי התהדקות שוק העבודה תרמה לאינפלציה במהלך שנת 2024 כנקודת אחוז אחת (תרומה שפעלה דרך מספר ערוצים, ולא רק דרך עליות שכר).

הביקוש לעובדים היה מתואם עם עליית השכר הנומינלי בענפי המשק בשנת 2024 (איור ה'-10), כך שהשכר הנומינלי במשק עלה בשנת 2024 בכ-6 אחוזים, ותרם לאינפלציה. בוזגלו-בריס (2024)⁵ מצאה כי התמסורת מהשכר הנומינלי (של עובדים ישראלים) לאינפלציה היא כ-0.1, ולכן ניתן להסיק שעליית השכר מתחילת המלחמה תרמה לאינפלציה במהלך 2024 עד כ-0.6 נקודות אחוז. יתירה מכך, עלות העבודה ליחידת תוצר עלתה ב-4.2 אחוזים (פרק א'), מה שמבטא גידול של העלות השולית ולחצים אינפלציוניים.

⁵ שירה בוזגלו-בריס, אינפלציית שכר ומחירים: ניתוח ענפי, בנק ישראל חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון 2024.09, בחנה את התמסורת מהשכר אל המחירים, ולהפך, תוך שימוש בנתונים ענפיים; זאת בהינתן, הפריון הענפי.

שיבושים ביבוא



גורם נוסף שפגע בהיצע ותרם לאינפלציה ב-2024 הוא שיבושים בתהליכי היבוא לישראל, שנוצרו בעטייה של המלחמה (ראו פרק ב'), בגלל הפרעות לקשרים הכלכליים עם מדינות ופירמות ברחבי העולם⁶; זאת, בין השאר, כתוצאה מביטולי טיסות נרחבים⁷, וכן משיבושים בנתיב הסחר במפרץ עדן, שהעלו את עלות השינוע ומשכו. אינדיקציה להשפעה של שיבושי הסחר ניתן לראות במדד הלחץ בשרשראות האספקה, שעלה לאחר פרוץ המלחמה, ונותר ברמה גבוהה לאורך שנת 2024 (רמה ממוצעת של 0.66 סטיות תקן). (איור ג'4).

מדד הלחץ בשרשראות האספקה של היבוא נותר לאורך שנת 2024 ברמה גבוהה, ושיקף עוד קשיים שהגבילו את ההיצע במשק.

(2) התאוששות הצריכה, המדיניות הפיסקלית ועודף הביקוש

ברבעון הראשון של שנת 2024 החלה התאוששות מסוימת בצריכה הפרטית, שירדה מאוד בתחילת המלחמה (ברבעון האחרון של 2023). זאת נוסף על הקניות המקומיות של המגזר הציבורי, שקיזזו במידה רבה את האטת הביקוש של המגזר הפרטי ואף מעבר לכך. דוגמאות בולטות לכך הן מימון השהות בבתי מלון ותשלומי שכר הדירה עבור התושבים המפונים, שקיזזו את השפעת היעדרם של התיירים ואת היעדרם של חלק מהצעירים משוק השכירות בגלל שירות מילואים. הממשלה גם שילמה תשלומי העברה ומענקים לאנשי מילואים ולמפונים, ואלה תמכו בביקוש שלהם ושל משפחותיהם, בשעה שהם עצמם נגרעו מהיצע העבודה לפעילות האזרחית – התפתחות משולבת שהשפעתה הכוללת היא תרומה להיווצרות עודפי ביקוש. הקלות בתחום האשראי, כדוגמת המתווה לדחיית החזרי הלוואות של משקי בית, סייעו בצמצום ההפרעות לשגרת הפעילות, ובכך תרמו גם הן להתאוששות הביקוש.

הצריכה הפרטית הנומינלית גדלה בשנת 2024 ב-6.9 אחוזים (ביחס לרמתה הממוצעת בשנת 2023, וב-5.8 אחוזים ביחס לרמתה הממוצעת בתקופה שמהרבעון הרביעי של 2022 עד הרבעון השלישי של 2023); זאת כאשר קצב הגידול של התוצר הנומינלי בעשור האחרון הוא כ-6 אחוזים. במונחים ריאליים, התרומה של הצריכה הפרטית והקניות הציבוריות (ללא יבוא ביטחוני) לצמיחה הייתה בשנת 2024 5.4 אחוזים. (רמתה הממוצעת של הצריכה הפרטית הריאלית הייתה בשנת 2024 גבוהה ב-3.7 אחוזים מרמתה בשנת 2023, וגבוהה ב-1.7 אחוזים מאשר בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023, ראו פרק ב').

שנת 2024 הושפעה מכוחות שהגבילו את צד ההיצע, ובכך הורידו זמנית את רמת התוצר הפוטנציאלי, המשקפת את יכולת הייצור של המשק. סטייה של הביקושים מרמה זו ("ביקוש עודף")

⁶ תיבה ב'-2, מלמדת שההשפעה של האמברגו הטורקי על מחירי היבוא לישראל הייתה מוגבלת.

⁷ מחיר כרטיסי הטיסה לא השפיעו על האינפלציה השנתית, אך הירידה בהיצע הטיסות מקשה על היבוא, למשל על טיסות של ישראלים לחו"ל (יבוא שירותי תיירות).

המדד ל"עודף ביקוש",
על סמך סקר המגמות
של הלמ"ס, עלה
מתחילת שנת 2024.

מובילה להתפתחות של "פער תוצר", ופועלת לעליית האינפלציה. כדי לבדוק אם התאוששות הביקוש אכן שיקפה "עודפי ביקוש" מסוג זה, מוצג "מדד לעודף ביקוש" (פרק א', איור א'-3), על סמך מגבלות הביקוש ומגבלות ההיצע המדווחות בסקר המגמות של הלמ"ס⁸. האומדן מסקר המגמות מראה שמתחילת שנת 2024 התמתנה מגבלת הביקוש ללא שיפור מקביל במגבלת ההיצע, כך שנוצר "פער ביקוש".

המלחמה השפיעה השנה על האינפלציה דרך ערוץ נוסף: נמצא (תיבה ג'-3) כי עליית הגירעון הממשלתי ביחס לרמתו ערב המלחמה (עלייה של 5.4 אחוזי תוצר) תרמה לעלייתן של ציפיות האינפלציה לשנה כחצי אחוז עד אחוז. ממצא זה מבטא הערכה בשוק ההון שמדיניות פיסקלית מרחיבה תורמת לעלייה באינפלציה בשל תרומתה לביקוש המצרפי, ואילו ההשפעה המרסנת של ציפיות למיסוי עתידי, הפועלות לריסון הביקוש, היא כנראה משנית.

תיבה ג'-3 – הגירעון והציפיות לאינפלציה

- עליית הגירעון בתקציב הממשלה, בהשוואה לערב המלחמה, תרמה לעלייתן של ציפיות האינפלציה בכחצי נקודת אחוז עד נקודת אחוז.

בשנת 2024 היו הוצאות ממשלתיות גבוהות, בעיקר בשל המלחמה. הוצאות אלו הובילו לגירעון גבוה ולעלייה ניכרת של החוב הציבורי. מדיניות פיסקלית מרחיבה עלולה להביא לעליית האינפלציה דרך הרחבת הביקושים המקומיים, במיוחד כשבמשק שוררות מגבלות היצע. גירעון ממשלתי גבוה עלול גם לגרום לשווקים להעריך כי הממשלה תתקשה להחזיר את החוב העתידי באמצעות מיסוי או קיצוץ הוצאות, הערכה שתפעל אף היא לעליית הציפיות לאינפלציה¹.

העדויות האמפיריות באשר לכיוון ולעוצמה של השפעת המדיניות הפיסקלית על האינפלציה חלוקות; מחקרים אחדים מצאו כי הרחבה פיסקלית פועלת לעליית האינפלציה (Ferrara et al., 2021), ואחרים הראו כי ההשפעה אינה מובהקת ואף שלילית² (Jørgensen & Ravn, 2022). (Coibion, Gorodnichenko & Weber (2021) ו-Grigoli & Sandri (2024) ערכו ניסויים בקרב משקי בית: קבוצת משתתפים קיבלה מידע שלפיו תוואי החוב הממשלתי יעלה. נמצא שאלו עדכנו את ציפיותיהם לאינפלציה כלפי מעלה, מה שמעיד כי להערכתם יש לגידול החוב השפעה אינפלציונית. Hazell & Hobler (2024) הראו, בהתבסס על נתונים בתדירות גבוהה, כי הגירעון הממשלתי הגבוה בארה"ב בתקופת הקורונה מסביר כ-30 אחוזים מהאינפלציה ב-2021–2022. Gomez Cram et al. (2023) מתעדים עלייה בציפיות לאינפלציה בימים שלאחר פרסום צעדים פיסקליים עתידיים בעלי השפעה מרחיבה על גירעון הממשלה.

בתיבה זו אנו בודקים אם עלייה של סביבת הגירעון אכן נתפסת בישראל כאינפלציונית. המיקוד בציפיות האינפלציה (ולא באינפלציה בפועל) מאפשר לזהות את ההשפעה האינפלציונית של הגירעון על בסיס נתונים בתדירות גבוהה. כיוון

¹ Cochrane (2023) מתאר, על בסיס התיאוריה הפיסקלית של רמת המחירים, כיצד הוצאות ממשלתיות גבוהות עשויות להביא לעלייה בציפיות לאינפלציה. התיאוריה מדגישה את החשיבות של מדיניות פיסקלית אחראית לשמירה על יציבות המחירים, שכן חוב ממשלתי גבוה יכול להוביל ללחצים אינפלציוניים דרך תפיסת הציבור כי בעתיד ערכו של החוב הריאלי יישחק באמצעות אינפלציה, שמטרתה לעמוד בהתחייבויות.

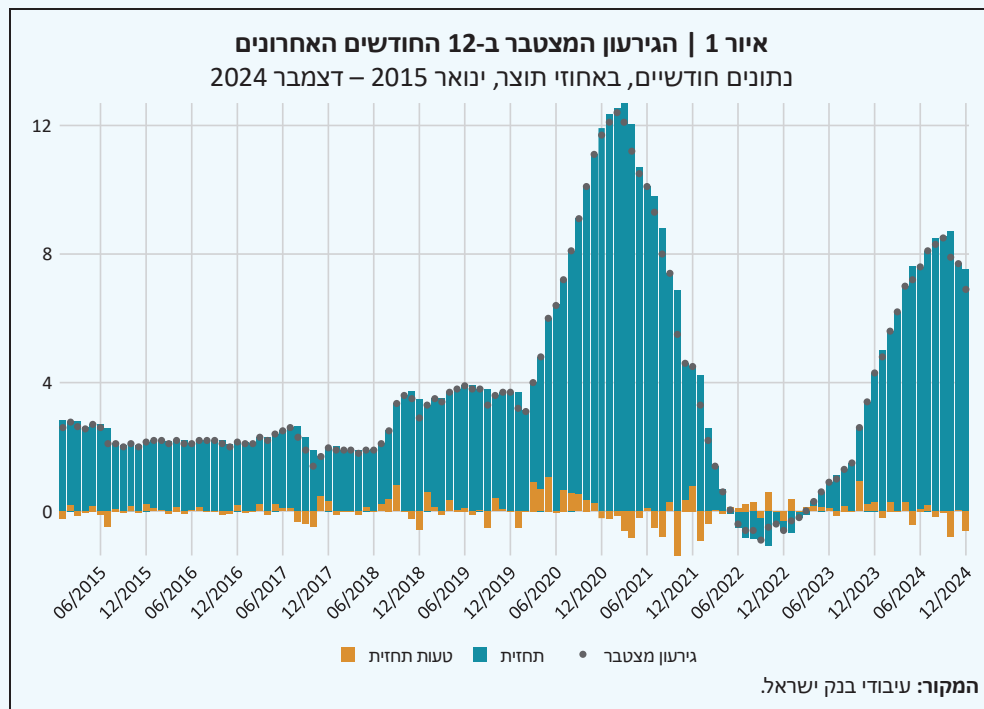
² Jørgensen & Ravn (2022) מתארים כיצד הרחבה פיסקלית מתמרצת אימוץ מהיר של טכנולוגיות, המעלות את הפריץ, ובכך פועלות לירידת המחירים.

⁸ נמצא כי מדד זה מתואם עם האינפלציה יותר משמתואמים אתה אינדיקטורים אחרים, כסטיות התוצר או האבטלה, ממגמותיהם הסטטיסטיות.

שהציפיות לאינפלציה משפיעות על האינפלציה בפועל (Lucas, 1972), השפעת העלייה בגירעון על הציפיות לאינפלציה מצביעה על ערוץ סיכון של עלייה באינפלציה הקשור גם למדיניות הפיסקלית.

הנתונים: הניתוח מתמקד בנתונים בתדירות יומית, ובוחן את השינוי שחל בציפיות האינפלציה לשנה משוק ההון (Breakeven) בחלון-זמן קצר סביב יום הפרסום של נתון הגירעון המצטבר בשנים עשר החודשים האחרונים כאחוז מהתוצר³. המדגם כולל את התקופה שמינואר 2015 עד דצמבר 2024.

המתודולוגיה והתוצאות: הנתון, המתפרסם אחת לחודש, של הגירעון המצטבר בשנים עשר החודשים האחרונים כאחוז מהתוצר (איור 1) מתייחס לחודש שהסתיים, וכולל הן רכיב שהיה צפוי מראש (כולל אחד-עשר החודשים הקודמים שכבר היו ידועים) והן רכיב לא צפוי. כיוון ששוק ההון צופה פני עתיד, רק לרכיב הלא צפוי בגירעון עשויה להיות השפעה על השינוי בציפיות לאינפלציה בזמן הפרסום. החזאים הכלכליים והשחקנים בשוק אינם מפרסמים תחזית לגירעון באופן שוטף, ולכן קשה לבודד את הרכיב המפתיע בגירעון ולבחון את השפעתו על הציפיות לאינפלציה. כדי להתמודד עם מגבלה זו בנינו תחזית סטטיסטית לגירעון המצטבר⁴. הניתוח משתמש בטעויות התחזית כאומדן להפתעה בגירעון.



האמידה מבוססת על משוואה מסוג Local Projection כדי לאמוד את התגובה המצטברת של ציפיות האינפלציה למידע על הגירעון:

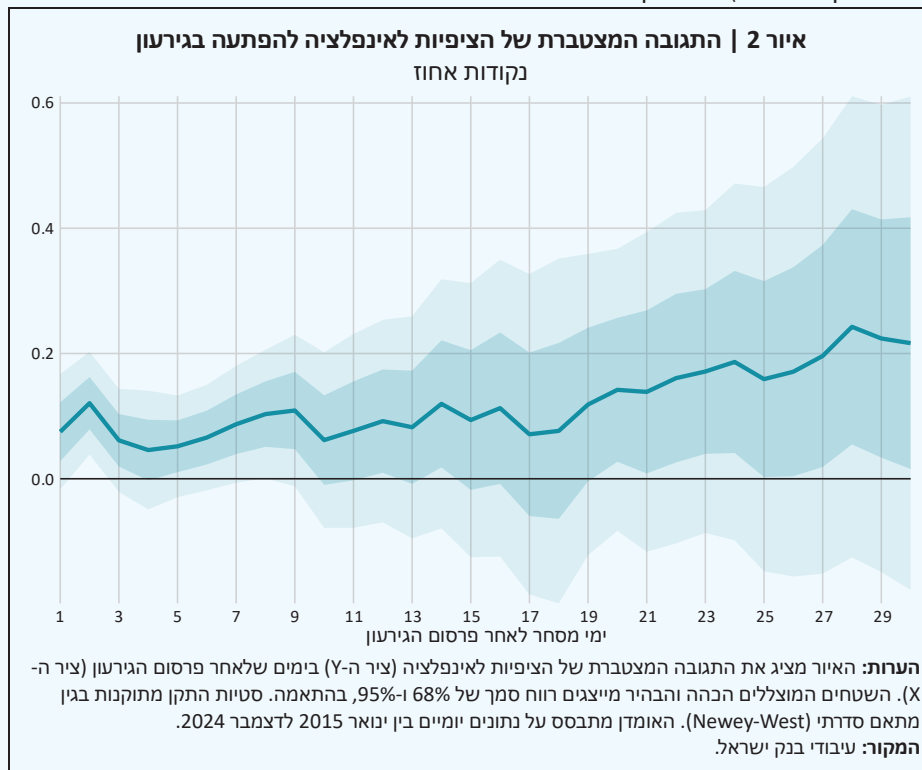
$$\Delta_{t-1,t+h}\pi^e = \alpha^h \times I(\text{ReleaseDate}) + \beta^h \times I(\text{ReleaseDate}) \times \text{ForecastGap}_t + \gamma^h \Delta_{t-1,t+1}X + \epsilon_{t+h}$$

³ המידע מתפרסם לרוב בין ה-5 ל-12 בחודש, והתזמון אינו ידוע מראש.

⁴ התחזית, לתקופה אחת, מבוססת על מודל ARMA 1,1, הנאמד על בסיס נתוני הגירעון ההיסטוריים עד למועד פרסום הנתון החודשי החדש. פרסום הגירעון המצטבר מתייחס לחודש שהסתיים, ולמעשה כמעט אין נתונים אחרים המתפרסמים לפניו (למשל נתוני שוק העבודה, שיכלו לתת אינדיקציה על צד ההכנסות). כיוון שהתחזית מבוססת על מודל סטטיסטי, היא מוגבלת ביכולתה לזהות, את הרכיב הצפוי, בשינויי הגירעון המשמעותיים שהוערכו על ידי השוק טרם פרסומם.

כאשר $\Delta_{t-1,t+h}\pi^e$ הוא השינוי בציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון בין יום המסחר הקודם ליום המסחר ה- h הבא. I ($ReleaseDate$) הוא משתנה דמי ליום פרסום הגירעון, ו- $ForecastGap_t$ היא טעות התחזית לגירעון מהמודל הסטטיסטי. משתני הבקרה הכלולים ב- X הם השינויים בשער החליפין מול הדולר, במחיר חבית נפט ובציפיות לאינפלציה בארה"ב ביחס ליום המסחר הקודם. המשוואה כוללת גם שבעה פיגורים של השינוי היומי בציפיות האינפלציה, משתני דמי לשנה, לחודש, לימי החלטות הריבית ולימי פרסום מדד המחירים לצרכן.

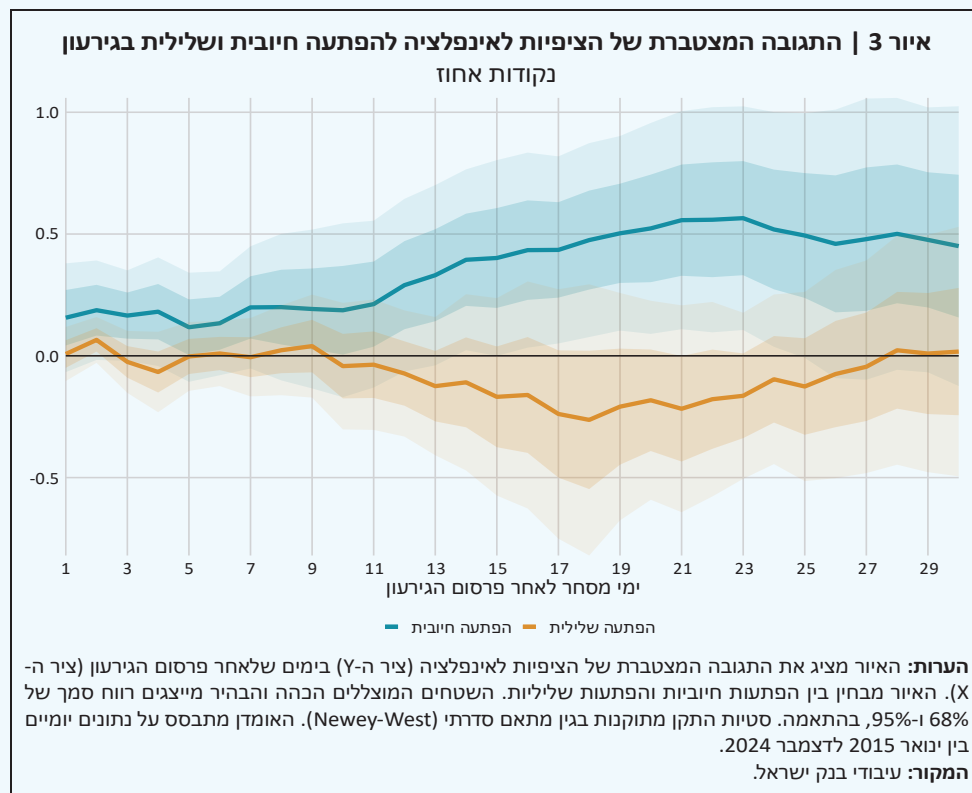
איור 2 מציג את המקדם β^h עבור 30 ימי המסחר שלאחר פרסום הגירעון. נראה כי לאחר הפתעת גירעון בגודל אחוז תוצר⁵ הציפיות לאינפלציה עולות ב-0.1–0.2 נקודות אחוז, והתגובה מובהקת בעיקר בשבוע הראשון שלאחר הפרסום⁶. תוצאות דומות מתקבלות באמידה שמתבססת על מדגם שמסתיים בספטמבר 2023 (ערב המלחמה). משמע שהשפעה הנאמדת אינה תוצאה של שנת 2024 בלבד. תגובה חיובית אך חלשה מעט יותר נמצאה גם עבור הציפיות לאינפלציה בטווח הארוך (פרוורד 5-10 שנים). איור 3 בודק אם תגובת השוק להפתעות חיוביות שונה מתגובתו להפתעות שליליות. התוצאות של שתי הבדיקות מלמדות שהציפיות לאינפלציה משוק ההון מגיבות באופן מובהק לפרסומים על גירעון גבוה מהצפוי, ואילו לגירעון נמוך מהצפוי אין השפעה מובהקת על הציפיות⁷. השימוש בהפתעות הגירעון מאפשר לזהות את התמסורת לציפיות האינפלציה בצורה נקייה, ולחשב, באופן עקיף, את תרומת גידולו של הגירעון בשנת 2024. נראה אפוא שלעליית הגירעון הממשלתי ביחס לרמתו ערב המלחמה (עלייה של 5.4 אחוזי תוצר) הייתה תרומה משמעותית (כחצי נקודת אחוז עד נקודת אחוז) לעלייתן של ציפיות האינפלציה.



⁵ ההפתעה הממוצעת (בערך מוחלט) בתקופת המדגם היא בגודל 0.25 אחוז תוצר.

⁶ נסייג ונאמר כי מדידת ציפיות האינפלציה משוק ההון מכלילה בהן פרמיות הקשורות בנזילות ובסיכון של שוקי האג"ח הממשלתיים (הצמודות והשקליות). ייתכן אפוא שהמידע על הגירעון מלמד על צורכי הגיוס בטווח הקצר, ובכך משפיע על ציפיות השחקנים בשווקים אלו באשר לתמהיל ההנפקות הקרובות.

⁷ כמבחן פלצבו אמדנו את המשוואה מחדש: הקדמנו את ימי פרסום הגירעון וההפתעות בחמישה ימים. נמצאה תגובה לא מובהקת של הציפיות לאינפלציה ב-LP באופק של עד חמישה ימים, ממצא התומך בהערכה שהשינוי בגירעון לא היה צפוי.



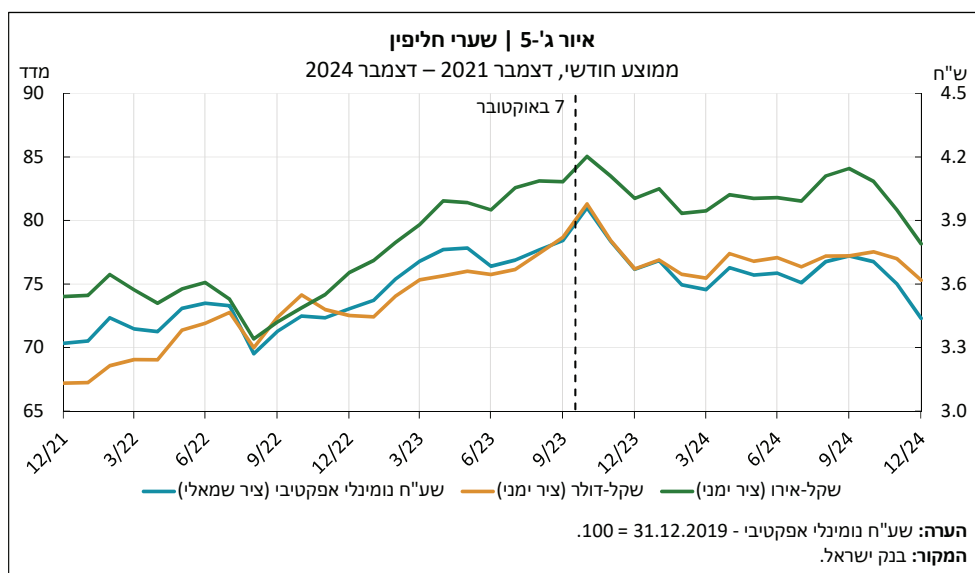
מקורות

- Cochrane, J. H. (2023). "The fiscal theory of the price level". Princeton University Press.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko & M. Weber (2021). Fiscal policy and households' inflation expectations: Evidence from a randomized control trial (No. w28485). National Bureau of Economic Research.
- Ferrara, L., L. Metelli, F. Natoli & D. Siena (2021). "Questioning the puzzle: fiscal policy, real exchange rate and inflation", Journal of International Economics, 133, 103524.
- Gomez Cram, R., Kung, H., & Lustig, H. N. (2023). Can US treasury markets add and subtract.
- Grigoli, F., & Sandri, D. (2024). "Public debt and household inflation expectations", Journal of International Economics, 152, 104003.
- Hazell, J., & Hobler, S. (2024). Do Deficits Cause Inflation? A High Frequency Narrative Approach (No. DP2024-39). Centre For Macroeconomics.
- Jørgensen, P. L., & S. H. Ravn (2022). "The inflation response to government spending shocks: A fiscal price puzzle?", European Economic Review, 141, 103982.
- Lucas Jr, R. E. (1972). "Expectations and the Neutrality of Money". Journal of economic theory, 4(2), 103-124.

(3) שער החליפין של השקל

במהלך שנת 2024 היה השקל תנודתי סביב רמה יציבה ומיוספת במקצת ביחס לערב המלחמה.

שער החליפין רגיש להשפעתם של כוחות רבים, כפרמיית הסיכון, שינויים בעודף בחשבון השוטף, ועוד. עם פרוץ המלחמה פוחת השקל בשיעור ניכר, והגיע לרמה של 4.08 שקלים לדולר ושל 4.32 שקלים לאירו. אולם על רקע הכרזת בנק ישראל בראשית המלחמה על תוכניתו ומחויבותו למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת⁹, וההתערבות בשוק במסגרת התוכנית, ניכר בשלהי 2023 ייסוף חד ובמהלך שנת 2024 נשאר השקל ברמה יציבה יחסית ומיוספת במקצת מאשר ערב המלחמה (איור ג' 5-). התנודתיות סביב רמה זו הושפעה בעיקר מההתפתחויות הגיאו-פוליטיות. בסיכום שנתי יוסף השקל בשיעור של 5 אחוזים במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (ממוצע דצמבר 2024 ביחס לממוצע דצמבר 2023). בסוף השנה (ממוצע דצמבר) עמד שער החליפין של השקל מול הדולר על 3.62 ושער השקל מול האירו – על 3.79.



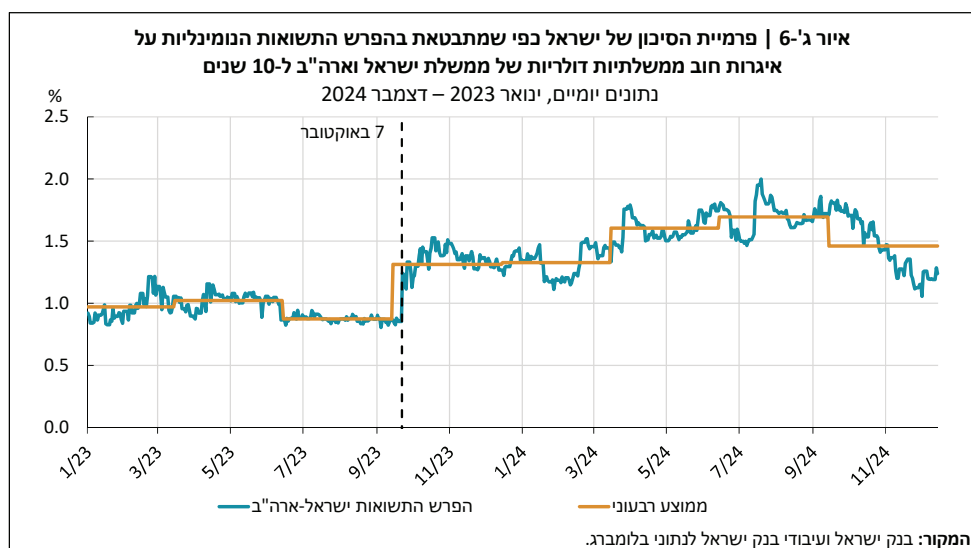
העודף בחשבון השוטף והריסון היחסי בתוואי הריבית פעלו לייסוף השקל; העלייה בפרמיית הסיכון פעלה לפיחותו.

העלייה בפרמיית הסיכון של ישראל שהתרחשה בעקבות המלחמה (עלייה שחלק ניכר ממנה קוּזז לקראת סוף השנה) הייתה כוח מרכזי שפעל לפיחות השקל. כנגד זאת פעלו השנה שני גורמים עיקריים לקיזוז ההשפעה האמורה לייסוף השקל. ראשית, העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים הסתכם בשנת 2024 ב-3.2 אחוזי תוצר (פרק ב', לוח ב'-6). אומנם, מדובר בירידה ביחס לרמתו בשנת 2023, על רקע התמשכות המלחמה והאטה בענף התיירות, אך זהו עדיין עודף משמעותי ומתמשך אשר תורם כאמור לייסוף. נזכיר כי בשנים האחרונות, תגליות הגז והתעצמות היצוא של מגזר ההיי-טק בלטו בתרומתן לעודף. גורם נוסף לייסוף השקל הוא הריסון היחסי בתוואי הריבית של בנק ישראל לעומת בנקים מרכזיים אחרים, שהחלו בתהליך של הפחתת הריבית. פרמיית הסיכון של המשק הושפעה בעיקר מהמצב הגיאו-פוליטי, אך גם מהתפיסה לגבי המצב הפיסקלי וההתנהלות הפיסקלית, כפי שהשתקפה בחלק מדוחות חברות הדירוג. תפיסה זו הושפעה מהעלייה של יחס החוב לתוצר, תוצאת ההוצאה הפיסקלית הגדולה בשל המלחמה והשלכותיה, שלצד תרומתה להתאוששות הביקוש, הובילה לגידול החוב הציבורי. גורם נוסף שהשפיע על פרמיית

⁹ <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/09-10-23>

הסיכון הוא התובנה שצפויה עלייה מתמשכת ניכרת של הוצאות הביטחון ושל הוצאות אחרות בגלל המלחמה. בבחינה אמפירית של נתוני המשק הישראלי מצאו ברנדר וריבון (2015)¹⁰, כי הגדלת יחס החוב הציבורי לתוצר בנקודת אחוז מעלה את התשואות הארוכות של האג"ח הממשלתיות ב-0.1 נקודות אחוז. מכאן ניתן להעריך שאם לאחר המלחמה יחס החוב לתוצר יישאר גבוה לאורך זמן, גם התשואות על החוב יהיו גבוהות מאשר ערב המלחמה.

מפרוץ המלחמה ובמהלך מרבית השנה הייתה פרמיית הסיכון של המשק גבוהה במידה ניכרת מאשר לפני המלחמה. הדבר התבטא בעליית התשואות על האג"ח הממשלתיות הדולריות ביחס לאלה של ממשלת ארה"ב (איור ג'-6), בעלייה של מחירי ה-CDS (פרק א', איור א'-7), בהורדת דירוגה של ישראל בידי חברות הדירוג הבין-לאומיות (והוספת אופק דירוג שלילי), ובהמשך ביצועי חסר של שוק המניות בישראל בהשוואה בין-לאומית, למשל ביחס למדד S&P¹¹ במשך רוב השנה (פרק א', איור א'-8). מבחינה כמותית, ברבעון האחרון של שנת 2023 עלה המרווח הדולרי בכ-0.45 נקודות אחוז (ב-0.4 נקודות אחוז מייד עם פרוץ המלחמה), וברבעון השני של 2024 הוא עלה בכ-0.3 נקודות אחוז נוספות (איור ג'-6). ברבעון האחרון של השנה, על רקע התפתחויות גיאופוליטיות בהקשר של המלחמה, ירדה פרמיית הסיכון ירידה ניכרת – כפי שהתבטא במרווח ה-CDS ובתשואות איגרות החוב הממשלתיות – וגם שוק המניות צמצם את הפער ביחס לשאר שוקי המניות בעולם. עם זאת פרמיית הסיכון עדיין גבוהה מאשר לפני המלחמה.



רמתו של שער החליפין של השקל במהלך השנה הושפעה גם מפעולתו של בנק ישראל לשמירה על יציבותו של השקל בתחילת המלחמה.

שער החליפין הושפע גם מתוכנית ההתערבות שעליה הכריז בנק ישראל עם פרוץ המלחמה. התוכנית הוכרזה בהיקף של עד 30 מיליארדי דולרים, ובפועל בוצעו רכישות בהיקף של כ-8 מיליארדים בלבד. יתרות המט"ח הגבוהות, שעמדו בתחילת השנה על כ-210 מיליארדי דולרים,

¹⁰ עדי ברנדר וסיגל ריבון, השפעתן של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בישראל ושל הכלכלה הגלובלית, על התשואות הריאליות של האג"ח הממשלתיות בישראל: בחינה מחודשת לאחר עשור, בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון 2015.02, ינואר 2015.

¹¹ התפתחות כזאת עלולה לאלץ משקיעים מוסדיים לבצע התאמות בתיקי הנכסים במטרה לשמור על ההרכב של תיק הנכסים (ו/או התאמות בפוזיציות הגידור של חשיפתם למטבע חוץ) – כלומר, למכור נכסים דולריים. הדבר לוחץ לייסוף השקל, ובכך מקזז חלק מהאפקט המפחת של עליית פרמיית הסיכון. ראו פרק ג' בדוחות בנק ישראל לשנים 2022-2023.

והתוכנית שעליה הכריז בנק ישראל אותה לשחקנים בשוק על מחויבותו ויכולתו של בנק ישראל לשמור על יציבותו של השוק ועל תפקודו התקין, ובהתאם לכך התמתן במהלך התקופה הלחץ על שער החליפין.

על פי אומדנים של בנק ישראל תרמה עליית פרמיית הסיכון להיחלשות השקל במהלך שנת 2024 כ-2 אחוזים, ותרומתה המצטברת לאינפלציה הסתכמה בכ-0.75 נקודות אחוז. אף על פי כן, עקב שילוב כל הגורמים וההתפתחויות, ביניהם אלו שפעלו לייסוף השקל, אופיין שער החליפין במרבית שנת 2024 בתנודתיות סביב רמה נתונה, כאשר השקל מיוסף ביחס לתקופה שלפני המלחמה.

3. המדיניות המוניטרית

א. שיקולי המדיניות המוניטרית וצעדיה

מייד עם פרוץ המלחמה התמקדה הוועדה המוניטרית בייצוב השווקים ובהפחתת אי-הוודאות.

צעדי המדיניות של בנק ישראל במהלך 2024 היו חלק ממכלול שהחל עם פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" בסוף 2023. מייד עם פרוץ המלחמה התמקדה הוועדה המוניטרית בצעדים התומכים בייצוב השווקים, בפרט שוק מטבע החוץ, ובהפחתת אי-הוודאות, כולל תכנית התערבות לצורך ייצוב שער החליפין והספקת נזילות ככל שנדרש. זאת כדי לשמור על היציבות הפיננסית, שפגיעה בה עלולה לפגוע משמעותית בפעילות הכלכלית ולגרום לעלייה חדה של האינפלציה. מאז פרוץ המלחמה ובמהלך כל שנת 2024 הדגישה הוועדה כי החלטות המדיניות ייקבעו לפי ההתפתחויות במשק ובסביבה הגיאו-פוליטית, על רקע אי-הוודאות הגבוהה (מדיניות שמכונה בעולם data dependent). הוועדה עקבה אחר יציבות השווקים הפיננסיים – ובפרט אחר פרמיית הסיכון ושוק מטבע החוץ, ואחר סביבת האינפלציה והתפתחות הפעילות במשק, ובכלל זה המצב הפיסקלי, שוק העבודה ושוק הדיור.

ב-1.1.2024 הפחיתה הוועדה את הריבית ל-4.5 אחוזים.

בהחלטה הראשונה של השנה, ב-1.1.2024, הפחיתה הוועדה את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, ל-4.5 אחוזים, על רקע המשך ירידתה של סביבת האינפלציה, צמצום הלחמה ביחס לתחילת המלחמה, התמתנות החשש מפיחות משמעותי, וההערכה שהממשלה תבצע את ההתאמות התקציביות הנדרשות בשל עלויות המלחמה.

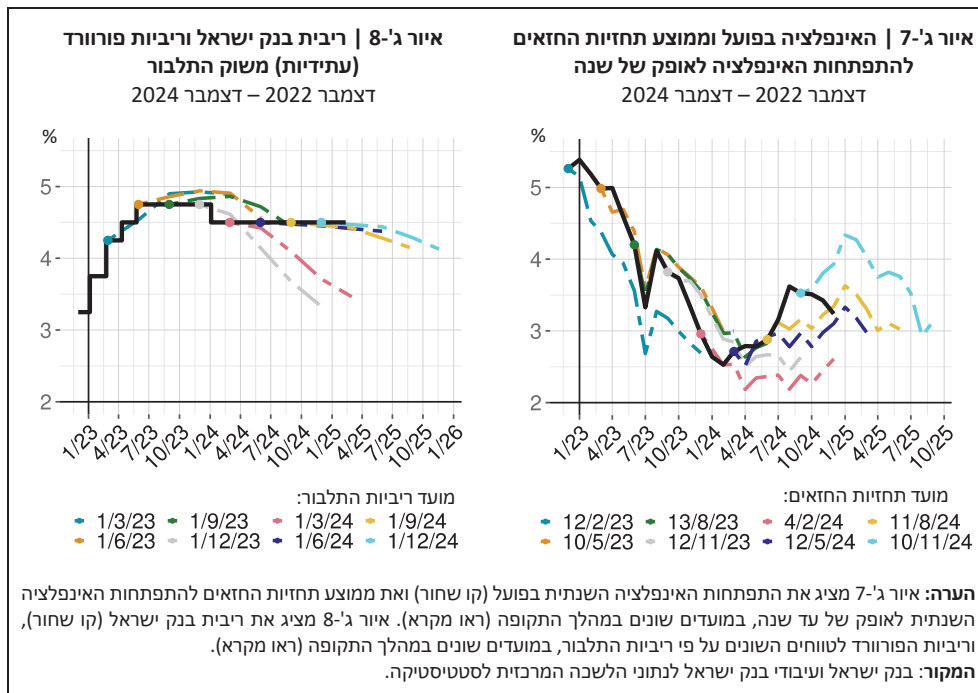
בהמשך השנה, השאירה הוועדה את הריבית ללא שינוי, בהעריכה שמגבלת ההיצע משמעותית יותר ממגבלת הביקוש.

בהמשך השנה, על רקע ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות והתמשכות המלחמה, התחזקה ההערכה שמגבלת ההיצע משמעותית יותר ממגבלת הביקוש, מה שהתבטא בהאצת האינפלציה בפועל ובחששות שההתאוששות בפעילות תלווה בלחצים לעליית המחירים. על כן השאירה הוועדה את הריבית ללא שינוי בכל החלטותיה בהמשך השנה. החלטות אלה תואמות את הסביבה המקרו-כלכלית של ישראל השנה, שכן הורדת הריבית אינה כלי אפקטיבי לטיפול במגבלות היצע כמחסור בעובדים, ומדיניות מרחיבה הייתה עשויה להגביר את עודפי הביקוש, ובכך להעלות את האינפלציה ללא תרומה של ממש לפעילות. לאורך השנה המשיכה המדיניות להתמקד בהפחתת אי-הוודאות ובשמירה על יציבות השווקים הפיננסיים, בפרט שוק מטבע החוץ, לצד שמירה על יציבות המחירים. אומדנים וניתוחים שונים לימדו שסביבת הריבית מרסנת דיה, ולכן תומכת בתהליך התכנסות האינפלציה ליעדה. על פי הניתוח המוצג בהמשך, התפתחות הריבית הריאלית מעידה על יציבות יחסית במידת הריסון של המדיניות המוניטרית.

ב. התפתחות ציפיות האינפלציה והריביות הצפויות

בתחילת 2024, ובהמשך להתפתחויות בעקבות פרוץ המלחמה בסוף 2023, נראה שהביקוש לצריכה התמתן מאוד, ובהתאם לכך גם האינפלציה והציפיות לגביה (איור ג'-7). במהלך הרבעון הראשון של 2024 הצביע ממוצע החזאים על ציפיות לאינפלציה לאופק של שנה בקרבת מרכז היעד. בהתאם לכך צפה השוק תוואי ירידה משמעותית של הריבית בהמשך השנה (איור ג'-8). במהלך הרבעון השני של 2024, ובפרט לאחר פרסום מדד חודש מרץ (באמצע אפריל), השתנתה התפיסה, והתבססה ההערכה כי מגבלות ההיצע הן משמעותיות, וצפויות לחלוף רק בהדרגה, בעוד שבביקוש נראים סימני התאוששות מהירה יותר. בהתאם לכך ממוצע תחזיות החזאים לשנה¹² עלה, והתמתן הקצב הצפוי של הפחתות הריבית.

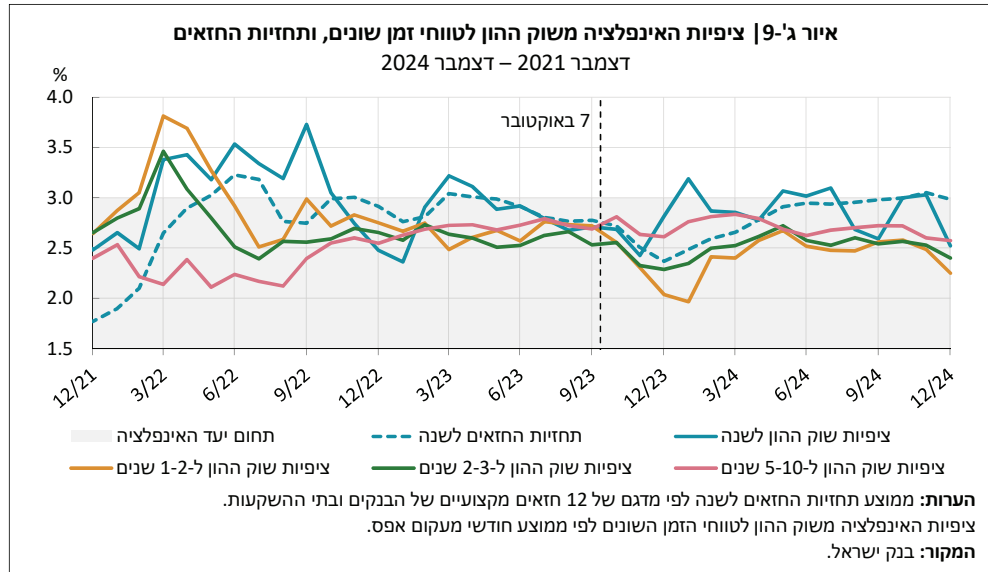
ממוצע תחזיות האינפלציה לשנה של החזאים עלה במהלך הרבעון השני, וכן התמתן הקצב הצפוי של הפחתות הריבית.



ציפיות האינפלציה משוק ההון, שעלו ברבעון הראשון של 2024 (איור ג'-9), נשארו מעוגנות בתוך תחום היעד כמעט לאורך כל השנה ובכל הטווחים (בעיקר לטווחים של מעל לשנה – הטווחים הבינוני והארוך), חרף התמשכות המלחמה. התפתחות זו מעידה על האפקטיביות והאמינות של המדיניות המוניטרית, כפי שהיא נתפסת על ידי השחקנים בשוק. אמנם ציפיות שוק ההון לשנה, שמושפעות יותר מההתפתחויות קצרות הטווח, היו במהלך השנה תנודתיות, אבל הן נעו בסביבת הגבול העליון של תחום היעד ולא חרגו ממנו בשיעור ניכר.

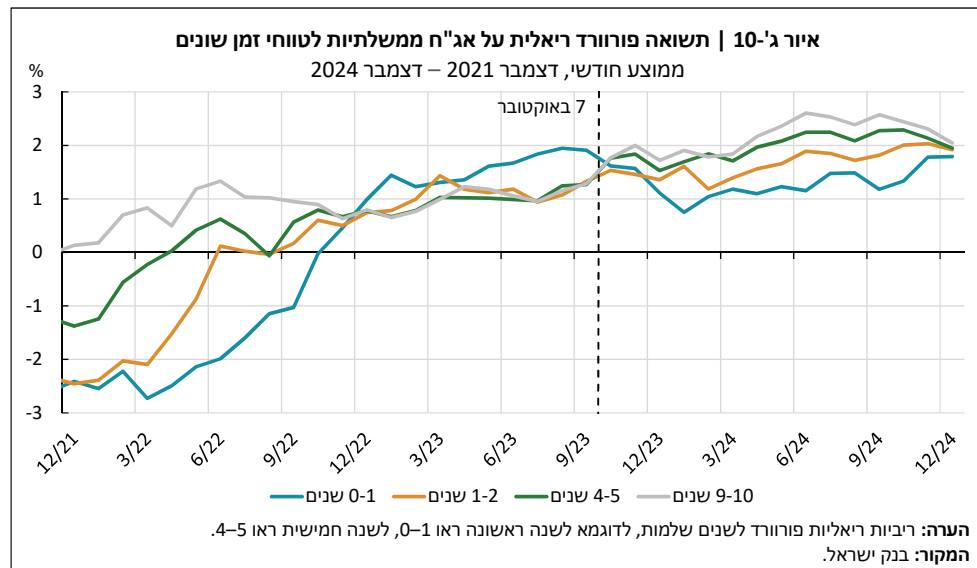
ציפיות האינפלציה נשארו מעוגנות בתוך תחום היעד כמעט לאורך כל השנה ובכל הטווחים, חרף התמשכות המלחמה.

¹² ציפיות האינפלציה לתחילת שנת 2025 עלו בשל שינויי חקיקה שיזמה הממשלה, ובראשם העלאת המע"מ (תיבה ג'-1).



ג. מידת הריסון והאפקטיביות

השיפוע של עקום התשואות הריאליות התהפך לאחר תחילת המלחמה: לפני המלחמה הוא היה שלילי (משמע שהריבית לשנה הייתה גבוהה מהריבית לטווחים ארוכים יותר), ואילו לאחר תחילת המלחמה הפך לעולה (איור ג-10), ונשאר כך במהלך כל השנה, תוך תנודתיות. כדי להעריך את מידת ההרחבה (או הריסון) יש לבחון את הפער בין התשואה הריאלית לאופק זמן קצר-בינוני לבין הריבית הטבעית לאותו אופק. הריבית הטבעית הקצרה, המכונה "הריבית הניטרלית", היא הריבית הריאלית העולה בקנה אחד עם יציבות מחירים ופעילות המתאימה לתוצר הפוטנציאלי, בהינתן הזעזועים שפוקדים את המשק.



הריבית הריאלית הקצרה ירדה לאחר פרוץ המלחמה, אך בהמשך השנה היא עלתה ותאמה להתפתחויות.

הריבית הריאלית הקצרה ירדה לאחר פרוץ המלחמה במידה משמעותית, אך בהמשך השנה היא עלתה (איור ג'-10). התפתחותה, המשקפת בין היתר את המדיניות המוניטרית שננקטה, תואמת ככל הנראה את התוואי המאפשר את החזרת האינפלציה ליעד בלי פגיעה בפעילות, כלומר את תוואי הריבית הניטרלית. זאת משום, שבתחילת השנה הירידה בביקוש הייתה, כאמור, משמעותית יותר מהפגיעה בהיצע, ואילו בהמשך השנה, התאוששות הביקוש לצד המשך מגבלות בצד ההיצע, בעיקר בשל המחסור בעובדים, תואמים עלייה של הריבית הניטרלית – זו הדרושה לייצוב האינפלציה ושמירה על הפעילות ברמת הפוטנציאל.

תוואי ריבית בנק ישראל, הן בפועל והן הצפוי, תרם לעיגון סביבת האינפלציה בתחום היעד.

תוואי ריבית בנק ישראל, הן בפועל והן הצפוי, תרם לעיגון ציפיות האינפלציה לטווחים השונים ולמיתון הלחצים האינפלציוניים, מה שסייע להתמתנות האינפלציה השנתית לקראת סוף השנה. ציפיות האינפלציה נשארו מעוגנות בתוך תחום היעד כמעט לאורך כל השנה ובכל הטווחים, חרף התמשכות המלחמה. זאת, קודם כול, מפני שחלק גדול מהחששות לפגיעה במשק בעטייה של המלחמה לא התממשו. גורם נוסף הוא האמינות שהשחקנים בשוק מייחסים למדיניות המוניטרית ולבנק ישראל, גם בזכות עצמאותו ונחישותו בהפחתת האינפלציה לאחר עלייתה ב-2022 ובפרט בתקופת המלחמה.

עוד הישג של המדיניות היה הקטנת הסיכון למשבר פיננסי, שהיה עלול להיגרם בעקבות משבר נזילות או משבר מטבע חוץ – וזאת הודות לפעולתו המהירה של הבנק עם פרוץ המלחמה.

4. בסיס הכסף ומצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף – העלות האלטרנטיבית של החזקת נזילות – ולכן שינויים בה, נוסף על שינויים בפעילות, משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית משמשת כלי מדיניות, הבנק קובע היצע כסף גמיש לחלוטין בטווח הקצר בריבית שהוא מצהיר עליה, ובסיס הכסף – דהיינו סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל¹³ – נקבע על פי הביקוש שיש לנזילות בריבית זו. בסיס הכסף¹⁴ מושפע הן מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל, כגון הזרמות הממשלה, והן מזרמים שמושפעים ישירות מפעילות הבנק, כגון רכישת מטבע חוץ ואיגרות חוב והנפקת מק"ם. הבנק סופג נזילות או מזרים אותה כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לשיעורה של הריבית המוניטרית¹⁵.

בסיס הכסף גדל במהלך שנת 2024 בכ-8 מיליארדי ש"ח, גידול של כ-2.4 אחוזים בין חודש דצמבר 2023 לדצמבר 2024 (לוח ג'-2), דומה לקצב הגידול בשנתיים הקודמות. כמות הכסף – המצרף M1 – היא המזומן שבידי הציבור ופיקדונות העו"ש שלו בבנקים. זו נותרה ללא שינוי משמעותי בשנת 2024 (עלתה בשיעור זניח של 0.4 אחוז), לאחר ירידתה בשנתיים הקודמות. פיקדונות העו"ש של הציבור נותרו ללא שינוי, בעוד שהמזומן צמח מעט (בקצב של 1.6 אחוזים). הפיקדונות לטווח קצר הנושאים ריבית צמחו – פז"ק עד שלושה חודשים ב-29 אחוזים, ופח"ק ב-7.1 אחוזים. סך מצרפי הכסף (עמודה 7 בלוח ג'-2) גדל בשיעור של 6.6 אחוזים.

¹³ הבנקים מחויבים להפקיד בפיקדונות עו"ש בבנק ישראל כחלק מחובת הנזילות שלהם.

¹⁴ על פי המסגרת המקובלת כיום לניתוח מדיניות מוניטרית לשינויים בכמות הכסף כשלעצמם אין חשיבות מיוחדת בהשפעה על המשק. המשתנה הרלוונטי להחלטות הכלכליות של השחקנים הוא תוואי הריבית הצפוי, ועליו הבנק המרכזי משפיע באמצעות קביעת הריבית המוניטרית.

¹⁵ הוא מתאים את בסיס הכסף לריבית בהתחשב בסך ההזרמות האחרות, וזאת באמצעות פיקדונות נושאי ריבית שהוא מציע לבנקים במכרז, והם אינם נכללים בבסיס הכסף, ובאמצעות הנפקת מק"ם.

לוח ג'-2 | שיעורי השינוי במצרפי הכסף, באחוזים, 2020 עד 2024

3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1	0
M1+פח"ק+ פיקדונות עד שנה	פח"ק ⁴	פז"ק ³ עד חודשים עד שנה	פז"ק ³ עד חודשים עד שנה	M1 ²	עו"ש	המזומן שבידי הציבור	בסיס הכסף ¹
הממוצע בדצמבר, לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד							
26.0	25.9	12.2	24.7	29.4	30.7	23.3	25.8
17.5	23.8	12.6	-3.6	22.0	25.2	6.9	12.6
4.9	-7.9	85.0	34.6	-10.0	-12.9	6.0	3.0
-3.1	-15.5	17.3	24.9	-14.6	-19.8	8.8	1.6
6.6	7.1	-6.3	29.0	0.4	0.1	1.6	2.4
הממוצע הרבעוני, לעומת הממוצע ברבעון הקודם							
2024							
3.7	6.2	5.1	7.3	-0.2	-0.3	0.3	0.5
1.8	0.5	-0.2	6.1	1.1	0.7	2.3	1.8
0.3	-2.2	-4.4	5.4	0.9	0.7	1.3	1.2
1.7	3.9	-5.2	8.6	-0.2	-0.1	-0.6	0.3

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

² M1 - המזומן ופיקדונות העו"ש.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי נזיל.

המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

