



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2019

טבת תש"פ • ינואר 2020

52



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

במידה שיהיו תיקונים לסקירה, הם יתפרסמו באתר של בנק ישראל : www.boi.org.il

התוכן

5	תקציר
6	המדיניות המוניטרית ותנאי הרקע
8	1. סביבת האינפלציה
10	2. הפעילות הריאלית בישראל
13	3. שער החליפין של השקל
13	4. הכלכלה העולמית
16	5. שוק הדיור
17	6. המדיניות הפיסקלית
17	7. התפתחות בשוק ההון
18	8. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר
19	9. תוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים
22	תיבה : כיצד תלוי הקשר שבין שער החליפין לאינפלציה במקור השינוי בשער

על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, יש לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים - וזאת כיעד מרכזי; נקבע שיציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (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. כדי להשיג יעדים אלה מפעיל בנק ישראל כמה כלים ובראשם החלטות על רמת הריבית המתאימה לטווח הקצר; נוסף לכך הבנק רשאי להתערב בשוק המט"ח.

סעיף 55(א) של החוק מסדיר את פרסומו של דוח זה ובנק ישראל מגיש אותו לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח סוקר את ההתפתחויות הכלכליות במשק בתקופה שבה עוסק הדוח. כן סוקר הדוח את המדיניות הנחוצה - לדעת חברי הוועדה המוניתרית של בנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניתרית - כדי לשמר את האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את שאר המטרות של מדיניותה הכלכלית. את היציבות הפיננסית במשק סוקר בנק ישראל בדוח היציבות הפיננסית.

דוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של 2019 הוכן על ידי כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניתרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-9 בינואר 2020 ולכן מתייחס למדד המחירים עד לחודש נובמבר 2019.

המדיניות המוניטרית: דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2019 ובתחילת המחצית הראשונה של 2020.¹ הוועדה המוניטרית הותירה בתקופה הנסקרת את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.25%, אולם בחודשים האחרונים של 2019 היא נקטה במדיניות מרחיבה על ידי רכישות מט"ח בהיקף משמעותי של כ-3.8 מיליארד דולר. בנוסף, הבנק השתמש ב"הכוונה לעתיד" (Forward Guidance) ושינה את הנוסח שלה במרוצת התקופה בהתאם להתפתחויות בישראל ובעולם. בתחילת המחצית העריכה הוועדה שתוואי העלאות הריבית בעתיד יהיה הדרגתי וזהיר, באופן שיתמוך בתהליך שבסופו האינפלציה תתייצב בסביבת מרכז היעד וכן בפעילות הכלכלית. עם הזמן, בעיקר לאור השינויים בסביבה הכלכלית העולמית ובסביבת האינפלציה, הערכת הוועדה לתוואי הריבית העתידי עודכנה כלפי מטה ואף הצביעה על הורדה אפשרית של הריבית, בד בבד עם הצהרה של הוועדה שבמידת הצורך יעשה שימוש בכלים נוספים כדי להשיג את יעדי הבנק.

סביבת האינפלציה: במרוצת המחצית הנסקרת נרשמה ירידה בסביבת האינפלציה. מחודש יולי שיעור האינפלציה השנתי ירד מתחת לגבול התחתון של היעד, לאחר שבמחצית הראשונה של השנה הוא היה בתחום היעד. גם הציפיות מהמקורות השונים לאינפלציה לשנה קדימה, ירדו מתחת לגבול התחתון של היעד, תוך התחזקות ההערכה שריבית בנק ישראל צפויה לרדת בשנה הקרובה. הציפיות לאינפלציה לטווח מעל לשנה קדימה, ירדו בשיעור מתון אך נשארו לאורך התקופה הנסקרת מעוגנות בתוך תחום היעד. הירידה בסביבת האינפלציה מחודש אוקטובר, באה לידי ביטוי גם בהתמתנות קצב העלייה של מדד האינפלציה ללא פירות וירקות (פוי"י) ואנרגיה ושל אומדנים נוספים לאינפלציה ליבה. לירידה בסביבת האינפלציה תרמו הפתעות שליליות משמעותיות במדד המחירים לצרכן בחודשים יוני ויולי. על פי הניתוח שנעשה בחטיבת המחקר והוצג לוועדה, לא ניתן לייחס את הירידה בסביבת האינפלציה לרפיון בביקושים אלא לכוחות בצד ההיצע.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים שהתפרסמו בתקופה הנסקרת לגבי הפעילות הריאלית תמכו בהערכת הוועדה שהמשק נמצא בקרבת תעסוקה מלאה וצמיחת התוצר דומה לקצב הצמיחה של התוצר הפוטנציאלי. שוק העבודה המשיך להיות הדוק במהלך התקופה הנסקרת, דבר שהתבטא בשיעור נאה של עליית שכר בהובלת הסקטור העסקי, שיעור גבוה של משרות פנויות לצד שיעור אבטלה הנמוך ביותר היסטורית. עם זאת, מספר אינדקסורים הצביעו שייתכן שההידוק בשוק העבודה נחלש מעט לקראת תום השנה.

המדיניות הפיסקלית: במהלך המחצית הנסקרת התברר, שהגירעון הפיסקלי ב-2019 צפוי לסטות משמעותית כלפי מעלה ביחס ליעד הגירעון שנקבע. הוועדה גם דנה באי-הוודאות הגבוהה בתחום הפיסקלי שצפויה להימשך עוד זמן רב, עקב אי-הוודאות הפוליטית וחוסר הבהירות לגבי צעדים שהממשלה לכשתקום צפויה לנקוט כדי להתמודד עם הגירעון הגדול.

ההתפתחויות בשוק ההון: ההערכות של שוק התלבור ותחזיות של החזאים המקצועיים² בתחילת המחצית הנסקרת הצביעו על העלאה אחת או אף יותר של ריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה. אולם במרוצת התקופה הנסקרת, לנוכח התפנית במדיניות המוניטרית בעולם והירידה בסביבת האינפלציה בישראל, הלכה וגדלה, בהתאם להערכות של שוק התלבור ותחזיות של החזאים, ההסתברות להורדת ריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה. באשר להתפתחות התשואות בישראל, התשואות הנומינליות והריאליות על אגרות חוב ממשלתיות לטווחים הבינוניים והארוך ירדו במהלך התקופה הנסקרת בדומה לירידתן בעולם ואילו בטווח הקצר התשואות הריאליות עלו מעט.

שוק הדיור: הנתונים שהתפרסמו במהלך המחצית הנסקרת הצביעו על עלייה בהיקף הפעילות בשוק הדיור, שהשתקפה בעלייה משמעותית בהיקף העסקאות, בעיקר של רוכשי דירה ראשונה ובהתרחבות בהיקף המשכנתאות החדשות על רקע ירידה בריבית המשוקללת על המשכנתאות. קצב העלייה השנתי של מחירי הדירות בתחילת המחצית הנסקרת עמד על כ-1.6%, אולם הנתונים שהגיעו בתום התקופה הנסקרת הראו עלייה בקצב השנתי ל-2.6%.³ קצב העלייה השנתי של מדד שירותי הדיור בבעלות, שנמדד באמצעות שכר הדירה, התמתן מעט במהלך התקופה מ-2.5% ל-1.9%.

¹ ההחלטות ב-2019 שהתקבלו ב-8 ביולי, ב-28 לאוגוסט, ב-7 לאוקטובר וב-25 לנובמבר. ההחלטה ב-2020 שהתקבלה היא ב-9 בינואר.

² הכוונה לממוצע התחזיות של החזאים המקצועיים.

³ נתוני סקר מחירי הדירות מתבססים עד ספטמבר-אוקטובר 2019.

הכלכלה העולמית: במהלך המחצית חלה האטה משמעותית בפעילות הגלובלית בפועל ובציפיות לפעילות בעתיד והסיכונים כלפי מטה התגברו על רקע מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין והברקזיט. כתוצאה מכך, חלה תפנית במדיניות המוניטרית בעולם ובנקים מרכזיים רבים הורידו ריביות, ביניהם ארה"ב וגוש האירו. הוועדה דנה בהשפעה אפשרית של ההתפתחויות השליליות בעולם על היצוא הישראלי וציננה שהן יוצרות סיכון לפגיעה, במיוחד אם הפגיעה תתבטא בענף הטכנולוגיה העילית. בתום התקופה הנסקרת פחתה אי-הוודאות סביב מאזן הסיכונים בעקבות התבהרות המצב הפוליטי לאחר הבחירות בבריטניה ובעקבות הדיווחים באשר להסכמה על החלק הראשון בהסכם הסחר בין ארה"ב לסין.

שער החליפין: השקל המשיך להתחזק מול המטבעות העיקריים במהלך המחצית הנסקרת וזאת בהמשך להתחזקותו במחצית הראשונה של 2019. השקל תוסף מתחילת השנה ב-8.4% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. חברי הוועדה חזרו וצינו לאורך כל התקופה הנסקרת שהייסוף הוא הגורם העיקרי שמעכב את המשך עלייתה של האינפלציה לכיוון מרכז היעד. הוועדה גם ציננה שהייסוף המתמשך של השקל עלול לפגוע ביצוא הישראלי בעתיד. על רקע התערבות משמעותית של בנק ישראל בשוק המט"ח מאז חודש אוקטובר, נבלם הייסוף של השקל ביחס לדולר, האירו ושע"ח האפקטיבי.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פירסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות במקביל להודעות הריבית – ביולי ובאוקטובר 2019 ובינואר 2020. בתחזית שפורסמה בינואר, העריכה החטיבה שהתוצר בשנת 2019 צפוי לצמוח ב-3.3% ובשנים 2020 ו-2021 ב-2.9% ו-3.2% בהתאמה. האינפלציה הצפויה, בניכוי מיסוי ואסדרה, צפויה בשנים 2020 ו-2021 להיות 1.0% ו-1.4% בהתאמה. החטיבה העריכה שהריבית המוניטרית תעמוד על 0.25% בעוד שנה או תרד ל-0.1%. בהשוואה לתחזיות שפורסמו ביולי ובאוקטובר, עדכנה החטיבה בעיקר את התחזית לאינפלציה ולריבית כלפי מטה. בעוד שהתחזית לצמיחת התוצר לשנת 2019 לא שונתה לאורך התקופה הנסקרת, התחזית לשנת 2020 עודכנה בחודש אוקטובר כלפי מטה ב-0.5 נקודת אחוז.

המדיניות המוניטרית ותנאי הרקע

דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2019 ובתחילת המחצית הראשונה של 2020⁴. הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית בתקופה הנסקרת ללא שינוי ברמה של 0.25%, מאז שהריבית הועלתה לרמה זו בנובמבר 2018.

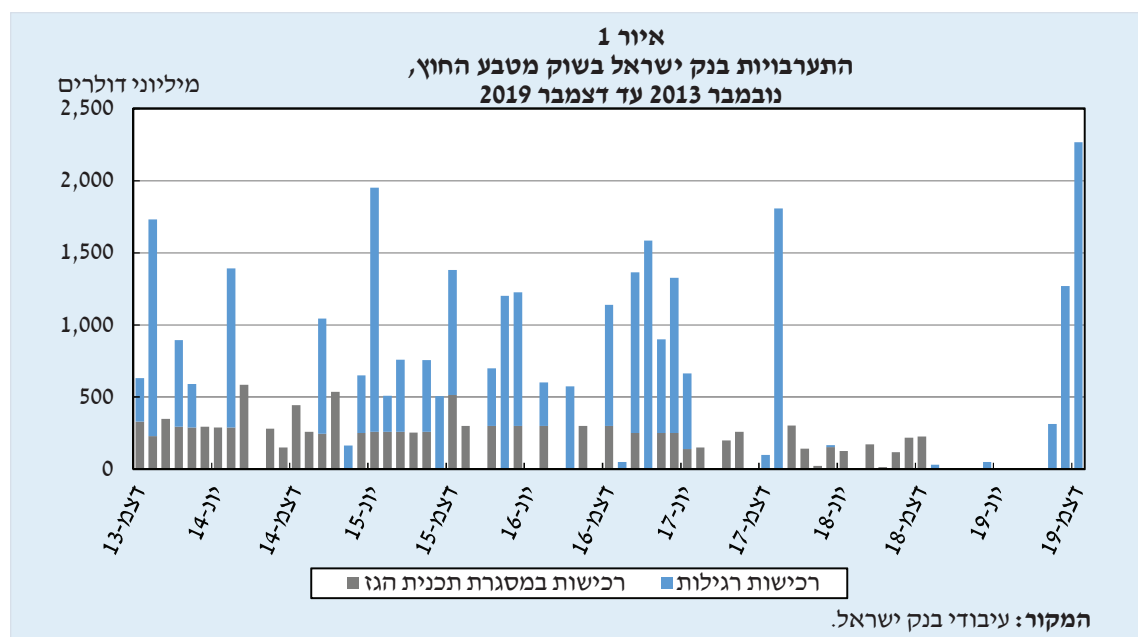
במקביל, המשיך בנק ישראל ב"הכוונה לגבי העתיד" (Forward Guidance) – כלי מוניטרי שהבנק משתמש בו בשנים האחרונות כדי להשפיע על ציפיות השוק לגבי התואי העתידי של הריבית המוניטרית. לנוכח התפתחויות משמעותיות שחלו בישראל ובעולם, הורידה הוועדה במרוצת התקופה הנסקרת את הצפי שלה לתואי הריבית, כך שיהיה עקבי, לדעתה, עם חזרתה של האינפלציה לסביבת מרכז היעד ועם התמיכה בפעילות הכלכלית.

הוועדה הודיעה בהודעת הריבית הראשונה בתקופה הנסקרת (ב-8 ביולי), שהיא מעריכה שתואי העלאת הריבית בעתיד יהיה הדרגתי וזהיר. זאת, על רקע הנתונים שעמדו באותו מועד מול הוועדה, לפיהם האינפלציה במאי עלתה וסביבת האינפלציה נחזתה לעלות בהמשך לכיוון אמצע היעד. אולם הנתונים שפורסמו לאחר קבלת ההחלטה, שיקפו שינוי כיוון משמעותי בהתפתחויות שחלו מאז החלטת הריבית בתחילת יולי: (1) מדד יוני, שפורסם באמצע חודש יולי, הפתיע משמעותית כלפי מטה ותרם לכך שהאינפלציה השנתית ירדה מ-1.5% ל-0.8%; (2) הסיכונים ליציבות הכלכלית בעולם התגברו משמעותית בתוך זמן קצר יחסית וההערכות לגבי המשך הפחתת ריבית בארה"ב כמו גם הפחתת ריבית נוספת בגוש האירו, לראשונה מזה מספר שנים, התחזקו. הערכות אלה אכן התממשו כשהפד הוריד את הריבית ב-31 ביולי וההערכות בשווקים היו שהפחתות הריבית יימשכו וכשהבנק המרכזי האירופי הפחית את הריבית ב-12 בספטמבר; (3) על רקע זה, התחזק הייסוף של השקל מול המטבעות בעולם. במהלך חודש יולי תוסף השקל בשיעור משמעותי מול האירו ב-2% ומול שע"ח האפקטיבי ב-1.5%, זאת בהמשך למגמת הייסוף שחלה במחצית הראשונה של השנה, שבה הייסוף המצטבר מול שע"ח האפקטיבי הסתכם ב-4.6%; לאור שינויים אלה, הערכת סביבת האינפלציה עודכנה כלפי מטה – דבר שקיבל ביטוי בדוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה⁵.

⁴ ההחלטות ב-2019 שהתקבלו: ב-8 ביולי, ב-28 באוגוסט, ב-7 באוקטובר, ב-25 בנובמבר. החלטה שהתקבלה בשנת 2020: ב-9 בינואר.

⁵ בדוח הוועדה המוניטרית למחצית הראשונה נכתב: "מאז פרסום התחזית חלו שתי התפתחויות בפרמטרים יחסית משמעותיים המשפיעים עליה: מדד יוני הפתיע כלפי מטה וחלה עלייה קלה בהסתברות המיוחסת בשווקים להרחבה המוניטרית בארה"ב".

לאור התפתחויות אלה הודיע הנגיד ב-31 ביולי שלהערכתו הריבית לא צפויה לעלות עוד זמן רב. הוועדה המוניתרית חזרה בהחלטת הריבית ב-28 באוגוסט על ההצהרה של הנגיד, שלהערכתה הריבית לא צפויה לעלות עוד זמן רב, זאת על רקע התפנית השלילית בסביבת האינפלציה בישראל, העמקת ההרחבה המוניתרית בבנקים המרכזיים העיקריים, ההתמתנות בכלכלה העולמית והמשך הייסוף של השקל. הוועדה אף הצהירה שייתכנו צעדים נוספים כדי להעמיק את ההרחבה המוניתרית, תוך שימוש בכלים נוספים במידת הצורך. הוועדה העריכה בהודעת הריבית ב-7 באוקטובר, שייתכן שהריבית אף צפויה לרדת בשנה הקרובה והיא חזרה על כוונתה לגבי השימוש, במידת הצורך, בכלים נוספים כדי להשיג את היעדים של הבנק. הוועדה הודיעה בהחלטת הריבית ב-25 בנובמבר שהיא נוקטת בכלים מרחיבים נוספים, כפי שהוצהר על כוונה זו בשתי ההודעות הקודמות. בכך הכריזה למעשה הוועדה על הפעלת כלי המדיניות שלא הופעל מאז 2018, של התערבות בשוק המט"ח בהיקפים משמעותיים, ככלי מרחיב נוסף להשגת יעדיה של הבנק. מחודש נובמבר עד חודש דצמבר 2019 רכש בנק ישראל מט"ח בהיקף משמעותי של כ-3.5 מיליארד דולר (איור 1).



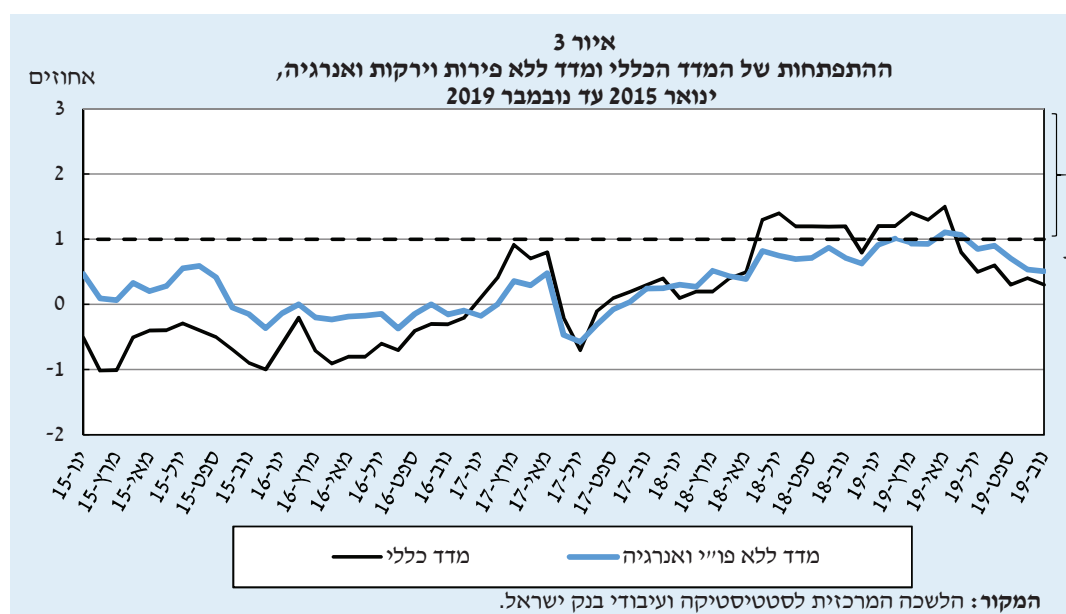
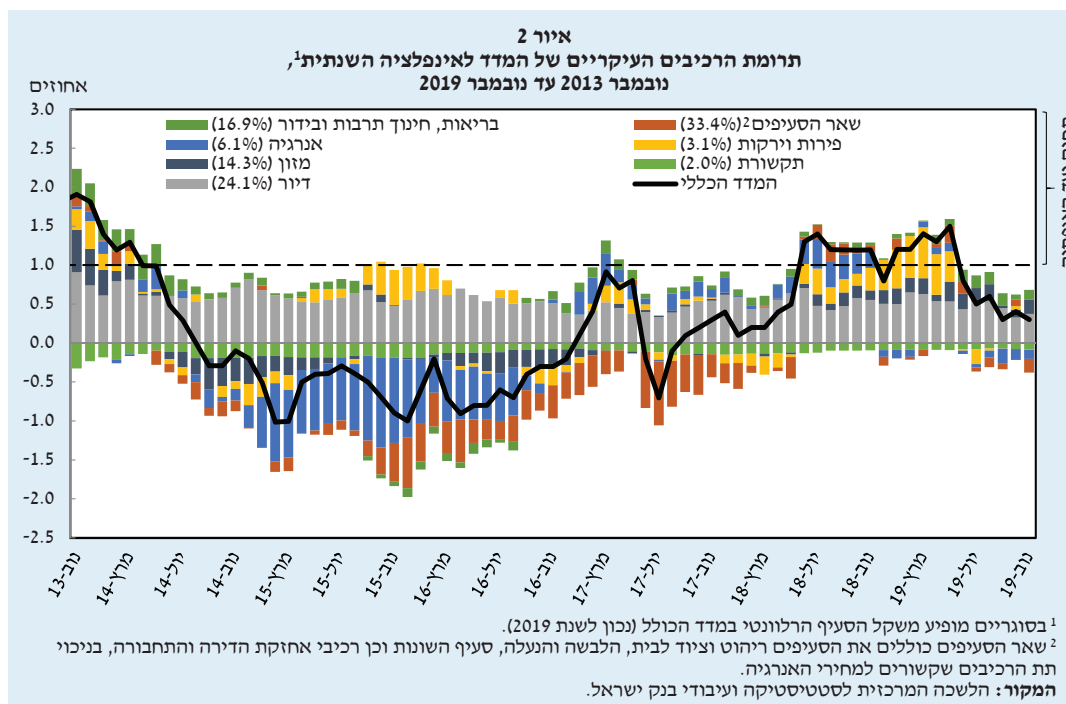
הוועדה הותירה אמנם את הריבית ללא שינוי בתקופה הנסקרת, אולם היו בקרבה עמדות שונות לגבי הכיוון ועוצמת השינוי הדרוש בריבית. בהחלטת הריבית שהתקבלה בחודש יולי, תמכו ארבעה חברים בהצעה להותיר את הריבית בעינה וחבר אחד תמך בהצעה להעלותה ל-0.5%. בהחלטה שהתקבלה בחודש אוגוסט הייתה תמימות דעים של כל חברי הוועדה שלא לשנות את הריבית. בחודש אוקטובר, תמכו שלושה חברים בהצעה להותיר את הריבית בעינה ושני חברים תמכו בהצעה להפחיתה ל-0.1%. בהחלטת הריבית בחודש נובמבר תמך רק חבר אחד בהצעה להפחיתה ל-0.1% ואילו שאר החברים תמכו בהצעה להותיר את הריבית בעינה. בהחלטת הריבית בחודש ינואר 2020 התפלגות ההצבעה של חברי הוועדה הייתה כמו בנובמבר. ניתן לראות שלאורך זמן חל שינוי הדרגתי באופן שבו פירשו חברי הוועדה את ההתפתחויות הכלכליות ובאשר לנקיטת המדיניות הנדרשת לדעתם.

לסיכום, על רקע הייסוף המתמשך של השקל מול המטבעות הזרים, ההאטה בפעילות העולמית בפועל והצפויה והתגברות הסיכונים שם וכדי לתמוך בחזרתה של האינפלציה ליעד, החליטה הוועדה המוניתרית להעמיק את ההרחבה המוניתרית במשק המקומי בדומה למדיניות שננקטה ברוב המדינות. הוועדה בחרה לבצע הרחבה מוניתרית על ידי רכישות מט"ח ולא על ידי הורדת הריבית המוניתרית וזאת בעיקר משתי סיבות: (1) הוועדה העריכה שמערך שערי החליפין סטה מהחלון שבעיני הוועדה תואם את הפעילות הכלכלית הנאותה ויציבות המחירים; (2) מצב המשק באותה עת לא הצריך הרחבה מוניתרית באמצעות הפחתת ריבית, שהיא כלי רוחבי, בעוד שרכישות המט"ח מתמקדות באופן ישיר בתמיכה באותם המרכיבים של הפעילות הכלכלית שחשופים להשפעות שער החליפין.

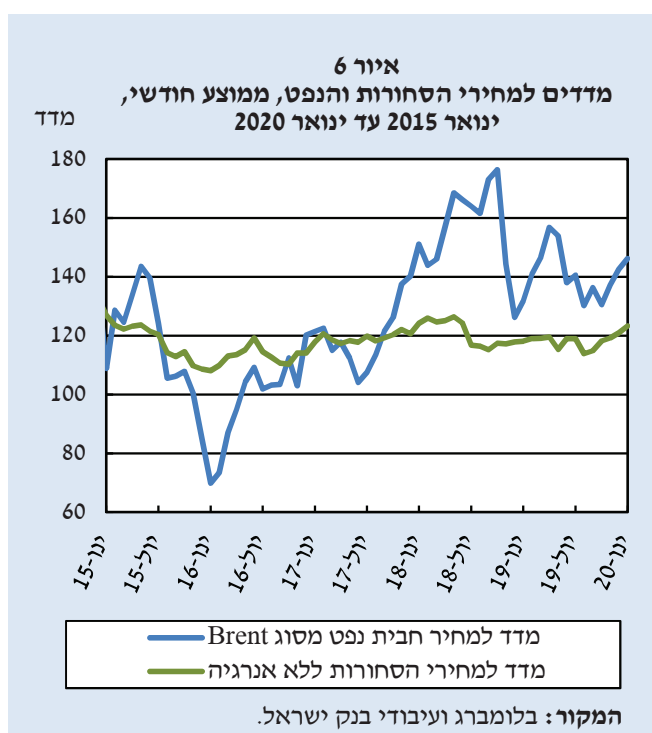
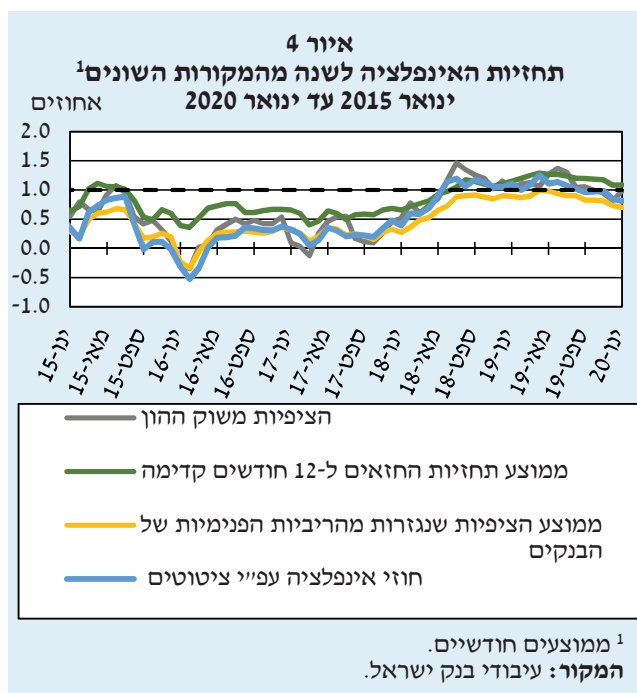
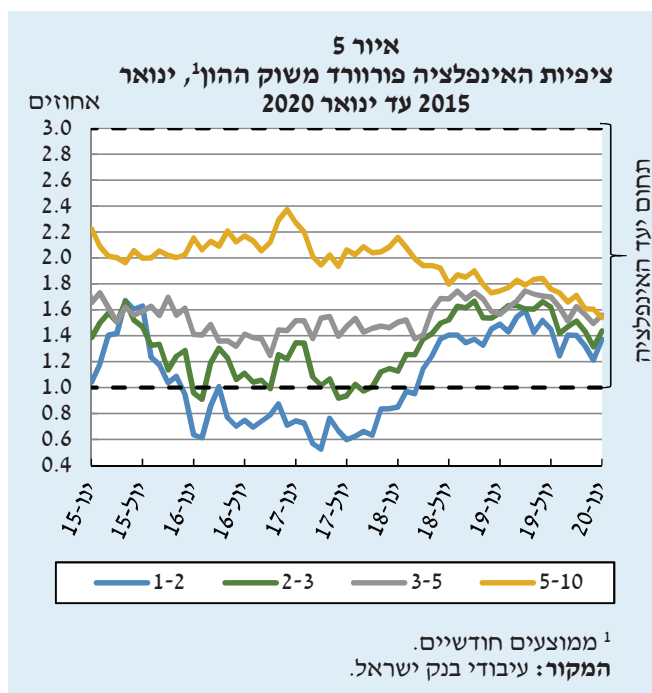
ההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד עיני הוועדה המוניתרית במחצית השנייה של 2019:

1. סביבת האינפלציה

חלק מהסימנים הצביעו במרוצת התקופה הנסקרת על ירידה בסביבת האינפלציה. האינפלציה השנתית התייצבה מיוני 2018 עד מאי 2019 בתחום היעד (איור 2)⁶, האינפלציה ללא פו"י ואנרגיה הייתה יציבה ונעה בטווח צר של 0.9%-1.1% — סמוך לגבול התחתון של היעד (איור 3). הציפיות משוק ההון ומהחזאים לאינפלציה לשנה קדימה, עמדו לקראת תום המחצית הראשונה של השנה על כ-1.3% (איור 4) וציפיות הפרוורד לאינפלציה לטווחים מעל שנה היו גבוהות יותר ועמדו סמוך לאמצע היעד (איור 5).

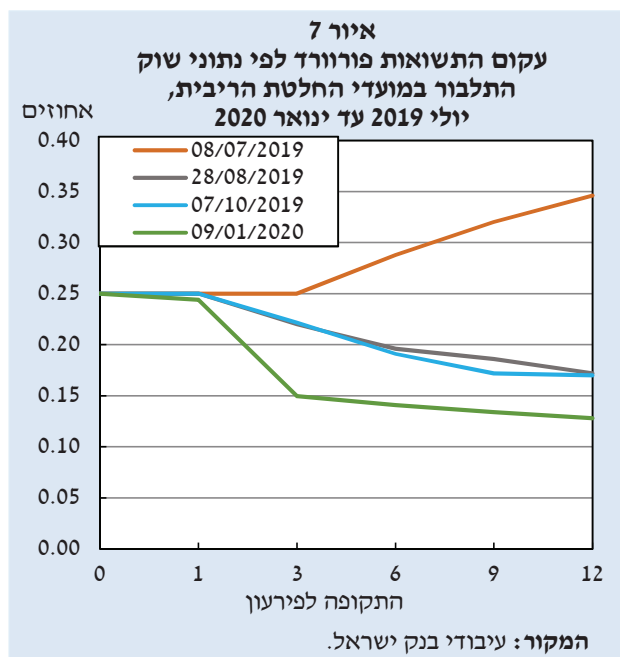


⁶ למעט דצמבר 2018, שבו האינפלציה השנתית ירדה באופן זמני ל-0.8%.



המדדים לחודשים יוני ויולי שפורסמו באמצע יולי ואוגוסט בהתאמה, היו נמוכים משמעותית מהצפוי ותרמו לכך שהאינפלציה השנתית ירדה ל-0.8% ביוני, ל-0.5% ביולי ובחודשים האחרונים של השנה ירדה עוד ל-0.4%-0.3% (איור 2). עיקר התרומה לירידה באינפלציה השנתית במהלך המחצית הנסקרת נבעה מסעיף הפירות והירקות, שתורמתו התאפסה במהלך התקופה הנסקרת לאחר תרומה חיובית למדד של כ-0.5 נקודת אחוז במחצית הראשונה וגם מסעיף האנרגיה, שתורמתו הפכה לשלילית (של כ-0.1 נקודת אחוז) לאחר תרומה חיובית בשיעור דומה בחודשים הקודמים. התרומה השלילית של סעיף האנרגיה במדד נבעה מירידה של מחירי הנפט בעולם (איור 6), אך גם מהתחזקותו של השקל. הוועדה ציינה שלמרות שהאינפלציה של המדד הכללי ירדה משמעותית, בעיקר, כאמור, בשל הסעיפים התנודתיים (פויי ואנרגיה), האינפלציה בניכוי שני הרכיבים הללו – כאחד האומדנים לאינפליציה ליבה, הייתה מתחילת 2019 עד חודש אוגוסט יציבה בקרבת הגבול התחתון של היעד. אולם מחודש אוקטובר נרשמה ירידה גם במדד זה (איור 3) וגם באומדנים נוספים למדד הליבה, שירדו מתחת לגבול התחתון של היעד. הירידה באינפלציה הליבה מוסברת בעיקר על ידי המשך הייסוסף של השקל והתמתנות בקצב העלייה של מחירי הדיור.

⁷ מדד חודש דצמבר שפורסם ב-15 לינואר, לאחר החלטת הריבית בינואר, נותר ללא שינוי. לפיכך האינפלציה בשנת 2019 עמדה על 0.6 אחוזים.



באשר למחירים של המוצרים הבלתי הסחירים, קצב העלייה השנתי שלהם ירד לקראת תום המחצית הראשונה של השנה ועד לחודש ספטמבר באופן משמעותי, מהשיעור הגבוה מ-2%, לשיעורים בטווח של 1.3%-1.6% וחלה בהם ירידה נוספת בחודשים אוקטובר-נובמבר ל-1.1%-1.3%. ירידה זו נבעה בעיקר מירידה בתרומתו של מדד הדיור ואיפוס תרומתו של מדד הפירות והירקות.

באשר למחירים של המוצרים הסחירים, קצב האינפלציה השנתי רשם ירידה משמעותית משיעור אפסי בחודש יוני לשיעור שלילי של (-0.7%) כבר בחודש יולי ולקראת תום השנה שיעור הירידה השנתי התגבר ועמד על (-1.1%). הירידה החדה בקצב השנתי מוסברת בעיקר ע"י ירידה בסעיפי האנרגיה, המזון וריהוט וציוד לבית.

הירידה בסביבת האינפלציה במרוצת התקופה הנסקרת התבטאה גם בירידה בציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים (איור 4), תוך התחזקות ההערכה שריבית בנק ישראל תרד בשנה

הקרובה (איור 7): הציפיות של שוק ההון ושל הבנקים לאינפלציה לשנה קדימה ירדו בהדרגה ל-0.8% ותחזיות החזאים ירדו ל-1.1%. זאת למרות שציפיות אלה גילמו בחלקן העלאת מיסים⁸ ובמקביל להערכה באותה העת שהריבית תעלה בשנה הקרובה.

לאורך התקופה חלה גם ירידה מתונה בציפיות פורוורד לטווחים הבינוניים והארוכים. אלה ירדו במהלך המחצית הנסקרת בשיעור ממוצע של 0.2-0.3 נקודת אחוז לכל הטווחים (איור 5), אולם לכל אורך המחצית הן היו תמיד מעוגנות בתוך תחום היעד. הציפיות לשנה השנייה עמדו בתום השנה על כ-1.3%, על כ-1.5% לטווח בינוני ועל כ-1.6% לטווח ארוך.

2. הפעילות הריאלית בישראל

על רקע הנתונים שהתפרסמו במחצית הנסקרת לגבי הפעילות הריאלית, חברי הוועדה המוניתרית העריכו שהמשק נמצא בסביבת תעסוקה מלאה ושהתוצר צומח בקצב הקרוב לקצב הצמיחה הפוטנציאלי של כ-3%. על פי הערכת הוועדה, המשק המשיך להימצא במחצית הנסקרת בסביבת תעסוקה מלאה ולצמוח בדומה לשנתיים האחרונות בקצב שקרוב לקצב הצמיחה של התוצר הפוטנציאלי (כ-3%). הוועדה אף ציינה שהצמיחה הנאה במשק מתרחשת על אף הסנטימנט השלילי הגלובלי ששורר בעולם, אך את זאת יש לזקוף, בין היתר, למדיניות הפיסקאלית והמוניתרית המרחיבה בישראל. לקראת תום השנה, חברי ועדה הביעו חשש שקצב הצמיחה בשנה הקרובה יתמתן.

על פי נתוני החשבונאות הלאומית שפורסמו במהלך המחצית הנסקרת, צמח התוצר במחצית הראשונה של 2019 ב-3.4% וב-4.1% ברביע השלישי (לוח 2), אולם הצמיחה הגבוהה שיקפה עלייה חדה ביבוא המכוניות ולפי ההערכות של חטיבת המחקר, הצמיחה בניכוי הערך המוסף הכרוך ביבוא המכוניות הייתה מתונה יותר - נמוכה מ-3%. תמונת המקרו הרחבה יותר הצביעה על צמיחה יציבה: במהלך ארבעת הרבעים האחרונים שמסתיימים ברביע השלישי של 2019 צמח התוצר ב-3.3% ולפי ההערכות של חטיבת המחקר בשנת 2019, התוצר היה צפוי לצמוח ב-3.1%. הצמיחה הנאה התבטאה בעלייה של 3.6% בצריכה הפרטית, של 4.1% ביצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק) ושל 4.3% ביבוא (ללא יהלומים, יבוא ביטחוני, אוניות ומטוסים). העלייה בשאר השימושים הייתה מתונה: הצריכה הציבורית (ללא יבוא בטחוני) עלתה ב-2.2% וההשקעות בנכסים קבועים עלו ב-0.7%.

יצוא השירותים (ללא חברות הזנק) ויצוא הסחורות (ללא יהלומים) עלו במחצית הראשונה של השנה בקצב גבוה של כ-10% ו-6% בהתאמה (לוח 1). יחד עם זאת, ההאטה בפעילות העולמית בפועל והעדכון המשמעותי כלפי מטה בתחזיות לפעילות העולמית

⁸ על סמך סקר של החזאים המקצועיים שבו שואלים את דעתם לגבי הכוחות לאינפלציה בישראל בשנה הקרובה.

לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

(נתונים מנוכחי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

ההחלטה לחודש	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר	ינואר
2019Q1	4.8	5.0	4.7	4.6	4.4	4.5	4.6
התוצר	2019Q2	1.0	1.0	1.0	0.6	0.8	0.8
2019Q3						4.1	4.0
2019Q1	5.4	5.7	5.9	5.9	5.7	5.6	5.3
התוצר העסקי	2019Q2	0.6	0.7	0.7	0.0	0.3	0.4
2019Q3						5.0	4.5
2019Q1	6.6	7.0	5.8	6.0	5.6	5.7	5.5
הצריכה הפרטית	2019Q2	1.3-	1.1-	1.1-	0.9-	0.8-	0.3-
2019Q3						2.8	3.1
2019Q1	9.8	10.5	10.2	9.1	8.4	4.3	1.9
ההשקעה בנכסים קבועים	2019Q2	-3.1	-8.0	-7.5	-4.7	-6.1	-5.1
2019Q3							-4.3
2019Q1	3.9	3.7	8.3	10.4	10.6	9.6	9.7
היצוא ללא יהלומים והזנק	2019Q2	4.6	13.6	10.0	9.8	9.8	10.0
2019Q3						-3.6	-5.0
2019Q1	14.6	14.5	9.2	8.6	8.6	8.5	8.2
היבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים	2019Q2	-2.5	-1.7	-1.8	-2.1	-1.5	-1.5
2019Q3						3.6	4.8

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בעתיד, לצד מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין וחוסר הוודאות סביב היתכנות ומועד הברקזיט, יצרו חשש בקרב חברי הוועדה שקיים סיכון לפגיעה בהיקף היצוא הישראלי, במיוחד אם הפגיעה תתבטא בענף הטכנולוגיה העילית. ואכן, על רקע הקיפאון בסחר העולמי, יצוא הסחורות (ללא יהלומים) התכווץ לפי הפרסום הראשון לרביע השלישי של 2019 ב-7.4%. הוועדה גם ציינה שמקור אפשרי נוסף לפגיעה ביצוא הישראלי נובע מהייסוס המתמשך של שער החליפין של השקל. השפעתו של שער החליפין על היצוא מתרחשת בפיגור ולכן חברי הוועדה העריכו שתהיה לכך השפעה שלילית על היצוא בעתיד.

לוח 2

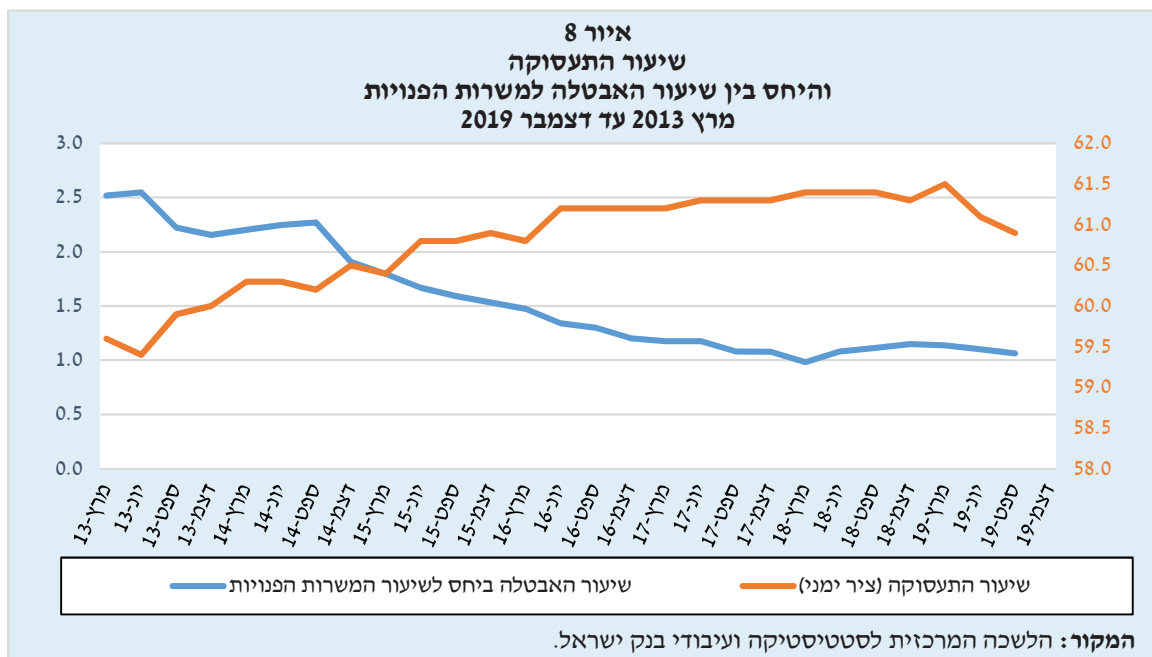
התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

(נתונים מנוכחי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

	2019/3	2019/2	2019/1	2018/4	2018/3	2018/2	2019	2018	2017
התוצר המקומי הגולמי	4.0	0.8	4.6	3.9	2.9	1.4	3.3	3.4	3.6
התוצר של המגזר העסקי	4.5	0.4	5.3	5.3	1.9	0.9	3.5	3.7	3.8
היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים	4.8	-1.5	8.2	6.9	-4.6	3.6	4.3	5.1	7.1
הצריכה הפרטית	3.1	-0.3	5.5	6.5	2.9	-0.8	3.9	3.7	3.4
מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא	0.6	7.7	0.6	6.3	3.7	2.5	3.7	3.5	4.5
הצריכה הציבורית	5.4	12.6	0.6	-1.3	11.1	-11.3	4.1	4.0	3.4
מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני	4.4	8.9	2.0	-4.7	14.6	-6.0	3.8	4.5	4.5
ההשקעה המקומית הגולמית	36.6	-28.2	9.5	27.0	-27.5	16.1	0.9	3.2	5.4
מזה: בנכסים קבועים	-4.3	-5.1	1.9	9.9	-4.4	-3.9	0.3	4.8	4.3
היצוא ללא יהלומים	-11.2	4.2	19.0	-3.5	12.9	-1.1	5.2	5.7	5.9
מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק	-5.0	10.0	9.7	1.1	6.1	-6.2	4.7	5.1	6.2

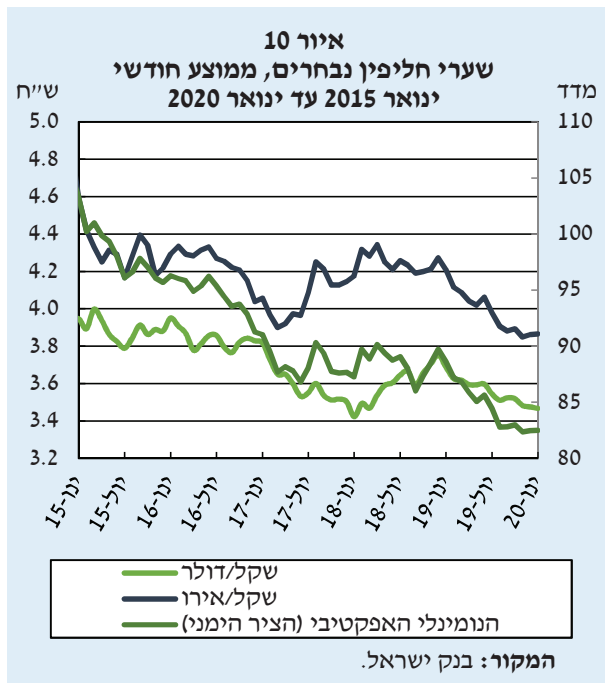
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שיעור האבטלה בגילי העבודה העיקריים במשק המשיך לרדת ובתום המחצית הנסקרת הוא הגיע לרמת שפל היסטורי של 3.5%. במקביל, שיעור המשרות הפנויות (הביקוש לעובדים) במשק היה ברמה גבוהה של 3.5%. שוק העבודה נותר הדוק: הדבר התבטא ביחס נמוך בין שיעור אבטלה לשיעור המשרות הפנויות, שאופיין ביציבות משנת 2017 ועמד על רמה שקרובה ל-1 (איור 8). ההידוק בשוק העבודה מתבטא גם בשיעור התעסוקה שנמצא ברמה גבוהה (כ-62%), בעליית שכר בהובלת הסקטור העסקי שהתבטא במרבית הענפים, מה שהוביל לעליית משקל השכר בתוצר. כך, עלו השכר הנומינלי והריאלי בסקטור העסקי בארבעת הרבעים האחרונים⁹ ב-4.2% ו-3.1% בהתאמה, בדומה לקצב העלייה השנתי הממוצע שנרשם בשנים האחרונות (איור 9). תימוכין נוספים להידוק בשוק העבודה הם השיעור הנמוך של המועסקים במשרה חלקית שלא מרצון (כ-1.5% מכוח העבודה), מגמת ירידה במספר המתיאשים למצוא עבודה ושיעור נמוך של המובטלים שמחפשים עבודה במשך יותר מחצי שנה. לקראת תום המחצית הנסקרת היו מספר סמנים שהצביעו על התמתנות קלה בהידוק בשוק העבודה: שיעור התעסוקה ירד ל-61% (איור 8) וקצב עליית השכר התמתן מעט (איור 9).



⁹ רבע שלישי של 2019 לעומת רבעי שלישי של 2018.

3. שער החליפין של השקל



שער החליפין האפקטיבי של השקל המשיך להתאפיין במהלך המחצית השנייה של 2019 במגמת ייסוף, בהמשך למגמת הייסוף שחלה במחצית הראשונה של השנה. בהמשך לייסוף משמעותי שחל במחצית הראשונה של 2019, התחזק השקל במהלך המחצית הנסקרת בכ-4% מול שעי"ח האפקטיבי, בכ-4% מול הדולר ובכ-5% מול האירו, כך שבסיכומה של השנה הייסוף האפקטיבי היה קרוב ל-8% והיה הגורם העיקרי שמעכב את חזרת האינפלציה ליעד¹⁰ (איור 10). השקל התחזק מחודש יולי עד חודש ספטמבר מול שער החליפין האפקטיבי, מול הדולר ומול האירו בשיעור מצטבר של 3.4%, 2.2% ו-4.6% בהתאמה. בחודשים אוקטובר-דצמבר, הייסוף היה מתון יותר – 0.3%, 1.5% ו-0.3% בהתאמה. הוועדה מעריכה שהייסוף המשמעותי מתחילת השנה הוא תוצאה של המצב הטוב יחסית של המשק הישראלי ושל עלייה מתמשכת של העודף בחשבון השוטף שהגיע לכ-4 מיליארד דולר¹¹. אחד הגורמים לייסוף הוא השינוי במערך הריביות העולמיות, מאחר שבנקים מרכזיים במדינות עיקריות הורידו את הריבית, בעוד

בשישראל הריבית נותרה ללא שינוי. גורם מרכזי נוסף לייסוף הוא ההודעה מספטמבר 2019 על צירופה של ישראל החל מאפריל 2020 למדד האג"ח הממשלתי העולמי WGBI¹². בעוד שההודעה הייתה צפויה, ההחלטה לצרף את ישראל גם למדד של איגרות החוב הצמודות, הפתיעה ותרמה לייסוף במהלך ספטמבר.

4. הכלכלה העולמית

קצב הפעילות של הכלכלה הגלובלית המשיך להאט במהלך התקופה הנסקרת והגופים הבינלאומיים הוסיפו לעדכן את התחזיות לצמיחה כלפי מטה ומאזן הסיכונים לפעילות התגבר גם הוא כלפי מטה, על רקע מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין. לקראת סוף התקופה חל שיפור בסנטימנט לגבי הכלכלה העולמית, על רקע ירידה מסוימת באי-הוודאות בהקשר למלחמת הסחר ולברקזיט. במהלך המחצית הנסקרת הוסיף ארגון ה-IMF לעדכן את התחזיות לצמיחת התוצר במדינות המפותחות והמתפתחות לשנים 2019 ו-2020 כלפי מטה, בהמשך לעדכון כלפי מטה שחל גם במחצית הראשונה של 2019 (איור 11). התחזית לצמיחה העולמית לשנים 2019-2020 שפורסמה באוקטובר, הייתה הנמוכה ביותר מאז המשבר הפיננסי הגלובלי לפני כעשור. התחזיות לסחר העולמי לאותן השנים במחצית הנסקרת, עודכנו גם הן כלפי מטה. העדכון כלפי מטה היה החד ביותר לשנת 2019 – בשיעור של 2.9 נקודות אחוז, לעומת עדכון שלילי לשנת 2020 מתון יותר בשיעור של 0.7 נקודות אחוז. התחזיות של ארגון ה-OECD לשנים 2019-2020 עודכנו גם הן כלפי מטה והודגש שמלחמת הסחר בין ארה"ב לסין מגבירה את אי-הוודאות בעולם. על פי הערכות של ארגון ה-OECD, מלחמת הסחר עלולה להתבטא בירידה משמעותית בהשקעות בסקטור העסקי בארה"ב, בגוש האירו, ביפן ובסין וגם בירידה של הסחר העולמי¹³.

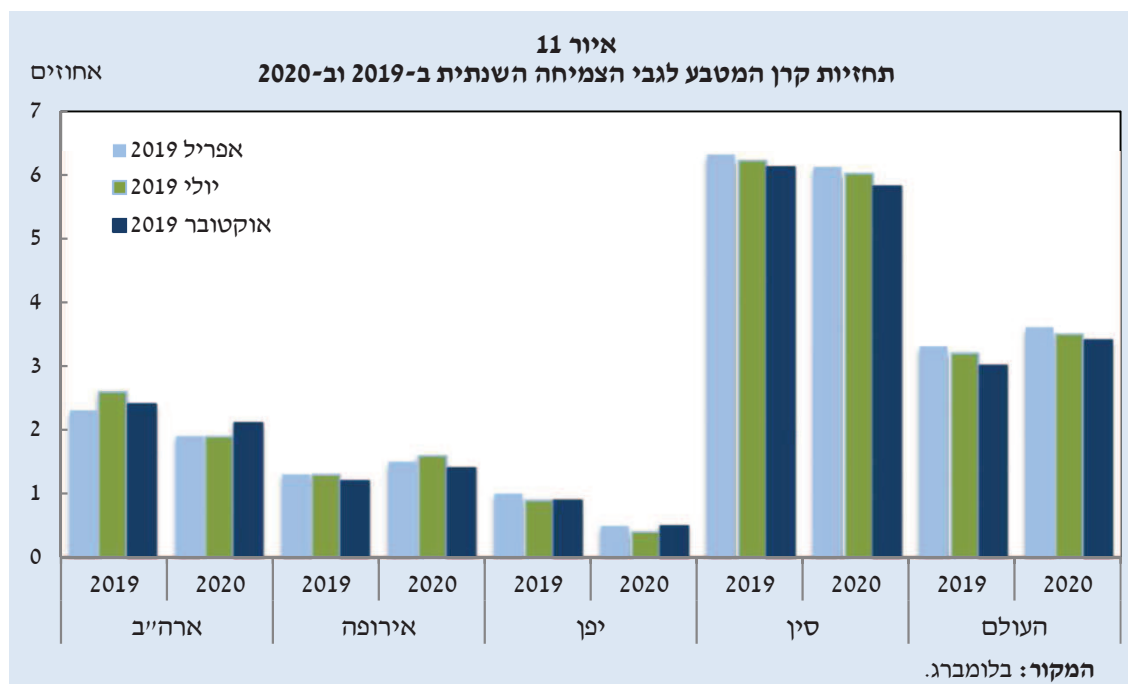
אי-הוודאות לגבי תכנית הברקזיט של בריטניה תרמה גם היא להתגברות אי-הוודאות לגבי המצב הריאלי בעולם, כשישום התכנית נדחה מספר פעמים ולא היה ברור מתי היא תצא לפועל, אם בכלל. לקראת תום השנה, לאור תוצאות הבחירות בבריטניה, עלתה הסבירות למימוש הברקזיט בתחילת 2020.

¹⁰ התיבה בהמשך דנה בהרחבה בהשפעות אפשריות של שינויים בשער החליפין על האינפלציה, כתלות בזעזועים השונים שפוקדים את המשק.

¹¹ הנתון מתייחס לרביע השלישי של 2019.

¹² World Government Bond Index

¹³ ניתן לראות את האומדנים לפגיעה בפעילות עקב מלחמת הסחר בדו"ח של ה-OECD שפורסם ב-19.9.2019.



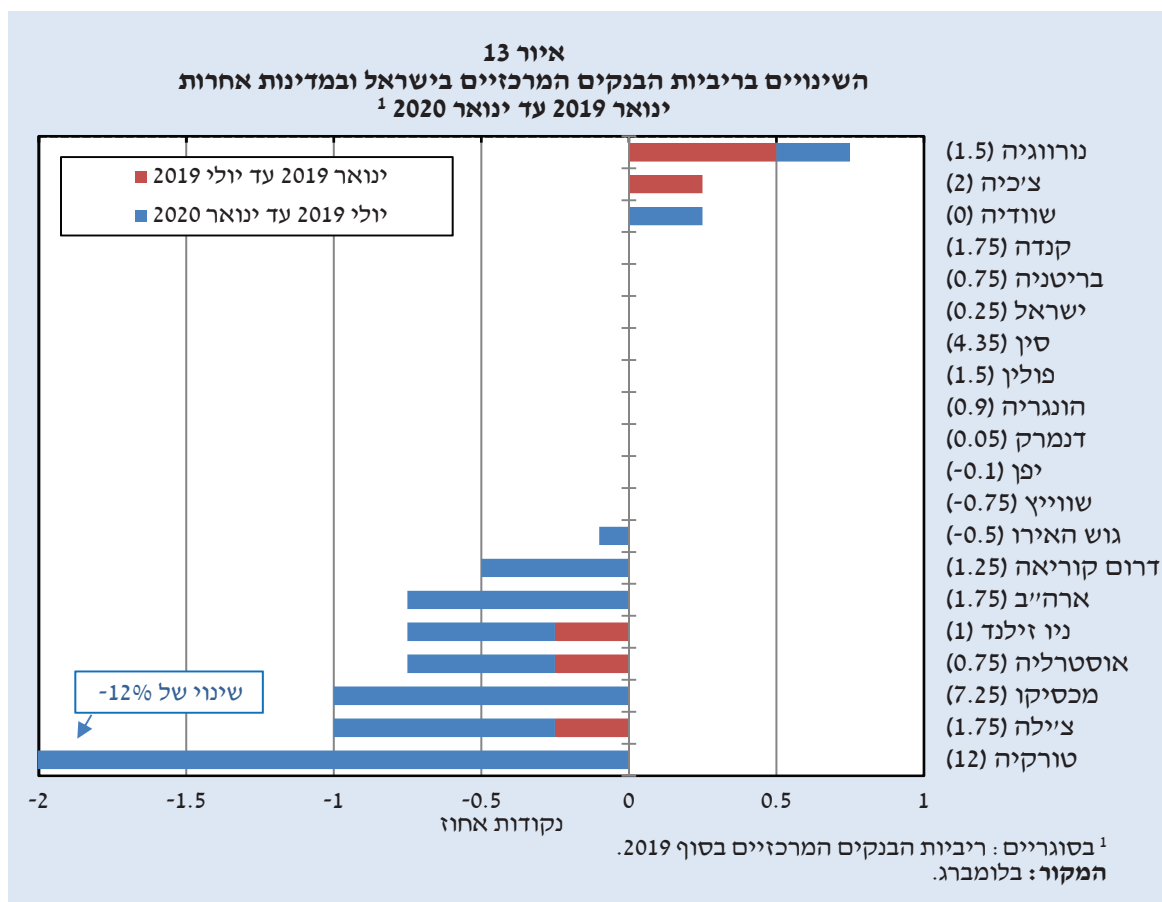
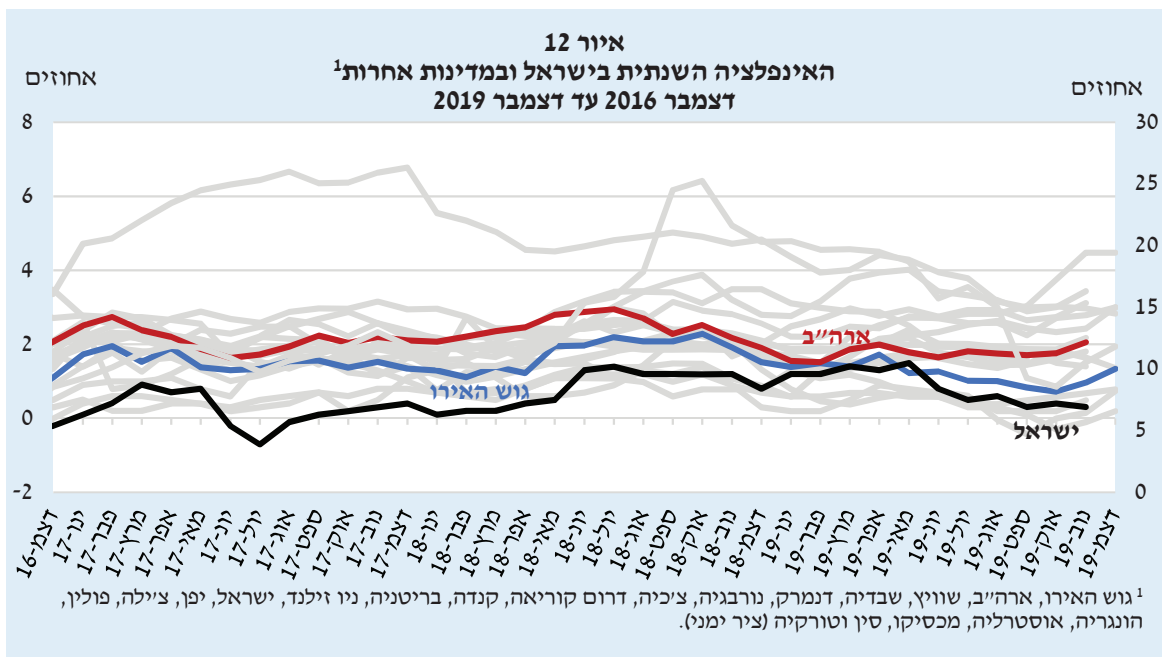
במהלך המחצית הנסקרת חלה תפנית במדיניות המוניטרית בעולם. הריבית המוניטרית בארה"ב נותרה במחצית הראשונה של 2019 ללא שינוי ברמה של 2.5%-2.25%, לאחר שהועלתה ב-2018 ארבע פעמים. הפד הדגיש שההחלטה שלא לשנות את הריבית, נובעת ממצבה האיתן של כלכלת ארה"ב ומסביבת האינפלציה בקרבת היעד של 2%. לקראת תום המחצית הראשונה, לראשונה מזה כמה שנים ועל רקע החמרה בתמונה הגלובלית וכוחות חלשים לעליית האינפלציה בארה"ב, הוריד הפד בסוף יולי את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז. הפד שב גם בחודשים ספטמבר ואוקטובר והוריד את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז. בחודש דצמבר הריבית לא שונתה ועמדה על רמה של 1.75%-1.5%.

התפנית במדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת חלה גם בגוש האירו. עד לחודש יולי (כולל) לא שונתה הריבית ולא הייתה צפויה להשתנות לפחות עד למחצית הראשונה של 2020. אולם בהחלטת הריבית בספטמבר, הוריד ה-ECB את הריבית על הפיקדונות של הבנקים המסחריים מ-(-0.4%) ל-(-0.5%) ובמקביל הוא הודיע על תכנית רכישות בהיקף של 20 מיליארד אירו בחודש, החל מנובמבר 2019. יתרה מכך, הבנק הודיע שהריבית צפויה להישאר ללא שינוי ואף לרדת, כל עוד האינפלציה לא תחזור לסביבה של 2%. בחודש אוקטובר לא שונתה הריבית בגוש האירו.

על רקע ההאטה בפעילות הריאלית העולמית וההתגברות המשמעותית של הסיכונים כלפי מטה ורמת האינפלציה הנמוכה בחלק מהמדינות (איור 12), העמיקו בנקים מרכזיים רבים את מדיניותם המרחיבה והורידו את הריבית המוניטרית (איור 13).

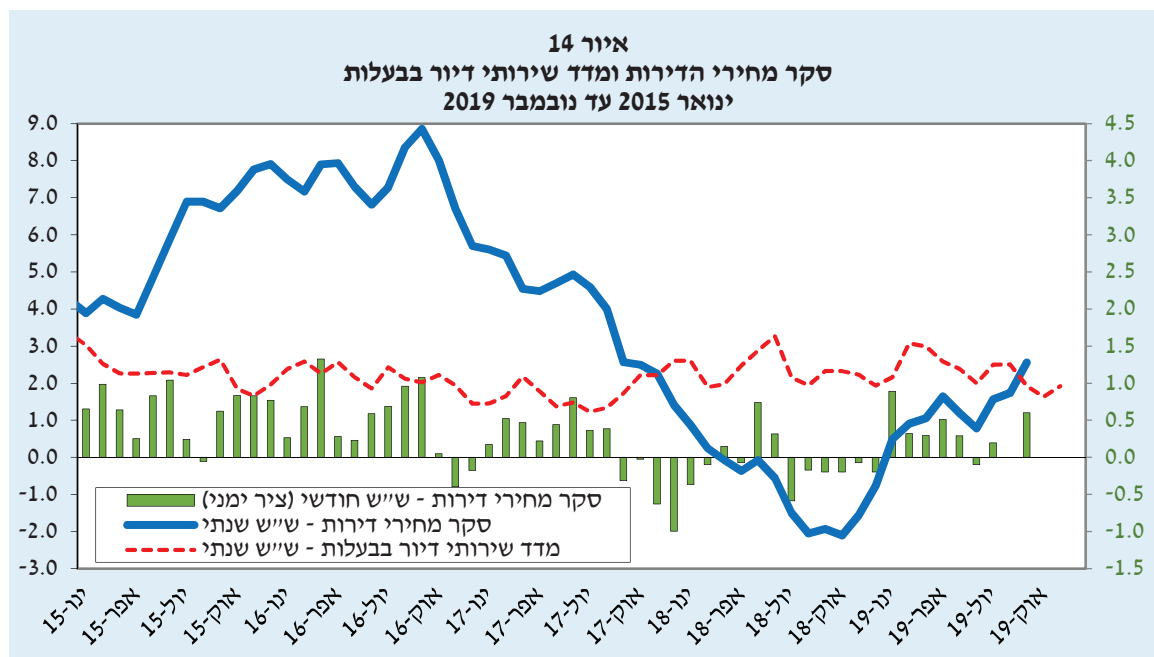
ההערכות של השווקים בעולם הצביעו בתום המחצית הנסקרת על מיצוי לעת עתה של הורדות הריבית בארה"ב¹⁴ ובאירופה. זאת על רקע הפחתה מסוימת בסיכונים להאטה משמעותית, שנובעים מהסלמה במלחמת הסחר בין ארה"ב לסין ומסיכון ל"ברקזיט קשה".

¹⁴ מהמסרים של הפד לקראת תום 2019 עלה שהריבית לא צפויה עוד להשתנות, אלא אם כן יחול שינוי מהותי בסביבה הכלכלית.



5. שוק הדיור

בשוק הדיור חלה עלייה ברמת הפעילות, שהשתקפה במחצית הראשונה של 2019 בעלייה משמעותית בהיקף העסקאות, לצד התרחבות בהיקף המשכנתאות החדשות ועלייה במחירי הדירות. הירידות במחירי הדירות שנרשמו במחצית השנייה של 2018 נבלמו בתחילת שנת 2019 וקצב העלייה השנתי של מחירי הדירות הפך לחיובי מתון ועמד על שיעור של 0.8% בתחילת המחצית הנסקרת. הנתונים שהגיעו במרוצת התקופה הראו, שקצב העלייה השנתי של מחירי דירות עלה ל-2.6% (איור 14)¹⁵. במקביל, עד לתחילת המחצית הנסקרת, הצביעו נתוני הכרמ"ן¹⁶ על עלייה חדה במספר העסקאות (ממוצע נע של ששת החודשים האחרונים) בקרב כל סוגי הרוכשים, כשהעלייה בקרב רוכשי דירה ראשונה הייתה הבולטת ביותר. הנתונים לחודשים הראשונים של המחצית השנייה של 2019, הצביעו על התמתנות מסוימת בהיקף העסקאות של משקיעים ושל משפרי דור, אולם היקף העסקאות של רוכשי דירה ראשונה הוסיף לעלות, כך שבסך הכל נרשמה עלייה במספר הדירות שנמכרו.



בהסתכלות על נתוני הכרמ"ן לגבי רוכשי דירה ראשונה (ממוצע נע של ששת החודשים האחרונים), נמצא שעיקר העלייה חלה ברכישת דירות חדשות, כך ששיעור העסקאות של דירות חדשות מסך עסקאות של רוכשי דירה ראשונה, עמד בתחילת המחצית הנסקרת על 45.8% ועלה לכ-51% בסופה. בין רוכשי הדירות החדשות, ניכרת עלייה במספר העסקאות במסגרת "תכנית למשתכן" ובמשקלן לכ-50% מסך העסקאות של רוכשי דירה חדשה.

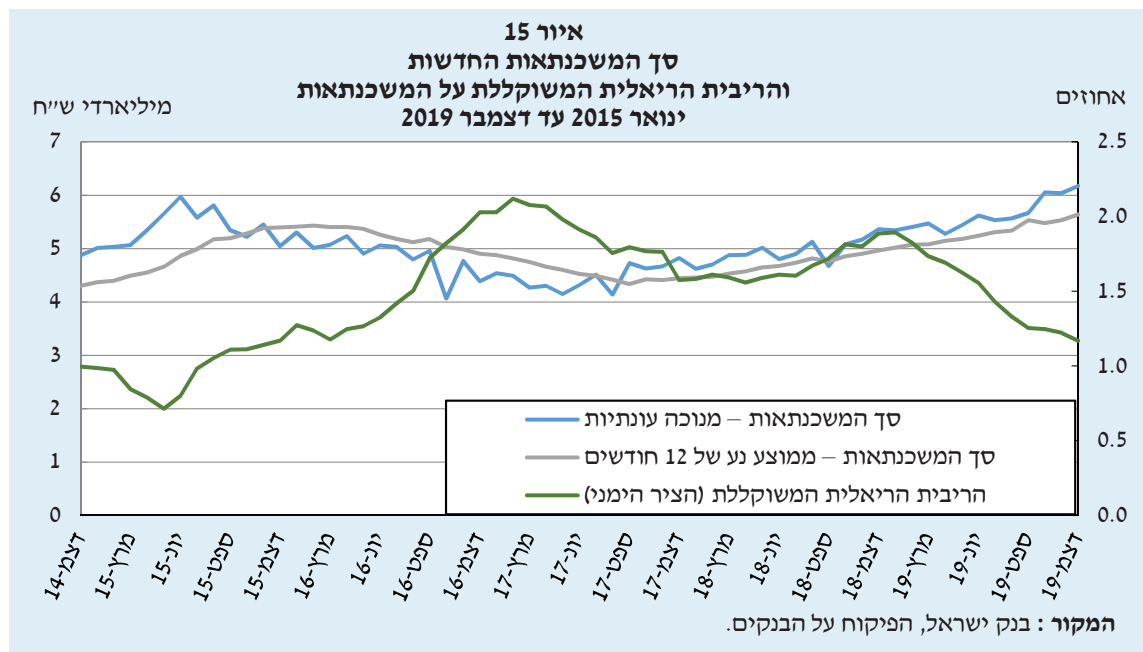
מגמת הירידה המשמעותית בריבית המשוקללת על המשכנתאות נמשכה בתקופה הנסקרת, בעיקר כתוצאה מירידה בריביות הריאליות הארוכות. כך, עמדה הריבית הממוצעת בתחילת 2019 על 1.9%, היא ירדה ל-1.6% בתום המחצית הראשונה והמשיכה לרדת והגיעה במרוצת המחצית השנייה ל-1.2% (איור 15).

העלייה בהיקף העסקאות בשוק הדיור והירידה בריבית על המשכנתאות, השתקפו גם בעלייה בהיקף המשכנתאות החדשות. היקף המשכנתאות החדשות (מנוכה עונתיות), עמד בתחילת המחצית הנסקרת על 5.6 מיליארד ש"ח בחודש ובתום התקופה הוא עלה ל-6.2 מיליארד ש"ח. הדבר השתקף גם בעלייה בנטילת משכנתאות ב-12 החודשים האחרונים, מ-5.2 מיליארד ש"ח בתחילת המחצית הנסקרת, עד ל-5.6 מיליארד ש"ח בסופה (איור 15).

¹⁵ נתוני סקר מחירי הדירות מתבססים עד אוגוסט 2019.

¹⁶ כרטיס מחירי נדל"ן – מערכת מידע המופעלת על ידי רשות המסים לתייעוד ועיבוד של נתוני עסקאות במקרקעין.

קצב העלייה השנתי של מדד שירותי הדיור בבעלות (שכר הדירה), היה בתחילת המחצית הנסקרת גבוה ועמד על כ-2.5%, בדומה לשיעורו במחצית הראשונה של השנה. אולם בהמשך התמתן הקצב השנתי ועמד בתום השנה על 1.9% (איור 14).



6. המדיניות הפיסקלית

במהלך 2019 התברר שהגירעון צפוי להיות גבוה, בקרבת 4 אחוזי תוצר ואי-הוודאות בתחום הפיסקלי התגברה, עקב אי-הוודאות הפוליטית וסביב הצעדים שהממשלה, לכשתקום, צפויה לנקוט כדי להתמודד עם הגירעון הגדל.

הגירעון הגבוה בתקציב של שנת 2019 משקף גירעון מבני שהלך וגדל בשנים האחרונות והוא בעיקר תוצאה של גידול מהיר בהוצאות התמידיות של הממשלה.

אי-ודאות לגבי המצב הפיסקלי שררה לאורך המחצית בשני מישורים עיקריים: (1) העיתוי שבו תורכב הממשלה ויחלו להתקבל החלטות; (2) סוגי הצעדים ועוצמתם שהממשלה העתידית עשויה לנקוט לאחר שתקום, כדי להתמודד עם הגירעון הגבוה. אלה יוצרים אי-ודאות גבוהה לגבי השפעתה של המדיניות הפיסקלית העתידית על האינפלציה ועל הפעילות הריאלית בישראל. מאחר שהממשלה תידרש לפעול, במחצית הראשונה של 2020 לכל הפחות, על פי תקציב המשכי (של 1/12), תהיה לכך השפעה מרסנת על הפעילות הכלכלית.

7. התפתחויות בשוק ההון

על פי ההערכות של שוק התלבור והתחזיות של החזאים המקצועיים, הלכה ועלתה במרוצת המחצית הנסקרת ההסתברות להורדת ריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה. מתחילת המחצית הנסקרת ועד לסוף חודש יולי, הצביעו ההערכות הנגזרות משוק התלבור והתחזיות של החזאים המקצועיים על העלאה צפויה של ריבית בנק ישראל בשנה הקרובה (איור 7). כך, ריבית הפורוורד משוק התלבור ל-12-9 חודשים עמדה בממוצע על כ-0.35% וגילמה הסתברות של כ-70% להעלאת הריבית ב-0.25 נקודת אחוז בתוך שנה. התחזיות של החזאים המקצועיים לריבית בטווח של שנה, עמדו בתחילת יולי על כ-0.5%, אך הן ירדו קלות במהלך החודש והתקרבו להערכות משוק התלבור. ההערכות משוק התלבור ותחזיות החזאים היו עקביות עם הכרזת הוועדה המונית, לפיה הריבית צפויה לעלות באופן הדרגתי וזהיר.

מיום 31.7 – היום שבו פורסמה הודעת הנגיד ולפיה הריבית לא צפויה לעלות עוד זמן רב – ועד לאמצע חודש אוגוסט, עודכנו הערכות שוק התלבור כלפי מטה וגזרו חוסר שינוי בריבית בנק ישראל בשנה הקרובה. ממוצע התחזיות של החזאים המקצועיים עודכן גם הוא בהדרגתיות כלפי מטה והצביע, לקראת החלטת הריבית בסוף אוגוסט, על חוסר שינוי בריבית בשנה הקרובה. אולם על רקע הפתעה שלילית משמעותית במדד המחירים לצרכן לחודש יולי, שהתפרסם באמצע אוגוסט והתפנית במדיניות המוניטרית בעולם, הערכות שוק התלבור מאמצע אוגוסט ועד להחלטת הריבית בסוף אוגוסט (ב-28 לאוגוסט), שיקפו הסתברות של כ-50% להורדת ריבית ב-0.15 נקודות אחוז כבר בעוד חצי השנה (ריבית הפורורד ל-6-9 חודשים עמדה על 0.18%). הערכה זו נותרה בעינה עד להחלטת הריבית ב-7 באוקטובר (איור 7), שבה הצהירה הוועדה לראשונה שהריבית אף עשויה לרדת. על רקע הצהרה זו, עודכנו הערכות שוק התלבור שוב כלפי מטה ונגזרה מהן הורדת ריבית במועד מוקדם יותר מזה שהיה קודם. כך נגזרה הסתברות של 50% להורדת הריבית ב-0.15 נקודות אחוז, כבר במהלך שלושת החודשים הקרובים והורדת ריבית ודאית בעוד שלושה חודשים (ריבית הפורורד ל-3-6 עמדה על 0.1%). התחזית של החזאים המקצועיים עודכנה גם היא כלפי מטה וגזרה הורדת ריבית של 0.15 נקודות אחוז בטווח של שנה. לאחר הודעת הריבית ב-25 בנובמבר, עודכנו מעט כלפי מעלה התחזיות לריבית משני המקורות. ייתכן שעדכון זה נבע מכך שרכישות המט"ח שבנק ישראל חידש מחודש אוקטובר, סימנו לציבור שמענה ואילך ההרחבה מוניטרית תיעשה בעיקר על ידי רכישות מט"ח ולא על ידי הורדת הריבית.

התשואות הנומינליות והריאליות על אגרות החוב הממשלתיות לטווחים בינוני וארוך, ירדו בתחילת המחצית הנסקרת בדומה לירידתן בעולם, אך הן המשיכו לרדת בהמשך המחצית בניגוד לעולם שם התשואות עלו. התשואות הנומינליות עם טווח קצר לפדיון (עד שנתיים) ירדו בישראל בתקופה הנסקרת בשיעור קל של כ-0.2 נקודות אחוז ואילו התשואות עם טווח בינוני לפדיון (3-5 שנים) ועם טווח ארוך לפדיון (מעל 5 שנים), ירדו באופן משמעותי יותר בשיעור של כ-0.4 ו-0.7 נקודות אחוז בהתאמה. ירידה בתשואות נרשמה גם בתשואות הריאליות עם טווח בינוני וארוך לפדיון בשיעור של 0.1 ו-0.5 נקודות אחוז בהתאמה. התשואות הריאליות עם טווח קצר לפדיון אף עלו מעט ב-0.2 נקודות אחוז. הירידה המשמעותית יותר בעקום הנומינלי בהשוואה לעקום הריאלי, משקפת ירידה בציפיות לאינפלציה לכל הטווחים. התשואה הנומינלית לטווח קצר, בינוני וארוך, עמדה בתום התקופה הנסקרת על 0.2%, 0.4% ו-1.0% בהתאמה. התשואה הריאלית לטווחים המקבילים עמדה על (-0.9%), (-1.0%) ו-(-0.5%) בהתאמה. הירידה בתשואות הנומינליות והריאליות לטווחים הבינוניים והארוך בתחילת המחצית הנסקרת חלה בישראל על רקע ירידת תשואות בארה"ב, באירופה ובמדינות נוספות וזאת, בין היתר, בשל ההאטה בפעילות העולמית בפועל והצפויה והתגברות הסיכונים לפעילות כלפי מטה. אולם, לקראת תום המחצית הנסקרת, על רקע הפחתה מסוימת בסיכונים להאטה משמעותית, התשואות בעולם עלו, בעוד שבישראל התשואות המשיכו לרדת.

8. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פירסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמוד להודעות הריבית – ביולי ובאוקטובר 2019 ובינואר 2020 (לוח 3). בתחזית שפורסמה בתחילת יולי, העריכה החטיבה שהמשק צפוי להמשיך להימצא בשנים 2019 ו-2020 בסביבת תעסוקה מלאה ולצמוח בקצב התוצר הפוטנציאלי. כך, על פי התחזית, התוצר היה צפוי לצמוח בשנים אלה ב-3.1% ו-3.5% בהתאמה. החטיבה העריכה ששוק העבודה יוסיף בשנתיים הקרובות להיות הדוק, מה שצפוי להתבטא בעלויות שכר ולכן יתמוך בהתכנסותה של האינפלציה למרכז תחום היעד. על סמך הערכה זו, האינפלציה¹⁷ בשנת 2020 הייתה צפויה לעמוד על 1.6%. בתחזית של חטיבת המחקר, הריבית המוניטרית היתה צפויה לעלות במהלך הרביע השלישי של 2019 ל-0.5% ולהמשיך לעלות בהדרגה, לפי הערכת החטיבה, עד ל-1% בסוף 2020 (לוח 3).

בתחזית שפורסמה באוקטובר, צמיחת התוצר החזויה ל-2019 נותרה ללא שינוי (3.1%), אך התחזית ל-2020 עודכנה כלפי מטה ב-0.5 נקודות אחוז ל-3%. העדכון השלילי נבע מהנחות של החטיבה לגבי צעדים שהממשלה צפויה לנקוט כדי לצמצם את הגירעון – הן בצד ההוצאות והן בצד ההכנסות ממיסים וכן עקב ירידה בתחזית היבוא העולמי, על רקע מלחמת הסחר בין ארה"ב וסין. לאור השינוי החד שתואר לעיל בנתוני מדד המחירים לצרכן, עדכנה החטיבה גם את התחזית לאינפלציה כלפי מטה: בשנת 2020

¹⁷ האינפלציה בתחזית חטיבת המחקר מחושבת כמדד הממוצע ברביע ביחס למדד הממוצע של ארבעה רבועים לאחור. זאת בשונה מהחישוב הסטנדרטי של המדד בחודש מסוים לעומת המדד שנים-עשר חודשים לאחור.

לוח 3
תחזיות חטיבת המחקר
(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

התחזית לשנים	2019				2020			2021
תאריך התחזית	04/19	07/19	10/19	01/20	04/19	07/19	10/19	01/20
התמ"ג	3.2	3.1	3.1	3.3	3.5	3.5	3	2.9
האינפלציה ¹	1.5	1.6	0.6	0.4	1.6	1.6	1.1	1.0
ריבית בנק ישראל ²	0.5	0.5	0.25	0.25	1.0	1.0	0.1-0.25	0.1-0.25
תאריך התחזית	04/19	07/19	10/19	01/20				
האינפלציה בשנה הקרובה ³	1.3	1.4	1.2	1.0				
הריבית בעוד שנה ⁴	0.5	0.75	0.1-0.25	0.1-0.25				

¹ הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברביע האחרון בשנה לעומת הממוצע ברביע האחרון בשנה הקודמת.

² בסוף השנה.

³ בארבעת הרבעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

⁴ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.

האינפלציה הייתה צפויה להיות 1.2% - עדכון כלפי מטה בשיעור של 0.4 נקודת אחוז בהשוואה לתחזית מיולי. העדכון בתחזית לאינפלציה כלפי מטה, נבע כאמור בעיקר מההפתעות השליליות במדדי החודשים יוני ויולי ובשל המשך הייסוס. השינוי בהערכת סביבת האינפלציה הביא לעדכון התחזית לריבית כלפי מטה: חטיבת המחקר העריכה שהריבית לא צפויה להשתנות בשנה הקרובה או צפויה לרדת ל-0.1%. הסיבות העיקריות לירידה בתוואי הריבית הצפוי הן הירידה בתחזית האינפלציה והתגברות הציפיות למדיניות מוניטרית מרחיבה בעולם.

בתחזית שפורסמה בינואר 2020 צמיחת התוצר החזויה ב-2020 עודכנה כלפי מטה בשיעור קל של 0.1 נקודת אחוז (2.9%) ולראשונה החטיבה פרסמה תחזית לשנת 2021, לפיה צמיחת התוצר צפויה לעמוד על 3.2%. הערכה לאינפלציה בשנת 2020 עודכנה מעט כלפי מטה ב-0.2 נקודת אחוז ל-1%, ובשנת 2021 האינפלציה צפויה לעלות ולעמוד על 1.4%. לפי הערכת חטיבת המחקר הריבית לא צפויה להשתנות בשנה הקרובה או צפויה לרדת ל-0.1%.

בנוסף לתחזית השיפוטית, הציגה חטיבת המחקר בכל פעם גם סיכונים עיקריים לתחזית השיפוטית, שמקורם במשק המקומי וגם בעולם.

9. תוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים

הוועדה דנה במהלך המחצית הנסקרת בתוואי האינפלציה הצפוי והסכימה שהאינפלציה הנמוכה לא נובעת כנראה מרפיון בביקושים (המשק נמצא בקרבת תעסוקה מלאה, שוק העבודה הדוק, צמיחה נאה של הצריכה הפרטית ושל היצוא), אלא מהייסוס המתמשך ומזעזועים בצד ההיצע: ירידה במחירי הנפט והמשך התהליך של הגברת התחרות שאפיין את המשק בשנים האחרונות.

בהסתכלות קדימה, חברי הוועדה מעריכים, בהתאם לתחזית של חטיבת המחקר, שהאינפלציה תחזור לתחום היעד במחצית השנייה של 2020, אולם קיימת אי-ודאות גבוהה לגבי תוואי האינפלציה העתידי. הגורמים לאי-הודאות הם רבים, ביניהם התפתחות שער, האינפלציה והפעילות בעולם ומחירי הנפט והסחורות. הוועדה מעריכה גם שהתגברות התחרות במשק והתרחבות תופעת הקניות הקמעונאיות באינטרנט, יוצרות לחצים על המחירים כלפי מטה ולא ברור באיזו מידה תהליך זה, שאפיין את השנים האחרונות, כבר מיצה את עצמו או שיוסיף ללחוץ גם בעתיד על המחירים כלפי מטה. במידה שהממשלה תעלה מיסים עקיפים כדי לצמצם את הגירעון, תהיה לכך השפעה חד פעמית על המחירים, אולם הדבר אינו צפוי להשפיע על תוואי האינפלציה.

בהתייחסם לפעילות הכלכלית, חברי הוועדה העריכו בסוף התקופה הנסקרת כי קצב הצמיחה צפוי להתמתן ב-2020, כתוצאה מהצמצום הפיסקלי הצפוי וההאטה בסחר העולמי. באשר לסיכונים לפעילות הכלכלית, הגורם העיקרי לאי-הוודאות המקומית הינו צעדי המדיניות הפיסקלית של הממשלה לכשתקום, במועד לא ידוע. בעולם חלה ירידה מסוימת בעוצמת אי-הוודאות באשר למלחמת הסחר בין ארה"ב וסין ותהליך הברקזיט. עם זאת, לנוכח ההאטה בפועל והצפויה בעולם וירידה בהיקף הסחר העולמי, קיים סיכון לפגיעה בהיקף היצוא הישראלי, במיוחד אם הפגיעה תתבטא בענף הטכנולוגיה העלית.

הוועדה תמשיך לעקוב אחרי התפתחויות בכלכלה המקומית והעולמית ותנקוט בצעדי המדיניות הנדרשים שיתמכו בהחזרת האינפלציה לסביבת מרכז תחום היעד ותתמוך בפעילות הריאלית.

לוח 4 התפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

(שיעורי השינוי)					
12/19	11/19	10/19	09/19	08/19	07/19
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)					
0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8
1.7	1.9	1.9	2.1	2.0	2.5
-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-1.0
-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.9	-0.7
-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.5	-0.1
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA					
1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)					
-0.7	3.3	2.9	3.5	-2.5	1.1
-1.1	2.9	2.4	3.4	-3.8	1.7
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)					
-0.6	-1.5	1.3	-1.5	1.0	-1.9
1.4	-2.9	3.5	-2.5	0.1	-4.0
0.6	-2.1	2.6	-1.4	-0.4	-2.7

¹ החישוב הוא לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה, ללא אג"ח להמרה ומובנות, עם שיעור תשואה שמגיע עד 100% וטווח לפדיון ארוך משישה חודשים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח 5

סביבת האינפלציה והריבית

(ממוצעים חודשיים)

12/19	11/19	10/19	09/19	08/19	07/19	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
	-0.4	0.4	-0.2	0.2	-0.3	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
	-0.2	0.4	-0.1	0.1	0.1	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
	0.3	0.4	0.3	0.6	0.5	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.8	0.9	1.0	1.1	1.0	1.3	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים¹						
						הציפיות לאינפלציה פורוורד לטווח קצר (מסוף השנה הראשונה ועד סוף השנה השלישית)
1.3	1.4	1.5	1.4	1.3	1.5	
						הציפיות לאינפלציה פורוורד לטווח בינוני (מסוף השנה השלישית ועד סוף השנה החמישית)
1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	
						הציפיות לאינפלציה פורוורד לטווח ארוך (מסוף השנה החמישית ועד סוף השנה העשירית)
1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	
הריבית ופערי הריביות						
0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	ריבית בנק ישראל
-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.99	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-1.50	-1.50	-1.73	-1.89	-2.00	-2.24	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
						תחזיות החזאים לגבי השינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
-	-0.1	0.0	-	0.0	0.0	
0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	ריבית התלבור – פורוורד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

¹ ציפיות האינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, וזה גדל עם התארכות אופק הציפיות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.

תיבה: כיצד תלוי הקשר שבין שער החליפין לאינפלציה במקור השינוי בשער

מבוסס על חומר שהוצג על ידי חטיבת המחקר לוועדה המוניתרית כחלק מהדיונים על החלטות הריבית

שינויים בשער החליפין (שע"ח) עשויים להשפיע באופן משמעותי על ההתפתחות של משתנים מקרו-כלכליים חשובים, כמו אינפלציה ותוצר. לכן יש חשיבות בהבנת הקשר שבין ההתפתחויות בשע"ח להתפתחויות במשתנים המקרו-כלכליים השונים - בפרט ביחס לאינפלציה שמהווה יעד מרכזי של המדיניות המוניתרית ותלוייה מאוד בהתפתחות שע"ח. מסיבה זו מנסה חטיבת המחקר, במסגרת התחזית המקרו-כלכלית שנערכת מידי רביע, להעריך כיצד התפתחויות בשע"ח צפויות להשפיע על הכלכלה הישראלית. כך, למשל, מבררת החטיבה סוגיות כמו, "השקל יוסף ברביע האחרון ב-X אחוזים. בהנחה שהשקל ישמור על רמתו החדשה, מה צפויה להיות השפעת הייסוף שחל עד כה על האינפלציה בהמשך?" או, "כיצד ישפיע פחות אפשרי עתידי בשיעור של X אחוזים בשע"ח על האינפלציה?".

תיבה זו מציגה אומדנים להשפעה של שינויים בשע"ח על האינפלציה ועל משתנים מרכזיים נוספים על פי מודל מבני – מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר¹. שימוש במודל מבני מאפשר לבחון את המנגנונים באמצעותם שינוי בשער חליפין משפיע על משתנים המרכזיים בכלכלה תוך התייחסות למקור הזעזוע שהביא לשינוי בשער החליפין ולתגובה של שאר המשתנים הכלכליים במודל. הנקודה העיקרית העולה מהניתוח היא שהמתאם (הן הכיוון והן הגודל) של האינפלציה עם שע"ח תלוי בגורם הכלכלי שהביא לשינוי בשע"ח².

לוח 1 מציג את אומדני ההשפעות שיש לשינויים בשע"ח כפי שהם עולים מתוך מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר. הלוח מציג את תגובתם של משתנים עיקריים בכלכלה הישראלית לזעזועים שונים, כלומר לשינויים אקסוגניים בסביבה הכלכלית, המהווים כולם מקור לייסוף השקל:

(1) **ירידה בפרמיית הסיכון** של השקל שמגדילה את הכדאיות היחסית באחזקת נכסים שקליים ולכן פועלת לגידול בביקוש לשקלים ולייסוף;

(2) **ירידה ברמת התחרות** במשק הישראלי, שמתבטאת בכך שיצרנים גוברים מחירים גבוהים יותר עבור מוצריהם, מה שפועל לעלייה באינפלציה ובעקבותיה לעלייה בריבית במודל, שמביאה לייסוף³.

(3) **עלייה בהעדפה (בביקוש) לתוצר המקומי**, שמתבטאת בכך שחלק גדול יותר מסך הביקושים של הציבור מסופק על ידי ייצור מקומי ופחות על ידי ייבוא, מה שמביא לעלייה בפעילות ולכן לעלייה בריבית במודל ולייסוף. ייסוף זה נתמך גם על ידי הגידול בעודף שזעזוע זה יוצר בחשבון השוטף כתוצאה מירידה בייבוא.

(4) **עלייה בביקוש לצריכה ולהשקעות**, שמובילה לעלייה בפעילות ובאינפלציה ולכן לעלייה בריבית במודל ולייסוף. את העוצמה של הזעזועים הנ"ל קבענו כך שיובילו בכל התרחישים לייסוף בשיעור של 1% במהלך השנה שלאחר הזעזוע^{4,5}.

¹ מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר הוא מודל מבני אשר נאמד עבור המשק הישראלי ונמצא בשימוש שוטף לצורך עריכת ניתוחים שונים ולצורך בניית התחזית הרבעונית של חטיבת המחקר, המתפרסמת מדי רביע ביחד עם החלטת הריבית. נייר העבודה על מודל ה-DSGE זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו: MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06

² נציין כי ניתן לבחון את הקשר בין שער החליפין והאינפלציה גם במסגרות ניתוח אחרות: אחת הדרכים המקובלות היא אמידה של משוואה בודדת שבה המשתנה המוסבר הוא השינוי באינפלציה, והמשתנים המסבירים הם השינוי בשע"ח בפיגור, וכן קבוצה של משתני בקרה. המקדם של השינוי בשער החליפין, מתאר את הקשר בין השינוי בו והאינפלציה, בהינתן שאר המשתנים הכלכליים במשוואה והזעזועים שהיו בפועל. אמידה של רגרסיות מסוג זה ביחס למשק הישראלי מוצגת בלקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, פברואר 2019, "התמסורת משער החליפין למחירים", מחבר: מיכאל קוזין.

חסרון מסוים בגישת המשוואה הבודדת הוא שהקשר הנאמד אינו מבטא את ההשפעה הסיבתית המלאה של שע"ח על האינפלציה. ³ למרות שבשנים האחרונות נראה שחלה עלייה ברמת התחרות, אנו מציגים כאן זעזוע תאורטי של ירידה בתחרות כדי לשמור על עקביות עם הזעזועים האחרים שפועלים לייסוף שער החליפין. נציין כי במודל אמנם נגזרת תגובה של הריבית לשינויים ברמת התחרות, אולם במציאות ייתכן שבנק ישראל יגיב במידה פחותה, אם בכלל, כתלות במידה בה הוא מעריך ששינויים אלה ישפיעו באופן מתמשך על האינפלציה.

⁴ התרגיל מניח שהייסוף מתרחש בצורה הדרגתית – רבע אחוז בכל אחד מן ארבעת הרבעים.

⁵ במציאות ייתכן שיש הבדל בעוצמת ההשפעה של פחות לעומת ייסוף, ממצא שעלה גם ביחס לישראל (ראו לקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, פברואר 2019, "התמסורת משער החליפין למחירים", מחבר: מיכאל קוזין). מודל ה-DSGE מוגבל בכך שהוא ליניארי ולכן אינו מאפשר השפעה שונה לעלייה בשע"ח לעומת ירידה בו.

לוח 1

השפעות מוערכות של ייסוף בשיעור של 1% על פי מודל ה-DSGE¹ (נקודות אחוז)

גורם הייסוף	גודל הזעזוע במונחי סטיות תקן ²	אינפלציה (במהלך השנה שלפני הזעזוע)	ריבית שנה לאחר הזעזוע	צמיחת היצוא (ממוצע בשנה שלפני הזעזוע)	צמיחת התוצר (ממוצע בשנה שלפני הזעזוע)
פרמיית סיכון (יורדת)	0.4	-0.2	-0.2	0	0
תחרות (יורדת)	1.3	+0.5	0.3	-0.1	-0.2
העדפה לתוצר מקומי (עולה)	0.8	0	+0.1	-0.1	+0.4
ביקוש מקומי (עולה)	0.6	+0.1	+0.2	-0.1	+0.3

¹ המודל כולל מספר רב של זעזועים, שרק חלקם מוצגים בטבלה. הזעזועים שמוצגים אחראים לחלק משמעותי בהתפתחות שער החליפין בעשור האחרון.

² עמודה זו מציגה את השינוי במשתנה האקסוגני שיוצר ייסוף בשיעור של 1%, במונחים של סטיית התקן של אותו זעזוע (בערך מוחלט). ככל שהמספר שמוצג גבוה יותר, המשמעות היא שהזעזוע שנדרש כדי להביא לייסוף של 1% הוא פחות שכיח. להמחשה: ההסתברות שיחול זעזוע לפרמיית הסיכון (שורה ראשונה) שיביא לייסוף בשיעור של לפחות 1% עומדת על 35%, בעוד שההסתברות שיחול זעזוע לתחרות (שורה שנייה) שיביא לייסוף בשיעור של לפחות 1% היא 10% (החישוב מבוסס על העובדה שהתפלגות הזעזועים במודל היא נורמלית).

השורה הראשונה בלוח מתארת את ההשלכות של ירידה בפרמיית הסיכון של השקל. ניתן להתייחס לזעזוע זה כביטוי לעלייה בביקוש לשקלים מסיבות אקסוגניות כגון גידול בהיקף של המשקיעים המעוניינים להשקיע בשקל שנתפס כבטוח יותר בעת הזו. היות שמדובר בזעזוע אקסוגני שמשפיע ישירות רק על שע"ח, הרי שהוא מתאים למענה על השאלה מה ההשפעה של שינויים בשע"ח כשלעצמו, על יתר המשתנים בכלכלה. לכן, יש לזעזוע זה חשיבות מיוחדת בהבנת הקשר שבין שע"ח לשאר המשתנים. ייסוף שנובע מזעזוע זה גורם על פי מודל ה-DSGE, לירידה מתונה בלבד באינפלציה היות ובמודל הריבית מגיבה בירידה לשם מיתון ההאטה באינפלציה⁶. אילו הריבית לא הייתה יורדת היינו רואים גם ירידה מתונה של הפעילות.

המסקנה העיקרית היא שהמתאם בין שע"ח לבין האינפלציה ושאר המשתנים אינו קבוע אלא תלוי בגורם הכלכלי הבסיסי שהם מגיבים אליו. הטבלה מראה, שלעיתים אפילו סימני המתאם הפוכים. כך למשל, במקרה של תחרות יורדת, היצרנים המקומיים מעלים את המחירים והאינפלציה עולה. כתוצאה מעליית האינפלציה עולה הריבית במודל ולכן חל ייסוף בשע"ח. כלומר, במקרה זה ייסוף השקל מלווה דווקא בעלייה באינפלציה. כאן, השינוי בשע"ח הוא עצמו כבר תוצאה של זעזוע אחר, היינו ירידת התחרות, ושל תגובת המדיניות לזעזוע.

ההבדלים המשמעותיים בתגובת המשתנים השונים לייסוף בשיעור דומה מבהירים שכדי להעריך מה יקרה לאינפלציה לאור שינוי מסוים בשע"ח, הכרחי להבין מה המקור לשינוי. משימה זו יכולה כמובן להיות מאתגרת – רק לעיתים רחוקות ברור ממש מה השינוי הכלכלי שגרם לייסוף. מודל ה-DSGE של החטיבה הוא כאמור אחד מהכלים שבאמצעותם ניתן לבחון סוגיה זו.

⁶ תגובת הריבית לשינוי בשער החליפין פועלת על האינפלציה ובכך תורמת להשפעה הכוללת של שינוי שער החליפין על האינפלציה. באמידה של משוואה בודדת לעומת זאת, אשר הייתה כוללת את הריבית כמשתנה בקרה, הקשר הנאמד בין שע"ח לאינפלציה לא היה מבטא את ההשפעה דרך ערוץ הריבית. כלומר, רגרסיות פשוטות מספקות לרוב אומדן שנכון לחשוב עליו כעל המתאם בין שע"ח לאינפלציה (בהינתן משתני הבקרה) בעוד שלעיתים אנו מעוניינים דווקא באומדן של ההשפעה הסיבתית המלאה של שע"ח על האינפלציה.