

פרק ג'

המדיניות המונית והאינפלציה

- בשנת 2017 עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.4% ; אומנם שיעור זה נמוך מיעד האינפלציה, אולם לראשונה מאז 2014 הגיעה האינפלציה השנתית לתחום החיובי. האינפלציה האיצה השנה על רקע הימצאות המשק בסביבת תעסוקה מלאה ועלייה במחירי הנפט והסחורות. רמתה הנמוכה נובעת מכך שמחירי המוצרים במגזר הסחיר ירדו עקב הייסוף מול הדולר וכן מגורמים שמבטאים בעיקר את צד ההיצע: התגברות התחרות והפחתות המחירים שיוזמה הממשלה.
- ציפיות האינפלציה לשנה מהמקורות השונים נעו במשך רוב השנה מתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות פורוורד לשנה השלישית נמצאו מעט מעל לגבול התחתון, והציפיות פורוורד לטווחים ארוכים יותר מעוגנות היטב בתחומן. אף שהאינפלציה סוטה מהיעד תקופה ממושכת, המדיניות של יעד האינפלציה שומרת עד כה על אמינותה.
- מאחר שהאינפלציה נמוכה, והיות שהמשק נמצא בסביבה של תעסוקה מלאה וקיימים נימוקים שנוגעים ליציבות הפיננסית, בחרה הוועדה המונית לראשית לאזן בין השיקולים ולהותיר את הריבית ללא שינוי ברמה נמוכה, 0.1%. הוועדה המשיכה להשתמש בשני כלים נוספים בכדי לעמוד ביעדיה: התערבות בשוק המט"ח והכוונה לגבי העתיד.
- בנק ישראל רכש בשנת 2017 כ-6.5 מיליארדי דולרים (1.5 מתוכם במסגרת התוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף), ואת רובם המכריע הוא רכש במחצית הראשונה. מחקרים עדכניים מוצאים כי התערבויות בשוק המט"ח משפיעות על שער החליפין בטווחים הקצר והבינוני.
- הוועדה המונית שינתה באפריל את נוסח ההכוונה לגבי העתיד: היא עברה מהכוונה שמבוססת על הערכה לגבי תוואי הריבית העתידית להכוונה שקושרת את תוואי הריבית העתידית להתפתחות בסביבת האינפלציה יחסית ליעד. שינוי זה נתפס בשווקים כניטרלי.
- ב-2014—2017 נוצר פער שלילי בין שיעורי האינפלציה בישראל לשיעוריה במרבית מדינות ה-OECD. לכך תרמה בין השאר העובדה שבנק ישראל נקט הרחבה מונית פחותה מההרחבה המשמעותית שנקטו בנקים מרכזיים רבים. ייסוף השקל בשנים אלה מתיישב עם הפער באינפלציה (בפועל והצפויה).
- בשנים האחרונות עלה היקף הרכישות המקוונות שערכו משקי הבית, והדבר מגביר את התחרות במשק. כאשר מתבוננים במדד המחירים לצרכן ובוחנים את תת-הסעיפים שמוצריהם מתאפיינים בשיעור רב של רכישות מקוונות, מוצאים כי הם הציגו ירידות מחירים חדות מהירידות שחלו במחיריהם של מוצרים סחירים אחרים.

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-1.3%. עוד נקבע כי כאשר האינפלציה סוטה מתחום היעד, על הבנק לנקוט מדיניות שלהערכתו תחזיר אותה אליו תוך תקופה שלא תעלה על שנתיים; (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים לאורך זמן; ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בוועדה המוניטרית.² התפיסה שלבנק המרכזי יש מטרות אחדות, ובראשן שמירה על יציבות המחירים, נקראת בספרות "משטר גמיש של יעד האינפלציה" (flexible inflation targeting). במשטר זה קובעי המדיניות פועלים להשיב בהדרגה את האינפלציה לתחום היעד כאשר האינפלציה בטווח הקצר סוטה ממנו. ההדרגתיות מאפשרת לקובעי המדיניות לפעול גם להשגת מטרותיו האחרות של הבנק ובמקביל לשמור על יציבות מחירים בטווחים הבינוני והארוך. לרשות הבנק עומד מגוון כלים להשגת מטרותיו, והוא נהנה מעצמאות בהפעלתם.

פרק זה מנתח את סביבת האינפלציה ששררה במשך במהלך 2017 ואת צעדי המדיניות שהוועדה המוניטרית נקטה בתגובה אליה ואל תנאי הרקע האחרים.

1. סביבת האינפלציה

גורמים אחדים משפיעים על התפתחות המחירים במשך קטן ופתוח כדוגמת ישראל, לרבות הזעזועים להיצע המצרפי כתוצאה משינויים במחירי הנפט, הסחורות והמוצרים המיובאים; ניצולת גורמי הייצור (הפער בין התוצר בפועל לתוצר הפוטנציאלי והפער בין שיעור האבטלה לשיעור האבטלה הטבעי); ציפיות האינפלציה; ותגובתם של קובעי המדיניות המוניטרית להתפתחויות אלו ולהתפתחויות הצפויות.³ לצד כוחות אלו פועלים ברקע גורמים בעלי השפעות ארוכות טווח, ביניהם רפורמות מבניות שנועדו להגביר את התחרות ועל ידי כך להפחית את המחירים במשך; צעדים שהממשלה יוזמת במטרה להפחית את יוקר המחיה; התרחבותה של הכלכלה הדיגיטלית; והגלובליזציה של שרשראות הייצור והאספקה, תהליכים שמעצימים את הסינכרוניזציה של המחירים בעולם.⁴ חלק זה מתאר את התפתחות האינפלציה בישראל בשנת 2017 ואת הגורמים שניצבו ברקע לה.

¹ תחום זה נקבע החל מ-2003. תחום היעד נקבע לראשונה ב-1992, בתיאום בין הממשלה ובנק ישראל, והוא ירד בהדרגה בתהליך דיס-אינפלציה שנמשך כעשור.

² עד אוקטובר 2011 קיבל הנגיד את ההחלטות על הריבית. מאוקטובר 2011 מקבלת אותן הוועדה המוניטרית. בוועדה שישה חברים, בראשותה עומדת הנגידה, והחלטותיה מתקבלות ברוב קולות; במקרה של שוויון לנגידה יש קול כפול. מאז החלטת הריבית באוקטובר 2017 הוועדה המוניטרית פועלת בהרכב מלא ומונה שישה חברים, לאחר שמונובמר 2014 היא פעלה בהרכב חסר. תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2011 דנה בהרחבה בהרכב הוועדה המוניטרית, בדרך קבלת ההחלטות בה, וביתרונות ובחסרונות הכרוכים בכל אחת מהדרכים לקבל החלטות – ועדה ומחליט יחיד.

³ הקשר בין האינפלציה לשלושת הגורמים הראשונים מכונה בספרות "עקומת פיליפס". הרחבה מופיעה בתיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2016.

⁴ ראו למשל

Auer, R., Borio, C. & Filardo, A., 2017a, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains, *CEPR Discussion Paper* 11905.

Auer, R., Levchenko, A. A. & Sauré, P., 2017b, International Inflation Spillovers through Input Linkages, *CEPR Discussion Paper* 11906.

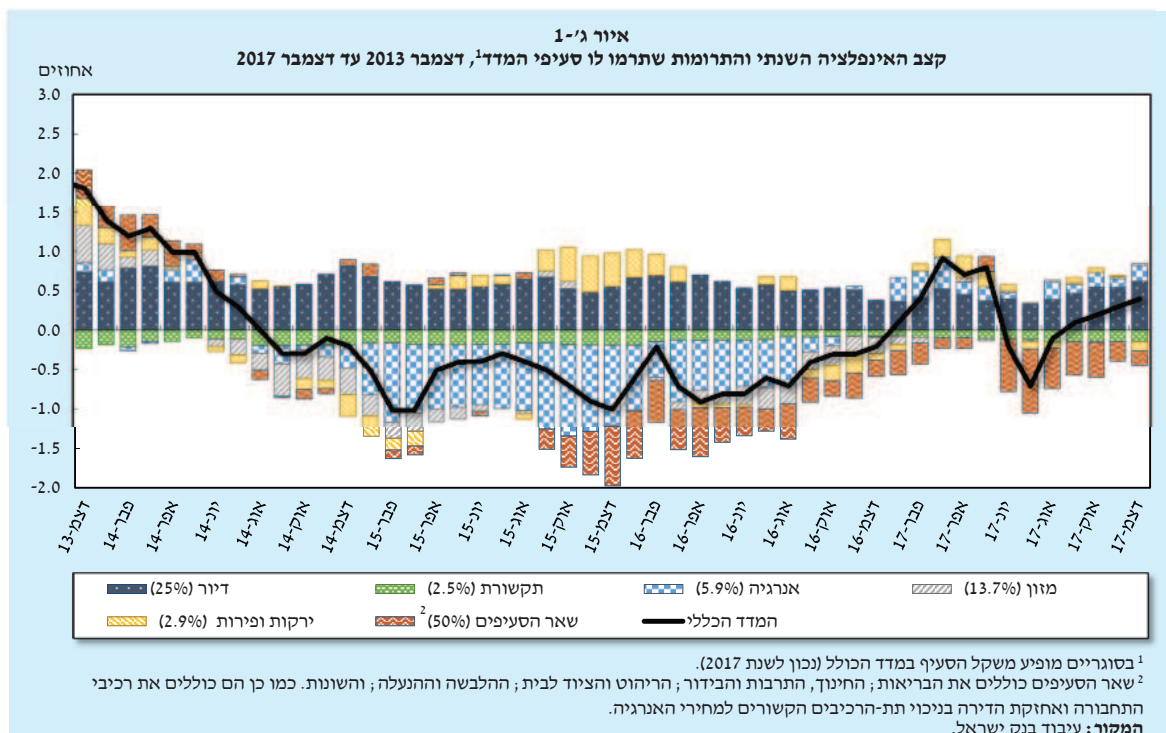
בנק ישראל פועל במסגרת משטר גמיש של יעד האינפלציה: קובעי המדיניות פועלים להשיב בהדרגה את האינפלציה לתחום היעד כאשר האינפלציה בטווח הקצר סוטה ממנו.

א. התפתחות האינפלציה

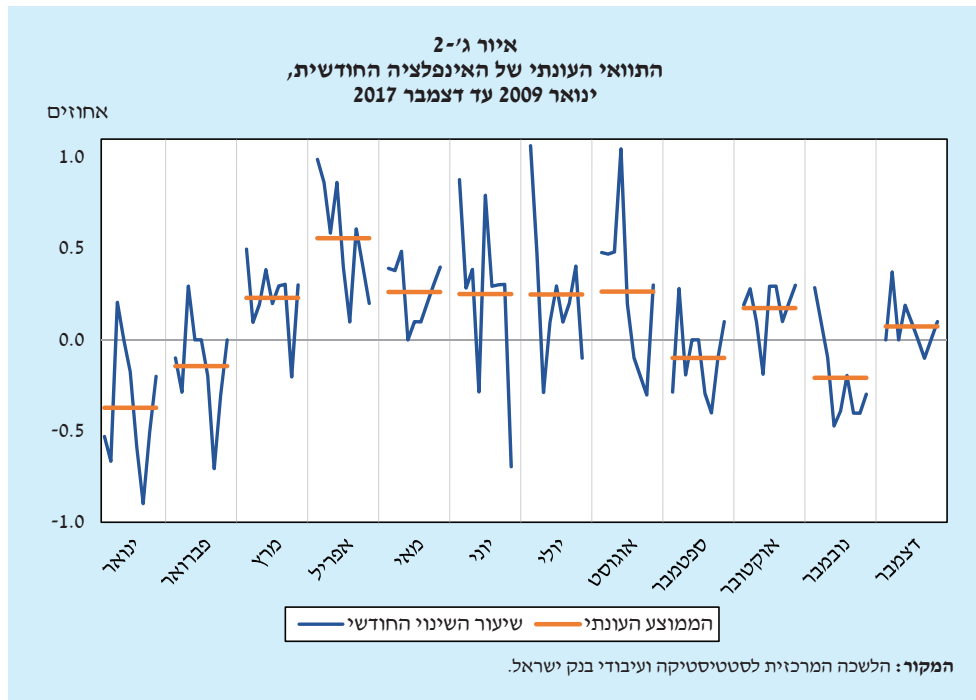
בשנת 2017 הוסיפה האינפלציה לסטות מיעדה, אם כי לראשונה מאז 2014 היא הגיעה לתחום החיובי.

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2017 ב-0.4% (שיעור השינוי, דצמבר מול דצמבר אשתקד), ולראשונה מאז 2014 הגיעה האינפלציה השנתית לתחום החיובי. עם זאת, הסטייה מיעד האינפלציה נמשכת קרוב לשלוש שנים וחצי (איור ג'-1). האינפלציה לא התפתחה באופן אחיד בשנה האחרונה. בתחילתה המשיכה האינפלציה במגמת העלייה שהחלה באמצע 2016 ונמשכה עד מרץ 2017: היא עלתה מכ-1% באפריל 2016 ובמרץ עד מאי 2017 התקרבה ל-1%. מגמה זו נקטעה ביוני ויולי, חודשים שבהם קצב האינפלציה ירד בחדות ושב לרמה השלילית שנראתה ב-2014—2016. בחודשים שלאחר מכן תוקנה הירידה באופן חלקי, ושנת 2017 הסתיימה באינפלציה חיובית אך נמוכה מהגבול התחתון של היעד.

האינפלציה עלתה בשנה החולפת משום שסעיף הדיור (המודד את מחירי שכר הדירה) האץ ותרם לה 0.6 נקודת אחוז, ומשום שמחירי האנרגיה התייקרו בעקבות העלייה במחירי הנפט ותרמו לה 0.2 נקודת אחוז. אולם את עליות המחירים קיזזו השפעת הייסוף על המוצרים הסחירים והשפעתו של סעיף התקשורת – זה גרע מהמדד 0.1 נקודת אחוז.



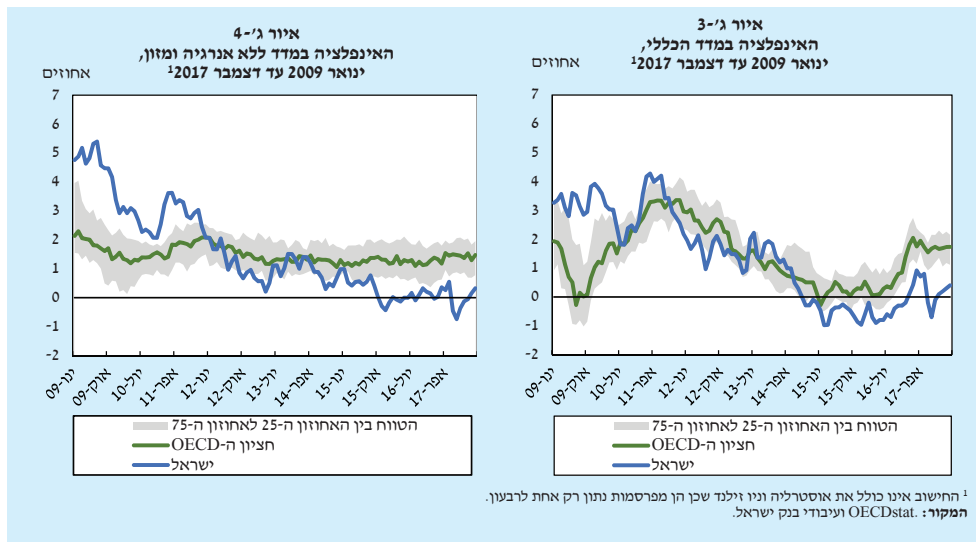
תנודתיות האינפלציה בשנה החולפת, ובפרט העובדה שהקצב השנתי ירד באמצע השנה ב-1.5 נקודת אחוז, שיקפו ככל הנראה רעש סטטיסטי ואלמנטים טכניים. בפירוט, איור ג'-2 מציג את התוואי העונתי של שיעורי השינוי החודשיים במדד המחירים לצרכן בין 2009 ל-2017, והוא מעיד כי בחודשי הקיץ, ובפרט ביוני, ערכי המדד מתאפיינים בתנודתיות רבה יחסית לערכיו ביתר החודשים, ולכן יש לנקוט משנה זהירות כאשר מעריכים את סביבת האינפלציה על סמך מדדים חודשיים. דברים אלה תקפים במיוחד לגבי מדדי יוני ב-2016 וב-2017.



מדד יוני 2017 הציג ערך שלילי ונמוך משמעותית ממדד יוני 2016, ולכן כאשר המדד הנמוך נכנס והגבוה יצא ירדה האינפלציה השנתית בחדות. אולם חרף הירידה באינפלציה ניכרה יציבות יחסית בהערכות החזאים בדבר התפתחותה בשנה הקרובה; הציפיות משוק ההון אומנם ירדו זמנית אך עד סוף השנה חזרו לרמתן ממאי; האינפלציה שבה לתוואי עולה; והפעילות הריאלית, ובפרט הצריכה, נותרה איתנה. התפתחויות אלה תומכות בהערכה שירידת האינפלציה באמצע השנה ביטאה רעש סטטיסטי ואלמנטים טכניים.

העלייה שניכרה באינפלציה בישראל בין המחצית השנייה של 2016 ליוני 2017 תאמה את העלייה במרבית מדינות ה-OECD (איור ג'-3), והדבר מעיד כי היא מתואמת עם גורמים גלובליים,

העלייה באינפלציה תאמה את העלייה במרבית מדינות ה-OECD וברקע לה פעלו גורמים גלובליים, בראשם עליית מחירי הנפט.



בראשם העלייה במחירים העולמיים של הנפט, המתכות והמזון. המתאם אכן בולט הרבה פחות כאשר בוחנים את האינפלציה במדד ללא רכיבי האנרגיה והמזון (איור ג'-4). הירידה החדה שהתרחשה באינפלציה השנתית בישראל ביוני ויולי עמדה בניגוד ליציבות ששררה במרבית מדינות ה-OECD, והיא הביאה לשיא שלילי את הפער בין ישראל לחציון ה-OECD הן במדד הכללי והן במדד בניכוי סעיפי האנרגיה והמזון.

ב. לחצים חיצוניים על המחירים

המדד למחירי המוצרים הסחירים (37% מהמדד) משקלל את מחיריהם של מוצרים בעלי אופי סחיר, כלומר מוצרים מיובאים או תחליפי יבוא. מחיריהם של מוצרים אלו מושפעים ממחיריהם העולמיים של חומרי הגלם, דרך השפעתם על העלויות של הפירמות, וכן משער החליפין של השקל, דרך השפעתו על מחירי היבוא. בשנים האחרונות הם מושפעים גם מהצעדים שהממשלה נוקטת במטרה להגביר את התחרות בתחום המוצרים האלה ולהוזיל את מחיריהם.

המדד למחירי הסחירים ירד בשנת 2017 ב-1.1%, לאחר שב-2016 הוא ירד ב-1.7%. ייסוף השקל תרם משמעותית לירידתו, אולם בניגוד למצב בשנים קודמות, מחירי האנרגיה תרמו לו תרומה חיובית.

ייסוף השקל תרם משמעותית לירידה במדד למחירי הסחירים, אולם בניגוד למצב בשנים קודמות, מחירי האנרגיה תרמו לו תרומה חיובית.

(1) שער החליפין



שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל התייסף השנה ב-3.9%, לאחר שב-2016 הוא התייסף ב-4.6% (איור ג'-5). הייסוף האפקטיבי שהתרחש השנה נבע בעיקרו מייסוף מול הדולר (8.5%), וקיצו אותו במעט פחות מול האירו (2.7%).

בארץ ובעולם מקובל לנתח את האופן שבו שער החליפין משפיע על האינפלציה באמצעות שער החליפין הנומינלי האפקטיבי – ממוצע של שערי חליפין בילטרליים, משוקלל לפי משקל הסחר שהמדינה המקומית מנהלת עם המדינות או אזורי המטבע השונים⁵. אולם קיימות עדויות אמפיריות לכך שהדולר הופך למטבע הדומיננטי בהשפעה על היקפיו ומחיריו של הסחר העולמי בטווח הקצר-בינוני, ותופעה זו ניצבת ברקע לעלייתה של "פרדיגמת המטבע השליט" (Dominant Currency Paradigm)⁶. תפיסה זו גורסת כי שער החליפין מול הדולר משחק תפקיד

⁵ המשקלות חושבו לאחרונה מחדש. ראו גאלו לי וע' פרידמן (2015), "שער החליפין האפקטיבי בישראל", בנק ישראל, חטיבת המחקר.

⁶ ראו

Casas, C., Díez, F. J., Gopinath, G., & Gourinchas, P. O. (2016). Dominant currency paradigm (No. w22943). National Bureau of Economic Research.

לוח ג'-1

האינדיקטורים העיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2013 עד 2017

2017									
Q4	Q3	Q2	Q1	2017	2016	2015	2014	2013	
א. האינפלציה (אחוזים)									
				1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
0.1	0.3	-0.1	0.1	0.4	-0.2	-1.0	-0.2	1.8	2. האינפלציה בפועל ¹
0.1	0.4	0.0	0.2	0.7	0.0	0.1	-0.2	1.1	3. האינפלציה בניכוי התערבויות הממשלה ²
0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-1.1	0.0	0.7	4. ההשפעה הישירה של הממשלה ²
0.1	0.4	-0.9	0.3						5. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ³
0.3	0.3	0.4	0.0	0.2	0.3	0.6	1.2	1.8	6. הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון ⁴
2.4	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3	2.1	2.3	2.3	7. הציפיות לאינפלציה ל-10 שנים משוק ההון ⁴
0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	1.3	1.8	8. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ⁴
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)									
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	1.4	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
-0.2	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.5	-0.7	-0.3	2. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה ⁵
1.9	1.9	2.2	2.4	2.1	2.0	2.2	3.1	4.0	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁶
0.4	0.4	0.7	0.8	0.6	0.4	0.5	1.0	1.7	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁶
ג. שיעור השינוי בשער החליפין (אחוזים)									
-1.9	2.9	-1.0	-3.9	-3.9	-4.6	-9.3	4.4	-7.8	1. הנומינלי האפקטיבי
-1.0	0.2	-3.2	-4.7	-8.5	-1.4	-1.4	12.3	-7.2	2. מול הדולר
-1.6	6.3	1.7	-3.5	2.7	-4.3	-13.1	1.1	-3.1	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
4.7	-6.1	2.0	-1.4	-1.1	-11.0	6.8	11.5	15.3	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי) ⁷
-1.8	0.4	1.5	1.2	1.2	5.7	7.9	4.3	7.3	2. מחירי הדירות
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)									
2.4	3.5	3.6	2.6	12.6	17.2	40.7	35.6	15.2	1. אמצעי התשלום (M1)
0.0	2.3	2.7	2.9	8.1	7.9	13.6	8.4	6.6	2. M1 + פח"ק ⁸ + פיקדונות עד שנה בשקלים (M2)
ו. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
4.2	4.1	4.4	4.3	4.2	4.8	5.3	5.9	6.2	1. שיעור האבטלה
3.6	4.0	2.9	1.2	3.4	4.0	2.6	3.5	4.2	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁹

¹ מדד המחירים לצרכן במשך התקופה.

² המדד מנכה את השפעת צעדי הממשלה העיקריים על המחירים. ב-2017 הם כללו: הוזלה בביטוח החובה לרכב, העלאת מחירי המוניטיות והחשמל, ביטול המכס על מכשירים סלולריים, הוזלת מחירי המים, הוזלת מחירי בוק לספקיות הקטנות, והוזלת צהרונים.

³ כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה לרבעון הראשון של 2010).

⁴ ממוצע תקופתי.

⁵ על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

⁶ שיעור התשואה ברוטו על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

⁷ הממוצע בחודש האחרון לעומת הממוצע בחודש האחרון בתקופה הקודמת.

⁸ פח"ק – פיקדון חוזר קרדיטורי, פיקדון יומי נזיל.

⁹ הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

המקור: בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח ג'-2
התפתחות המחירים לפי רכיבים שונים¹, 2013 עד 2017

הרכיב		הממד ללא אנרגיה, מזון וירקות ופירות ושניוני המחירים שהממשלה יזמה		הממד ללא אנרגיה, מזון וירקות ופירות		מדידת המחירים ²		המבורה		חניך, חתבות		הלבשה		ריחוט		אחידה		דיר		ירקות ופירות		מדי המחירים		התקופה									
הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב	הרכיב								
הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד	הממד								
מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח	מנכח									
עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות	עונתיות									
2.9	0.0	0.8	1.3	1.6	4.5	-2.0	0.8	2.2	-1.8	-2.5	3.9	2.9	3.3	11.8	1.8	2013	2.9	0.0	0.8	1.3	1.6	4.5	-2.0	0.8	2.2	-1.8	-2.5	3.9	2.9	3.3	11.8	1.8	2013
0.7	-1.9	0.8	0.8	-3.9	-0.5	-0.9	0.8	0.4	-3.7	-3.6	0.0	3.1	-2.5	-9.3	-0.2	2014	0.7	-1.9	0.8	0.8	-3.9	-0.5	-0.9	0.8	0.4	-3.7	-3.6	0.0	3.1	-2.5	-9.3	-0.2	2014
0.5	-3.3	0.2	-0.4	-13.7	0.1	-5.4	-0.3	-0.8	-1.7	-1.6	-5.5	2.2	-0.1	13.2	-1.0	2015	0.5	-3.3	0.2	-0.4	-13.7	0.1	-5.4	-0.3	-0.8	-1.7	-1.6	-5.5	2.2	-0.1	13.2	-1.0	2015
0.6	-1.7	0.3	0.2	-0.2	0.7	-1.9	0.8	0.7	-1.0	-2.4	0.5	1.4	-1.5	-2.7	-0.2	2016	0.6	-1.7	0.3	0.2	-0.2	0.7	-1.9	0.8	0.7	-1.0	-2.4	0.5	1.4	-1.5	-2.7	-0.2	2016
1.1	-1.1	0.7	0.2	3.4	0.5	-0.9	1.0	0.1	-4.6	-3.8	1.1	2.4	0.2	-3.8	0.4	2017	1.1	-1.1	0.7	0.2	3.4	0.5	-0.9	1.0	0.1	-4.6	-3.8	1.1	2.4	0.2	-3.8	0.4	2017
(שערורי השנינו החדשים, אחוזים)																																	
(שערורי השנינו החדשים, אחוזים)																																	
0.2	-0.7	-0.7	3.1	1.1	-0.1	-0.1	-0.5	-9.2	-0.3	1.2	-0.5	0.5	-0.1	-0.2	0.0	2017	0.2	-0.7	-0.7	3.1	1.1	-0.1	-0.5	-9.2	-0.3	1.2	-0.5	0.5	-0.1	-0.2	0.0	2017	
0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.6	0.1	0.0	-5.3	0.6	0.2	0.3	0.3	3.9	0.0	0.0	פברואר	0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.6	0.1	0.0	-5.3	0.6	0.2	0.3	3.9	0.0	פברואר		
0.3	0.4	0.4	-0.5	0.3	-0.5	0.2	0.6	4.9	-0.3	0.0	0.8	0.0	-0.1	0.3	0.3	מרץ	0.3	0.4	0.4	-0.5	0.3	-0.5	0.2	0.6	-0.3	0.0	0.8	0.0	-0.1	0.3	0.3	מרץ	
-0.4	0.3	0.3	-1.3	-0.2	0.4	-0.2	0.8	1.3	-0.3	0.2	-0.1	0.1	1.6	0.2	0.2	אפריל	-0.4	0.3	0.3	-1.3	-0.2	0.4	-0.2	0.8	1.3	-0.3	0.2	-0.1	0.1	1.6	0.2	אפריל	
0.3	0.4	0.5	0.6	0.1	0.0	0.1	-0.1	10.9	0.2	0.2	-0.3	-0.3	1.6	0.4	0.4	מאי	0.3	0.4	0.5	0.6	0.1	0.0	0.1	-0.1	10.9	0.2	0.2	-0.3	-0.3	1.6	0.4	מאי	
-0.9	-0.6	-0.8	-0.2	-0.1	-0.5	0.4	-0.2	-5.4	-1.0	-1.1	0.2	-0.1	-6.9	-0.7	-0.1	יוני	-0.9	-0.6	-0.8	-0.2	-0.1	-0.5	0.4	-0.2	-5.4	-1.0	-1.1	0.2	-0.1	-6.9	-0.7	יוני	
-0.3	0.2	0.1	-2.1	0.1	0.1	0.3	0.0	-8.1	-0.9	-0.1	0.9	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	יולי	-0.3	0.2	0.1	-2.1	0.1	0.1	0.3	0.0	-8.1	-0.9	-0.1	0.9	-0.2	-0.1	-0.1	יולי	
0.2	0.1	0.2	1.8	0.1	0.3	-0.1	1.0	-3.6	-0.2	0.1	0.6	0.2	1.5	0.3	0.3	אוגוסט	0.2	0.1	0.2	1.8	0.1	0.2	1.8	0.1	-3.6	-0.2	0.1	0.6	0.2	1.5	0.3	אוגוסט	
0.4	0.0	0.1	0.5	-0.6	-0.3	0.2	-0.5	-0.4	0.5	-0.1	0.4	0.0	2.9	0.1	0.1	ספטמבר	0.4	0.0	0.1	0.5	-0.6	-0.3	0.2	-0.5	-0.4	0.5	-0.1	0.4	0.0	2.9	0.1	ספטמבר	
0.2	0.3	0.3	0.8	0.8	0.2	0.1	-0.1	6.1	-0.6	0.2	0.0	0.3	1.4	0.3	0.3	אוקטובר	0.2	0.3	0.3	0.8	0.8	0.2	0.1	-0.1	6.1	-0.6	0.2	0.0	0.3	1.4	0.3	אוקטובר	
0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.3	0.0	-0.3	2.0	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	-5.5	-0.3	-0.3	נובמבר	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.3	0.0	-0.3	2.0	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	-5.5	-0.3	נובמבר	
0.1	0.1	0.1	0.9	-0.3	0.5	0.0	-0.6	4.3	-1.1	0.2	0.2	-0.5	-3.3	0.1	0.1	דצמבר	0.1	0.1	0.1	0.9	-0.3	0.5	0.0	-0.6	4.3	-1.1	0.2	0.2	-0.5	-3.3	0.1	דצמבר	

¹ בסוגריים מופיע משקל השקל, או הממד החלקי הכולל, בממד המכליל עבור לשנת 2017.
² רכיב האנרגיה כולל דלק ושכונות לרכב וחשמל, וגו' וסולל לצריכה ביתית.
³ כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל, (ראו תיבה 1 בדרך האינפלציה לרבעון הראשון של 2010).
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה וניהול בנק ישראל.

מרכזי בקביעת נפחו ומחיריו של הסחר העולמי, מכיוון שמרבית עסקאות הסחר בעולם נקובות בדולרים בין שהצדדים לסחר כוללים את ארה"ב ובין שלא, והדבר מוביל לכך שמחירי היבוא והיצוא לרוב קשיחים במונחי המטבע השליט (הדולר) בטווח הקצר-בינוני.⁷ בפרט נמצא כי לשינויים בשער החליפין מול המטבע השליט יש בטווח הקצר-בינוני תמסורת גבוהה למחיר ולנפח של היבוא והיצוא, ללא קשר ליעדם ולמקורם. מנגד, לשינויים בשער החליפין הביטלרלי עם שותפת סחר יש תמסורת נמוכה.⁸

ניתוח שנערך בחטיבת המחקר של בנק ישראל מעיד כי ייתכן שפרדיגמת המטבע השליט רלוונטית גם למשק הישראלי.⁹ הניתוח מצא כי הדולר דומיננטי בהסבר השינויים במחירי סחר החוץ של ישראל, ויש פער רב בינו לבין שאר המטבעות, כולל האירו.¹⁰ בפירוט, ברגרסיות המנסות להסביר את השינויים הבו-זמניים במחירי היבוא של ישראל למקדם של הדולר יש מובהקות סטטיסטית גבוהה, ותרומתו השולית להסבר השונות של מחירי היבוא גבוהה משמעותית מתרומתם של יתר המטבעות, כולל האירו. זאת ועוד, המקדם שלו ברגרסיה גבוה מהמשקל שניתן לו בחישוב שער החליפין הנומינלי האפקטיבי – כ-70% לעומת כ-25%, בהתאמה (לוח ג'-3). בניגוד

לוח ג'-3
תוצאות הרגרסיה של מחירי היבוא (ללא יהלומים) בישראל על שערי החליפין
מול מבחר מטבעות בהשוואה למשקלי המטבעות האלה בשער החליפין הנומינלי
האפקטיבי, 2000Q1 עד 2016Q4

דולר	אירו	פאונד	לירה טורקית	ין יפני	R ² -adj
המקדמים ¹	68.9	21.5	7.5	-0.4	2.6
סטטיית התקן של המקדמים	(10.4)	(10.8)	(11.3)	(3.7)	(7.2)
המשקל בשעה"ח האפקטיבי הרשמי ²	26.4	26.4	6	4.6	2.3

¹ סכום המקדמים מוגבל ל-100.

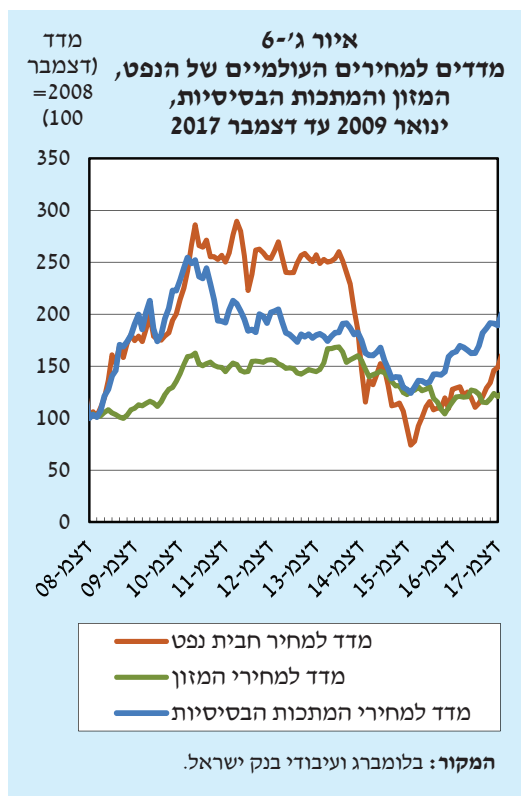
² המשקלות אינם מסתכמים ל-100 מפני ששער החליפין הנומינלי האפקטיבי כולל עוד מטבעות נוסף לאלה שמופיעים בלוח.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

⁷ זוהי תופעה נומינלית בטבעה, והיא צפויה להתפוגג בטווח הארוך שכן בסופו של דבר יותאמו המחירים לשער החליפין החדש ולגורמים מבניים כדוגמת עלויות הייצור, כוח התמחור של המדינה המייצאת, וכד'. לפי פרדיגמת המטבע השליט, קובעי המדיניות המוניטרית מסוגלים לשפר את רווחת הפרטים במשק באמצעות הפחתת העיוותים שהקשיחות גורמות לשקילות כוח הקנייה בטווח הקצר-בינוני.

⁸ Boz et al. (2017) מעריכים כי כאשר חל במטבע של המדינה המייבאת פחות ששיעורו 1% מול הדולר, מחירי היבוא של סחורות במונחי המטבע המקומי עולים ב-0.78% גם אם מפקחים ברגרסיה על שער החליפין הביטלרלי שלה עם שותפותיה לסחר. מאידך גיסא, כאשר חל פחות ששיעורו 1% מול המטבע של מדינת המקור, מחירי היבוא עולים ב-0.16% בלבד אם מפקחים ברגרסיה על שער החליפין מול הדולר. ראו
Emine Boz & Gita Gopinath & Mikkel Plagborg-Møller, 2017. "Global Trade and the Dollar," IMF Working Papers, vol 17(239).

⁹ ארגוב א' (2017), "אמידת שעה"ח המשוקלל על פי רגרסיית מחירי סחר חוץ". תזכיר פנימי.

¹⁰ השתמשנו במחירי היבוא השקליים הנגזרים מהחשבונאות הלאומית הרבעונית, ובמקרה זה מצרף היבוא כולל מוצרי צריכה אך גם מוצרי השקעה וחומרי גלם. בכדי לנטרל (חלקית) את השפעת השינויים במחירי חומרי הגלם כללנו במשוואה למחירי היבוא גם את השינויים במחיר הנפט; מאחר שמחירים אלה אינם מנוכי עונתיות, כללנו ברגרסיה משתני דמי לרבעון. תקופת האמידה משתרעת מהרבעון הראשון של 2000 עד לרבעון הרביעי של 2016. התוצאות אינן רגישות להחלפת המחירים הנגזרים מהחשבונאות הלאומית במדד החודשי למחירי היבוא של מוצרי צריכה הנגזר מנתוני סחר החוץ.



לכך, המקדם של האירו דומה למשקלו בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי¹¹. גם מחקר שערך מכון היצוא מעיד על הרלוונטיות של פרדיגמת המטבע השליט. המחקר מצא שבדומה למצב במדינות רבות בעולם, גם בישראל מרבית עסקאות סחר החוץ נקובות בדולרים¹²: כ-71% מעסקאות היבוא של ישראל ב-2014 – 2016 בוצעו בדולרים, בשעה שבאירו בוצעו רק 22% מהן. אולם האירו והדולר מקבלים משקל זהה בסל המטבעות של שער החליפין האפקטיבי.

(2) מחירי הסחורות

הסחורות האחדות (commodities) מהוות חומר גלם לייצור ועל כן מחיריהן משפיעים על עלויות הייצור ודרךן על המחירים במשק. ב-2017 עלה מחירה של חבית נפט מסוג "ברנט" בכ-16%, לכ-65 דולרים לחבית, ובכך השלים מתחילת 2016 עלייה ששיעורה מגיע ל-100%. גם מחירי המתכות הבסיסיות המשיכו לעלות

השנה – כ-16% ב-2017 וכ-60% מתחילת 2016.

(3) התמסורת למחירי המוצרים הסחירים

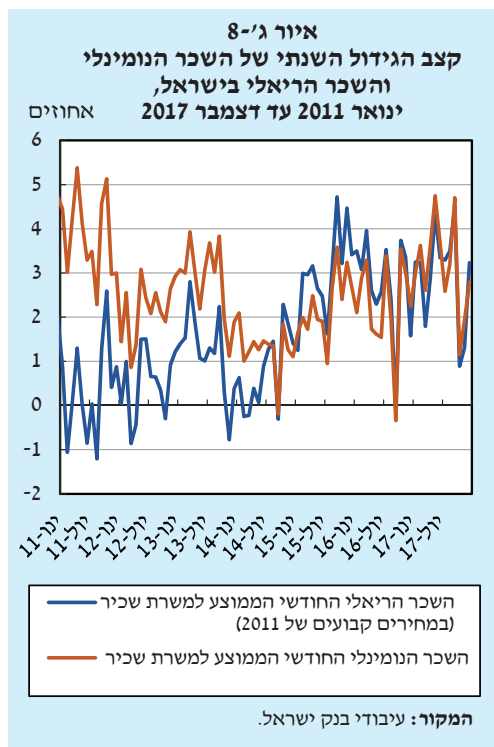
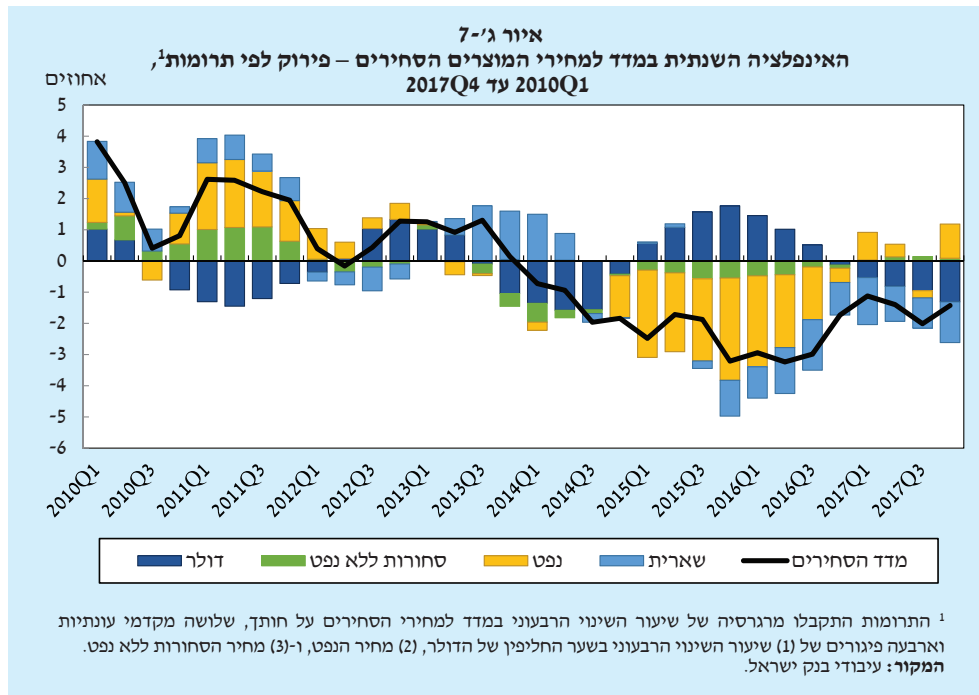
בכדי לכמת את האופן שבו הייסוף והשינויים במחירי חומרי הגלם משפיעים על האינפלציה במדד המוצרים הסחירים, אמדנו משוואת תמסורת שמסבירה את האינפלציה במחירי הסחירים באמצעות מחירי הנפט, שער החליפין של הדולר ומחירי הסחורות. מצאנו כי העלייה במחירי הנפט הוסיפה כנקודת אחוז לאינפלציה שנרשמה ב-2017 במחירי הסחירים (-1.1%), אך הייסוף בשער החליפין של הדולר קיזז את מלוא העלייה שכן הוא הפחית מהאינפלציה 1.3 נקודת אחוז (איור ג'-7). מחירי הסחורות האחרות תרמו ב-2017 תרומה אפסית.

יש לציין כי הגורמים שהזכרנו מסבירים רק חלק מהשינוי במחירי הסחירים (החלק הבלתי מוסבר נקרא באיור "שארית" ותרומתו שלילית ועומדת על 1.3 נקודת אחוז). סביר שלפחות חלק מהירידה הבלתי מוסברת משקף את ירידת המרווחים במגזר הסחיר בשוק המקומי – למשל

¹¹ יש לשים לב שהגרסיה אינה כוללת את כל המטבעות המופיעים בחישוב שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ולכן המקדם של הדולר מייצג ככל הנראה גם מטבעות מאוד מתואמים איתו או מטבעות שאף הוצמדו אליו בעבר (כדוגמת היואן הסיני). ככלל, גרסיות מהסוג שהרצנו מתמקדות ברמת ההסבר של המטבע (במונחי מובהקות סטטיסטית ו- R^2) ופחות בגודל המקדם, בין היתר מהטעמים שהזכרנו בתחילת ההערה.

¹² מכון היצוא (2017), "התפתחויות ומגמות ביצוא הישראלי – דוח סיכום למחצית הראשונה של 2017".

בתחומי הביגוד ומוצרי החשמל והאלקטרוניקה – כתוצאה משינויים בהתנהגות הצרכנים, ואת השפעת הצעדים שהממשלה נוקטת במטרה להפחית את יוקר המחיה¹³.



ג. לחצים מקומיים על המחירים

(1) שוק העבודה

בשנת 2017 המשיך שוק העבודה בישראל להפגין עוצמה, וזו כנראה תרמה תרומה חיובית לאינפלציה. קיימות אינדיקציות אחדות לכך שהמשק נמצא בסביבת תעסוקה מלאה: שיעור האבטלה ירד לשפל של 3.7% (הממוצע ב-2017 באוכלוסייה המצויה בגילי העבודה העיקריים [25–64]); השכר הנומינלי ממשיך לעלות ב-3.1% לשנה (קצב העלייה השנתי הממוצע בשנת 2017, איור ג'-8) ובד בבד מתמתן קצב הגידול של מספר משרות השכיר; ושיעור המשרות הפנויות ממשיך לעלות הן יחסית למספר המובטלים והן יחסית למספר המשרות במגזר העסקי (ראו הרחבה בפרק ב'). גם עלות העבודה

¹³ פרק א' מביא ניתוח ברוח זו ברמת הרכיבים הראשיים של המדד, והוא מתמקד בהשפעת התחרות והצעדים שהממשלה נוקטת כדי להפחית את יוקר המחיה. תיבה ג'-2 מציגה השוואה בין-לאומית של שינויי המחירים בסעיפים המתאפיינים ברכישות מקוונות רבות.

ליחידת תוצר עלתה ותרמה לעליית המחירים, וצפוי כי היא תוסיף לתרום לה גם בהמשך (ראו הרחבה בפרק ה').

(2) התנהגות הצרכנים

בשנים האחרונות ניכרת בישראל עלייה מתמשכת בשיעורן ובהיקפן של הרכישות המקוונות. נמצא כי מחירי המוצרים המתאפיינים בהיקף גבוה יחסית של רכישות מקוונות הציגו ירידות חדות יותר ממחיריהם של שאר המוצרים הסחירים (ראו תיבה ג'-2).

(3) הצעדים שהממשלה נקטה כדי להפחית את יוקר המחיה

כאמור, לאינפלציה הנמוכה ב-2017 תרמו גם הצעדים שהממשלה נקטה כדי להפחית את יוקר המחיה. התערבויות הממשלה כללו למשל את הגברת התחרות בביטוחי החובה לרכב, הוזלת מחירי המים, ביטול המכס על מכשירים סלולריים, וסבסוד צהרונים. לפי ההערכות בחטיבת המחקר, צעדים אלה הפחיתו השנה את מדד המחירים לצרכן בכ-0.3 נקודות אחוז, בדומה להשפעתם ב-2016 (לוח ג'-1). יש להדגיש כי אומדן זה משקף השפעה ישירה בלבד: הוא אינו מפנים את תגובת הביקוש לצעדים ואינו כולל השפעות עקיפות אפשריות, למשל ירידה בציפיות האינפלציה עקב צפי לכך שההתערבויות יימשכו.

ד. אינפלציית הליבה

כשקובעי המדיניות המוניטרית מעריכים את סביבת האינפלציה, הם בדרך כלל מנסים להתבונן בה "מבעד" לזעזועי מחירים שאינם משקפים את מחזור העסקים המקומי. לשם המחשה, שינויים במחירי האנרגיה אומנם משפיעים על האינפלציה המקומית, אך הם נקבעים בחו"ל וקובעי המדיניות אינם יכולים להשפיע עליהם. שיקולים דומים עשויים לחול על רכיבים תנודתיים אחרים במדד: רכיבי המזון תלויים במחירי הסחורות בחו"ל, ומחירי הפירות והירקות רגישים לתנאי מזג האוויר. מסיבה זו בנקים מרכזיים רבים נוהגים לעקוב אחר אומדן שמנטרל השפעות מעין אלה – אינפלציית ליבה (core inflation)¹⁴.

אף שאינפלציית הליבה מושתתת על רעיון פשוט יחסית, אין הסכמה לגבי שיטת חישובה. השיטה הנפוצה ביותר מנכה מהאינפלציה את רכיבי האנרגיה והמזון¹⁵. לצידה קיימות גישות סטטיסטיות באופיין, ואלה מנכות רכיבים בעלי שינויי מחירים יוצאי דופן או מחפשות אחר הרכיב המשותף שמניע את שינויי המחירים ברכיבי המדד.

בישראל אין הגדרה מקובלת לאינפלציית הליבה, ובנק ישראל אינו מתייחס אליה במפורש בהצהרותיו (אם כי הוא מתייחס בהצהרותיו לשורת מדדים חלקיים)¹⁶. היות שאין כאמור שיטה

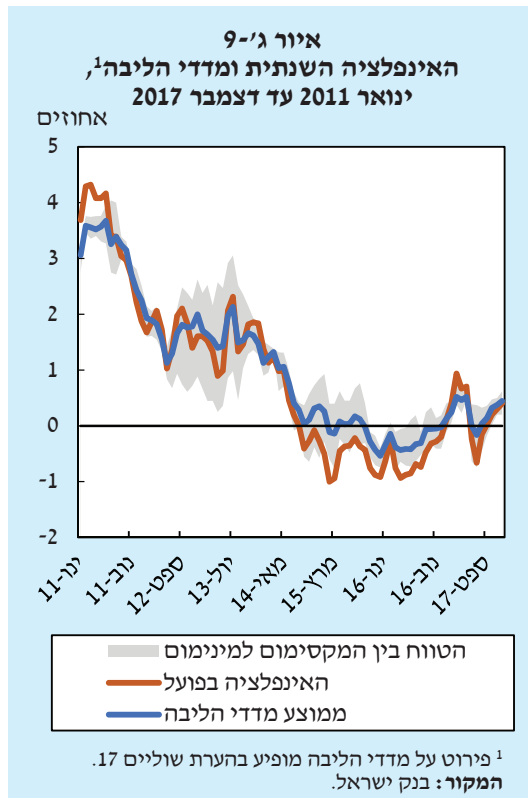
¹⁴ בספרות קיימת הצדקה תיאורטית לאינפלציית ליבה שהגדרתה שונה מעט. במודל ניאו-קיינסיאני סטנדרטי עם הטרוגניות בדרגת הקשיחות של מחירי המוצרים במשק, יהיה זה אופטימלי לייצב מדד מחירים המעניק משקל גבוה למוצרים שקשיחות מחיריהם גבוהה. ראו

Aoki, K (2001): "Optimal Monetary Policy Responses to Relative-Price Changes", *Journal of Monetary Economics* 48, 55–80

¹⁵ להבדיל מישראל, מדינות רבות כוללות את הפירות והירקות בסעיף המזון.

¹⁶ קובעי המדיניות במדינות אחרות משתמשים באינפלציית ליבה. בארה"ב למשל משתמשים באינפלציה במחירי הצריכה הפרטית (PCE) בניכוי האנרגיה והמזון. הבנק המרכזי של קנדה מפרסם שלושה מדדי ליבה סטטיסטיים שונים, ובעזרתם הוא מעריך את סביבת האינפלציה.

הצעדים שהממשלה
נקטה כדי להפחית את
יוקר המחיה הפחיתו
השנה את מדד המחירים
לצרכן בכ-0.3 נקודות
אחוז, בדומה להשפעתם
ב-2016.



מקובלת אחת למדידתה, נשתמש להלן בממוצע פשוט של כמה מדדים¹⁷, מתוך הנחה שכל אחד מהם מספק לה אומדן רועש אך מיצוע שלהם עשוי לספק אומדן טוב יותר.

איור ג'-9 מציג אומדן ממוצע זה (בכחול) לצד האינפלציה השנתית בישראל (בכתום). השטח האפור מציין את הטווח בין הערכים המקסימלי והמינימלי שמדדים אלו מציגים בכל חודש, ומהווה אומדן לאי-הוודאות במדידת אינפלציית הליבה. מהאיור עולה כי החל מהמחצית השנייה של 2014 נעה אינפלציית הליבה קרוב לאפס. עד לשנה הנוכחית נמצאה האינפלציה בפועל מתחת לממוצע של אינפלציות הליבה, ובמחצית הראשונה של 2017 היא עברה אותו. פירוש הדבר שהאינפלציה שנצפתה בפועל לאורך מרבית התקופה שיקפה ככל הנראה הערכת חסר של אינפלציית הליבה, בשל השפעתם של גורמים תנודתיים. אולם בקצה המדגם, במהלך 2017, האינפלציה

השנתית קרובה מאוד לאינפלציית הליבה (ובמרחק-מאי היא אף עוברת אותה). עוד עולה מהאיור כי חרף הירידה החדה שנרשמה ביוני, האינפלציה נמצאת בסך הכול במגמת עלייה החל מסוף 2015. בשנת 2017 הסתכמה אינפלציית הליבה ב-0.4%, בדומה לאינפלציה בפועל, וטווח האומדנים הפרטניים נע בין 0.2% (האינפלציה במדד ללא האנרגיה, המזון, והפירות והירקות) ל-0.6% (המדד הקטום¹⁸).

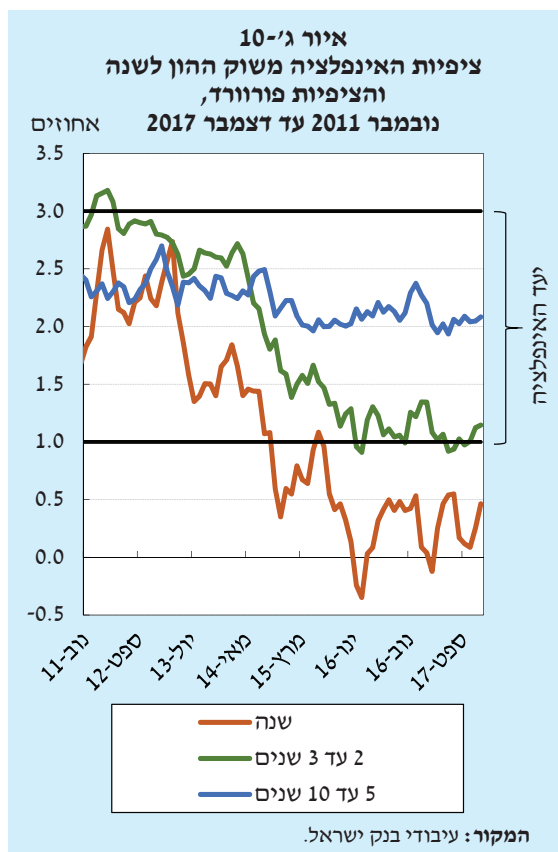
ה. ציפיות האינפלציה

ציפיות האינפלציה מהמקורות השונים (שוק ההון, החזאים המקצועיים והריביות הפנימיות של הבנקים) ל-12 החודשים הקרובים היו רוב השנה חיוביות אך נעו מתחת לגבול התחתון של היעד, בסביבות 0.3%—0.5%. גם הציפיות פורוורד לשנה בעוד שנה (1—2 שנים) נותרו במהלך השנה מתחת לגבול התחתון של היעד ובסופה עמדו על כ-0.8%. הציפיות פורוורד לטווחים של שלוש שנים ומעלה נותרו במהלך השנה מעוגנות בתחום היעד (איור ג'-10).

ציפיות הציבור לגבי התפתחות האינפלציה בעתיד משפיעות על התפתחות האינפלציה בהווה. לשם המחשה, ציפיות העובדים לגבי האינפלציה בעתיד משפיעות בהווה על הסכמי השכר שלהם.

¹⁷ מדדי ליבה אלו כוללים את: (1) האינפלציה ללא האנרגיה, המזון והפירות והירקות; (2) האינפלציה בניכוי חודשי של רכיבים בעלי שינויי מחירים חדים ("מדד קטום"); (3) האינפלציה המבוססת על שינוי המחיר החציוני ברכיבי המדד ("מדד חציוני"); ו- (4) האינפלציה המבוססת על הרכיב המשותף הראשון שנאמד באמצעות ניתוח גורמים משותפים (principal component analysis). פירוט מופיע אצל ריבון סי' (2010), "מדדים לאינפלציית הליבה בישראל", סקר בנק ישראל 84.

¹⁸ ראו הערה 17.



ציפיות האינפלציה
לטווח הבינוני-ארוך
נותרו מעוגנות בתחום
היעד והעידו כי הציבור
נותן אמון ביכולתו של
הבנק המרכזי להחזיר
את האינפלציה אליו.

ב-2014, כאשר האינפלציה בישראל החלה לרדת ואף הגיעה לתחום השלילי, התעורר חשש מהיזון חוזר דפלציוני – תהליך שבו האינפלציה השלילית מעלה את הריבית הריאלית, זו פועלת למיתון הביקושים ולירידה באינפלציה, וחוזר חלילה¹⁹. סביר לשער כי למניעת הגלישה לסחרור דפלציוני תרמה בין השאר העובדה שציפיות האינפלציה בישראל ובעולם – ובמיוחד הציפיות לגבי הטווח הארוך – נותרו מעוגנות סביב יעד האינפלציה בשנים שלאחר המשבר הפיננסי העולמי²⁰.

אף על פי שהאינפלציה השנתית בישראל סוטה מיעדה מאמצע 2014, ציפיות האינפלציה לטווח הבינוני-ארוך נותרו מעוגנות סביב יעד האינפלציה והעידו כי הציבור נותן אמון ביכולתו של הבנק המרכזי להחזיר את האינפלציה לתחום היעד. מסקנה זו מתבססת בעיקר על כך שציפיות הפרוורד משוק ההון לטווח

זה – כלומר החל מהשנה השלישית ואילך – נמצאו בתחום היעד (ראו איור ג'-10).

אינדיקציה נוספת למידת העיגון של ציפיות האינפלציה ניתן לקבל מרמת אי-הוודאות סביב התחזית: כאשר הציפיות מעוגנות יש סביבן אי-ודאות נמוכה יחסית. אומדן מקובל לאי-ודאות זו משמשת מידת המחלוקת (disagreement) בין החזאים, והוא מתקבל מרמת הפיזור של תחזיותיהם. כאשר הציפיות מעוגנות ההסכמה רבה (הפיזור נמוך), וכאשר מתרחשות תפניות חדות באינפלציה ההסכמה מועטה (הפיזור גבוה). בכדי לבחון את מידת ההסכמה השתמשנו בתחזיות אינפלציה פרטניות משני מקורות – החזאים הפיננסיים וסקר החברות של בנק ישראל. את המחלוקת בין החזאים הפיננסיים מדדנו לפי הפער בין התחזית השנייה מלמעלה לתחזית השנייה מלמטה. כדי למדוד את המחלוקת בסקר החברות נטלנו את התפלגות התחזיות בסקר וחישבנו את הפער בין התחזית שבאחוזון ה-75 לתחזית שבאחוזון ה-25.

איורים ג'-11 וג'-12 מציגים את התוצאות. מהאיורים עולה כי בתקופה שלאחר המשבר הפיננסי לא ניכר שינוי משמעותי במידת המחלוקת בקרב שני מקורות התחזית. המחלוקת בקרב החזאים נעה ביציבות בטווח שבין 0.5% ו-1% החל מסוף 2009 ועד לסוף המדגם, והמחלוקת

¹⁹ הסיכונים הנשקפים מדפלציה נידונים בדוח בנק ישראל לשנת 2015.

²⁰ כאשר הציפיות מעוגנות היטב סביב היעד הן מעידות שהמדיניות המוניטרית נהנית מאמינות רבה. זהו דבר רצוי מכיוון שהוא תורם להקטנת התנודות הנגרמות בטווח הקצר. דיון נרחב ביציבות האינפלציה ששררה במשקים המובילים בשנים שלאחר המשבר, ובקשר שלה לאמינות הבנק המרכזי, מופיע אצל David Miles, Ugo Panizza, Ricardo Reis and Ángel Ubide, (2017). And yet it moves: Inflation and the great recession Geneva Rep., CEPR.



בסקר החברות נעה סביב 1% בשנים האחרונות. לשם השוואה, בשנות המשבר (2008—2009) ניכרת עלייה משמעותית במידת המחלוקת בין החזאים.

לסיכום, אומנם האינפלציה השנתית נמוכה מהיעד במשך כשלוש שנים וחצי, אולם מאחר שהציפיות לטווחים הבינוניים והארוך מעוגנות בתחום היעד וניכרת יציבות במדדי המחלוקת של החזאים והפירמות, אפשר להסיק כי הפרטים הבינוניים את מקור הזעזועים שפקדו את הכלכלה המקומית והעריכו כי אלה ישפיעו על האינפלציה רק בטווח הקצר. נראה שהציבור לא סבר כי הבנק המרכזי הפחית את המשקל שהוא מעניק לייצוב האינפלציה כדי להשיג יעדים אחרים, או כי אין לו יכולת להשיבה ליעד.

2. המדיניות המוניטרית

בשנת 2017 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית על כנה והפעילה שני כלי מדיניות נוספים: רכישות מט"ח והכוונה לגבי העתיד. תמהיל הכלים נבחר במטרה לתמוך בחזרת האינפלציה ליעד ובפעילות הריאלית, בעיקר של המגזר הסחיר, תוך שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית מפני העלייה המתמשכת במחירי הדירות והתגברות הסיכונים בשוק האג"ח התאגידיות.

א. צעדי המדיניות שננקטו בשנת 2017

קובעי המדיניות המוניטרית נדרשו השנה, כבשנים הקודמות, לאזן בין הצורך לחתור ליעד יציבות המחירים לבין הצורך לנהל את הסיכונים הגלומים במדיניות המוניטרית המרחיבה, בהתחשב בכך שהמשק נמצא בסביבה של תעסוקה מלאה. הצורך להשיב את האינפלציה ליעד תמך בנקיטת צעדי הרחבה נוספים. אולם הסיכונים ליציבות הפיננסית – המרווחים הנמוכים בשוק האג"ח התאגידיות והעובדה שמחירי הדירות הוסיפו לעלות חרף ההתמתנות המשמעותית בפעילות בשוק הדיור²¹ – תמכו בצמצום מוניטרי.

כדי לאזן בין הצרכים הותיר בנק ישראל את הריבית ללא שינוי ברמה נמוכה, 0.1%; המשיך לרכוש מט"ח, בעיקר במחצית הראשונה של השנה; ושינה את נוסח ההכוונה לגבי העתיד בהודעות

קובעי המדיניות נדרשו לאזן בין הצורך לחתור ליעד יציבות המחירים לבין הצורך לנהל את הסיכונים הגלומים במדיניות המוניטרית המרחיבה, בהתחשב בכך שהמשק נמצא בסביבה של תעסוקה מלאה.

²¹ במספר העסקאות ובהיקף המשכנתאות החדשות.

הוועדה המוניטרית
הותירה השנה את
הריבית המוניטרית
ללא שינוי ברמה נמוכה,
ובמקביל המשיכה
ברכישות המט"ח
ובמדיניות ההכוונה לגבי
העתיד.

הריבית. רכישות המט"ח מאפשרות לנקוט הרחבה מוניטרית שמתמקדת במגזר הסחיר, על ידי כך שהן ממתנות את לחצי הייסוף; הדבר עשוי לתרום לעליית האינפלציה בלי להשפיע ישירות על מחירי הנכסים והיציבות הפיננסית. מדיניות ההכוונה לגבי העתיד משפיעה על עקום התשואות דרך ערוץ הציפיות.²²

תגובתו של בנק ישראל לאינפלציה הנמוכה התאפיינה במתינות יחסית לתגובתם של רבים מהבנקים המרכזיים בעולם, בעיקר באירופה: אלה נקטו צעדים בלתי שגרתיים אחרים, לרבות הרחבה כמותית וריבית שלילית.²³ הוועדה המוניטרית מנתה נימוקים אחדים לתגובתה המתונה. ראשית, הפחתת ריבית נוספת בעת הנוכחית אינה נחוצה מבחינת הפעילות הריאלית כי המשק נמצא בסביבת תעסוקה מלאה, ונוסף לכך היא עלולה לפגוע ביציבות הפיננסית. שנית, האינפלציה הנמוכה משקפת בחלקה את תרומתו המבורכת של התהליך שנועד להפחית את יוקר המחיה, ולא יהיה זה נכון לבלום שינוי מבני שאינו מעיד על מצבו המחזורי של המשק. כלומר העובדה שהאינפלציה סוטה מהיעד זה שלוש שנים וחצי מתיישבת עם משטר גמיש של יעד אינפלציה כל עוד קובעי המדיניות סבורים כי היא תשוב ליעד בפרק הזמן הקבוע בחוק. זאת ועוד, המדיניות המוניטרית צופה פני עתיד ואינה נדרשת לתקן סטיות מהיעד שהתרחשו בעבר. לבסוף, עדיין קיימת אי-ודאות גדולה לגבי האופן שבו צעדים בלתי שגרתיים כדוגמת ריבית שלילית והרחבה כמותית משפיעים על הפעילות והאינפלציה.

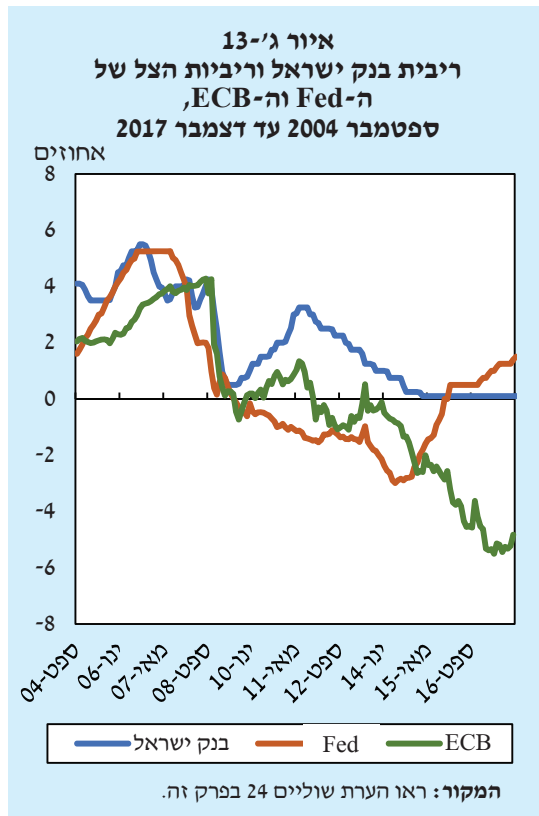
(1) ריבית בנק ישראל

ריבית בנק ישראל נותרה ב-2017 ללא שינוי ועמדה על 0.1%, אותה רמה שבה היא נמצאת מראשית 2015. בעיתות שגרה, כאשר סביבת הריביות חיובית, ניתן להפחית את הריבית המוניטרית ובדרך זו לעודד את הפעילות ולהעלות את האינפלציה. אולם בשנים שלאחר פרוץ המשבר הפיננסי נקלעו רבים מהבנקים המרכזיים בעולם, בראשם ה-Fed וה-ECB, למלכודת הנזילות – מצב שבו הריבית המוניטרית קרובה לגבולה התחתון. ריבית כזו מאבדת מעילותה בעיתות משבר כי קשה להפחיתה, והדבר מאלץ את קובעי המדיניות לפעול בכלים אחרים.

כאשר הריביות נותרות בסביבת גבולן התחתון לאורך זמן ונעשה שימוש בכלים נוספים, לא ניתן ללמוד מהן על הכיוון שבו פועלת המדיניות המוניטרית ועל עוצמת פעולתה. כדי ללמוד על מידת ההרחבה שקובעי המדיניות יוצרים באמצעות הריבית המוניטרית, ניתן לחשב את האומדן לריבית הצל (shadow rate). כלי זה אומד את עקומי התשואות בעיתות שגרה ובעיתות שבהן מגבלת הריבית כובלת, ומשתמש בהם כדי להסיק בעקיפין מהי הריבית המוניטרית

²² ראו הרחבה בתוך בנק ישראל (2013), "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתי: מטרות ואמצעים", דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2013, וכן בתוך בנק ישראל (2015), "הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance) – הניסיון שהצטר בעולם", סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים מס' 138.

²³ גם ב-2017 נותרה הסביבה המוניטרית העולמית מרחיבה מאוד בסך הכול, אף על פי שחלק מהבנקים המרכזיים הגדולים היטו את המדיניות המוניטרית לכיוון מרחיב פחות.



(השלילית) ההיפותטית שתואמת את קצהו הקצר של עקום התשואות^{24,25}. כך ניתן "לתרגם" את כלל צעדי המדיניות שנועדו להשפיע על עקום התשואות למונחי ריבית מוניטרית סינתטית. איור ג'-13 מציג אומדנים לריביות הצל של ה-Fed וה-ECB ב-2004—2017 לצד ריבית בנק ישראל בפועל. כשהריבית המוניטרית חיובית, ריבית הצל שווה לה בקירוב. אולם כשה-Fed או ה-ECB נמצאים במלכודת הנזילות, ריבית הצל מייצגת אומדן לעוצמת ההרחבה הבלתי שגרתית שנקטה.

ניכר מהאיור שהחל מסוף 2014 הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית (הצל) של ה-ECB מתרחב, בשעה שהפער בינה לריבית (הצל והריבית בפועל) של ה-Fed מצטמצם. גם בנק ישראל הפעיל בשנים אלו כלי מדיניות בלתי שגרתיים — רכישות המט"ח וההכוונה לגבי העתיד נועדו להשיג אפקט מרחיב באמצעות השפעה על שער החליפין ועל

עקום התשואות — ולכן סביר להניח שריבית הצל של בנק ישראל נמוכה מהריבית המוניטרית. אומנם קשה לומר באיזו מידה הצעדים שבנק ישראל נקט התקרבו בסדרי הגודל שלהם ובהשפעתם לאלו של ה-ECB (ובנקים מרכזיים נוספים באירופה) הפעילו באותה תקופה, אך סביר להניח שהפער בין ריביות הצל של בנק ישראל וה-ECB אכן גדל²⁶. בהמשך הפרק ננסה להבין אם פער זה גם מעיד על כך שבין ישראל ואירופה נוצרו פערים במידת ההרחבה המוניטרית.

²⁴ הנתונים על ריביות הצל של ה-Fed וה-ECB נלקחו מ-<https://goo.gl/tD3cB2>. פרטים נוספים על המתודולוגיה לחישוב ריבית הצל מופיעים אצל

Jing Cynthia Wu & Fan Dora Xia "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2016, 48(2-3), 253-291.

Jing Cynthia Wu & Fan Dora Xia "Time Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe", working paper, 2017.

Jing Cynthia Wu and Ji Zhang "A Shadow Rate New Keynesian Model", NBER Working Paper No. 22856, 2017.

²⁵ דוחות בנק ישראל לשנים 2015 ו-2016 השתמשו בהגדרה אחרת לריבית הצל — הריבית (השלילית) ההיפותטית שהייתה מאפשרת לבנק ישראל לעמוד ביעד האינפלציה — וריבית זו נגזרה מכלל הריבית של מודל ה-DSGE שבנק ישראל משתמש בו.

²⁶ ברכישות המט"ח שביצע בנק ישראל ניתן לראות הרחבה מוניטרית שפועלת דרך ערוץ שער החליפין. הבנק המרכזי מבצע אותן באמצעות הגדלת המאזן — הגדלת יתרות המט"ח וספיגת עודפי הנזילות דרך יצירת פיקדונות והנפקת מק"ם.

(2) ההכוונה לגבי העתיד

הבנק המרכזי יכול להשפיע על ציפיות הציבור בין השאר באמצעות הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance). בהחלטת הריבית שהתקבלה באפריל 2017 בחרה הוועדה המוניטרית לשנות את נוסח ההודעה הנוגעת להמשך המדיניות המרחיבה בעתיד. לפני השינוי התייחס הנוסח להערכה של הוועדה המוניטרית לגבי התקופה שבה צפויה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה ("למשך זמן רב") ולנימוקים להערכה זו, ואילו בהחלטה מאפריל בחרה הוועדה לחדד את השיקולים שבגינם המדיניות נותרת ותיוותר מרחיבה ("בכוונה הוועדה להותיר את המדיניות המוניטרית המרחיבה על כנה, כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד"). שינוי הנוסח מציין מעבר מהכוונה שמבוססת על הערכה לגבי התוואי העתידי של הריבית להכוונה שמבוססת על הצהרת כוונות ותלויה בהתפתחות בסביבת האינפלציה²⁷. לכן ניתן לראות בנוסח ההכוונה החדש צעד מרחיב יותר, או לכל הפחות ניטרלי, ואיתות על האפשרות שתוואי הריבית לא יעלה בטווח הבינוני. מסקנה זו מקבלת משנה תוקף אם מביאים בחשבון שהוועדה שינתה את נוסח ההכוונה על רקע התנאים הבאים: האינפלציה הציגה מגמת עלייה אך היא נותרה נמוכה משמעותית מהיעד, שער החליפין התייסף, וציפיות האינפלציה לטווחים הקצרים ירדו. הספרות הבוחנת את השפעת המסרים שמעבירים קובעי המדיניות המוניטרית מתמקדת במדידת השינויים בעקום התשואות של האג"ח הממשלתיים, והיא מתבססת על נתונים בתדירות גבוהה (יומיים או תוך-יומיים) מתוך חלון זמן צר סביב הכרזות המדיניות²⁸. מחקרים אלו מושתתים על ההנחה שהשינויים החלים בתשואות הארוכות, ובמשתנים פיננסיים נוספים, בחלון צר סביב הודעות ההכוונה נובעים ממנה ישירות²⁹. מחקר דומה שנערך בבנק ישראל לא מצא כי עקום התשואות השתנה במובהק ביום שבו התפרסם נוסח ההכוונה החדש. תוצאות אלו מאפשרות להעריך כי שינוי הנוסח נתפס בשווקים כמהלך ניטרלי מבחינת התשואות העתידיות, אם כי ייתכן שהוא השפיע על שער החליפין.

(3) ההתערבות בשוק המט"ח

בנק ישראל המשיך גם השנה לנקוט את מדיניות ההתערבות בשוק המט"ח שהוא נקט בשנים האחרונות (איור ג'-14). התערבות זו נמנית עם הכלים המשמשים את הבנק כדי להשיג את יעדיו.

²⁷ בספרות הכלכלית קיימת הבחנה בין הכוונה "אודיסאית" (Odyssean) להכוונה "דלפית" (Delphic). במקרה הראשון הבנק המרכזי מתחייב לפעולה עתידית, ובמקרה השני הוא רק מספק הערכות או תחזיות לגבי פעולותיו ולגבי הביצועים המקרו-כלכליים בעתיד. ראו

Campbell, J. R., Evans, C. L., Fisher, J. D. M., & Justiniano, A. (2012). Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012(1), 1–80.

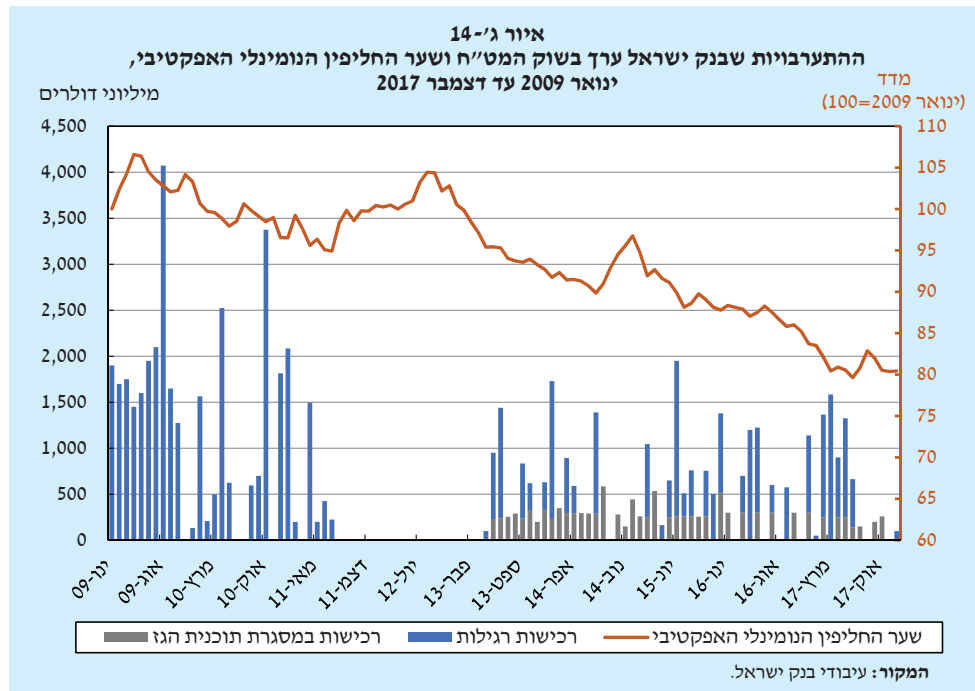
²⁸ אף שהשימוש בצעדי הכוונה הפך לדבר שבשגרה, הדעות בספרות נותרו חלוקות לגבי מידת האפקטיביות שלהם. אומנם מחקרים אמפיריים מוצאים עדויות לכך שצעדי ההכוונה משפיעים על עקום התשואות, אך לרוב השפעתם נמוכה מזו שמנבאים המודלים התיאורטיים – תופעה שהספרות מכנה forward guidance puzzle. זהו אחד ההסברים לכך: במודל סטנדרטי הפרט המייצג אינו ניצב בפני מגבלת הלוואות. הוספת המגבלה למודל מקשה על הפרטים להגדיל את הצריכה בהווה באמצעות נטילת הלוואות, התנהגות שהפכה לכדאית בעקבות הירידה בעקום התשואות. לכן הוספת המגבלה למודל מפחיתה את ההשפעה המרחיבה שיש להכוונה על הפעילות. ראו למשל

Del Negro, M., Giannoni, M. P., & Patterson, C. (2015). The Forward Guidance Puzzle.

McKay, A., Nakamura, E., & Steinsson, J. (2016). The power of forward guidance revisited. *The American Economic Review*, 106(10), 3133–3158.

²⁹ לאחרונה נערך מחקר שהשתמש במתודולוגיית זיהוי זו כדי לבחון את צעדי ההרחבה הכמותית וההכוונה לגבי העתיד שנקט ה-Fed. המחקר מצא כי צעדים אלו השפיעו במובהק על התשואות הארוכות, מחירי המניות ושער החליפין. ראו

Swanson, E. T. (2017). Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets (No. w23311). National Bureau of Economic Research.



כדי לתמוך בהשגת יעדיו רכש בנק ישראל ב-2017 כ-5 מיליארדי דולרים, רובם המוחלט במחצית הראשונה. עוד 1.5 מיליארד נרכש במסגרת התוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף (איור ג' 14). בתחילת 2018 גברו לחצי הייסוף, ובינואר רכש בנק ישראל מט"ח בהיקף משמעותי – כ-1.8 מיליארד דולר.

רכישות המט"ח שערך
בנק ישראל משפיעות
על שער החליפין בטווח
הקצר-בינוני.

מחקרים עדכניים מספקים עדויות אמפיריות לכך שהתערבויות של בנקים מרכזיים בשוק המט"ח משפיעות על שער החליפין. מחקרים אלו משתמשים בנתונים בתדירות גבוהה (יומית או תוך-יומית), שכן אלה מאפשרים לזהות את השפעת ההתערבות טוב יותר³⁰. בנק ישראל ערך לאחרונה מחקר דומה, וזה מעיד שגם ההתערבויות אפקטיביות³¹. במחקר נמצא שבטווח המיידי³² רכישות מט"ח בלתי צפויות מסיטות את שער החליפין לכיוון הרצוי בכ-90% מהפעמים, והאפקט מתמיד במשך כ-40–60 ימי עסקים (כחודשיים קלנדריים). עוד נמצא כי בין יוני 2013 למאי 2017 פחתו הרכישות את שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ-2%–3% בממוצע. חשוב להדגיש כי המחקר הנידון מתמקד אך ורק באלמנט ההפתעה הגלום ברכישות, כלומר בהשפעת

³⁰ הניסיון האקונומטרי לזהות את השפעת ההתערבויות בעזרת נתונים בתדירות נמוכה (למשל נתונים חודשיים) נתקל לרוב בבעיית האנדוגניות. למשל, אם הבנק מתערב בכדי למתן לחצי ייסוף (leaning against the wind), נראה בנתונים מתאם חיובי בין סך הרכישות ובין הייסוף בשער החליפין, שכן הבנק מתערב יותר בחודשים שחל בהם ייסוף חד (כפי שעולה גם מאיור ג' 14). ראו Neely, C. J. (2005). An analysis of recent studies of the effect of foreign exchange intervention. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87(6), 685–7180.

ראו גם

Fratzscher, M., Gloede, O., Menkhoff, L., Sarno, L., & Stöhr, T. (2015). When is foreign exchange intervention effective? Evidence from 33 countries.

³¹ Caspi, I., Friedman, A., & Ribon, S. (2017). The immediate impact and persistent effect of unexpected FX purchases on the exchange rate. Unpublished manuscript.

³² הזמן שחולף בין עסקת הרכישות הראשונה לעסקה האחרונה במהלך פעולת התערבות תוך-יומית.

חלק הרכישות שאינו צפוי מראש, והוא אינו מראה כיצד שער חליפין מושפע מהעובדה שבנק ישראל נמצא בשוק תמיד ויכול להתערב בכל עת.

ב. שקילות כוח הקנייה היחסי

כאשר משק קטן ופתוח, כמו המשק הישראלי, נוקט מדיניות מוניטרית שונה מהמדיניות בשאר העולם, נוצר פער בין שיעור האינפלציה השורר בו לשיעור השורר בחו"ל³³. לשם המחשה, אם הבנק המרכזי של המשק נוקט מדיניות מרחיבה פחות מזו שנוקט הבנק המרכזי של מדינה דומה, האינפלציה במשק תיטה להיות נמוכה מהאינפלציה במדינה האחרת. המנגנון המאפשר היפרדות בין האינפלציות המקומית והעולמית עובר דרך שינויים בשער החליפין, בהתאם לעיקרון השקילות של כוח הקנייה היחסי. עיקרון זה גורס כי פער חיובי (שלילי) בין האינפלציה בחו"ל והאינפלציה המקומית – כלומר הוזלה של המוצרים המקומיים יחסית לחו"ל – ילווה בייסוף (פיחות) של המטבע המקומי מול חו"ל, וזה יקזז את ההוזלה³⁴.

האם הפער שנוצר לאחר 2014 בין הריביות של הבנקים המרכזיים באירופה וישראל מתיישב עם הניבוי התאורטי בנוגע לפער האינפלציות שנוצר בשנים הבאות? איור ג'-15 מסייע לבחון את הסוגיה³⁵. כל נקודה באיור מציינת את פער האינפלציה בין גוש האירו למדינה מסוימת (דצמבר 2017 לעומת דצמבר 2014) ואת השינוי בשער החליפין של האירו מול המטבע של מדינה זו באותה תקופה (ערכים חיוביים מייצגים ייסוף מול האירו). מהאיור עולה שבממוצע קיים קשר חיובי בין



³³ ראו למשל

Woodford, M. (2007). Globalization and Monetary Control. NBER Working Papers (No.13329)

³⁴ הקשר הנידון צפוי להתקיים בטווח הבינוני-ארוך.

³⁵ אין חידוש בהשערה שהמדיניות המוניטרית תורמת לאינפלציה הנמוכה – היא הועלתה במפורש בדוחות בנק ישראל לשנים 2015 ו-2016. אולם כעת אפשר לבחון אותה מנקודת מבט רחבה יותר, הודות לנתונים שהצטברו בחלוף הזמן, ובפרט העובדה ששער החליפין הנומינלי האפקטיבי המשיך להתייסק ושיעור האינפלציה בישראל התבסס בזנבה השמאלי של התפלגות השיעורים ב-OECD.

פער האינפלציות והייסוף בשער החליפין: ככל שהאינפלציה במדינת ההשוואה נמוכה מהאינפלציה בגוש האירו, כך מתחזק ייסוף המטבע שלה מול האירו³⁶. עם זאת, פיזור המדינות באיור אינו מתיישב עם הניבוי הכמותי שמניב עיקרון השקילות של כוח הקנייה, היינו הניבוי שיתקיים שוויון בין פער האינפלציות והשינוי בשער החליפין (את השוויון מייצג באיור קו ה-PPP). תופעה זו נובעת בין היתר מכך שהבדיקה מתייחסת לטווח זמן קצר יחסית, כשלוש שנים, ובטווח כזה משפיעים על שער החליפין עוד גורמים דומיננטיים³⁷.

ייתכן כי העובדה שהחל מ-2014 נקט בנק ישראל הרחבה מתונה יחסית להרחבה שנקטו ה-ECB ואחרים, תרמה לייסוף בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי ולהיווצרות פער בין שיעורי האינפלציה בישראל וביתר המדינות. אומנם קשה לקבוע אם הייסוף גרם לפער האינפלציות או שמא האינפלציה הנמוכה תרמה לייסוף, אך נראה כי שני התהליכים התרחשו במידה מסוימת. בהקשר זה יש להדגיש כי בנק ישראל נמנע מצעדי הרחבה נוספים בעקבות מגוון שיקולים, ביניהם הצורך לשמור על היציבות הפיננסית ושוק העבודה ההדוק (ראו סעיף 2א). לסיכום, האינפלציה בישראל ירדה מדרגה החל מאמצע 2014, ושיעורה נמצא בזנב השמאלי של התפלגות השיעורים בכלכלות המפותחות, לאחר שה-ECB ובנקים מרכזיים נוספים באירופה נקטו הרחבה משמעותית בשעה שבנק ישראל נקט מדיניות מוניטרית מרחיבה פחות.

3. בסיס הכסף ומצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף – העלות האלטרנטיבית של החזקת נזילות – ולכן שינויים בה משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית משמשת כלי מדיניות, הבנק קובע היצע כסף גמיש לחלוטין בריבית שהוא מצהיר עליה, ובסיס הכסף – היינו סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל – נקבע על פי הביקוש שיש לנזילות בריבית של הבנק המרכזי.

א. בסיס הכסף

בסיס הכסף מושפע הן מזרמים שאינם מצויים בשליטת בנק ישראל, כמו חשבונות הממשלה³⁸, והן מזרמים שמצויים בשליטתו, כגון רכישות המט"ח והנפקות המק"ם. הבנק סופג נזילות או מזרים אותה כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל. הבנק מתאים את בסיס הכסף לריבית באמצעות הנפקת מק"ם ובאמצעות פיקדונות נושאי ריבית שהוא מציע לבנקים במכרז ואשר אינם נכללים בבסיס הכסף. הבנק מתחשב בסך ההזרמות/הספיגות ופועל כדי להתאים את בסיס הכסף לביקוש של הציבור.

בשנת 2017 גדל בסיס הכסף בכ-12.2 מיליארדי ש"ח, לאחר שבשנת 2016 הוא גדל בכ-10.8 מיליארדים (לוח ג'-5). בהשוואה לשנה שעברה התרחב השנה בסיס הכסף ב-6.4% (ראו לוח ג'-4)³⁹. ניתן לראות כי המרות המט"ח שביצע בנק ישראל – שיקוף של התערבויותיו בשוק המט"ח – הרחיבו השנה את בסיס הכסף בכ-24 מיליארד ש"ח, בדומה להתרחבות שנרשמה אשתקד. כנגד

³⁶ תוצאות דומות מתקבלות גם אם משווים את הממוצע השנתי של שער החליפין והמדד בשנת 2017 לעומת הממוצע בשנת 2014.

³⁷ תיבה ג'-2 מראה כי עיקרון השקילות של כוח הקנייה רלוונטי למוצרים שמתאפיינים בשיעור רב של רכישות מקוונות.

³⁸ פעולות הממשלה משפיעות על בסיס הכסף, שכן חשבונות הממשלה מתנהלים בבנק ישראל (על פי חוק בנק ישראל).

³⁹ הממוצע בדצמבר 2017 לעומת הממוצע בדצמבר 2016.

לוח ג'-4

שיעור השינוי במצרפי הכסף (באחוזים), 2013 עד 2017

0	1	2	1+2=3	4	5	6	3+4+5+6=7
בסיס הכסף ¹	המזומן שבידי הציבור	עו"ש	M1 ²	פז"ק עד 3 חודשים	פז"ק עד שנה	פח"ק ⁴	M1+פח"ק+פיקדונות עד שנה בשקלים
הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד							
2013	6.5	3.9	22.3	15.2	-1.3	22.2	6.6
2014	11.6	11.7	48.3	35.6	-8.1	9.8	8.4
2015	16.3	13.9	51.4	40.7	-16.4	34.2	13.6
2016	7.5	5.8	20.7	17.2	-10.4	12.1	7.9
2017	6.4	6.5	14.2	12.6	-3.0	16.2	8.1
הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם							
2017							
Q1	1.7	1.2	3.9	3.4	-1.7	6.9	3.0
Q2	1.9	1.7	3.3	3.0	-0.4	3.7	1.9
Q3	1.3	1.3	3.9	3.4	1.0	5.1	2.7
Q4	1.5	1.1	1.5	1.4	-2.1	0.3	0.0

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: בנק ישראל.

לוח ג'-5

המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2013 עד 2017

(מיליארדי ש"ח)

2017									
Q4	Q3	Q2	Q1	2017	2016	2015	2014	2013	
22.5	-5.8	-7.7	-12.9	-3.9	3.5	-14.0	1.2	-10.5	1. הזרמת הממשלה
1.3	1.3	10.4	11.1	24.1	23.4	34.0	24.7	19.2	2. המרות מטבע חוץ ¹
1.3	1.2	10.4	11.1	24.0	23.1	33.8	24.6	19.0	מזה: בנק ישראל
23.8	-4.5	2.7	-1.8	20.2	27.0	19.9	25.8	8.7	3. סך הכול (1+2)
-18.6	4.3	-1.8	8.3	-7.8	-15.8	-11.5	-14.2	-2.4	4. הזרמת בנק ישראל
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	מזה: הלוואה מוניטרית
0.0	6.0	4.0	3.0	13.1	11.1	14.1	-3.2	-6.3	מק"ם
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	החלף
-19.0	-2.0	-6.0	5.0	-22.0	-28.0	-26.7	-12.3	2.0	פז"ק בנקים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2	0.6	1.2	ריבית ²
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	רכישות אג"ח
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ריפו
5.1	-0.3	0.5	6.8	12.2	10.8	8.4	11.7	6.4	5. סך השינוי בבסיס הכסף

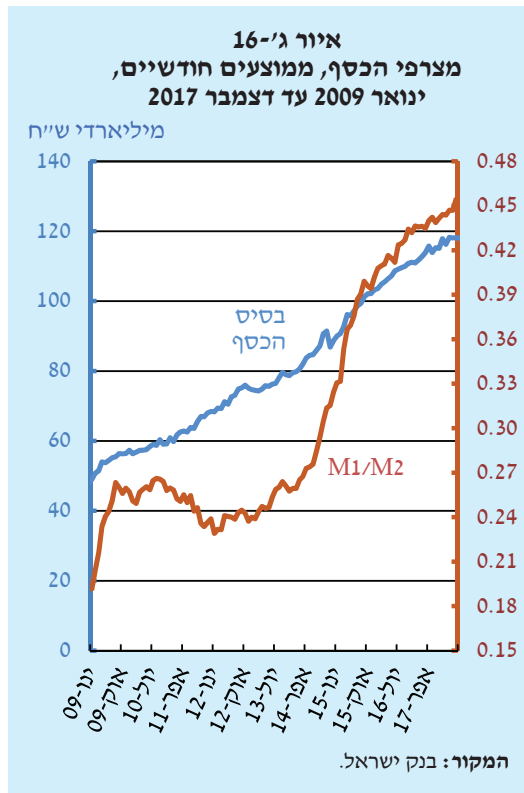
¹ סעיף זה כולל, בין היתר, תקבולים (תשלומים) במט"ח שבנק ישראל והממשלה מקבלים מאת (מעבירים אל) המגזר הפרטי, למשל מס הכנסה. תשלומים אלה אינם משנים את בסיס הכסף והם מופיעים בסעיף הזרמת הממשלה וכן בסעיף זה, בסימן הנגדי.

² ללא מק"ם.

המקור: בנק ישראל.

זאת ספג בנק ישראל כ-9 מיליארדי ש"ח (השינוי נטו ביתרות המק"ם והפז"ק) כדי להותיר את הריבית המוצהרת שלו, 0.1%, ללא שינוי.

ב. מצרפי הכסף



כמות הכסף, המצרף M1, כוללת את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העו"ש של הציבור בבנקים. הביקוש לכסף מושפע בעיקר מרמת הפעילות במשק ומרמת הריבית: עלייה ברמת הפעילות מגדילה את הביקוש לכסף (מניע העסקאות) בשעה שעלייה בריבית מקטינה אותו (העלות האלטרנטיבית של החזקת מזומן). ב-2014–2015 גדלה כמות הכסף באופן משמעותי, בשיעור שנע בין 35% ל-40%, על רקע הפחתת הריבית. ב-2016–2017 התמתן קצב הגידול ל-17.2% ו-12.6%, בהתאמה, והדבר מתיישב עם התייצבות הריבית. M1 עלה ב-2017 בעיקר כתוצאה מעלייה בפיקדונות העו"ש: הם צמחו ב-14.2% בשעה שהמזומן שבידי הציבור גדל ב-6.5% בלבד.

במקביל להפחתות הריבית שנערכו בשנים האחרונות נרשמה מגמת ירידה בנתח שהמזומן תופס ב-M1: בסוף 2017 הוא עמד על כ-20% בשעה שלפני עשור

הוא עמד על 50%. כמו כן נמשכה במקביל העלייה בנתח ש-M1 תופס ב-M2, מצרף שכולל את M1 ואת הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה (איור ג'-16). העלייה ביחס זה החלה ב-2012 והצביעה על כך שהציבור החליף את הפיקדונות נושאי הריבית בפיקדונות עו"ש מפני שהריבית הנמוכה על הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה לא פיצתה על אובדן הנזילות הכרוך בהם.

תיבה ג'-1

גורמים גלובליים ותרומתם לאינפלציה בישראל

- הגורמים הגלובליים המשותפים לאינפלציות של מדינות ה-OECD מסבירים מאז המשבר הפיננסי למעלה מ-70% משוונות האינפלציה ב-OECD ו-80% משוונות האינפלציה בישראל. בתקופה זו התעצם המתאם בין שיעורי האינפלציה של מדינות ה-OECD.
- הגורמים הגלובליים מסבירים היטב את התפתחות האינפלציה בישראל – הן את הירידה החדה ב-2011 – 2016 והן את היפוך המגמה שהחל בתחילת 2016. בשנה וחצי האחרונות הגורמים הגלובליים תורמים תרומה חיובית משמעותית לאינפלציה בישראל.

שיעור האינפלציה השנתי במדד המחירים לצרכן בישראל השתנה משמעותית בשנים שלאחר המשבר הפיננסי העולמי: ביוני 2011 הוא עלה לשיא שגובהו כ-4%, ולאחר מכן החלה מגמת ירידה שבמהלכה הוא הגיע ל-1% (בדצמבר 2015). ישראל אינה יוצאת דופן מבחינה זו שכן רבות ממדינות ה-OECD עברו שינויים דומים בשנים האחרונות, וחלק בלתי מבוטל מהן התמודד – בדומה לישראל – עם אינפלציה שלילית¹. בתיבה זו נתמקד בשוונות האינפלציה בישראל בשנים שלאחר המשבר ונבחן איזה חלק ממנה ניתן לזקוף לתופעות גלובליות.

מחקרים אמפיריים מהשנים האחרונות מוצאים קשר חזק בין שיעורי האינפלציה במשקים המפותחים, גם בשנים שקדמו למשבר². אחד ההסברים האפשריים לכך קשור לקרבה גיאוגרפית: 22 מתוך 35 המדינות ב-OECD נמצאות באירופה (חלק גדול מהן אף משתמש באותו מטבע – האירו), ועובדה זו ודאי תורמת רבות להסבר המתאם. הסבר אפשרי שני נעוץ במגמות מבניות משותפות ובמדיניות דומה, למשל הנטייה העולמית להגביר את התחרות ודמיון ביעדי האינפלציה שהבנקים המרכזיים השונים כפופים להם³. הסבר נוסף נעוץ בהתעצמות הגלובליזציה, ובפרט בכך שזעזועים מקומיים מחלחלים יותר ויותר לכלל המדינות מפני ששרשראות הייצור והאספקה הופכות לגלובליות במידה גוברת והולכת⁴. תפיסה דומה גורסת כי האינפלציה הנמוכה בכלכלות המפותחות נובעת מעליית הכלכלות המתפתחות. האיום הנשקף ממיקור חוץ מפעיל על השכר המקומי לחץ כלפי מטה, וזרימה חופשית של מוצרים זולים ממדינות זרות עוזרת לשמר את מחירי המוצרים המקומיים ברמה נמוכה – הן ישירות כי מחירי היבוא נמוכים, והן בעקיפין כי נוצרת תחרות ליצרנים המקומיים⁵.

כמה מתנודות האינפלציה בישראל ניתן לזקוף לתופעות גלובליות? בתיבה זו ננסה להשיב לשאלה באמצעות מודל אקונומטרי שמניח כי התנודות המשותפות של שיעורי האינפלציה השנתיים במדינות ה-OECD נובעות ממספר מצומצם של גורמים משותפים אך בלתי נצפים.

נסמן בעזרת π_{it} את שיעור האינפלציה השנתי של מדינה i בזמן t , כאשר $i=1, \dots, N$, $t=1, \dots, T$. נניח כי ניתן לתאר את התפתחותן של N סדרות האינפלציה באמצעות מודל גורמים דינמי בעל p גורמים משותפים, כלומר

$$\pi_{it} = \gamma_i F_t + \varepsilon_{it}$$

כאשר $F_t = (F_{1t}, F_{2t}, \dots, F_{pt})'$ הוא וקטור הכולל p גורמים משותפים; $\gamma_i = (\gamma_{i1}, \dots, \gamma_{ip})$ הוא וקטור הכולל את המשקלות (loadings) שמקבלים הגורמים המשותפים בקביעת האינפלציה של מדינה i ; ו- ε_{it} הוא השארית, הכוללת בין היתר את הזעזועים המקומיים ו/או את הזעזועים המשותפים למספר מצומצם של מדינות וטעויות מדידה לגבי

¹ בשנת 2014 למשל נמדדה אינפלציה שלילית ב-15 מתוך 35 המדינות בארגון.

² ראו למשל (2011) Neely & Rapach, (2012) Mumtaz & Surico, (2010) Ciccarelli & Mojon, IMF (2016) ו-(2018) Kamber & Wong.

³ ראו למשל (2009) Mumtaz & Surico.

⁴ ראו למשל (2017a, 2017b) Auer, et al.

⁵ תפיסה זו כונתה לאחרונה "Internationalist view of inflation".

מדינה i ⁶. הרכיב הראשון בצד ימין של משוואה (1), הרכיב הגלובלי, הוא סכום משוקלל של הגורמים המשותפים, והרכיב השני הוא השארית.

כיוון שהגורמים המשותפים ומשקלותיהם אינם נצפים יש לאמוד אותם, ולשם כך נשתמש בניתוח גורמים ראשיים (principal component analysis, PCA⁷). את הגורם המשותף הראשון אומד הגורם המסביר את מרב השונות המשותפת של האינפלציה במדינות ה-OECD, את הגורם המשותף השני אומד הגורם שרמת ההסבר שלו שנייה בגובהה, וכן הלאה. אמידת הגורמים המשותפים לאינפלציה בישראל ובמדינות ה-OECD מתבססת על פאנל שכולל את הנתונים החודשיים לגבי שיעורי האינפלציה השנתיים בתקופה המשתרעת מינואר 2009 עד דצמבר 2017; האינפלציה בכל מדינה תוקנה באמצעות הפחתת הממוצע שלה וחלוקת ההפרש בסטיית התקן.

לוח 1 מציג את תוצאות האמידה. השורה העליונה מתייחסת לאינפלציה בכלל מדינות ה-OECD ומציגה את השונות שמסבירים גורם משותף אחד, שני גורמים משותפים ושלושה גורמים משותפים. כפי שניתן לראות, הגורם המשותף הראשון מסביר מעט פחות ממחצית השונות המשותפת של שיעורי האינפלציה בפאנל המדינות, שני הגורמים הראשונים מסבירים במצטבר 71% ממנה, ושלושת הגורמים המשותפים הראשונים מסבירים 80%. נציין כי רמת ההסבר הגבוהה לא התקיימה באותה עוצמה לפני המשבר: כשהשתמשנו במדגם שמתחיל בינואר 2000 ומסתיים בדצמבר 2007, מצאנו כי הגורם הראשון מסביר 32% מהשונות, שני הגורמים הראשונים מסבירים 50%, ושלושת הגורמים הראשונים מסבירים 61%.

לוח 1

שונות האינפלציה שמסבירים הגורמים המשותפים ומשתנים גלובליים נוספים¹, ינואר 2009 עד דצמבר 2017

גוש	OECD	OECD	הרכיב הגלובלי			
האירו	ארה"ב	ממוצע משוקלל ²	ממוצע פשוט	שלושה גורמים	שני גורמים	גורם אחד
-	-	-	-	0.80 [0.76,0.84]	0.71 [0.65,0.78]	0.45 [0.37,0.56]
						האינפלציה במדינות ה-OECD
0.25	0.04	0.09	0.40	0.88 [0.73,0.97]	0.81 [0.65,0.90]	0.39 [0.27,0.52]
						האינפלציה בישראל

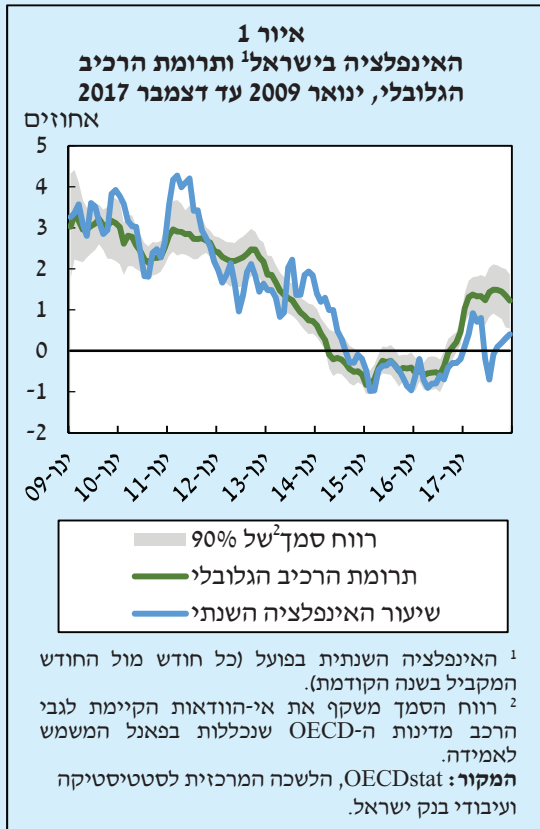
¹ השונות המוסברת המצטברת של האינפלציה במדינות ה-OECD התקבלה מניתוח גורמים ראשיים (PCA). השונות המוסברת בישראל התקבלה מערך ה- R^2 שהניבה רגרסיה של שיעור האינפלציה בישראל על חותך ועל הגורם המשותף או הגורמים המשותפים שהתקבלו מניתוח הגורמים הראשיים, וכן על קירובים נוספים לאינפלציה הגלובלית (ארבעת הטורים האחרונים). בסוגריים מרובעים – רווח סמך של 90%.

² הנתון לקוח מה-OECD. השקלול מתבסס על גודל הכלכלות.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

⁶ כמו כן המודל מניח חוסר מתאם בו-זמני בין F_t ו- ε_{it} , אך הוא מאפשר מתאם (חלש) בין השאריות של המדינות בפאנל, כלומר בין ε_{jt} ו- ε_{it} כאשר $i \neq j$. ההנחה בנוגע למתאם החלש פירושה, באופן גס, שהתלות המשותפת בין השאריות במודל דועכת עם הגידול במספר המדינות בפאנל. בהנחה זו אי-אפשר לראות בשאריות של כל מדינה רכיב מקומי.

⁷ סקירה נרחבת על מודל הגורמים הדינמי והשיטות השונות לאמידתו מופיעה אצל Stock & Watson (2016).

השורה השנייה בלוח מתייחסת לאינפלציה בישראל ומציגה את רמות ההסבר של הגורמים המשותפים לצד ערכי ה- R^2 המתקבלים מרגרסיה של שיעור האינפלציה בישראל על קירובים אפשריים נוספים ל"אינפלציה הגלובלית" – ממוצע פשוט של מדינות ה-OECD, ממוצע משוקלל של מדינות ה-OECD (המשקלות מבוססים על גודל הכלכלות), שיעור



האינפלציה בארה"ב, ושיעור האינפלציה בגוש האירו. כפי שניתן לראות, הגורם המשותף הראשון מסביר 39% מהשונות של שיעור האינפלציה בישראל, ואילו שני הגורמים הראשונים מסבירים במצטבר 81% (כלומר ההסבר השולי של הגורם השני עומד על 42%)⁸. הגורם המשותף השלישי תורם להסבר השונות תרומה שולית זניחה – 7%. עוד ניתן לראות כי השונות שמסביר הגורם המשותף הראשון, ובוודאי זו שמסבירים שני הגורמים המשותפים הראשונים, גבוהה מזו שמסבירים יתר הקירובים לאינפלציה הגלובלית, כולל האינפלציה בגוש האירו. עם זאת יש לציין כי השונות שמסביר הגורם הראשון כמעט זהה לזו שמסביר הממוצע הפשוט – 40%⁹.

איור 1 מציג את שיעור האינפלציה השנתי בישראל (הקו הכחול) לצד תרומת הרכיב הגלובלי שנאמדה תוך שימוש בשני הגורמים הראשונים (הקו הירוק) וברווח סמך של 90% (השטח האפור). כפי שניתן לראות, בתקופה הנסקרת שיעור האינפלציה בישראל עוקב היטב אחר הרכיב הגלובלי: הן הירידה החדה ב-2011–2016 והן היפוך המגמה שהחל בתחילת 2016 תואמים את התפתחות הרכיב הגלובלי באותה תקופה. למעשה אפשר לומר בזהירות כי הרכיב הגלובלי מתנהג כקו מגמה שהאינפלציה בישראל עוקבת אחריו. במילים אחרות, נראה שהרכיב הגלובלי משקף תנודות בתדירות נמוכה, בשעה שהשארית מתנהגת כתיקון טעות¹⁰ (error correction).

⁸ כאשר אומדים את הגורמים המשותפים בפאנל שאינו כולל את ישראל, התוצאות אינן משתנות מהותית.

⁹ למעשה הגורם הראשון דומה מאוד לממוצע הפשוט של שיעורי האינפלציה במדינות ה-OECD (המתאם קרוב ל-1).

¹⁰ ממצא זה עולה בקנה אחד עם הממצאים שהעלו Ciccarelli & Mojon (2010).

הפניות

- Auer, R. Borio, C. & Filardo, A., 2017a, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains, CEPR Discussion Paper 11905.
- Auer, R., Levchenko, A. A. & Sauré, P., 2017b, International Inflation Spillovers through Input Linkages, CEPR Discussion Paper 11906.
- Ciccarelli, M. & Mojon, B., 2010. Global inflation. *The Review of Economics and Statistics*, 92(3), pp.524–535.
- IMF, 2016. Global disinflation in an era of constrained monetary policy. *IMF World Economic Outlook*, October, 2016.
- Miles, D. et al., 2015. *And yet it moves: Inflation and the great recession*. Geneva Rep., CEPR.
- Mumtaz, H. & Surico, P., 2012. Evolving international inflation dynamics: World and country-specific factors. *Journal of the European Economic Association*, 10(4), pp.716–734.
- Neely, C.J. & Rapach, D.E., 2011. International comovements in inflation rates and country characteristics. *Journal of International Money and Finance*, 30(7), pp.1471–1490.
- Stock, J.H. & Watson, M.W., 2016. Factor Models and Structural Vector Autoregressions in Macroeconomics. *Handbook of Macroeconomics* Vol. 2, pp.1–111.
- Kamber, G., & Wong, B. (2018). Global Factors and Trend Inflation. BIS Working Papers No 688.

תיבה ג'-2

הרכישות המקוונות שעורכים הישראלים והשפעתן על האינפלציה

- שיעור הישראלים שערכו רכישות מקוונות עלה משמעותית בעשור האחרון, בדומה למגמה בעולם. רכישות אלה מוזילות מחירים שכן הן מפחיתות את העלויות ומגבירות את התחרות, בין השאר מכיוון שאתרי המסחר מנגישים את המידע לגבי היצע המוצרים ומחיריהם.
- המוצרים הסחירים המתאפיינים בהיקף עולה של הוצאה על רכישות מקוונות הציגו בשנים האחרונות ירידות מחירים ניכרות יחסית לכלל המוצרים הסחירים. אולם מאחר שרכישות אלה מתמקדות במוצרים בעלי משקל נמוך בסך ההוצאה, נראה כי יש להן השפעה ישירה קטנה על האינפלציה.
- כמו כן נראה כי לאחר שמביאים בחשבון את שער החליפין, הירידות הנידונות אינן חריגות בהשוואה לירידות המקבילות בעולם.
- הרכישות המקוונות עשויות לתרום לכך שהמחירים בישראל ירדו בשנים הקרובות יותר מהמחירים בעולם, אך זאת כל עוד ייוותרו שולי הרווח המקומיים גבוהים ממקביליהם בחו"ל. אם כניסה של חברות בין-לאומיות גדולות למשק תלווה בעליית הריכוזיות כתוצאה מסגירת פירמות מתחרות, המחירים עלולים לעלות בטווח הבינוני-ארוך.

א. רקע

האינפלציה בישראל נמוכה בשנים האחרונות, ועם הגורמים לכך נמנה השינוי בדפוס ההתנהגות של הצרכנים הישראלים, ובפרט העלייה בהיקפם של מוצרי הצריכה שהם רוכשים באופן מקוון באתרים ישראלים וזרים. תיבה זו מתארת את מאפייני הרכישות המקוונות ובוחנת כיצד הן משפיעות על האינפלציה.

הרכישות המקוונות תורמות להוזלת מחירים דרך שני ערוצים מרכזיים: (א) הן מפחיתות עלויות משום שהן מתבססות על אוטומציה של תהליכי הרכישה וכך מקצרות את שרשרת ההיצע ומגדילות את הפריץ; (ב) הן מקשות על העלאות מחירים וממתנות אותן מפני שהן מגבירות את התחרות: אתרי המסחר מנגישים את המידע על היצע המוצרים ומחיריהם וכך מקלים על הצרכנים להשוות מחירים¹.

היקף הרכישות המקוונות ושיעורן עולים בעולם כולו², משום שהצרכנים מגבירים את השימוש ברשת ובטלפונים חכמים ומשום שיישומים ואתרים ייעודיים מפשטים את התשלום. תהליך התרחבות זה לא פסח על ישראל. על פי הסקר החברתי שעורכת הלמ"ס, שיעור הישראלים שמעל גיל 20 ודיווחו כי ערכו קניות מקוונות בשלושת החודשים האחרונים עלה מ-16.7% ב-2007 ל-39.3% ב-2016³. תמונה דומה מתקבלת ממספר החבילות שמגיעות מחו"ל: זה התרחב בשנים האחרונות בקצב עולה, והדבר מצביע על כך שהישראלים הגדילו את היקף הרכישות המקוונות באתרים בין-לאומיים⁴. אומנם רכישות אלו אינן נכללות בחישוב של מדד המחירים לצרכן, שכן זה מודד את השתנות המחירים המקומיים של

¹ ראו

Risksbank (2015), Digitization and inflation, *Monetary Policy Report*, February, pp. 55-59, available at http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/2015/150212/rap_ppr_ruta4_150212_eng.pdf

² ראו

ECB Economic Bulletin, 2/2015: "Effects of e-commerce on inflation", 51-54.

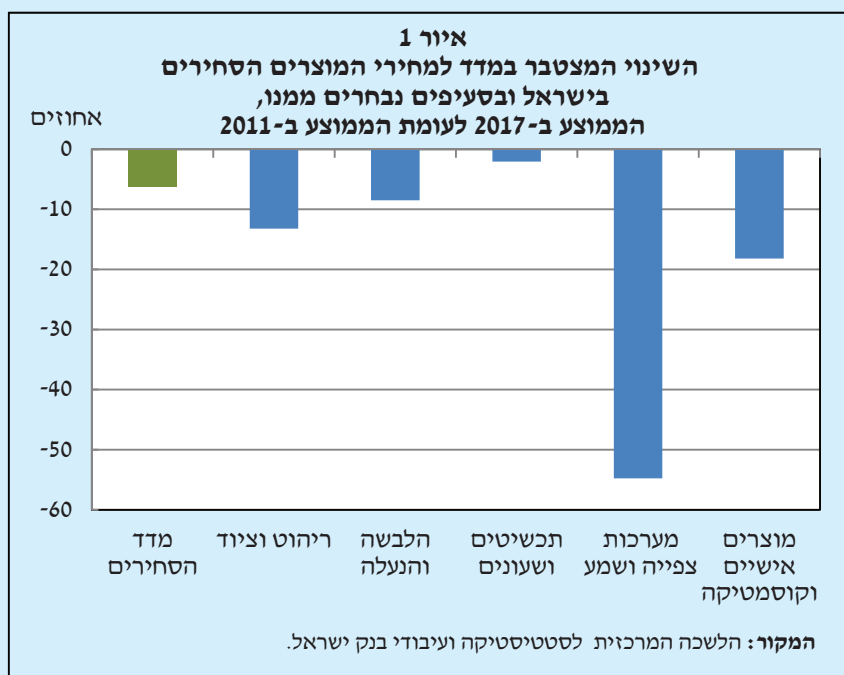
Yellen, J.L. (2017): "Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy", a speech held in "Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals", 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics.

³ ראו בנק ישראל (2017), *דין וחשבון לשנת 2016*, פרק ג'. ממצאים אלה ממקמים את ישראל במרכז ההתפלגות של תשע עשרה מדינות אירופיות.

⁴ בנק ישראל (2017), *דין וחשבון לשנת 2016*, פרק ג'.

סל מוצרים מאפיין. אולם מאחר שהן מפחיתות את הביקוש בשוק המקומי וכך מגבירות את התחרות, הן משפיעות בעקיפין על שיעור האינפלציה.

עדות לכך מובאת באיור 1. האיור מתייחס למדדים למחירי מוצרים סחירים שהישראלים הגדילו את היקף רכישתם ברשת בשנים האחרונות – הלבשה והנעלה, ריהוט וציוד, תכשיטים ושעונים, מערכות צפייה ושמע, וקוסמטיקה ומוצרים אישיים – והוא מציג את השינוי שחל בהם ובמדד הכולל למחירי המוצרים הסחירים⁵. למעט המדד למחירי התכשיטים והשעונים, מדדים אלה ירדו יותר מהמדד הכולל למחירי הסחירים⁶.



הישראלים הגדילו את היקף הרכישות המקוונות בין השאר מפני שהמחירים ככל הנראה אטרקטיביים. מסקנה זו עולה מסקר מקוון שבנק ישראל הזמין כדי לבחון את דפוסי ההתנהגות והתפיסות של הצרכן הישראלי בתחום הרכישות המקוונות, לגבי תשע קטגוריות שונות של מוצרים, חלקם סחירים וחלקם בלתי סחירים⁷. למעלה מ-80% מהמשיבים סברו כי מחירי המוצרים הסחירים בחו"ל נמוכים ממחיריהם של מוצרים מקבילים (לאו דווקא זהים) בארץ, ולמעלה

⁵ הרחבה על חישוב מחירי הסחירים בישראל מופיעה בתוך בנק ישראל (2016), *דין וחשבון לשנת 2015*, פרק ג', הערה 8.

⁶ סביר שהירידה במחיריהן של מערכות הצפייה והשמע אינה נובעת רק מהמסחר המקוון אלא גם משיפור טכנולוגי.

⁷ את הסקר ערכה חברת "ירושיןק", מחקרי שווקים וייעוץ אסטרטגי. בשנת 2017. יש להעיר כי ייתכן שתוצאות הסקר מוטות מפני שהוא נערך ברשת. הטיה זו מתבטאת בין השאר בכך שכ-70% (כ-60%) מהמשיבים דיווחו כי הם ביצעו רכישה באתרים בין-לאומיים (ישראליים) במהלך החודש האחרון – גבוה משמעותית מהתוצאות שהעלה הסקר החברתי של הלמ"ס.

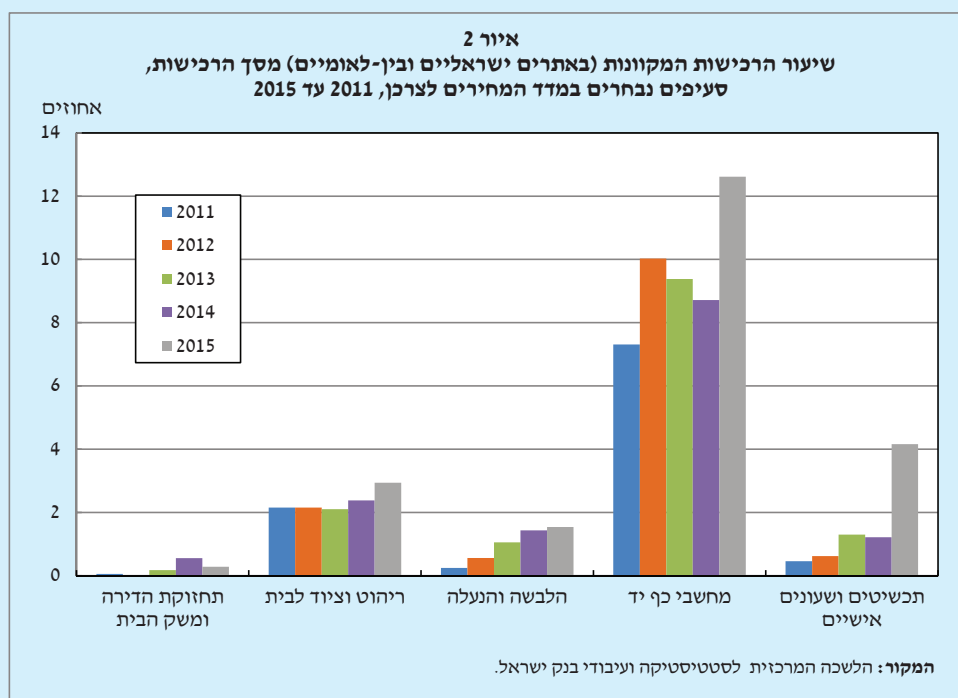
⁸ קטגוריות הסחירים כללו: 1. תיירות ונופש, 2. מכשירי חשמל, 3. צעצועים וציוד ספורט, 4. מוצרי אלקטרוניקה, 5. מוצרי פארם, 6. הלבשה והנעלה, ו-7. ריהוט וכלי בית. קטגוריות הבלתי סחירים כללו: 1. כרטיסים למופעים, הצגות, קולנוע וכד' וקופונים למסעדות, ו-2. מזון (רכישת מזון בעיקר באתרים של רשתות מזון; זאת להבדיל מתוספי מזון, שכן אלה סחירים).

משני שלישים סברו כך לגבי המוצרים הבלתי סחירים⁹. אשר לרכישות מאתרים ישראלים, כ-60% מהמשיבים סברו כי הן זולות מרכישות בחנויות הרגילות – וזהו הנימוק המרכזי לביצוען. ממצא זה שונה ממצאים מהעולם, שכן אלה מעידים כי מחירי המוצרים ברשת בדרך כלל דומים ואף זהים למחיריהם בחנויות¹⁰.

ב. השפעת הרכישות המקוונות על השתנות המחירים בסעיפים נבחרים של מדד המחירים לצרכן

נראה כי לרכישות המקוונות יש השפעה ישירה קטנה על ירידת האינפלציה, הואיל והן מתמקדות במוצרים בעלי משקל נמוך בסך ההוצאה. סקרי ההוצאות של הלמ"ס מראים כי משק בית מייצג אומנם הגדיל בכ-16% את ההוצאה החודשית הממוצעת על סך הרכישות המקוונות (באתרים ישראלים ובין-לאומיים), אך הוצאה זו עלתה מ-90.1 ש"ח בלבד ב-2011 ל-104 ש"ח בלבד ב-2015¹¹.

איור 2 מתמקד בתת-הסעיפים המרכזיים שבהם חלה בשנים האחרונות עלייה בהיקף ההוצאה על רכישות מקוונות (באתרים ישראלים ובין-לאומיים), והוא מציג את שיעור ההוצאה הזו בסך ההוצאה. האיור מראה כי השיעורים נמוכים מאוד (ברוב המקרים הם נופלים מ-5%), גם אם הם עלו משמעותית בתחומים הבאים: התכשיטים והשעונים (הם עלו פי



⁹ ברוב סעיפי ההוצאה השיבו 94%–99% מהנסקרים כי הרכישות המקוונות נובעות מהמחיר האטרקטיבי. לעומת זאת, בקטגוריית המזון 83% השיבו כך ואילו 85% השיבו שהרכישות המקוונות נובעות מנוחות. רק כ-40% מהמשיבים סברו כי מחירו המקוון של המזון נמוך ממחירו בחנויות הרגילות – שיעור נמוך בכ-20 נקודות אחוז מהשיעור לגבי שאר הקטגוריות.

¹⁰ ראו למשל Cavallo, A. (2017): "Online and offline prices similar? Evidence from large multi-channel retailers," *American Economic Review*, 107(1), 283-303.

¹¹ הוצאה זו נמוכה משמעותית מהאומדן שהעלה הסקר המקוון, כנראה עקב ההטיה הנובעת מהאוכלוסייה שנכללה בו (ראו הערה 7), ומפני שהיא משקללת כ-60% מהנסקרים ב-2015 לא דיווחו על רכישות מקוונות.

9 לערך, ל-4.2%; ההלבשה וההנעלה (פי 6, ל-1.5%); תחזוקת הדירה ומשק הבית (פי 5, לפחות מ-1%); מחשבי כף יד (הרכישות עלו בכ-70%, ל-12.6%); וריהוט וציוד לבית (הרכישות עלו בכ-30%, ל-2.9%). הרכישות מאתרים בין-לאומיים יוצרות תחרות בעיקר למוצרים זולים יחסית, שכן אם מחיר המוצר עולה על 75 דולרים יש לשלם עליו מע"מ ואם הוא עולה על 500 דולרים יש לשלם עליו מכס; במילים אחרות, אין תמריץ רב לרכוש מוצרים שערכם גבוה מסכומים אלו. עובדה זו מסבירה לפחות חלקית מדוע ההוצאות על רכישות מקוונות מהוות רק חלק קטן מסך ההוצאה של משקי הבית. תמונה דומה מצטיירת בגוש האירו ובארה"ב: בגוש האירו נמצא כי הגידול בהיקף הרכישות המקוונות משפיע על האינפלציה במידה מתונה בלבד, אולם יש לציין כי הממצאים כרוכים באי-ודאות רבה בשל מגבלות הנתונים. בארה"ב נמצא כי ב-2017 הובילה התחרות מצד המסחר המקוון לכך שאינפלציית הליבה פחתה בכ-0.1 נקודת אחוז¹². התחרות גברה משום שנתח השוק של הרכישות המקוונות גדל בעקבות היצע מוצרים מתרחב, מחירים אטרקטיביים ומשלוח זול. גידול זה מקשה על ענקיות הקמעונאות (הבלתי מקוונות) בארה"ב להעלות מחירים, והוא גרם להן לסגור סניפים רבים.

השוואה בין-לאומית

בשנים האחרונות האינפלציה בישראל נמוכה מהאינפלציה במדינות ה-OECD, ונשאלת השאלה אם הרכישות המקוונות משפיעות על האינפלציה בישראל יותר מכפי שהן משפיעות על האינפלציה במדינות האחרות. כדי לבחון זאת חישבנו את שיעוריהן של ירידות המחירים בישראל בחמישה תתי-סעיפים של מדד המחירים לצרכן – ריהוט, הלבשה והנעלה, מוצרים אישיים וקוסמטיקה, מערכות צפייה ושמע, ותכשיטים – והשווינו אותם לשיעורי הירידות במדדים המקבילים בארה"ב, גרמניה, צרפת ובריטניה.

לפני שנפנה להשוואה נזכיר כי הרכישות מאתרים בין-לאומיים אינן נכללות במדד המחירים לצרכן בישראל ולכן אינן משפיעות עליו ישירות, אולם הן משפיעות עליו בעקיפין מכיוון שהן יוצרות תחרות למוצרים המקומיים. אין זה פשוט להחליט אם לכלול את הרכישות האלה במדד המחירים לצרכן, וההחלטה תלויה בהגדרות המדד ובשימושיו בכל מדינה. לשם המחשה, ההחלטה תלויה בשאלה אם המדד משמש למדידת השינוי במחירים בשוק המקומי, או שמא הוא אמור לשקף את השינוי במחירים שהצרכן רואה לנגד עיניו, לרבות מחירים באתרים בין-לאומיים. זאת ועוד, אין זה פשוט לאמוד את שינויי המחירים ברשת, בין השאר כיוון שהיצע המוצרים משתנה תכופות והתמחור תלוי לעיתים בזהות הרוכש.

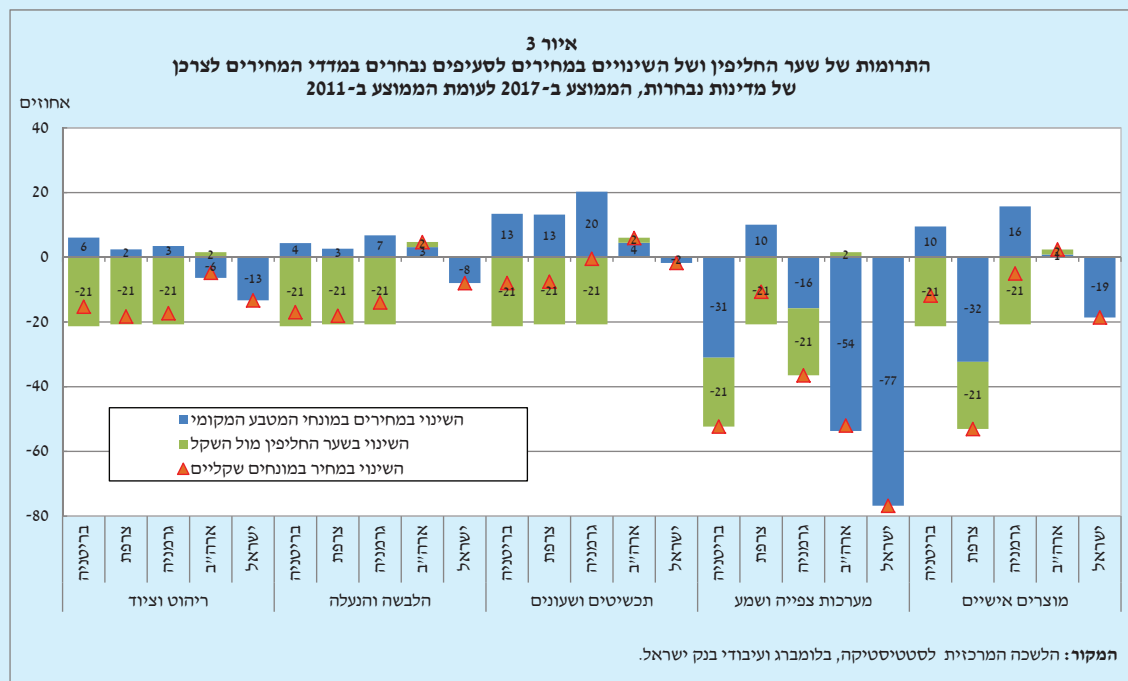
אם בנקודת המוצא התאפיינה ישראל בתחרות פחותה מאשר העולם והתחרות בה התגברה בעקבות הגידול בהיקף הרכישות המקוונות, אזי נצפה למצוא כי המחירים בישראל (במונחי שקלים) ירדו יותר מהמחירים בעולם. ואולם בחינה ראשונית שערכנו מעלה כי לאחר שמתחשבים בשינויים בשער החליפין, הירידות שחלו במדד המחירים לצרכן בישראל מאז 2011 אינן חריגות יחסית לירידות שנרשמו בחו"ל. איור 3 מציג את השינוי השקלי המצטבר במדדי המחירים הנסקרים משנת 2011 עד ספטמבר 2017¹³, תוך חלוקה לשינוי המצטבר במונחי המטבע המקומי בכל מדינה ולתרומה לשינוי שנובעת מהתפתחות שער החליפין מול השקל.

ניתן לראות כי במונחי המטבע המקומי (העמודות הכחולות) ירדו המחירים בישראל יותר מהמחירים במדינות ההשוואה, אולם הירידות בישראל אינן חריגות כאשר בוחנים את שינוי המחירים במונחים שקליים (המשולשים האדומים)¹⁴. ההבדל משקף את התחזקות השקל מול האירו, תהליך מתמשך בשנים האחרונות, ואת התחזקותו מול הפאונד, בעיקר בעקבות הברקזיט.

¹² www.bloomberg.com/view/articles/2017-10-16/amazon-might-help-explain-the-inflation-mystery

¹³ הממוצע ב-2011 לעומת הממוצע ב-12 החודשים המסתיימים בספטמבר 2017.

¹⁴ בחלק מקטגוריות המוצרים (קוסמטיקה ומוצרים אישיים ומערכות צפייה ושמע) ירדו המחירים בארץ יותר מאשר בחו"ל, בשעה שבקטגוריות אחרות (הלבשה והנעלה וריהוט וציוד) הם ירדו פחות מאשר בחו"ל.



ניתן אפוא לסכם ולומר שהרכישות המקוונות תרמו להגברת התחרות ולירידת המחירים בישראל, אולם מדובר בתהליך גלובלי שישראל אינה חריגה בו הן מבחינת ההיקף והן מבחינת ההשפעה על המחירים. בהקשר זה כדאי לציין כי עד 2011 הציגו מדדי המחירים התפתחות שונה בכל אחת ממדינות אלה, אולם מ-2011 הם מציגים התפתחות דומה יותר – ירידות מחירים מתמשכות.

ג. מבט לעתיד

בהנחה שרמת המחירים בישראל גבוהה יחסית, הרכישות המקוונות עשויות לתרום בהמשך לכך שהמחירים בישראל ירדו יותר מהמחירים בעולם, אולם זאת כל עוד ייוותרו שולי הרווח המקומיים גבוהים ממקביליהם בחו"ל, ובהתחשב בהבדלים בעלויות ההובלה, המיסוי והרגולציה. בשנים האחרונות ניתן לזהות ירידה ברווחיות של חברות ישראליות ציבוריות מתחום מוצרי הצריכה, ובפרט רשתות ביגוד, הנעלה וציוד אישי וחברות סיוטנאיות בתחום המחשוב והתקשורת (ראו פרק א' בדוח זה). ייתכן כי הדבר נובע מהגברת התחרות שיוצרת העלייה בהיקף הרכישות המקוונות מחו"ל. סביר להניח כי מחירי הסחירים יוסיפו לרדת בשנים הקרובות, היות שקמעונאיות בין-לאומיות מתכננות להיכנס לישראל. אולם השפעתה של התפתחות זו עלולה להתהפך ולהעלות את מחירי הסחירים בטווח הבינוני-ארוך. לדוגמה, התרחבות נתח השוק של חברת קמעונאות מקוונת בארה"ב ובמדינות נוספות הובילה לכך שחלק מהקמעונאיות הגדולות במדינות אלו התכווצו ואף נסגרו; אם תהליך זה יגדיל בסופו של דבר את הריכוזיות, הוא עלול להתבטא בעליית מחירים. זאת ועוד, ישנם אינדיקטורים לכך שהאתרים המקוונים המובילים מתמחרים את המוצרים באופן דיפרנציאלי ומתאימים את המחיר לכל צרכן וצרכן. תמחור זה פוגע בעודף הצרכן וממזער אותו. לכן מומלץ לעקוב אחרי ההתפתחויות בשוק הקמעונאי, ובמידת הצורך לנקוט צעדים רגולטוריים שיגבילו את הריכוזיות בענפים השונים.

