

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2022



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2022

57 יולי התשפ"ב - יולי 2022

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

תוכן העניינים

6	תקציר
8	צעדי המדיניות.....
10	תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית.....
10	1. סביבת האינפלציה
13	2. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה.....
15	3. שער החליפין
17	4. הכלכלה העולמית.....
18	5. שוק האשראי והתחזיות בשווקים הפיננסיים
19	6. המדיניות הפיסקלית.....
19	7. שוק הדיור
21	התחזית המאקרו כלכלית ותוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים
21	1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר
21	2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה.....
22	תיבה: ניתוח המתאם בין האינפלציה בגוש האירו ובארה"ב לבין האינפלציה בישראל.....

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2022

לבנק ישראל יש על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010 שלוש מטרות: (1) שמירה על יציבות המחירים – וזאת כיעד מרכזי; נקבע שיציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (2) תמיכה במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים. וכן (3) תמיכה ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה.

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 וחברת הוועדה המוניטרית של בנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניטרית – כדי לשמר את שיעור האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את יתר המטרות של מדיניותה הכלכלית. היציבות הפיננסית במשק נסקרת על ידי בנק ישראל בדוח היציבות הפיננסית.

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2022 הוכן בידי כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניטרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה בתאריך 4 ביולי 2022 והוא לכן מתייחס למדד המחירים עד לחודש מאי 2022.

תקציר

דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של שנת 2022 ובתחילת המחצית השנייה של שנה זו¹. במהלך תקופה זו חצה שיעור האינפלציה את הגבול העליון של היעד. עליית המחירים שיקפה בין היתר את התגברות הביקוש העולמי, את השיבושים הנמשכים בשרשרות האספקה ואת המלחמה באוקראינה. כל אלה הובילו לעליית מחירי האנרגיה והסחורות בעולם ולהאצה בשיעור האינפלציה בישראל. במהלך המחצית התגברו הביקושים המקומיים ואלו תרמו אף הם להאצת האינפלציה, בפרט בסעיפים הבלתי סחירים.

לצד זאת נמשכה הפעילות הכלכלית במשק ברמה שתואמת את תוואי המגמה שקדם למשבר. תחילתה של המחצית הראשונה של השנה התאפיינה בגל תחלואה משמעותי, שהביא למספר חסר תקדים של מאומתים ומבודדים וגם לעלייה משמעותית במספר המאושפזים בבתי החולים. עם זאת, למרות היקפי ההדבקה החריגים והודות לשיעורי ההתחסנות הגבוהים, לא לווה גל התחלואה בסגר ולמעט בענפי התיירות והפנאי לא התבטא בפגיעה בפעילות הכלכלית של המשק.

המדיניות המוניטרית: במסגרת החלטות הריבית שהתקבלו במחצית הראשונה של שנת 2022 החליטה הוועדה בשלוש החלטות על העלאתו של שיעור הריבית ב-1.15 נקודות האחוז, מרמה של 0.1%, ששררה מאז תחילת 2020, עד לרמה של 1.25%. זאת כהמשך לתהליך שהחל בשנה הקודמת שכלל צעדים שנקטו לשם ריסון מוניטרי. במסגרת תהליך מרסן זה הופסקה תכנית הרכישות של איגרות החוב והשימוש ביתר הכלים המיוחדים שהופעלו במהלך משבר הקורונה וכן לא בוצעו רכישות מט"ח.

סביבת האינפלציה: המחצית הראשונה של שנת 2022 התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה ביחס לשנים האחרונות. זאת בין היתר על רקע עליית מחירי האנרגיה והסחורות בעולם בעקבות פרוץ המלחמה באוקראינה ועליית התחלואה בסין. בראשיתה חצה שיעור האינפלציה השנתי את גבול היעד העליון והגיע בחודש מאי לשיעור של 4.1%, השיעור הגבוה ביותר בעשר השנים האחרונות. עם זאת נמוך שיעור האינפלציה בישראל באופן משמעותי משיעור האינפלציה שקיים ברוב המדינות המפותחות. הציפיות לאינפלציה בישראל לשנה ולטווחים הבינוניים (שנתיים ושלוש שנים), מצויות אף הן מעל היעד, אך הציפיות לטווחים הארוכים יותר מעוגנות בתוך תחום היעד.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת העידו כי המשק הישראלי ממשיך בפעילות כלכלית רציפה ברמה שתואמת את תוואי המגמה שקדם למשבר. רמת הפעילות הגבוהה נשמרה גם במהלך גל האומיקרון, בין היתר הודות להסתגלותם של מרבית ענפי המשק לפעילות לצד המגפה. השפעת המגפה על הפעילות הכלכלית כמעט ונעלמה במרוצת המחצית הראשונה של השנה ונרשמה התאוששות ניכרת בענף התיירות. ניכר כי רמת פעילות גבוהה מאפיינת את כלל תחומי הפעילות של המשק, אולם לאחר הצמיחה החריגה ברבעון האחרון של שנת 2021, התכווץ מעט התוצר במהלך הרבעון הראשון 2022 והתייצב בסמוך למגמה ששררה טרם המשבר. התכווצות התוצר בתקופה זו נרשמה ברוב השימושים המרכזיים ושיקפה למעשה תמונת ראי של הזינוק ברבעון הקודם. לצד זאת התאפיינה המחצית הראשונה של השנה גם באי-ודאות רבה לנוכח ההתפתחויות הגיאופוליטיות בעולם אי-הוודאות הפוליטית והאירועים הביטחוניים בישראל.

שוק העבודה: נתוני התעסוקה והמשרות הפנויות מלמדים כי שוק העבודה הדוק, כפי שמתבטא בשיעור האבטלה הנמוך, לצד שיעור גבוה של משרות פנויות. שיעור התעסוקה נע במהלך המחצית הנסקרת סביב הרמה שקדמה למשבר ושיעור האבטלה ירד לרמה שנמוכה במעט מרמתו טרם המשבר. במרוצת המחצית הנסקרת חצה השכר במגזר העסקי את המגמה ארוכת הטווח שקדמה למשבר. לעומת זאת עלה השכר במגזר הציבורי בשיעור מתון יותר.

שער החליפין: במהלך המחצית הראשונה של השנה חל שינוי במגמה ולאחר מגמת ייסוף שנרשמה בו בשנים האחרונות, חל פיתוח בשקל מול המטבעות המרכזיים. בחודשים פברואר עד יוני לא נרשמו רכישות של מט"ח.

הכלכלה העולמית: במחצית הנסקרת נרשמה האטה בקצב הפעילות בכלכלה הגלובלית. המלחמה באוקראינה וההאטה בפעילות הכלכלית בסין עקב העלייה בתחלואה ותגובת המדיניות אליה, העמיקו את השיבושים בשרשרות הייצור העולמיות, הגבירו את לחצי האינפלציה והאיצו את צעדי הריסון שנקטו בנקים מרכזיים רבים. לנוכח התפתחויות אלה עודכנו תחזיות הצמיחה במדינות רבות כלפי מטה.

1 ההחלטות בשנת 2022 שהתקבלו בתאריכים 3 בינואר, 21 בפברואר, 11 באפריל, 23 במאי וכן 4 ביולי.

סביבת האינפלציה בעולם הוסיפה לעלות; במדינות מפותחות רבות עמדו מדדי האינפלציה על רמה גבוהה מיעדי הבנקים המרכזיים. בארה"ב ממשיכה האינפלציה להיות גבוהה והגיעה לקראת סוף המחצית הנסקרת לכ-8.6%, שיעור גבוה במונחים היסטוריים. גם בגוש האירו נרשמה עלייה מהירה באינפלציה, ששיעורה עמד בחודש מאי על 8.1%. אינפלציית הליבה נמצאת אף היא במדינות רבות מעל היעד, אם כי ברמה נמוכה יותר.

לאור זאת הואצה במדינות רבות הנסיגה מצעדי ההרחבה הלא-קונבנציונליים שננקטו במהלך משבר הקורונה והחל תהליך הדרגתי של העלאת שיעור הריבית. בארה"ב העלה הפד את שיעור הריבית בחודש יוני לרמה של 1.75%. בגוש האירו האיצ ה-ECB את קצב צמצום תכנית הרכישות וזו צפויה להגיע לסיומה בחודשים הקרובים. על פי ההערכות יחל ה-ECB להעלות את שיעור הריבית בהמשך השנה. במספר מדינות נוספות שבהן האינפלציה שווה מעל ליעד הבנק המרכזי נרשמו העלאות בשיעורי הריבית.

שוק האשראי: למרות העלייה בסביבת הריבית, נמשכת התרחבות האשראי למגזר העסקי. במיוחד בולטת התרחבות מהירה של האשראי לענפי הבינוי והנדל"ן. מגבלות גיוס האשראי של החברות מצויה ברמה נמוכה על פני כל הענפים. העלייה בהיקף המשכנתאות החדשות שנרשמה במהלך החודשים הראשונים של השנה נבלמה לקראת תום המחצית. במהלך חודשי המחצית התאפיינו המשכנתאות החדשות בעלייה מסוימת של מדדי הסיכון ובהם עלייה בשיעור המימון מערך הנכס, שיעור ההחזר מההכנסה הפנויה ושיווי הנכסים הנרכשים.

ההתפתחויות בשווקים הפיננסים: המחצית הנסקרת נפתחה עם ירידות חדות בשווקים הפיננסים, המקומיים והגלובליים, לאחר שנה שבה נרשמו עליות מרשימות והיקף גיוס גבוה. ההערכות משוק התלבור באשר לתוואי העתידי של ריבית בנק ישראל עלו במהלך המחצית והגיעו בסיומה ל-3.2% בעוד שנה.

המדיניות הפיסקלית: במהלך המחצית הנסקרת גדלו ההכנסות המקומיות ועמדו על שיעור גבוה מזה שהיה צפוי על פי התחזיות השונות. הגידול בגבייה של המיסים הישירים נעוצה בעיקר מגבייה מחברות ומעצמאיים (כולל בעלי מניות בחברות) וממסי המקרקעין. המיסים העקיפים רשמו אף הם גידול ריאלי נאה. מס הבריאות, שמשקף את סך תשלומי השכר, מוסיף לנוע בסביבת המגמה. היקף ההוצאות של הממשלה קטן אף הוא במהלך תקופה זו, בעיקר לנוכח צמצום ההוצאות שיועדו להתמודדות עם מגפת הקורונה. כתוצאה מכל אלה חלה ירידה בגירעון.

שוק הדיור: העלייה במחירי הדיור המשיכה להאיץ במהלך התקופה הנסקרת. נכון לחודש מרץ עלו מחירי הדירות ב-15.4%, במונחים שנתיים. לצד אלה עלה רכיב הדיור במדד המחירים לצרכן בקצב מתון יחסית (3.7%, נכון לחודש מאי).

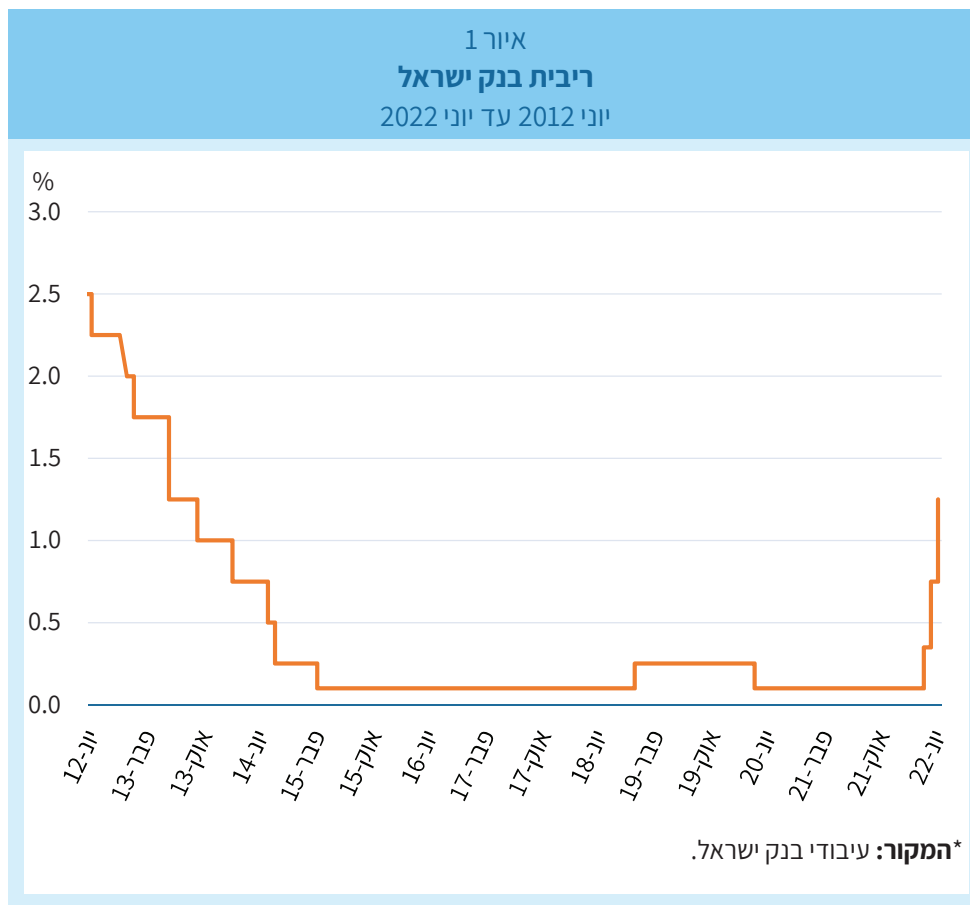
תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמוד להודעות הריבית בינואר, אפריל ויולי 2022. לפי התחזית שפורסמה בחודש יולי יצמח התוצר בשנת 2022 ב-5.0%, שיעור נמוך מזה שנחזה בתחזית בחודשים ינואר ואפריל (5.5%). שיעור האבטלה על פי תחזית יולי צפוי לרדת בסוף שנת 2022 עד ל-3.3% מכוח העבודה (3.5% בתחזית אפריל). בשנת 2023 צפויה צמיחה של 3.5% (4.0% בתחזית אפריל). יחס החוב לתוצר בשנת 2022 צפוי לעמוד על 66% ובשנת 2023 על 64% (67%-65% בהתאמה בתחזית אפריל) שיעור האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (שמסתיימים ברבעון השני של 2023) צפוי להסתכם ב-3.3%. שיעוריה הצפויים לשנים 2022 ו-2023 עודכנו כלפי מעלה והם 4.5%-2.4%, בהתאמה. החטיבה חוזה ששיעור הריבית הממוצע ברביע השני של 2023 יהיה 2.75%.

צעדי המדיניות

שיעור הריבית הועלה במהלך המחצית הראשונה של השנה בשלוש החלטות ב-1.15 נקודות האחוז, לרמה של 1.25%. זאת כהמשך לתהליך שהחל בשנה הקודמת שכלל צעדים שננקטו לשם ריסון מוניטרי ושבמסגרתו הופסקו הכלים המיוחדים שהוכרזו בעיצומו של משבר הקורונה בשנת 2020 ובחודש דצמבר 2021 חדלו רכישות האג"ח הממשלתיות, ובחודשים פברואר עד יוני, לא נרשמו רכישות מט"ח.

לראשונה מאז שנת 2018 הועלה בראשית אפריל 2022 שיעור הריבית ב-0.25 נקודות האחוז לרמה של 0.35%, בחודש מאי הועלתה הריבית בשיעור של 0.4% לרמה של 0.75% ובחודש יולי עלתה הריבית ב-0.5 נקודות האחוז נוספים. בתום המחצית הנסקרת עמדה הריבית על רמה של 1.25%, הגבוהה ביותר מאז חודש ספטמבר 2013. (איור 1).

במהלך הרבעון הראשון של השנה חצתה האינפלציה לראשונה מאז שנת 2011 את הגבול העליון של תחום היעד ובחודש מאי היה שיעור האינפלציה 4.1%. במהלך המחצית הנסקרת ועל רקע סביבת פעילות גבוהה, שבה האינפלציה להיות הגורם המרכזי בקביעת המדיניות המוניטרית. על רקע התפתחויות אלה דנה הוועדה בגורמים לעליית האינפלציה, תוך התייחסות לרכיבים הזמניים והקבועים שבה ולמידת התמדתה. הציפיות לגבי האינפלציה נשארו מעוגנות בטווחים הארוכים, אך חרגו מהיעד בטווחים הקצרים והבינוניים. נכון לתחילת חודש יולי צפויה האינפלציה לפי שוק ההון לעמוד בעוד 12 חודשים על 3.5% ואילו התחזיות של חטיבת המחקר של בנק ישראל ושל החזאים צופים שהיא תעמוד על שיעור מתון יותר של 3.3% (לפי תחזית החטיבה בחודש יולי).



בעת החלטת חודש ינואר 2022 חלה על רקע גל האומיקרון עלייה מחודשת של התחלואה. למרות העלייה בתחלואה המשיכה הפעילות הכלכלית לתפקד באופן נאות והנתונים משוק העבודה המשיכו להצביע על מגמת שיפור. ירידה בשיעור האבטלה הרחבה לצד רמה גבוהה של מספר המשרות הפנויות ועלייה בשיעור התעסוקה. לאור זאת ציינו חברי וחברת הוועדה כי יש

להמשיך לבחון וללוות את תהליך ההתאוששות, בפרט על רקע התפרצות הגל החמישי. כל חברי וחברת הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית על כנה ללא שינוי, בשיעור של 0.1%. הם סברו שהרמה הנמוכה של הריבית תומכת בהמשך ההתאוששות של הפעילות הכלכלית. הוועדה ציינה כי למרות שתהליך ההתאוששות של המשק הישראלי מהמשבר נמשך עומדת עדיין הפעילות הכלכלית בפני אתגרים.

בעת החלטת חודש פברואר 2022 נרשמה בישראל האצה בסביבת האינפלציה וזו חצתה את הגבול העליון של היעד. האינדיקטורים השונים המשיכו להצביע על רמת פעילות גבוהה, למרות רמת התחלואה הגבוהה וריבוי הבידודים. שוק העבודה המשיך במגמת ההתהדקות ושיעור התעסוקה התקרב לרמתו טרם המשבר. חברי וחברת הוועדה העריכו כי יש בעת הנוכחית סיכונים שיגרמו לכך שהאינפלציה תמשיך לשהות למשך זמן ממושך יותר בסביבת התחום העליון של היעד. חברי וחברת הוועדה דנו גם בכוחות שפעלו להיחלשות השקל בתקופה הנסקרת—בין היתר, פערי הריביות השליליים בין ישראל לעולם, על רקע מדיניות "ניצית" יותר בשווקים המפותחים בעולם והמתיחות הגיאופוליטית בעולם. הם דנו גם בקשר שבין הירידות בשווקים הפיננסים בחו"ל לביקוש הדולרי של הגופים המוסדיים, שתרם גם הוא להיחלשות השקל בתקופה הנסקרת. כל חברי וחברת הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית על כנה ללא שינוי בשיעור של 0.1%. חברי וחברת הוועדה העריכו באותה עת כי בחודשים הקרובים יבשילו התנאים להתחיל בתהליך הדרגתי של העלאת שיעור הריבית, בהתאם לתוואי האינפלציה, קצב הצמיחה והתעסוקה.

בעת החלטת חודש אפריל 2022 נרשמה על רקע פרוץ המלחמה באוקראינה בסוף פברואר ועליית התחלואה בסין האצה נוספת בסביבת האינפלציה בישראל ובעולם. התפתחויות אלה העמיקו את השיבושים בשרשרות הייצור העולמיות, הגבירו את לחצי האינפלציה והובילו להאטה מסוימת בקצב הפעילות הכלכלית הגלובלית. האצה נרשמה גם במחירי הדיוור בישראל והיקף המשכנתאות הוסיף להיות גבוה. נתוני שוק העבודה המשיכו להצביע על מגמת ההתהדקות ועלייה נוספת נרשמה בשיעור התעסוקה לרמה שדומה לזו ששררה טרם המשבר. הוועדה העריכה שלמעט בענפים כגון ענפי המידע והתקשורת, טרם נרשמה עלייה בשכר הממוצע במשק בקצב שתואם את הביקוש הער לעובדים. חברי וחברת הוועדה העריכו כי בשלו התנאים להתחיל בתהליך הדרגתי של העלאת שיעור הריבית. בהתאם לכך סברו כל חברי וחברת הוועדה שיש להעלות את שיעור הריבית ב-0.25 נקודות האחוז לרמה של 0.35%.

בעת החלטת חודש מאי 2022 נמשכה ההאצה בסביבת האינפלציה בישראל ובעולם. זאת על רקע רמתם הגבוהה של מחירי האנרגיה והשיבושים הנמשכים בשרשרות האספקה. האצה נוספת נרשמה גם במחירי הדיוור בישראל והיקף המשכנתאות הוסיף להיות גבוה גם בחודש זה. מגמת ההתהדקות בשוק העבודה נמשכה אף היא ולראשונה נצפתה עלייה בשכר במגזר העסקי שגבוהה מהתוואי שתואם את מגמתו שקדמה למשבר. הוועדה דנה בירידות החדות בשוקי המניות בעולם ובסיכונים העולמיים שעלולים להעיב על הפעילות המקומית ובפרט על ענף הטכנולוגיה העילית. כל חברי וחברת הוועדה סברו שיש להמשיך בתהליך הדרגתי של העלאת הריבית ולהעלות את שיעור הריבית ב-0.4 נקודות האחוז לרמה של 0.75%.

בעת החלטת חודש יולי 2022 התגברו הצעדים להידוק מוניטרי במדינות רבות, לצד עדכון כלפי מטה של תחזיות הצמיחה של הגופים הבינלאומיים השונים. האינפלציה השנתית המשיכה לעלות, נמשכה מגמת הפיחות של השקל, אך ירידה נרשמה בציפיות לאינפלציה. הפעילות נמשכה ברמה גבוהה ושוק העבודה המשיך להיות הדוק והשכר במגזר העסקי המשיך לנוע מעל מגמה ארוכת הטווח. אי-הוודאות הפוליטית התגברה עם פיזור הכנסת. הוועדה דנה בפיחות שחל בשקל, בצעדי ההידוק שנרשמו במדינות המפותחות, ברמת הפעילות הגבוהה ובשוק העבודה ההדוק. כל חברי וחברת הוועדה סברו שיש להמשיך בתהליך הדרגתי של העלאת הריבית ולהעלות את שיעור הריבית ביולי ב-0.5 נקודות האחוז לרמה של 1.25%.

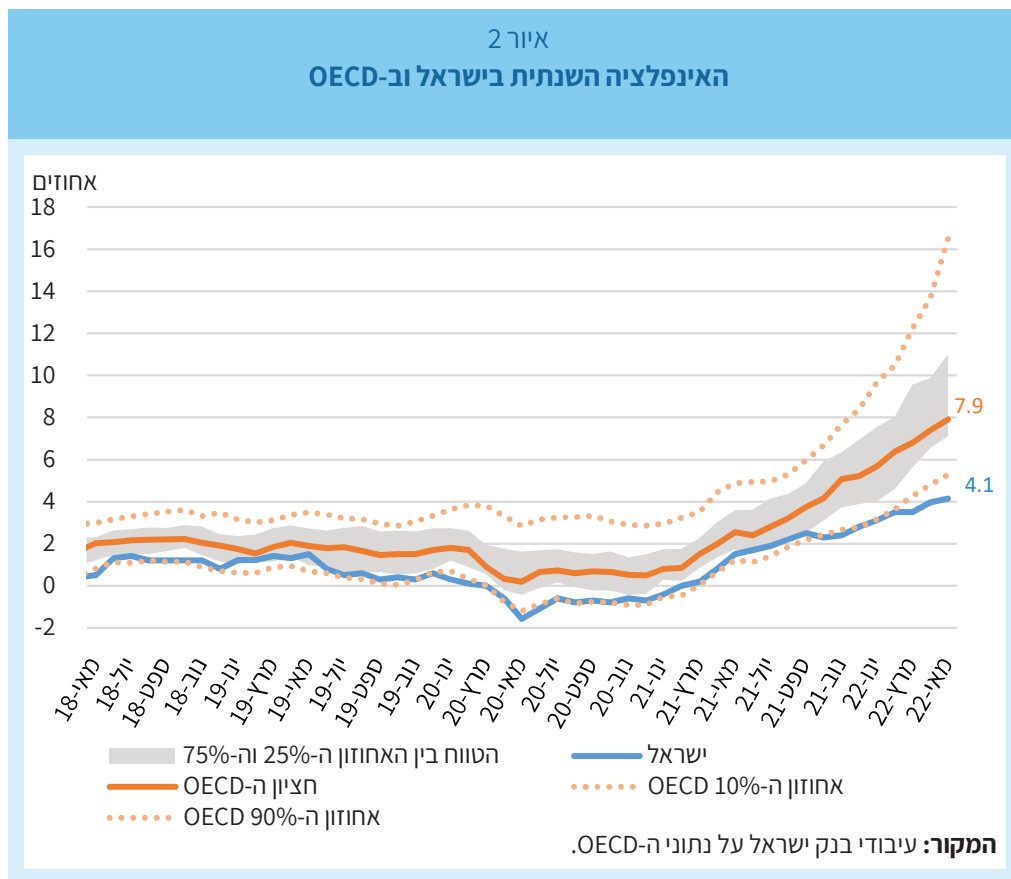
במהלך המחצית הנסקרת רכש בנק ישראל באופן מצטבר כ-0.4 מיליארדי דולרים; בחודש ינואר נרכשו כ-0.4 מיליארד, ובחודשים פברואר עד יוני לא בוצעו רכישות מט"ח. זאת לעומת כ-15 מיליארד דולר שנרכשו במחצית שקדמה וכ-25 מיליארד דולר במחצית המקבילה אשתקד, שבוצעו כחלק מהצהרת הוועדה בחודש ינואר 2021 כי בנק ישראל ירכוש 30 מיליארד דולר במהלך שנה זו.

לצד ההאצה שנרשמה במחירי הדיוור ולנוכח המשך המגמה של גידול בסיכון האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, המשיך הפיקוח על הבנקים שבבנק ישראל לפעול בפן של האסדרה במחצית זו ופרסם עדכונים להנחיות בנושא. במהלך חודש מרץ 2022 הוכרז על צעדי פיקוח אשר מטרתם לחזק את ניהול הסיכונים, את השקיפות, את העקביות הפיקוחית ואת כושר הניטור אחר הסיכון בתיק האשראי של התאגידים הבנקאים. במסגרת צעדי אלה הונחו התאגידים להקצאת הון נוספת בגין מימון קרקעות במינוף גבוה ולהרחבת הדיווח על ענף הבינוי והנדל"ן לפיקוח, על מנת לאפשר מעקב הדוק יותר אחר התפתחות הסיכון בענף.

תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניתרית

1. סביבת האינפלציה

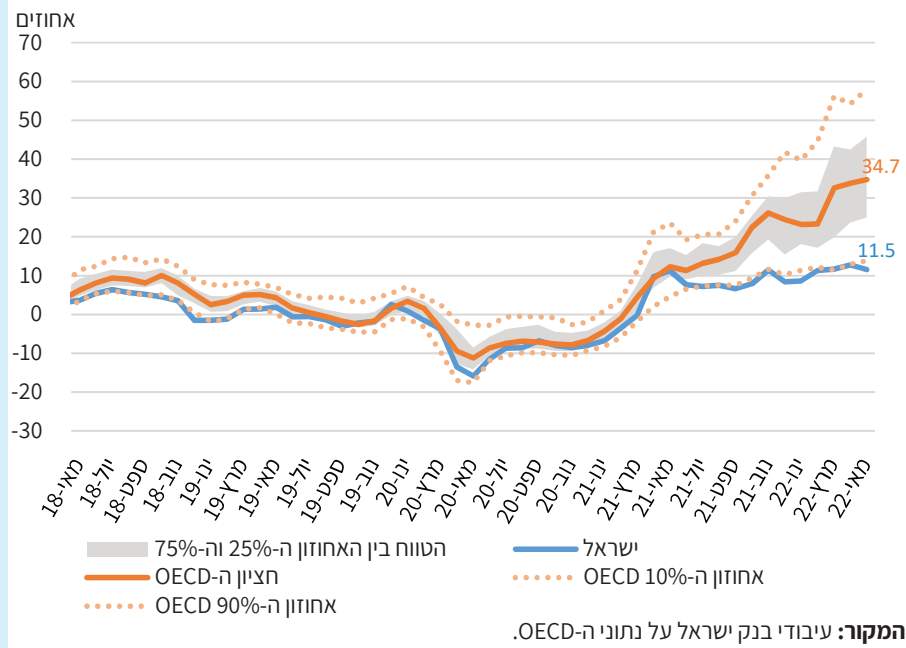
המחצית הראשונה של שנת 2022 התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה ביחס לשנים האחרונות. בראשיתה חצה שיעור האינפלציה השנתי את הגבול העליון ובמהלכה הוא הוסיף לעלות ובחודש מאי עמדה האינפלציה השנתית על שיעור של כ-4.1%. שיעור האינפלציה בישראל ממשיך להיות נמוך בהשוואה לרוב המדינות המפותחות (איור 2).



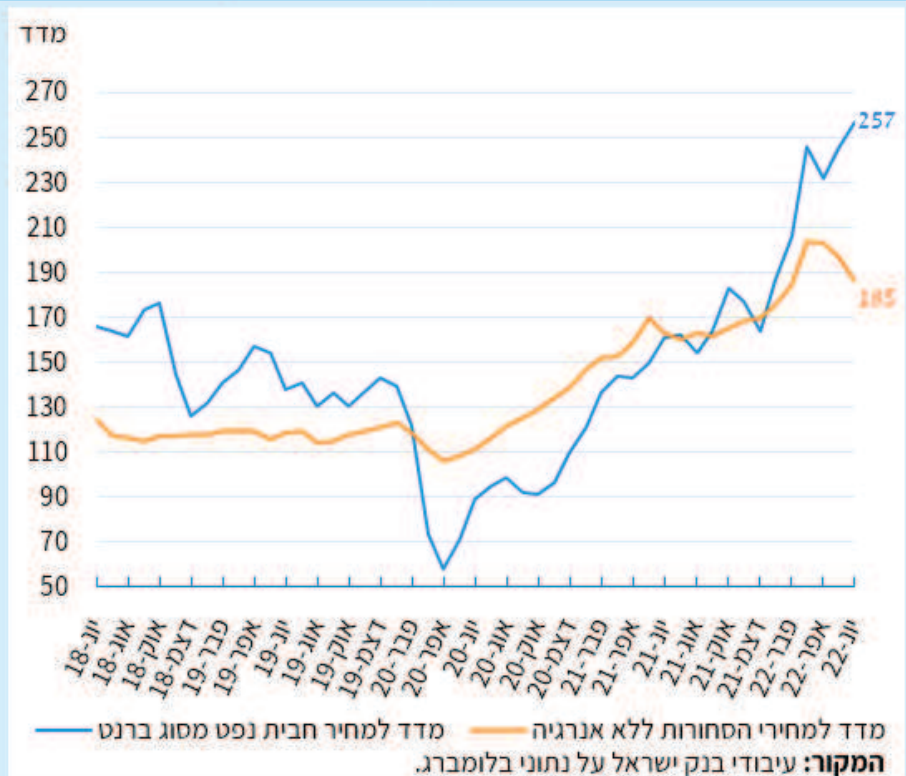
האינפלציה השנתית בניכוי אנרגיה ופז"י היא נמוכה יותר ועמדה בחודש מאי על שיעור של 3.6%. הפער בין המדד הכללי למדד המנוכה התרחב בשל העלייה הנמשכת במחירי האנרגיה לאורך כל המחצית הנסקרת. במהלך התקופה הנסקרת עלו מרכיבי האנרגיה שנכללים במדד המחירים לצרכן ב-7.6%. החל מהרבעון השני של שנת 2021 ועל רקע עליית מחירי הגז הטבעי בעולם, נחלש הקשר בין מחירי האנרגיה בישראל ואלה אשר במדינות מפותחות נוספות, כאשר מרכיב האנרגיה שנכלל במדד המחירים לצרכן, עלה בישראל בקצב מתון יותר, בין היתר בשל משקלו הזניח של הגז הטבעי במדד ומחירו היציב בישראל. (איור 3).

מחירי הסחורות ומחירי הנפט העולמיים עלו במהלך המחצית הנסקרת ב-5.9% ו-37.7% בהתאמה. עליית האנרגיה במדד בשיעור של 7.6% תרמה במהלך התקופה הנסקרת 0.38 נקודות אחוז לשיעור האינפלציה (איור 4). עליית המחירים שיקפה את הביקוש העולמי, את השיבושים הנמשכים בשרשרות האספקה ואת המלחמה באוקראינה. לצד זאת מעידה התרומה החיובית של רובם המוחלט של הסעיפים במדד המחירים לצרכן על קיומם של כוחות מצד הביקוש, שתומכים בהאצת האינפלציה (איור 5).

איור 3
ש"ש שנתי במחירי האנרגיה בישראל וב-OECD



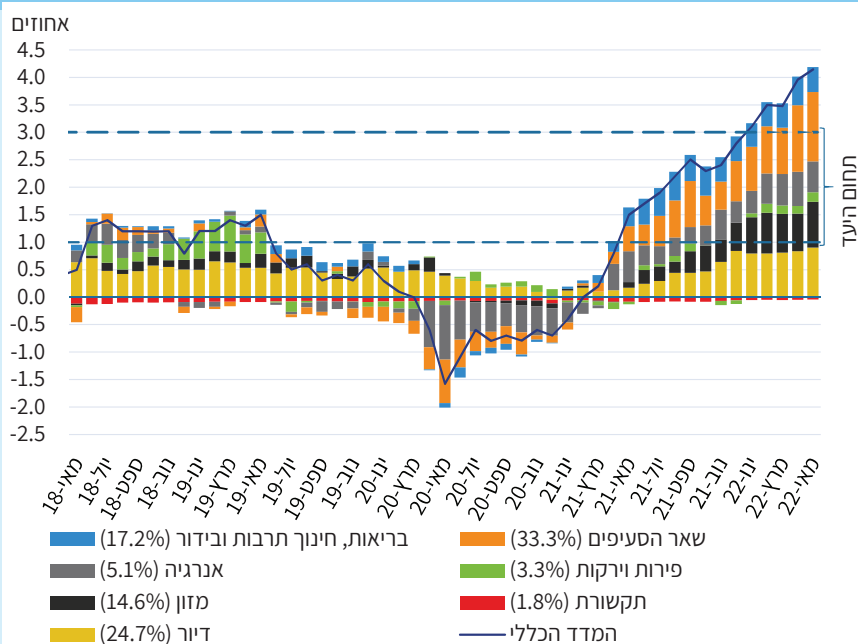
איור 4
מדדים למחירי הסחורות והנפט, ממוצע חודשי
יוני 2018 עד יוני 2022 (בסיס 2009=100)



איור 5

תרומת הרכיבים העיקריים של המדד לאינפלציה^{1,2}

מאי 2018 עד מאי 2022



¹ בסוגריים מופיע משקל הסעיף הרלוונטי במדד הכולל (נכון לשנת 2021).

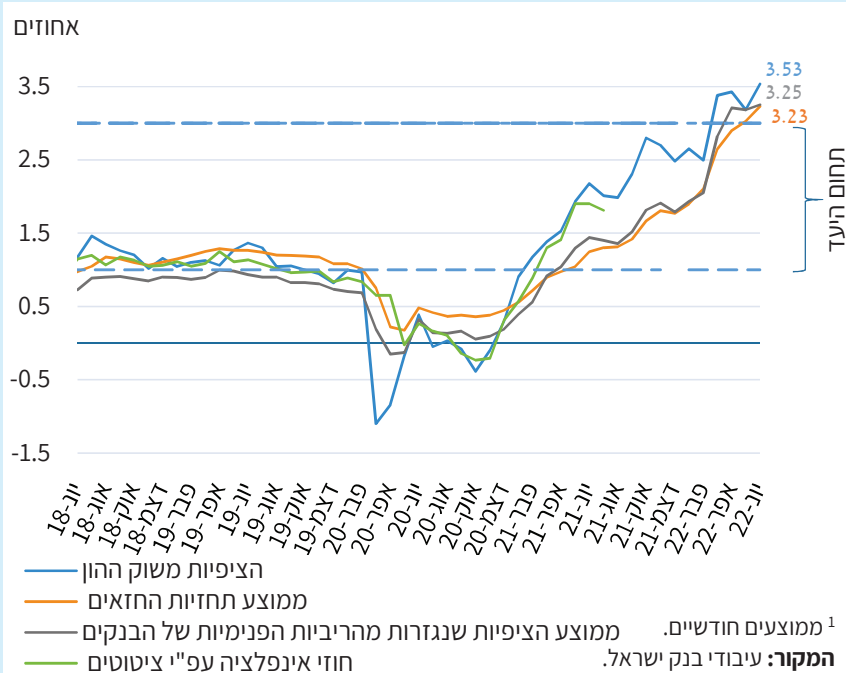
² שאר הסעיפים כוללים את הסעיפים ריהוט וציוד לבית, הלבשה והנעלה, סעיף השונות וכן רכיבי אחזקת הדירה והתחבורה, בניכוי תת הרכיבים שקשורים למחירי האנרגיה.

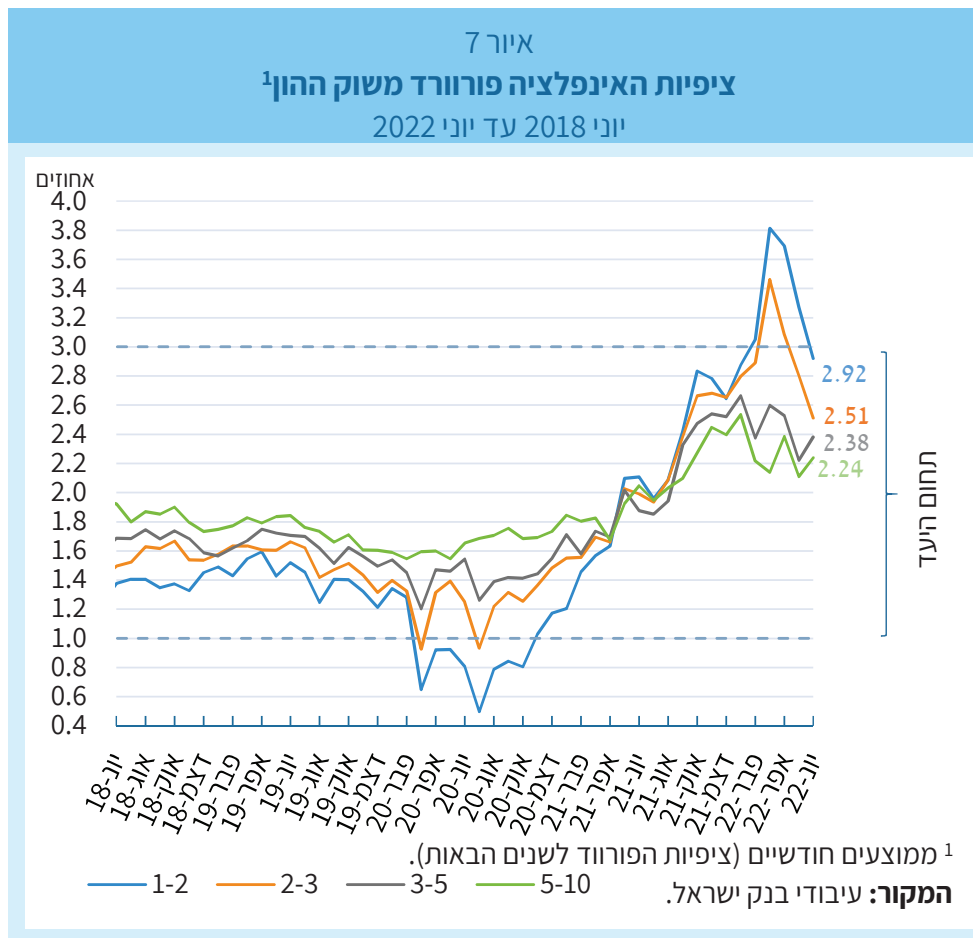
המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

איור 6

תחזיות האינפלציה לשנה מהמקורות השונים¹

יוני 2018 עד יוני 2022





הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מהמקורות השונים עלו במהלך המחצית הנסקרת. נכון לתחילת חודש יולי מצויות הציפיות משוק ההון ומהחזאים לשנה הקרובה על 3.5 ו-3.2. בהתאמה (איור 6). הציפיות לטווחים הארוכים יותר ממשיכות להיות מעוגנות בתוך תחום היעד. רמת אי-הוודאות לגבי האינפלציה הצפויה גברה במהלך המחצית הנסקרת וזו באה לידי ביטוי בגידול בסטיית התקן של התחזיות של החזאים השונים.

2. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה

הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת העידו שרמת הפעילות הכלכלית נמשכה ברמה גבוהה ורציפה במהלך כל המחצית הנסקרת. בתחילתה של המחצית חל גל תחלואה משמעותי אך זה לוהה במגבלות מעטות יחסית על הפעילות. הסתגלותם של רוב ענפי המשק לפעילות לצד המגיפה תרמה להשפעה הפחותה של המגפה על רמת הפעילות ולמעט בענף התיירות לא נצפו השפעות מיוחדות. במרוצת המחצית דעך הסיכון לפגיעה בפעילות הכלכלית כתוצאה מהתפרצות מחודשת של התחלואה ונרשמה התאוששות ניכרת בענף התיירות. לצד זאת גבר החשש להאטה בפעילות הכלכלית בשל ההתפתחויות בעולם והאירועים הביטחוניים בישראל.

במהלך המחצית הנסקרת עודכנו נתוני החשבונאות הלאומית עבור שנת 2021 (לוח 1) כלפי מעלה. כתוצאה מכך, השתפרה ההערכה לגבי סטיית התוצר ממגמת טרום המשבר. על פי התחזית של חטיבת המחקר בחודש יולי צפוי התוצר בשנת 2022 לעמוד בסמוך למגמת טרום המשבר (0.6 -), גבוה במידה רבה מההערכה שנעשתה לגביו בתחזית שפורסמה בחודש ינואר (1.7 -).

לאחר הצמיחה החריגה ברבעון האחרון של שנת 2021, התכווץ במהלך הרבעון הראשון 2022 התוצר במעט. התכווצות התוצר בתקופה זו נרשמה ברוב השימושים המרכזיים ושיקפה למעשה תמונת ראי של הזינוק ברבעון הקודם. הרכיבים המרכזיים שהעיבו על צמיחת התוצר בתקופה זו הם הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית, יצוא התיירות ובאופן חשבונאי - חוזקת יבוא הסחורות בהינתן סך השימושים. לעליית התוצר תרמו עליות ביצוא הסחורות (ללא יהלומים) ובבנייה למגורים.

לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

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

ההחלטה לחודש	3/1/22	21/2/22	11/4/22	23/5/22	4/7/22
2021Q3	2.4	2.7	7.0	6.5	6.5
2021Q4			17.6	15.6	15.6
2022Q1				-1.6	-1.9
2021Q3	0.1	1.3	7.3	7.8	7.7
2021Q4			20.7	18.3	18.3
2022Q1				-1.6	-1.7
2021Q3	0.7	0.9	4.4	4.5	4.5
2021Q4			20.2	18.2	18.1
2022Q1				-0.7	-1.5
2021Q3	14.8	13.8	19.8	19.5	19.5
2021Q4			15.3	14.7	14.9
2022Q1				3.3	2.1
2021Q3	0.6	3.2	6.4	8.0	8.0
2021Q4			29.4	25.3	25.2
2022Q1				-6.1	-7.0
2021Q3	-4.2	-0.9	8.0	7.2	7.1
2021Q4			26.6	27.8	27.3
2022Q1				16.2	14.5

המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 2

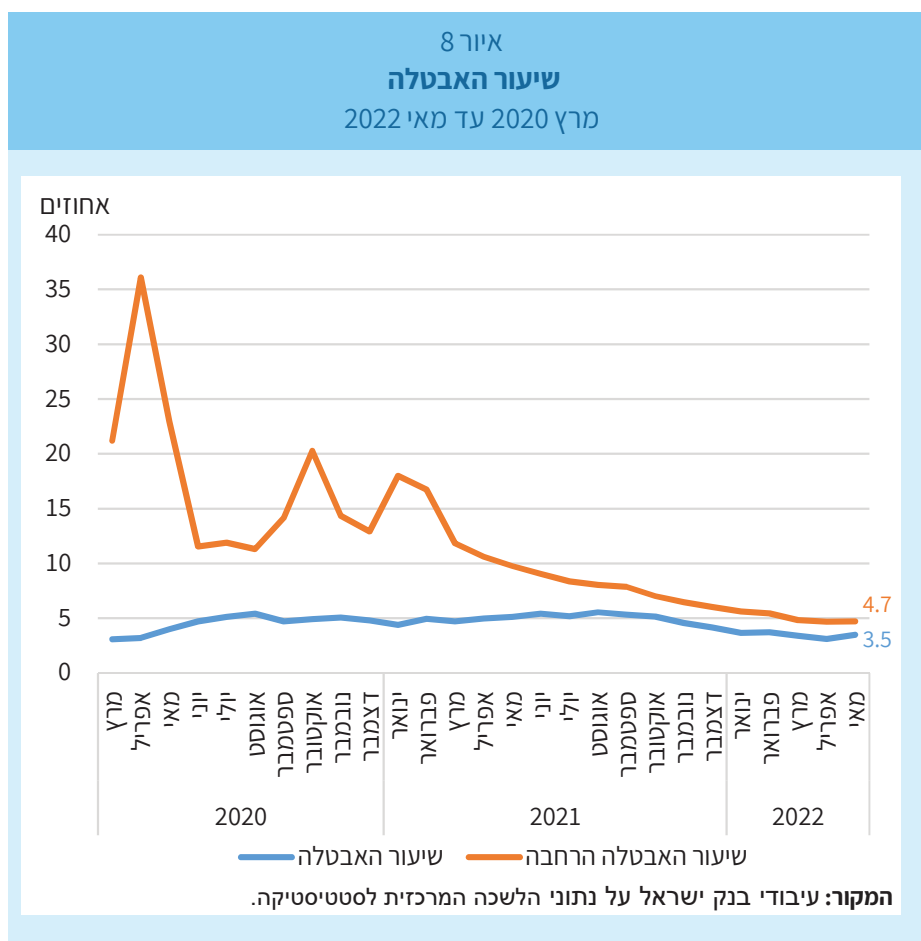
התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2019	2020	2021	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
3.8	-2.2	8.2	8.9	-0.9	16.6	6.5	15.6	-1.9
4.3	-2.7	9.7	8.7	0.7	19.0	7.8	18.3	-1.7
2.9	-7.3	18.3	80.1	13.2	18.4	7.2	27.8	14.5
3.9	-9.2	11.6	20.3	0.5	34.3	4.5	18.2	-1.5
3.8	-9.8	10.8	15.7	10.2	22.4	9.6	19.5	3.7
2.7	2.5	2.8	9.6	-8.9	1.6	5.8	12.9	-7.6
2.6	2.7	3.3	10.5	-10.2	4.5	3.6	10.9	-8.0
3.8	1.0	11.5	57.5	-5.5	7.0	16.0	7.9	29.3
3.1	-4.0	10.9	50.4	-7.4	6.6	19.5	14.7	2.1
5.8	-1.0	12.2	7.3	4.6	16.6	11.3	31.7	-12.5
5.4	1.1	10.8	3.7	5.8	14.9	8.0	25.3	-7.0

המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

רמת הפעילות הגבוהה באה לידי ביטוי גם בשוק העבודה שהתהדק במהלך המחצית הנסקרת. שיעור התעסוקה נע במהלך תקופה זו בסמוך לשיעורו טרם משבר הקורונה ושיעור האבטלה הצר ירד במהלך התקופה ועמד בחודש מאי על 3.5% (איור 8). שיעור האבטלה הרחב, שכולל עובדים שאיבדו את עבודתם מאז חודש מרץ 2020 ונעדרים מעבודתם בגלל סיבות שקשורות בנגיף הקורונה, ירד אף הוא ונמצא סמוך לשיעור האבטלה הצר. מספר המשרות הפנויות הוסיף לעלות ונותר ברמתו הגבוהה מזו שטרם המשבר. כתוצאה מכך נרשמה ירידה מתמשכת ביחס שבין מספר המובטלים למספר המשרות פנויות. השכר במגזר העסקי חצה במרוצת המחצית את המגמה שקדמה למשבר. לעומת זאת עלה השכר במגזר הציבורי בשיעור מתון יותר, בין היתר עקב דחיית הסכמי השכר בתקופת המשבר.

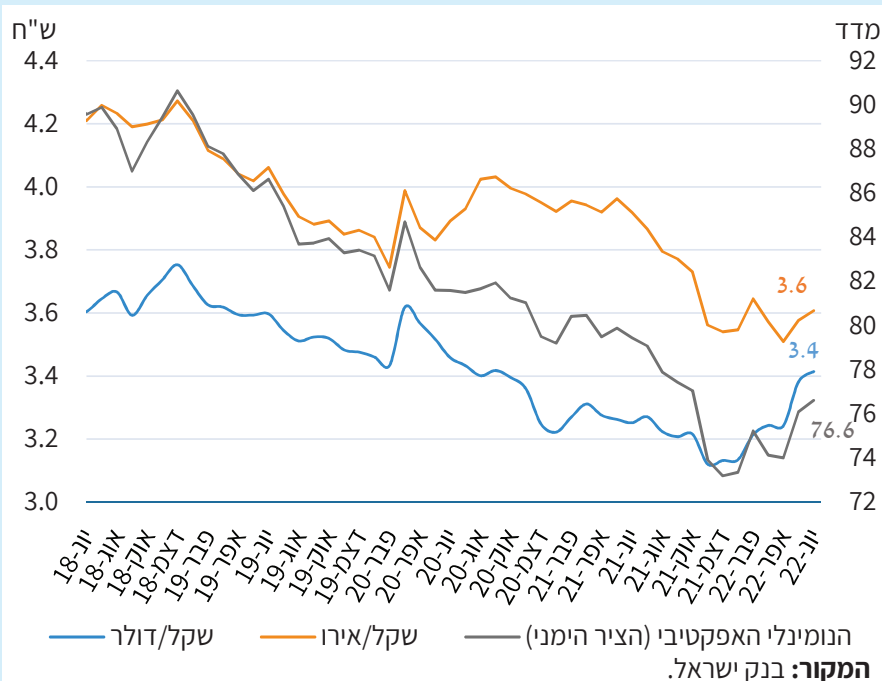


3. שער החליפין

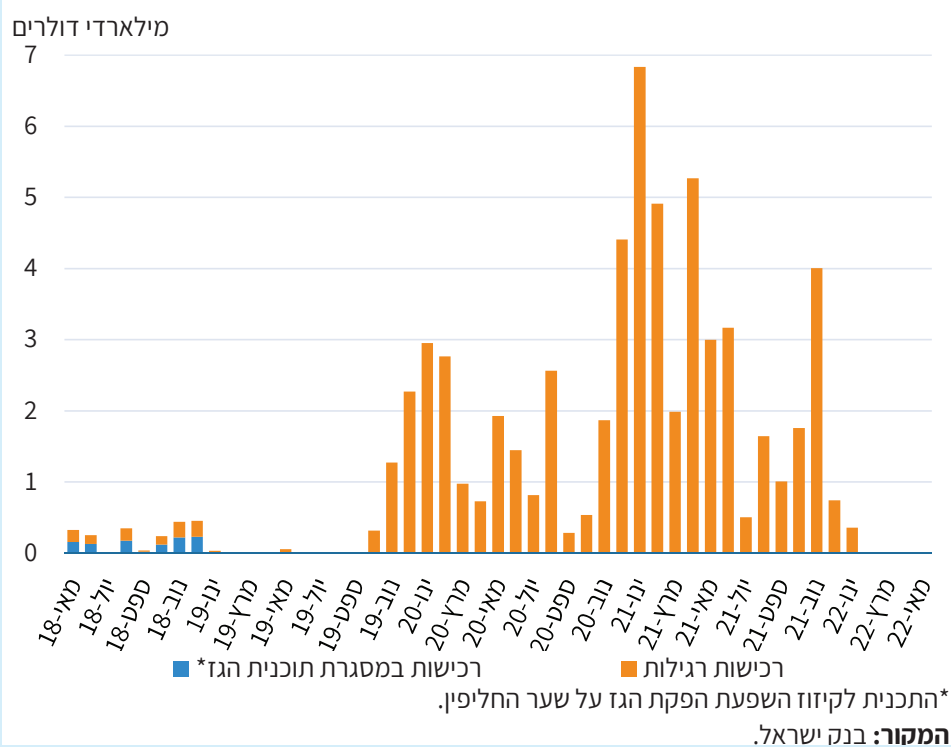
במהלך המחצית הנסקרת חל פיחות בשקל. מגמה זו נרשמה בעיקר אל מול הדולר. בעוד שברבעון הראשון של השנה נע שע"ח אל מול הדולר במגמה מעורבת, במהלך הרבעון השני, ועל רקע התחזקות הדולר בעולם, חל פיחות בשע"ח של השקל שאף התעצם לקראת תום המחצית. לצד זאת, שע"ח מול האירו נע במגמה מעורבת במהלך התקופה ומול מטבעות אלה נרשם פיחות של 8.9%-1.7%, בהתאמה (ממוצע יוני 2022 מול ממוצע דצמבר 2021). במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי חל פיחות של 4.4% (איור 9).

בחודשים פברואר עד יוני לא נרשמו רכישות מט"ח (איור 10). הוועדה מעריכה שהפיחות החד בשע"ח של השקל אל מול הדולר מוסבר, בין היתר, על ידי רכישות המט"ח הגדולות של משקיעים מוסדיים ושל משקיעים זרים על רקע הירידות שחלו במחירי המניות בעולם. חברי הוועדה ציינו כי לא חל שינוי בגורמים הבסיסיים של המשק שמספיעים על שע"ח וכי הפיחות החד אל מול הדולר הוא גורם משמעותי להאצה הנוכחית באינפלציה, בפרט בקרב המוצרים הסחירים.

איור 9
שערי חליפין נבחרים, ממוצע חודשי
יוני 2018 עד יוני 2022



איור 10
רכישות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ
מאי 2018 עד מאי 2022

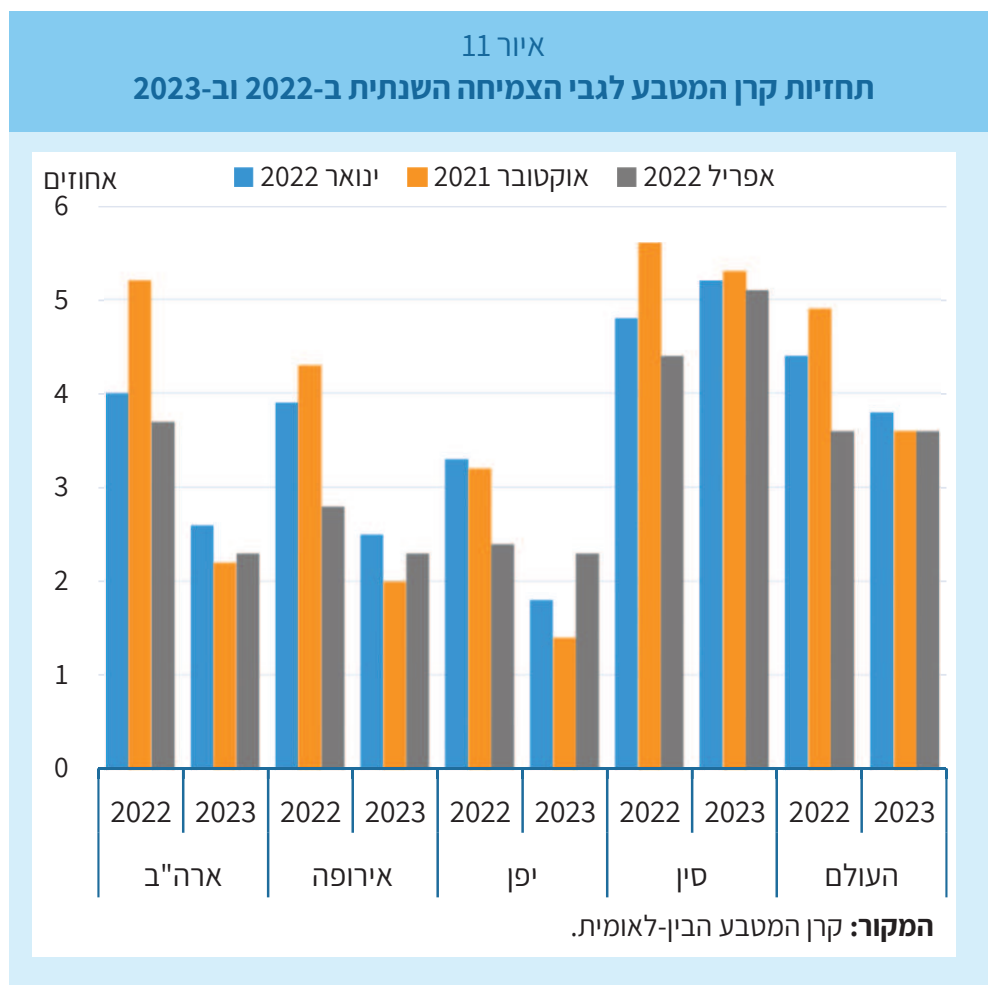


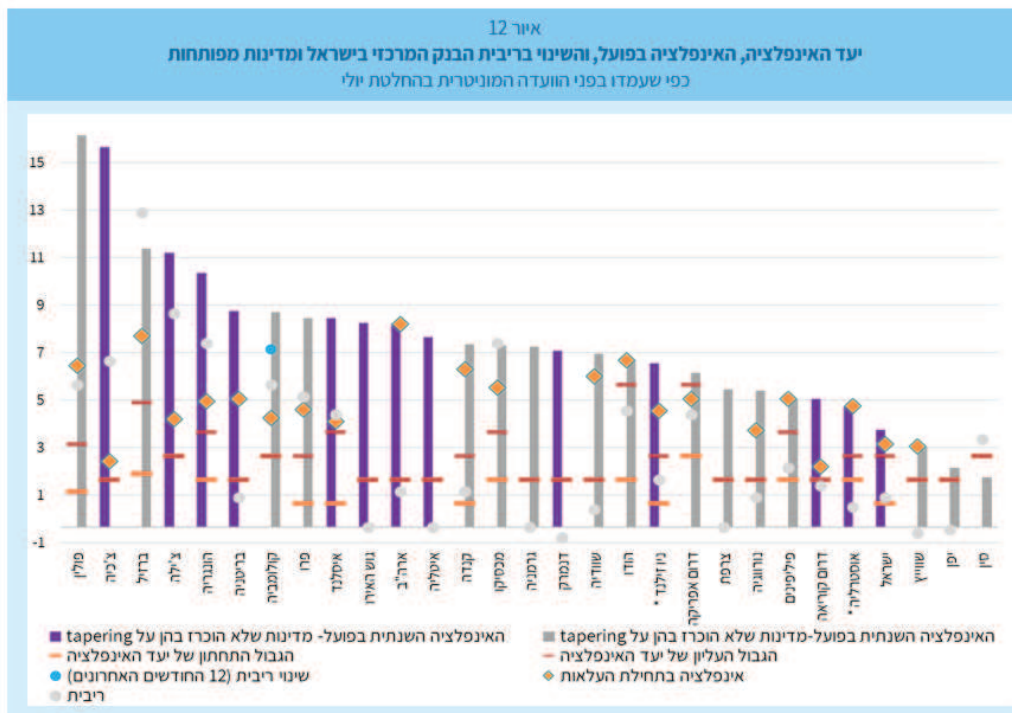
4. הכלכלה העולמית

לאחר התאוששות מואצת חל במחצית הנסקרת על רקע המדיניות המוניטרית המרסנת בעולם והמלחמה באוקראינה **מפנה בכלכלה העולמית ונרשמה האטה מסוימת בקצב הפעילות**. העלייה במחירי האנרגיה והסחורות עם פרוץ המלחמה באוקראינה, לצד עליית התחלואה בסין ותגובת המדיניות אליה, החריפו את השיבושים בשרשרות הייצור והגבירו את לחצי האינפלציה וזו תרמה להאטה בקצב הפעילות הכלכלית הגלובלית. לנוכח זאת עדכנו המוסדות הבין-לאומיים ובתי ההשקעות את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מטה (איור 11), לצד עדכון של התחזיות עבור האינפלציה והריבית כלפי מעלה.

שוקי המניות רשמו במהלך חודש אפריל ירידות חדות תוך תנודתיות גבוהה. בשוקי האג"ח נמשכה העלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות, על רקע העלייה בסביבת האינפלציה ואי-הוודאות ביחס לתוואי העתידי של האינפלציה והריבית. מרווחי האג"ח התאגידיות בעולם המשיכו להתרחב. מדדי האינפלציה שוהים ברוב המדינות ברמה גבוהה משמעותית מיעדי הבנקים המרכזיים.

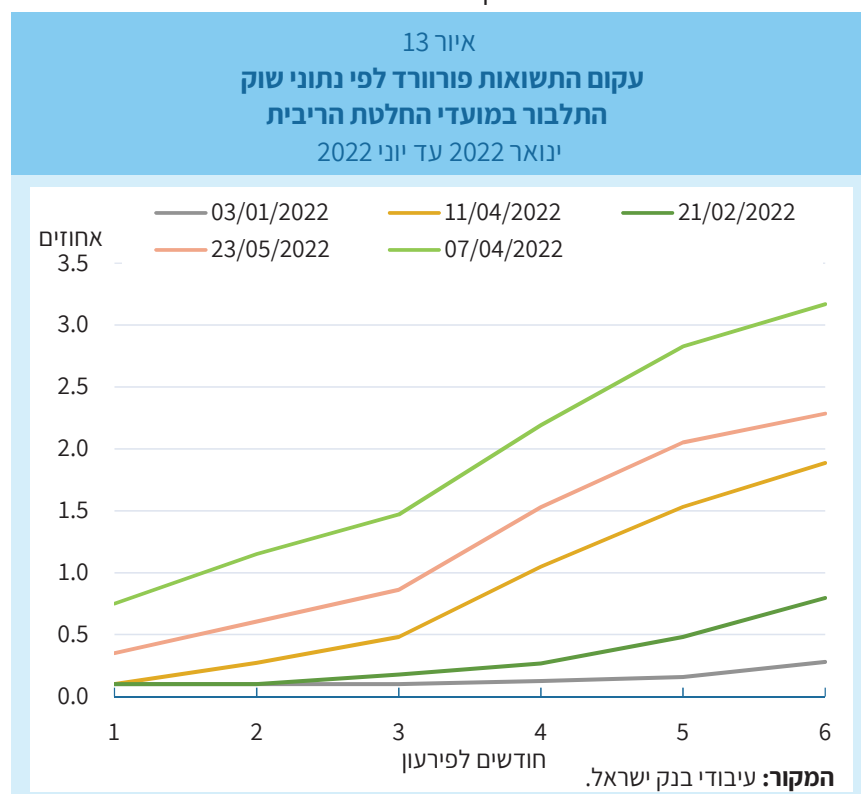
בנקים מרכזיים רבים הגבירו על רקע ההאצה בקצב האינפלציה את ההידוק המוניטרי. בארה"ב העלה ה-Fed את שיעור הריבית ב-150 נ.ב בשלוש החלטות והודיע על צמצום המאזן (QT). בגוש האירו הותיר ה-ECB את שיעור הריבית ללא שינוי, אשרר את כוונתו לסיים את תוכנית הרכישות של אג"ח ממשלתיות בחודשים הקרובים ואותת על העלאת שיעור הריבית לאחר מכן. במספר מדינות נוספות שבהן שוהה האינפלציה מעל יעד הבנק המרכזי נרשמו העלאות בשיעורי הריבית (איור 12). כפי שניתן להבחין על פי הסימון של המעוין באיור זה, העלאת הריבית התרחשה בישראל בשלב שבו האינפלציה חצתה רק במעט את הגבול העליון של היעד, וזאת בניגוד למספר רב של מדינות אחרות.





5. שוק האשראי וההתפתחויות בשווקים הפיננסים

מגמת ההתרחבות המהירה באשראי העסקי נמשכה במחצית הנסקרת ובמיוחד בולטת ההתרחבות המהירה של האשראי לענפי הבינוי והנדל"ן. שיעורי הריבית על האשראי העסקי עלו בכל מגזרי הפעילות. השווקים הפיננסים רשמו החל מאמצע אפריל מגמה שלילית, כאשר מרווחי התשואות בשוק האג"ח נמצאים כחלק ממגמה עולמית במגמת עלייה ומדדי המניות במגמת ירידה. עלייה בתנודתיות מורגשת הן בשוק המניות והן בשוק האג"ח. מרווחי התשואות בשוק האג"ח התאגידים נפתחו בדומה לעולם ונמצאים בסוף חודש אפריל במגמת עלייה, אם כי רמתם נמוכה יחסית. עליית המרווחים משקפת הערכה להאטה בפעילות הכלכלית שמגדילה את הסיכונים העסקיים.



לוח 3

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

06/22	05/22	04/22	03/22	02/22	01/22	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.4	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	תשואת המק"ם ל-3 חודשים
1.4	0.9	0.8	0.5	0.2	0.0	תשואת המק"ם לשנה
2.7	2.2	2.0	1.6	1.1	0.8	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
3.0	2.6	2.4	2.1	1.8	1.4	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-10 שנים
3.6	3.3	3.0	3.0	2.7	2.4	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-2.0	-2.1	-2.5	-2.7	-2.2	-2.5	תשואת האג"ח הצמודות לשנה
0.0	-0.6	-1.0	-1.5	-1.5	-1.9	תשואת האג"ח הצמודות ל-5 שנים
0.5	0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-1.2	תשואת האג"ח הצמודות ל-10 שנים
1.6	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-3.7	-8.0	0.5	1.9	0.5	-0.8	מדד המניות הכללי
-3.9	-5.7	-0.2	2.4	2.9	-3.1	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
4.9	0.6	4.4	-1.9	1.3	2.7	השקל מול הדולר
1.7	1.8	-0.3	-2.9	1.8	1.3	השקל מול האירו
3.4	0.9	2.1	-2.2	0.9	2.0	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

¹ נקודות אחוז, החישוב הוא לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה – ללא אג"ח להמרה ומובנות – ששיעור תשואתן עד 100% והטווח שלהן לפדיון ארוך משישה חודשים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

6. המדיניות הפיסקלית

הגירעון המצטבר המשיך לרדת במהלך המחצית הנסקרת והגיע בחודש מאי ל-0.04 אחוזי תוצר בלבד. הירידה בגירעון נבעה בעיקר מגידול בצד ההכנסות, לצד ירידה מסוימת גם בהיקף הוצאות.

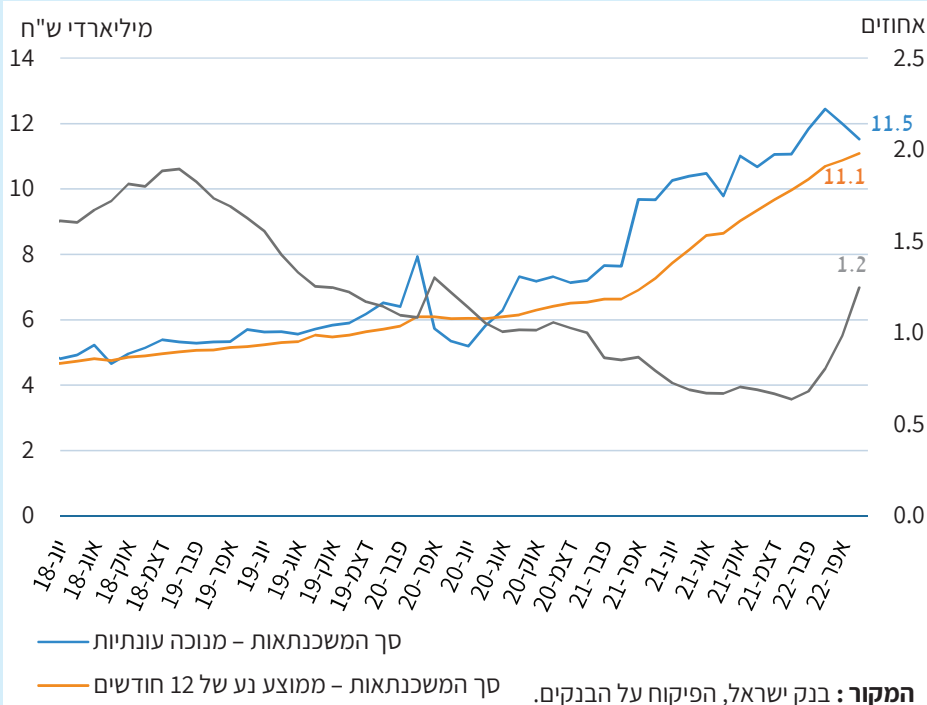
גביית המיסים המצטברת במהלך תקופה זו גדלה בשיעור חד ביחס לתוואי המגמה שקדם למשבר. הגידול במיסים הישירים נבע בעיקר מגביית מחברות, עצמאים וממסי המקרקעין. עלייה נרשמה גם במיסים העקיפים שנובעת בעיקר מעלייה במיסים על ייצור מקומי ובענף הבינוי בפרט. ההכנסות ממיסים עקיפים נעו במהלך המחצית מעט מעל המגמה. מס הבראות, שמשקף את נפח השכר, נע בתקופה זו סביב קו המגמה. לצד הגידול החד בהכנסות, תרמה לירידה בגירעון גם ירידה מסוימת בהוצאות. ירידה זו נעוצה בעיקר עקב קיטון בהוצאות על תכניות הקורונה.

7. שוק הדיור

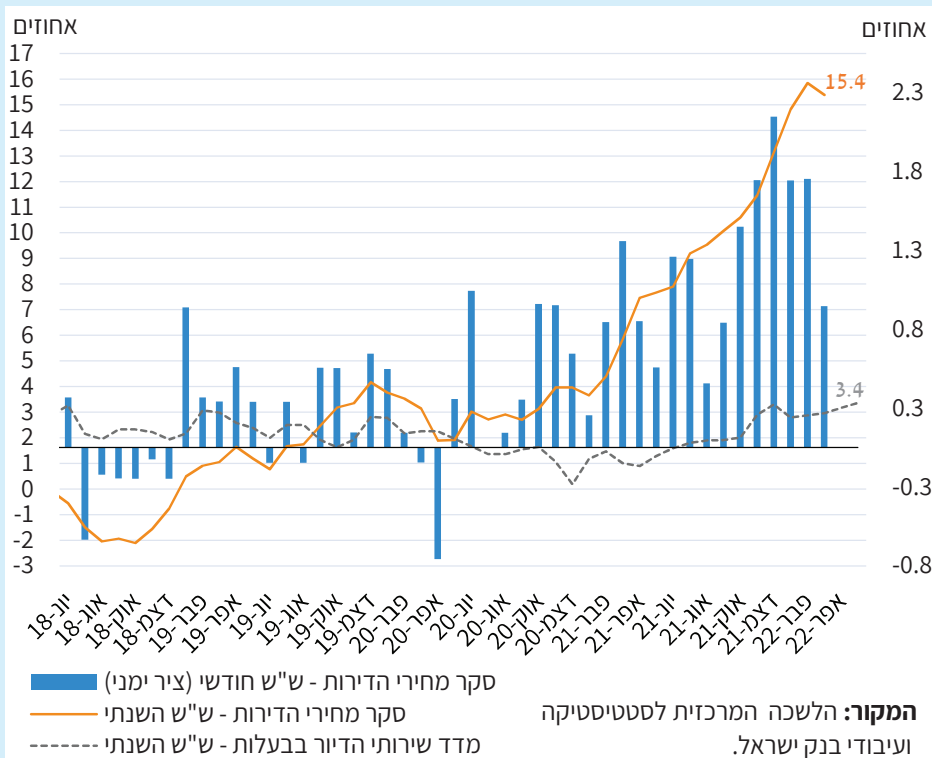
מגמת ההאצה של העלייה במחירי הדירות, שהחלה לקראת סוף שנת 2020 וגברה בשנת 2021, התמידה גם במחצית הנסקרת. בשנים עשר החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-15.4% (נתון חודש מרץ). במקביל חלה עלייה ניכרת ברכישת דירות ובקצב נטילת משכנתאות. לקראת תום המחצית חלה ירידה מסוימת בהיקף העסקות, אך רמתן נותרה גבוהה (איור 14). הקצב הגבוה של נטילת המשכנתאות לווה בעלייה בשיעור המימון, בשיעור ההחזר מההכנסה הפנויה ובשווי הנכסים הנרכשים. היקף התחלות הבנייה והיתרי הבנייה עלו במידה ניכרת במהלך המחצית ורמתן ביחס לשנים קודמות נותרה גבוהה. לצד זאת נותר היקף גמר הבנייה ברמה נמוכה יחסית.

לצד התפתחויות אלה נרשמה עלייה מתונה יחסית ברכיב הדיור שנכלל במדד המחירים לצרכן. הסעיף שירותי דיור בבעלות, שנמדד על פי חוזים מתחדשים וכן סעיף שכר הדירה, השלימו בחודש מאי עלייה שנתית של-3.4% ו-1.6%, בהתאמה, קצב שהוא נמוך מעט מקצב עליית המחירים במשק, אך גבוה מזה שנרשם במחצית שקדמה לה (איור 15).

איור 14
סך המשכנתאות החדשות
והריבית הריאלית המשוקללת על המשכנתאות
 יוני 2018 עד מאי 2022



איור 15
סקר מחירי הדירות ומדד שירותי הדיור בבעלות



התחזית המקרו-כלכלית, התוואי הצפוי ודיוני הוועדה

1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת בצמוד להודעות הריבית שלוש תחזיות – בינואר, באפריל וביוני 2022.

תחזית האינפלציה לשנת 2022 עלתה בחדות במהלך המחצית הנסקרת, מרמה של 1.6%, לפי התחזית בחודש ינואר, לרמה של 3.3% לפי התחזית בחודש יולי. שיעוריה הצפויים לשנים 2022 ו-2023 הם 4.5%-ו-2.4%, בהתאמה. לאור השינויים המשמעותיים שחלו, ובעיקר בתחום האינפלציה, עלתה התחזית לגבי שיעור הריבית בתקופה זו מטווח של 0.1/0.25 בחודש ינואר (לריבית בתום 2022) ל-2.75% בחודש יולי (לריבית ברביעי השני של 2023). לפי התחזית בחודש יולי התוצר יצמח בשנת 2022 ב-5.0%, שיעור נמוך ב-0.5% מזה שנחזה בתחזית בחודש אפריל. שיעור האבטלה צפוי לפי התחזית בחודש יולי לעמוד בסוף 2022 על-3.3%, נמוך מעט מרמתו לפני המשבר. יחס החוב לתוצר עודכן כלפי מטה, בשנת 2022 צפוי לעמוד על 66.0% ובשנת 2023 על 64% (67%-ו-65% בהתאמה לפי התחזית בחודש אפריל בכל אחת מהשנים הללו).

לוח 4

תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2023			2022			התחזית לשנים
07/22	04/22	01/22	07/22	04/22	01/22	תאריך התחזית
3.5	4.0	5.0	5.0	5.5	5.5	התמ"ג
4.5	5.0	5.0	7.5	8.0	8.0	הצריכה הפרטית
3.0	4.0	8.0	5.0	5.0	6.0	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
3.0	3.0	3.0	4.0	4.0	2.5	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
2.5	3.0	5.5	3.0	3.0	3.0	היצוא (ללא ילומים והזנק)
3.0	4.5	6.5	7.5	7.0	8.0	היבוא האזרחי (ללא ילומים, אוניות ומטוסים)
	4.5			5.4		האבטלה הרחבה (שיעור, גילי 15+, ממוצע שנתי)
	4.4			4.8		האבטלה הרחבה- סוף שנה (שיעור, גילי 15+)
3.5	3.4	3.6	3.3	3.5	3.9	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-64)
1.2	2.3	3.4	0.7	1.4	3.6	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
63.9	65.0	69.0	66.0	67.0	69.0	יחס חוב תוצר
2.4	2.0	2.0	4.5	3.6	1.6	האינפלציה ¹
			07/22	04/22	01/22	תאריך התחזית
			3.3	3.1	1.6	האינפלציה בשנה הקרובה ²
			2.75	1.5	0.1/0.25	ריבית בעוד שנה ³

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

² בארבעת הרביעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

³ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.

2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה

הפעילות הכלכלית נמשכה במהלך המחצית הנסקרת באופן רציף, תוך סגירת הפער השלילי מתוואי המגמה שקדם למשבר. לצד זאת נמשכה מגמת ההתהדקות בשוק העבודה והשכר במגזר העסקי חצה על פי ההערכות השונות את המגמה ארוכת הטווח שקדמה למשבר. המלחמה באוקראינה וההאטה בפעילות הייצור בסין, לצד ההתאוששות בפעילות, הגבירו את לחצי האינפלציה וזו חצתה לראשונה מאז שנת 2011 את הגבול העליון של תחום היעד.

האינפלציה בתחזית הצוות בראשית התקופה הייתה צפויה לחזור לתוך תחום היעד במהלך השנה הנוכחית ולהגיע לאמצע תחום היעד (2%) בתום שנת 2023. על פי תחזית זו היה שיעור הריבית צפוי לעמוד בתום שנת 2022 על 0.10%/0.25%.

במרוצת המחצית התחדדה התמונה שנשקפה בפני הוועדה, לפיה הפעילות במשק מצויה ברמה גבוהה, תוך חריגה של האינפלציה מהגבול העליון של תחום היעד. עם זאת התגברו במהלך המחצית הסיכונים להאטה בפעילות הכלכלית, לנוכח הירידות החדות בשוקי המניות בעולם והסיכונים שנובעים מכך לפעילות הריאלית ובפרט לענף הטכנולוגיה העילית.

בתחזיות בחודש אפריל ויולי עודכנה התחזית עבור האינפלציה והריבית כלפי מעלה. על פי התחזית לחודש יולי צפויה האינפלציה לעמוד בשנה הנוכחית על שיעור של 4.5% ולעמוד על שיעור הגבוה מעט ממרכז היעד בשנת 2023 (2.4%). שיעור הריבית צפוי להמשיך לעלות באופן הדרגתי ב-12 החודשים הקרובים עד לרמה של 2.75% בתום הרביע השני של 2023. תחזית הצמיחה עודכנה כלפי מטה וזו צפויה להסתכם ב-5.0 בשנה הנוכחית וב-3.5 בשנה הבאה.

על פי תחזית זו והערכות הוועדה צפויה הפעילות להמשיך ברמה שתואמת את יכולת הצמיחה של המשק. הוועדה הדגישה כי קצב העלאתו של שיעור הריבית ייקבע בהתאם לנתוני הפעילות ולהתפתחות האינפלציה וזאת על מנת להמשיך ולתמוך בהשגת יעדי המדיניות.

תיבה

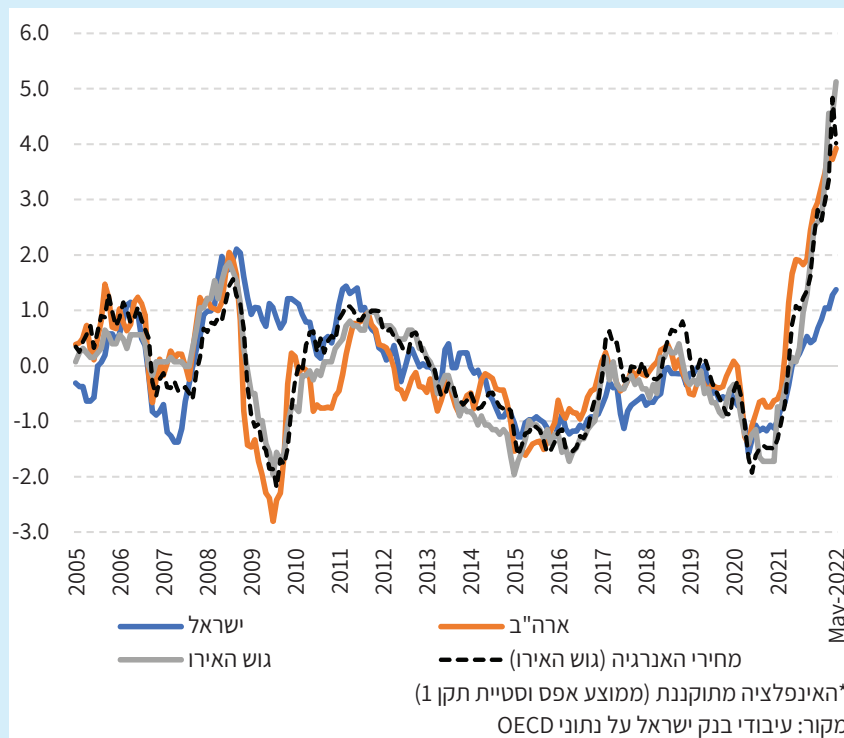
ניתוח המתאם בין האינפלציה בגוש האירו ובארה"ב לבין האינפלציה בישראל

- בין האינפלציה בישראל לבין האינפלציה בארה"ב וגוש האירו, שמהוות את שותפות הסחר העיקריות של ישראל, יש קשר הדוק. הקשר ההדוק נובע במידה רבה מההשפעה המשותפת של מחירי האנרגיה על המחירים במדינות שונות. קשר זה נחלש בשנה האחרונה, כאשר האינפלציה בישראל עמדה על שיעור נמוך מזה שנרשם בארה"ב ובגוש האירו.
 - למרות הקשר ההדוק שנצפה עבור המדד הכללי, הקשר עבור אינפלציית הליבה נמצא רופף יותר. בפרט ניכר כי אינפלציית הליבה בישראל עשויה לסטות במידה ניכרת מזו שבארה"ב ובגוש האירו*.
 - סביר כי ההאצה הנוכחית שנרשמה באינפלציית הליבה בארה"ב ובגוש האירו ובמידה מתונה יותר בישראל, משקפת בעיקר התפתחויות מקומיות דומות ולא בהכרח ערוץ השפעה סיבתי בין שיעורי האינפלציה.
- שיעור האינפלציה בישראל ובמדינות מפותחות אחרות עלה משמעותית עם ההתאוששות ממשבר הקורונה. לאחר תקופה שבה עמדה האינפלציה על שיעור שלילי, האיץ שיעור האינפלציה במדינות המפותחות לרמות שלא נראו מזה שנים רבות. על רקע התפתחות זו עולה השאלה, באיזה מידה נוטה האינפלציה בישראל לעקוב אחר ההתפתחויות הגלובליות בשיעורי האינפלציה.
- על מנת לשפוך אור על סוגיה זו, בחנו את התפתחות האינפלציה בישראל, תוך השוואה לשותפות הסחר העיקריות של ישראל - גוש האירו וארה"ב (להלן מדינות ההשוואה). השוואה זו מאפשרת גם לבחון האם האינפלציה בישראל מושפעת יותר מהאינפלציה בגוש האירו או מזו שבארה"ב.

איור 1 מציג את התפתחות האינפלציה השנתית בישראל ובמדינות ההשוואה, כאשר האינפלציה מוצגת במונחי סטיות תקן. מהשוואה זו ניתן להתרשם מהמתאם ההדוק של שיעורי האינפלציה. למעשה, למעט אירועים ייחודיים כגון המשבר הפיננסי בשנת 2009, ניכר כי תוואי האינפלציה בישראל התפתח עד שנת 2020 באופן דומה לתוואי בארה"ב ובגוש האירו. האיור מציג גם שיעורי שינוי שנתיים של רכיב האנרגיה שבמדד הכללי (בגוש האירו). בהשוואה זו ניתן להבחין כי האינפלציה בישראל ובמדינות ההשוואה מתפתחת בהתאם לתנודות במחירי האנרגיה, למעט בחודשים האחרונים, שבה האינפלציה בישראל עומדת על שיעור נמוך יותר.

* אין הגדרה רשמית לאינפלציית ליבה בישראל. בתיבה זו, לשם הנוחות, ובהקשר להשוואה עם ארה"ב וגוש האירו, נעשה שימוש במונח "ליבה" עבור האינפלציה בניכוי אנרגיה, מזון ופירות וירקות.

איור ת'1-
האינפלציה השנתית בישראל, בארה"ב ובגוש האירו, ומחירי האנרגיה (בגוש האירו)
2005 עד 2022



איור 2 מראה בחלון נע את המתאם בין שיעורי האינפלציה, לצד המתאם עם רכיב האנרגיה. האיור ממחיש את המתאם ההדוק בין האינפלציה בארה"ב לבין גוש האירו לאורך תקופת החקירה ואת המתאם ההדוק בעשור האחרון בין האינפלציה במדינות אלה לבין ישראל. כך, למשל, בשנים שקדמו למשבר הקורונה, ניתנת כמחצית מהשונות באינפלציה בישראל להסבר על ידי האינפלציה במדינות ההשוואה. לחילופין, שיעור זה של השונות מוסבר ע"י תנודות במחירי האנרגיה. נראה אם כן, כי מחירי האנרגיה הם הרכיב המשותף שבגינו מתקיים מתאם הדוק בין שיעורי האינפלציה. מכיוון שכך, סביר כי העלייה המתונה יותר במחירי האנרגיה בישראל בשנה החולפת ביחס למחירים במדינות ההשוואה, מסבירה במידה מסוימת את התרופפות המתאם בין שיעורי האינפלציה בתקופה זו¹.

מחקרים אמפיריים מהשנים האחרונות מתעדים החל משנות ה-90 המוקדמות קשר הדוק בין שיעור האינפלציה במדינות מפותחות, תוך התחזקות מסוימת בקשר בשנים שחלפו מאז המשבר הפיננסי. הסברים מקובלים לכך הם אימוץ יעדי אינפלציה דומים והתגברות הרכיב הגלובלי של האינפלציה כתוצאה מאינטגרציה גוברת של שרשרת האספקה והייצור בעולם².

למרות הקשר ההדוק שנצפה עבור המדד הכללי, הקשר הינו רופף יחסית עבור אינפלציית הליבה, שאינדיקטור מקובל לגביה הוא האינפלציה ללא רכיב האנרגיה, המזון, פירות וירקות³. כך למשל, פחות מ-10% מהשונות באינפלציית הליבה בישראל בשנים שקדמו למשבר הקורונה, ניתנת להסבר על ידי אינפלציית הליבה במדינות ההשוואה (איורים 3 ו-4). כלומר, בניכוי מחירי האנרגיה, המזון פירות וירקות, הקשר בין שיעורי האינפלציה הינו רופף יחסית.

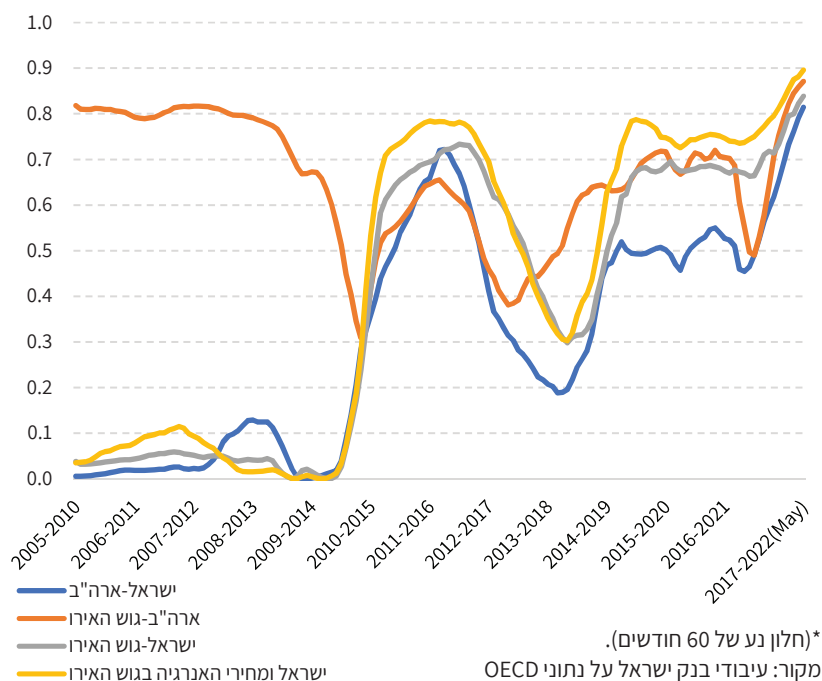
1 ההתייחסות שנרשמה בשנה החולפת במרכיב האנרגיה נובעת בין היתר מהתייחסות מחירי הגז הטבעי בעולם. בשונה ממדינות אחרות, משקלו של סעיף הגז טבעי במדד זניח ומחירו בישראל יציב יחסית.

2 ראו דיון אצל Auer & Filardo (2017) ותיבה בדוח בנק ישראל לשנת 2018.
 לפי Ciccarelli and Mojon (2010) האינפלציה במשקים מפותחים מתנהגת כמעין תהליך של תיקון טעות.
 3 המתאם החלש באינפלציית הליבה בין משקים מפותחים נדון אצל Forbes (2018, 2019).

איור ת'2

שיעור השונות מהשותפות (R^2) בין האינפלציה השנתית בישראל, בגוש האירו ובארה"ב, ומחירי האנרגיה (בגוש האירו)

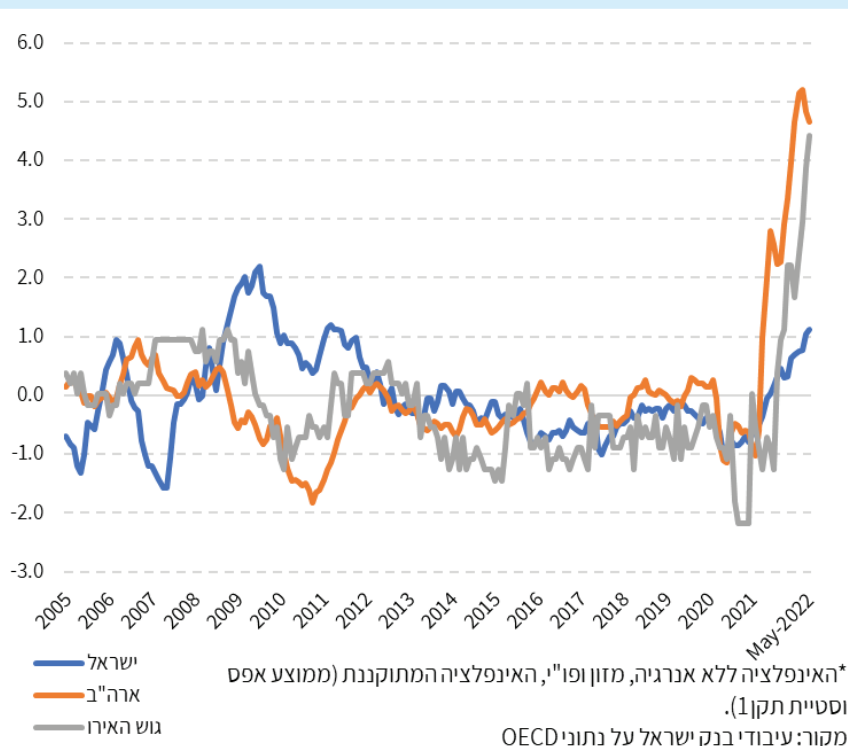
2005 עד 2022



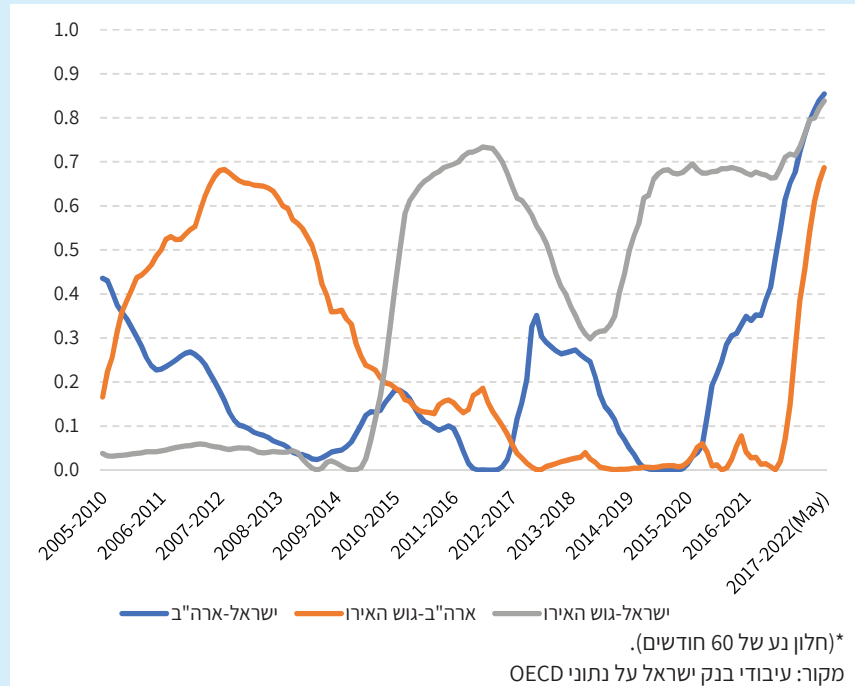
איור ת'3

אינפלציית הליבה השנתית בישראל, בארה"ב ובגוש האירו

2005 עד 2022



איור ת'4
שיעור השונות מהשותפות (R^2) בין אינפלציית הליבה השנתית בישראל, בגוש האירו ובארה"ב



על מנת לשפוך אור על סוגיה זו ערכנו ניתוח פורמלי, שבמסגרתו בחנו כיצד תנודות באינפלציה אצל שותפות הסחר של ישראל באות לידי ביטוי באינפלציה בישראל. לצורך מענה על שאלה זו אמדנו את תגובת האינפלציה בישראל לשינוי של 1% באינפלציה במדינות ההשוואה, תוך פיקוח על רמת הפעילות ועל הציפיות לאינפלציה.

באופן פורמלי אמדנו:

$$\ln(p_{t-1+h}) - \ln(p_{t-1}) = \alpha_1 + \beta_h \pi_t^{foreign} + \sum_{j=1}^{12} \omega_j \pi_{t-j}^{foreign} + \sum_{j=1}^{12} \tau_j \pi_{t-j}^{isr} + \sum_{j=1}^{12} \delta_j X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

עבור: $h=1, \dots, H$

כאשר h רמת המחירים בישראל, זו האינפלציה באחת ממדינות ההשוואה, הוא וקטור של משתני בקרה שכולל את הציפיות לאינפלציה, שע"ח ואומדן חודשי לפער התוצר⁴, בפיגור של תקופה אחת⁵.

האמידה נערכה עבור נתונים בתדירות חודשית, עבור התקופה 2003-2019 ובאופן נפרד עבור ארה"ב ועבור גוש האירו⁶.

מאמידה זו מתקבל שעלייה של אחוז באינפלציה במדינות ההשוואה מתואמת עם עלייה דומה ברמת המחירים בישראל. ההשפעה מגיעה לידי ביטוי מלא תוך פרק זמן מהיר יחסית, כשלושה חודשים (איור 5 ו-6). אולם המתאם מתפוגג כאשר מפקחים על מחירי האנרגיה או כאשר אומדים את משוואה (1) עבור אינפלציית הליבה (איור 7 ו-8). תוצאה זו מחזקת את המסקנה כי המתאם בין האינפלציה בחו"ל לזו שב ישראל נובע בעיקר מתנודות במחירי האנרגיה וכי הקשר בין שיעורי האינפלציה, בניכוי רכיב האנרגיה, הינו חלש יחסית.

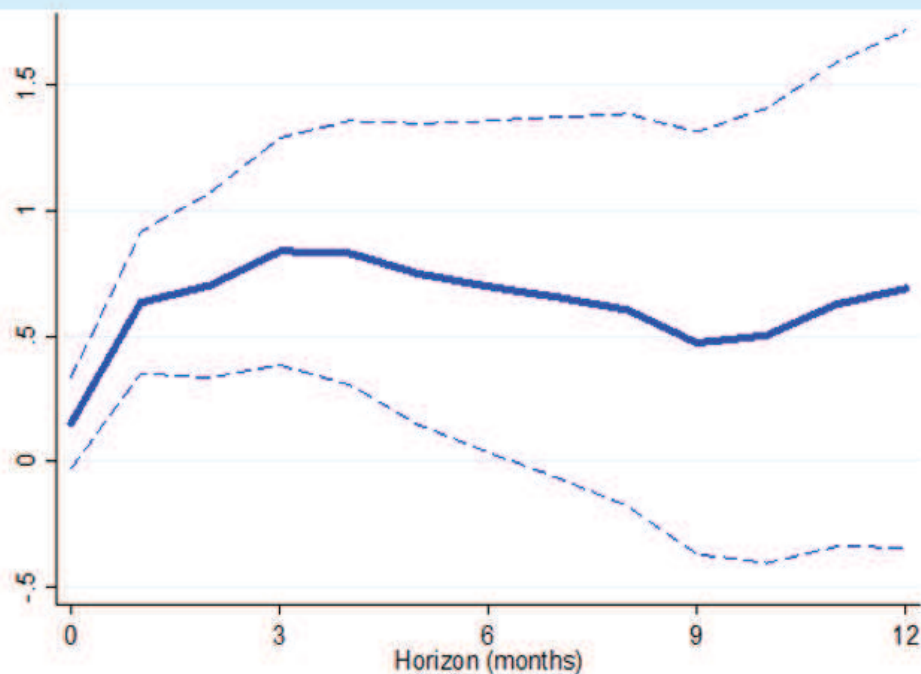
4 את פער התוצר חישבנו באמצעות נתוני המדד המשולב ומסנן HPB של Phillips & Shi (2021).

5 מכיוון שהאינפלציה בחו"ל היא גורם אקסוגני לאינפלציה המקומית ומכיוון שמשתני הבקרה מופיעים במשוואה בפיגור בלבד, הרי שהשמטנו מהמשוואה גורמים מקומיים שעשויים לתווך בעקיפין את השפעת האינפלציה בחו"ל על האינפלציה המקומית. מכיוון שכך, תוצאות האמידה מבטאות את השפעת האינפלציה בחו"ל, הן כתוצאה מהשפעתה הישירה על האינפלציה המקומית והן כתוצאה מהשפעתה על משתנים מקומיים אחרים שמשפיעים עליה (דרך שע"ח, פער התוצר והציפיות לאינפלציה, לדוגמה).

6 תקופת החקירה כוללת את השנים שלאחר עיון הציפיות וטרם משבר הקורונה. תוצאות דומות מתקבלות גם כאשר אמידות אלה נערכות ללא משתני הבקרה בווקטור X .

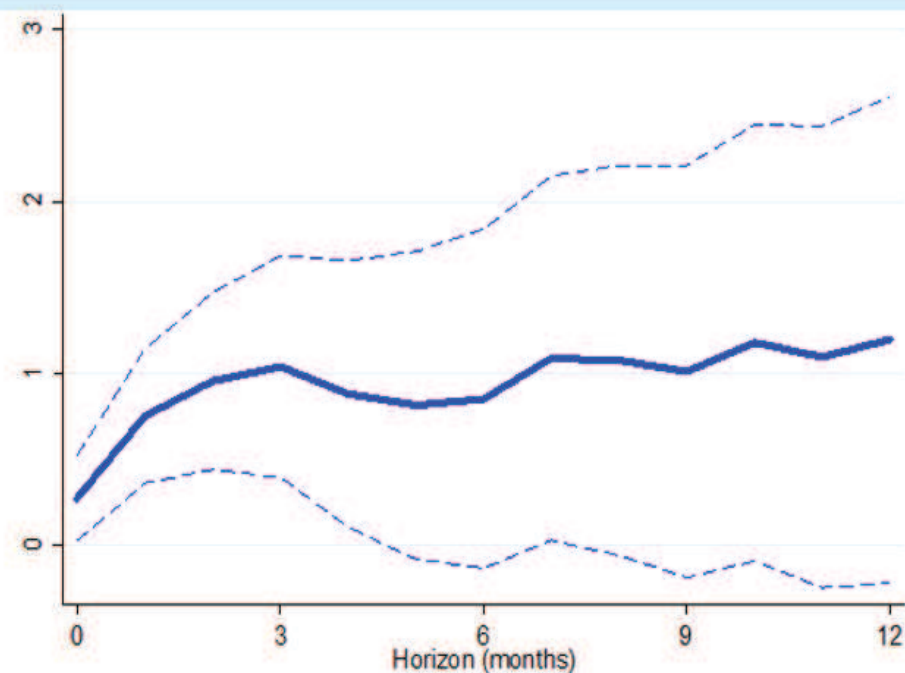
איור ת'5-

ההשפעה של האינפלציה בארה"ב על האינפלציה בישראל
ההשפעה המצטברת של שינוי ב-1% על האינפלציה השנתית בישראל



איור ת'6-

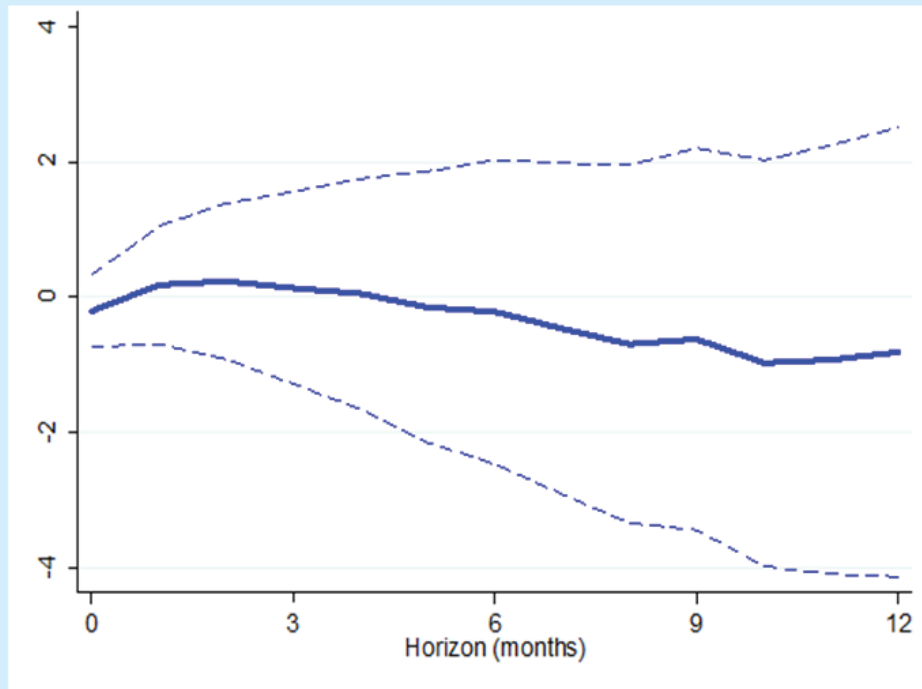
ההשפעה של האינפלציה בגוש האירו על האינפלציה בישראל
ההשפעה המצטברת של שינוי ב-1% על האינפלציה השנתית בישראל



איור ת'7

ההשפעה של אינפלציית הליבה בארה"ב על אינפלציית הליבה בישראל

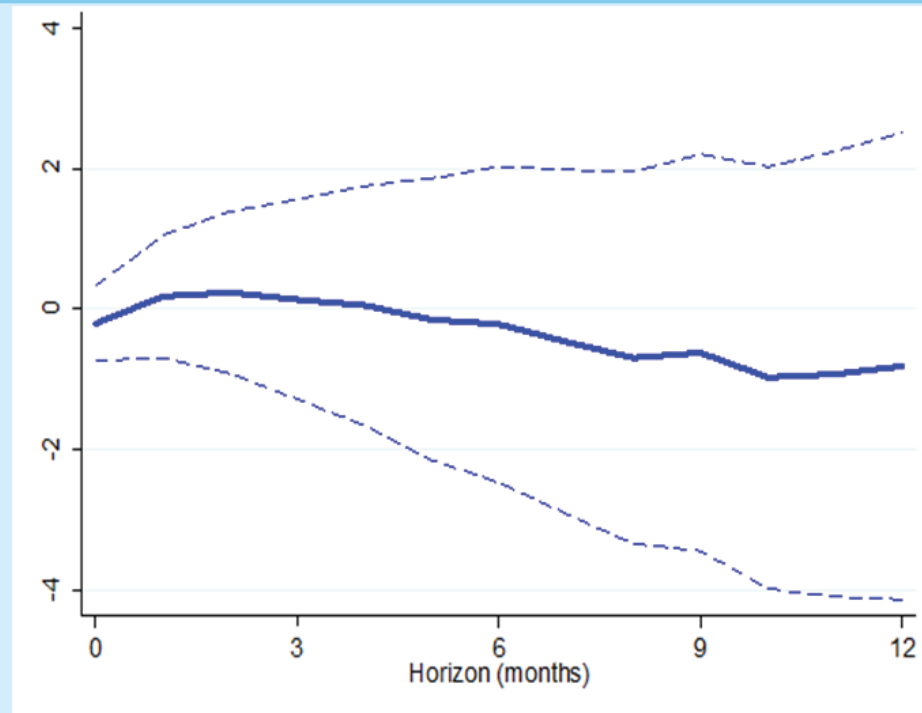
ההשפעה המצטברת של שינוי ב-1% על האינפלציה השנתית בישראל (ללא אנרגיה, מזון ופ"י)



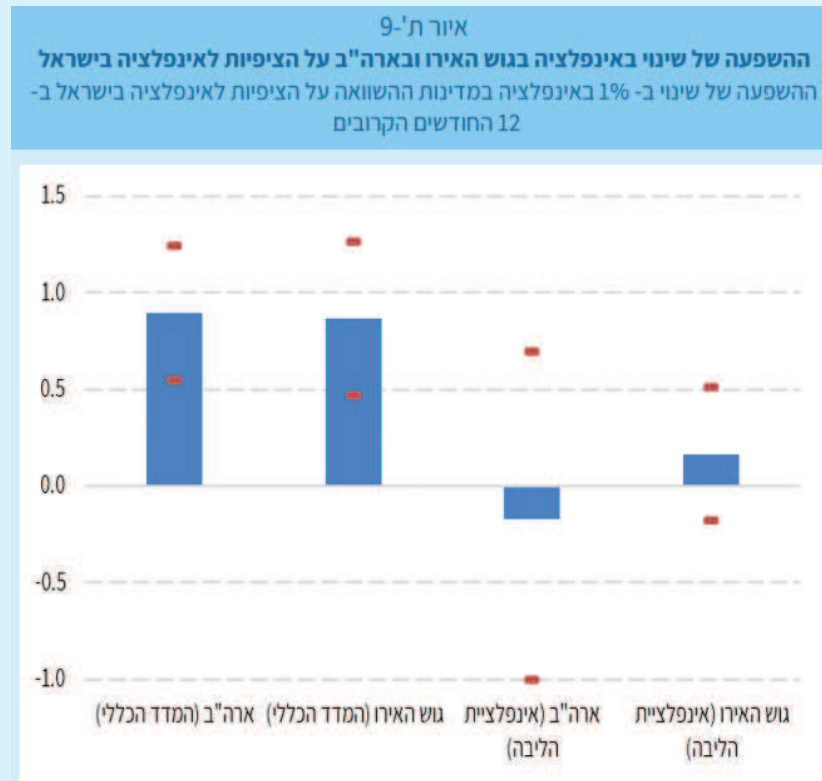
איור ת'8

ההשפעה של אינפלציית הליבה בגוש האירו על אינפלציית הליבה בישראל

ההשפעה המצטברת של שינוי ב-1% על האינפלציה השנתית בישראל (ללא אנרגיה, מזון ופ"י)



מסקנה זו מתקבלת גם מבדיקת ההשפעה של האינפלציה בחו"ל על הציפיות לאינפלציה בישראל. עלייה של אחוז אחד באינפלציה במדד הכללי במדינות ההשוואה, מתבטאת בעלייה הנמוכה מעט מאחוז אחד בציפיות לאינפלציה בישראל



(שנה קדימה). מנגד, עלייה באינפלציית הליבה במדינות ההשוואה לא באה לידי ביטוי מובהק בציפיות לאינפלציה בישראל (איור 9-7).

ממכלול בדיקות אלה ניתן להסיק כי הקשר החזק שנמצא בין האינפלציה במדינות ההשוואה לבין ישראל נובע מההשפעה המשותפת של מחירי האנרגיה על האינפלציה וכי ההשפעה דרך ערוצים אחרים היא כנראה קטנה⁸. כמו כן לא נמצאו הבדלים מהותיים בין ההשפעה של האינפלציה בגוש האירו לבין ההשפעה של האינפלציה בארצות הברית על זו שבאשר.

לסיכום, הבדיקות שהוצגו בתיבה זו מגלות כי תוואי האינפלציה בישראל מתפתח באופן שתואם את תוואי האינפלציה בארצות הברית ובגוש האירו – שותפות הסחר העיקריות של ישראל. המתאם ההדוק משקף בעיקר את ההשפעה המשותפת של מחירי האנרגיה על האינפלציה. עבור אינפלציית הליבה מתקבלת תמונה שונה, לפיה הקשר בין אינפלציית הליבה בגוש האירו, בארצות הברית ובאשר, הינו רופף יחסית. בפרט עשויה אינפלציית הליבה בישראל לסטות לאורך זמן מהתוואי

7 בבדיקה זו הרצנו רגרסיה שבה הציפיות לאינפלציה בישראל בתקופה t מוסברות על ידי האינפלציה במדינת ההשוואה ברבעון שקדם לתקופה t. באופן פורמלי הרצנו:

כאשר הן הציפיות החזאים לאינפלציה (שנה קדימה). התוצאות המדווחות הם סכום המקדמים. תוצאות דומות מתקבלות גם לאחר השמטת וקטור משתני הבקרה.

8 על פי השערת המחיר האחיד (בגרסה החלשה), עלייה במחירי חו"ל, ביחס למחירים המקומיים, תתבטא בהתחזקות המטבע המקומי, כך ששע"ח הראלי ינוע על פני זמן סביב ממוצע קבוע. בהתאם לכך, התייקרות במחירי הליבה בחו"ל ביחס לישראל, צפויה להתבטא בייסוף בשע"ח, שתמתן במידה מסוימת את ההשפעה על המחירים המקומיים. ייתכן שערך זה תורם במידה מסוימת לקשר החלש שנמצא בין שיעורי אינפלציית הליבה. לעומת זאת, התייקרות במחירי חו"ל שנובעת מעלייה במחירי של רכיב המשותף לכלל המדינות, כגון מחירי האנרגיה, לא תבטא שינוי במחירים היחסיים ולכן ההשפעה על שע"ח עשויה להיות שונה.

של שותפות הסחר. מכיוון שכך, סביר כי ההאצה הנוכחית שנרשמה בארה"ב ובגוש האירו, ובמידה מתונה יותר בישראל, משקפת בעיקר התפתחויות מקומיות דומות ולא בהכרח ערוץ השפעה סיבתי בין שיעורי האינפלציות.

הפניות

דוח בנק ישראל לשנת 2018

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

Phillips, P. C., & Shi, Z. (2021). Boosting: Why you can use the HP filter. *International Economic Review*, 62(2), 521-570.

Ciccarelli, M. & Mojon, B., 2010. Global inflation. *The Review of Economics and Statistics*, 92(3), pp.524-535.

Forbes, K. (2018). Has Globalization Changed the Inflation Process? (2018). BIS Working Papers No 297. Paper prepared for 17th BIS Annual Research Conference in Zurich, June 22, 2018

Forbes, K. (2019). Inflation dynamics: Dead, dormant, or determined abroad? (No. w26496). National Bureau of Economic Research.

Forbes, K., Kirkham, L., & Theodoridis, K. (2021). A Trendy Approach to UK Inflation Dynamics 1. The Manchester School, 89, 23-75.

Correa-López, M., Pacce, M., & Schlepper, K. (2019). Exploring trend inflation dynamics in Euro Area countries.