

פרק ג'

המדיניות המוניתרית והאינפלציה

- ב-2013 הסתכמה האינפלציה ב-1.8%. ברובה של השנה נעה האינפלציה השנתית בחלקו התחתון של תחום היעד (1%—3%), ולקראת סופה היא עלתה. הציפיות לאינפלציה לשנה נעו בתחום היעד במהלך כל השנה: במחצית הראשונה הן נעו בחלקו העליון ובמחצית השנייה – בחלקו התחתון. הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים נעות בשנים האחרונות בתחום היעד, והן מעידות על אמינות של המדיניות בנוגע למחויבותה לשמירה על יציבות המחירים.
- מאחר שבשנתיים האחרונות לא ניכרו לחצים אינפלציוניים, האתגר המרכזי שניצב בפני קובעי המדיניות המוניתרית היה כיצד לתמוך בצמיחה וביצוא לנוכח העלייה המתמשכת במחירי הדירות. הוועדה המוניתרית הורידה את הריבית, מרמה של 1.75% בינואר ל-1% באוקטובר, ובכך המשיכה בקו שנקטה מסוף 2011; זאת על רקע המדיניות המוניתרית המרחיבה בעולם. החלטות המדיניות שיקפו את התפיסה שכלי הריבית נועד לתמוך בפעילות ובתעסוקה. במקביל לכך, המפקח על הבנקים נקט צעדים שנועדו לצמצם את הסיכונים בשוק המשכנתאות.
- באפריל 2013 חידש בנק ישראל את פעילותו בשוק המט"ח, לאחר שב-2012 הוא לא התערב בו, וזאת כדי למתן את הלחצים להתחזקות החרیגה של השקל. במאי החל בנק ישראל להפעיל גם תכנית של רכישות מט"ח במטרה לקזז את השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף ודרכו על שער החליפין. במהלך השנה התייסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ-7%; עיקר הייסוף התרחש עד מאי.
- לאחר שבמרוצת שש השנים האחרונות נקטו בנקים מרכזיים בעולם הרחבה מוניתרית משמעותית, בסוף מאי 2013 נוצרו ציפיות לצמצום ההרחבה המוניתרית בארה"ב, על רקע התאוששות במשק האמריקאי; הצמצום החל בינואר 2014. לתפנית התלווה – ומוסיף להתלוות – חוסר ודאות רב, והוא מתבטא בין היתר בהתגברות התנודתיות בשערים של ניירות ערך בעולם.

1. המדיניות המוניטרית

א. תמצית ההתפתחויות וצעדי המדיניות

על רקע המשך הדשדוש בכלכלה העולמית והמדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בעולם, המדיניות המוניטרית בישראל הייתה מרחיבה אף היא – המשך למגמתה מסוף 2011. האתגר המרכזי שניצב בשנתיים האחרונות בפני הוועדה המוניטרית היה כיצד לתמוך בפעילות המשק וביצוא לנוכח העלייה המתמשכת במחירי הדירות. זאת בשל הסיכון הנשקף מהעלייה במחירי הדירות ומהעלייה בהיקף המשכנתאות ליכולת החזר של הלווים וליציבותה של המערכת הבנקאית.

באירופה – בפרט בגוש האירו – ובמדינות המתעוררות נמשכה ההאטה בקצב הצמיחה, וזו העיבה על ההתאוששות העולמית. בששת הרבעונים שקדמו לרבעון השני של 2013 התכווץ התוצר הריאלי בגוש האירו, ורק ברבעון השני נרשם בו גידול מתון. לחצים לדפלציה בגוש האירו הביאו לקראת סוף השנה להורדה נוספת של הריבית לרמת שפל היסטורית. בארה"ב נמשכה התאוששות מתונה, וזו השתקפה בין השאר בירידה בשיעור האבטלה ובשיפור בשוק הדיור. בסוף דצמבר 2013 – לאחר חוסר ודאות רב שהחל במאי – הודיע הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Federal Reserve, FED) שבינואר 2014 הוא יחל לצמצם את תכנית ההרחבה הכמותית, בתנאי שההתאוששות הכלכלית תוסיף להתבסס. התמתנות הביקושים בחו"ל השתקפה גם בשיעורי אינפלציה עולמיים נמוכים, ואלו תמכו בהמשך המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם.

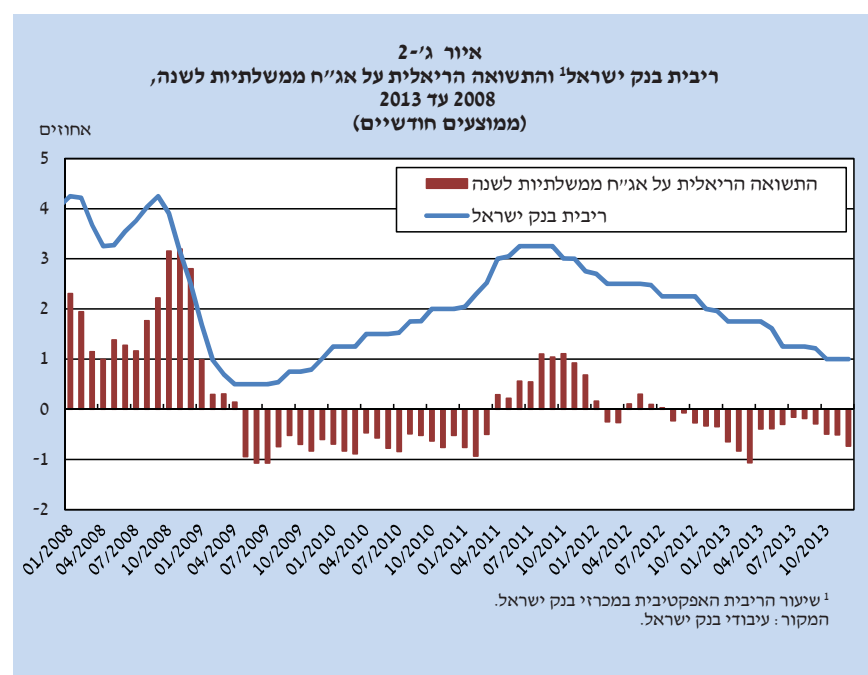
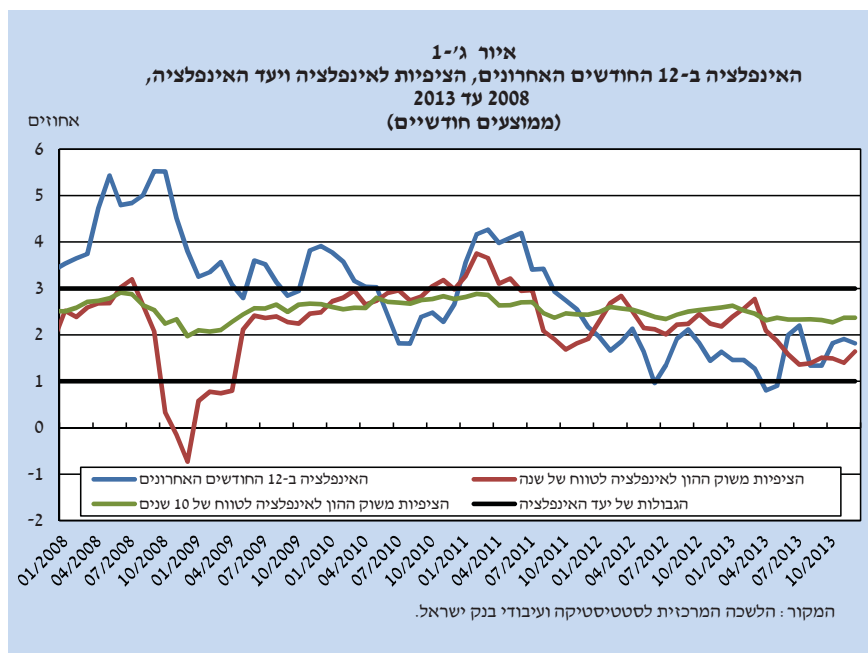
על רקע התמתנות הביקושים בחו"ל והייסוף המתמשך בשער החליפין של השקל, קצב הצמיחה במשק האט. עם זאת, המשק הוסיף לצמוח בקצב גבוה יחסית לשאר המדינות בארגון ה-OECD. האינפלציה השנתית נעה בשנים האחרונות בחלקו התחתון של תחום היעד (1%–3% ; איור ג-1); הרכיב הסחיר במדד המחירים לצרכן עלה בתקופה זו בשיעור נמוך מזה של הרכיב הבלתי סחיר. הציפיות לאינפלציה¹ ירדו אל חלקו התחתון של התחום במחצית השנייה של 2013, לאחר שבמחצית הראשונה וב-2012 הן נעו בחלקו העליון. מחירי הדירות הוסיפו לעלות השנה, תוך עלייה בהיקף המשכנתאות ובמספר העסקאות.

הוועדה המוניטרית הפחיתה השנה את הריבית, מ-1.75% בינואר ל-1% באוקטובר (לוח ג-נ1 ואיור ג-2); באמצע מאי – בהחלטה שלא מן המניין – היא הפחיתה את הריבית ברבע נקודת אחוז, ובסוף אותו חודש היא הפחיתה אותה בעוד רבע נקודת אחוז. החלטה זו התקבלה על רקע הייסוף המתמשך שחל בשקל מאז הרבעון הרביעי של 2012, ובהמשך לכך שבנק ישראל חידש באפריל 2013 את רכישות המט"ח. מאחר שהוועדה העריכה כי חלק מלחצי הייסוף נובע מתגובת יתר של שוק המט"ח להשפעה הצפויה של הפקת הגז, במקביל להחלטה באמצע מאי היא הכריזה על הפעלת תכנית של רכישות מט"ח שנועדה לקזז את ההשפעה של הפקת הגז על החשבון השוטף. בהיעדר לחצים אינפלציוניים בשנתיים האחרונות, הורדת הריבית – לרמה שתאמה את סביבת הריביות הנמוכות בעולם – נועדה לתמוך בפעילות המקומית. לנוכח המשך העלייה במחירי הדירות והעלייה ביתרת המשכנתאות, הפיקוח על הבנקים נקט מספר צעדים מקרו-יציבותיים בשוק המשכנתאות, ואלה מגדילים את מרחב התמרון שיש לוועדה המוניטרית בהחלטות על גובה הריבית.

קצב הצמיחה במשק
האט על רקע התמתנות
הביקושים בחו"ל
והייסוף המתמשך בשער
החליפין של השקל.

¹ הנגזרות משוק ההון, מהריביות הפנימיות של הבנקים ומתחזיות החזאים הפריטיים.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה



לוח ג'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2009 עד 2013

2013				2013	2012	2011	2010	2009	
IV	III	II	I						
א. האינפלציה (אחוזים)									
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
0.0	2.0	5.2	0.1	1.8	1.6	2.2	2.7	3.9	2. האינפלציה בפועל ¹
1.1	2.0	2.3	1.9						3. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ²
1.5	1.4	1.8	2.6	1.8	2.3	2.7	2.9	1.8	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ³
2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.5	2.3	5. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לעשר שנים ³
1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	2.3	2.8	2.7	1.8	6. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ³
ב. שיעורי התשואה (אחוזים) ³									
1.0	1.2	1.5	1.8	1.4	2.3	2.9	1.6	0.8	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
-0.6	-0.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.4	-0.7	-0.4	2. התשואה הריאלית לפדיון לשנה על אג"ח ממשלתיות ⁴
3.9	4.1	3.9	4.2	4.0	4.6	5.1	4.9	5.4	3. התשואה הנומינלית לפדיון לעשר שנים על אג"ח ממשלתיות ⁵
1.6	1.8	1.5	1.6	1.6	2.0	2.4	2.2	2.9	4. התשואה הריאלית לפדיון לעשר שנים על אג"ח ממשלתיות ⁵
ג. שיעור הפיחות (אחוזים) ⁶									
-0.8	-1.7	-1.9	-3.7	-7.8	0.6	3.6	-7.1	3.5	1. הנומינלי האפקטיבי
-1.6	-1.9	-1.7	-2.2	-7.2	0.1	4.7	-4.9	-2.1	2. מול הדולר
0.9	-0.6	-0.1	-3.4	-3.1	-0.3	4.2	-13.9	6.3	3. מול האירו
ד. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי) ⁶									
0.8	7.2	2.8	3.6	15.3	8.7	1.6	4.6	52.1	1. אמצעי התשלום (M1)
ה. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
5.8	6.0	6.7	6.6	6.3	6.9	7.1	8.4	9.5	1. שיעור האבטלה
2.7	1.8	4.7	2.2	3.3	3.4	4.6	5.7	1.2	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁷
				72.6	71.6	72.4	74.4	77.8	3. משקל החוב הממשלתי הכולל בתוצר ⁸

¹ מדד המחירים לצרכן, במשך התקופה. הנתונים הרבעוניים מחושבים במונחים שנתיים.

² כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה לרבעון הראשון של 2010). מונחים שנתיים.

³ ממוצע תקופתי.

⁴ על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

⁵ שיעור התשואה ברוטו על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

⁶ הממוצע בחודש האחרון לעומת הממוצע בחודש האחרון בתקופה הקודמת.

⁷ הממוצע השנתי לעומת הממוצע בשנה הקודמת.

⁸ נתון לסוף שנה.

המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על המדיניות המוניטרית

(1) האינפלציה והמשטר המוניטרי

מטרותיו של בנק ישראל (חוק בנק ישראל, התש"ע 2010) הן: שמירה על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי; תמיכה במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שלא תהיה פגיעה ביציבות המחירים במשך תקופה העולה על שנתיים; ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בידי הוועדה המוניתרית².

התפיסה המקובלת – שלפיה לבנק המרכזי מספר מטרות, בראשן שמירה על יציבות המחירים – נקראת "משטר גמיש של יעד האינפלציה". במסגרת משטר זה פועלים קובעי המדיניות לחזרה הדרגתית של האינפלציה ליעד, במקרה שהיא סוטה ממנו בטווח הקצר. הדרגתיות זו מאפשרת לקובעי המדיניות לפעול גם להשגת היעדים האחרים, במקביל לשמירה על יציבות מחירים בטווח הבינוני והארוך. עם סיומו של תהליך הדיסאינפלציה בישראל, בתחילת שנות האלפיים, הצליח משטר זה לעגן את הציפיות לאינפלציה לטווחים שונים בתחום של יעד יציבות המחירים – 1% עד 3%.

השנים 2012–2013 התאפיינו בהיעדר לחצים אינפלציוניים: מדד המחירים עלה בהן ב-1.6% וב-1.8%, בהתאמה. הרכיב הסחיר במדד המחירים לצרכן עלה במידה מתונה, בהשפעת ההאטה בעולם והייסוף המתמשך, והרכיב הבלתי סחיר נע מעל מרכזו של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לשנה נעו בחלקו העליון של תחום היעד ב-2012 ובמחצית הראשונה של 2013, ובמחצית השנייה של השנה הן ירדו אל חלקו התחתון (איור ג'-1). הציפיות לאינפלציה השנתית לטווחים של שנתיים עד עשר שנים (הציפיות פרוורד) התייצבו מעט מעל אמצע תחום היעד אך בתוכו, והדבר מעיד על כך שהמדיניות המוניטרית שמרה על אמינות בנוגע למחויבותה ליעד האינפלציה. בהיעדר לחצים אינפלציוניים בשנתיים האחרונות, האתגר המרכזי שקובעי המדיניות המוניטרית התמודדו עמו היה: כיצד לתמוך ברמת הפעילות וביצוא לנוכח העלייה המתמשכת במחירי הדירות, עלייה שעלולה ליצור סיכונים ליציבות המשק והמערכת הפיננסית. זאת מאחר שריבית נמוכה, בהתאם לריביות הנמוכות בעולם, מעודדת פעילות וממתנת ייסוף אך מאידך גיסא מפחיתה את עלויות המשכנתאות ואת התשואות על חלק מאפיקי החיסכון החלופיים.

(2) הפעילות הכלכלית במשק הישראלי

ב-2013 צמח המשק הישראלי ב-3.3%, בדומה לשיעור הצמיחה אשתקד, אולם בניכוי ההשפעה שהייתה השנה לתחילת ההפקה של הגז ממאגר "תמר", קצב הצמיחה האט ל-2.5%; זאת בשעה שב-2010–2011 נרשמו שיעורי צמיחה גבוהים יותר (פרק ב', לוח ב'-1). ראוי לציין כי למרות ההאטה, שיעור הצמיחה בישראל היה השנה גבוה בהשוואה לשאר המדינות ב-OECD, בדומה למצב ששרר בשנים האחרונות. ההאטה בצמיחה נרשמה על רקע (א) ההתמתנות בסחר העולמי והייסוף המתמשך בשער החליפין הריאלי, שתי התפתחויות שניצבו ברקע הירידה שחלה השנה

² עד אוקטובר 2011 קיבל הנגיד את החלטות על הריבית. מאוקטובר 2011 מקבלת אותן הוועדה המוניטרית. בוועדה שישוה חברים, בראשותה עומד הנגיד, והחלטותיה מתקבלות ברוב קולות; במקרה של שוויון לנגיד יש קול כפול. מאז פרישתו של הנגיד פישר, בסוף יוני 2013, כללה הוועדה חמישה חברים ובראשה עמדה פלוג (תחילה עמדה פלוג בראש הוועדה כממלא מקום הנגיד, והחל מאמצע נובמבר היא עומדת בראשה כנגידה). עם מינוי משנה לנגידה, במאוס 2013, שבה הוועדה להרכב של שישוה חברים. (תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2011 דנה בהרחבה בהרכב הוועדה המוניטרית, בדרך קבלת החלטות בה, וביתרונות ובחסרונות הכרוכים בקבלת החלטות במסגרת ועדה לעומת מחליט יחיד.)

השנים 2012 ו-2013
התאפיינו בהיעדר
לחצים אינפלציוניים:
הרכיב הסחיר במדד
המחירים לצרכן עלה
במידה מתונה, בהשפעת
ההאטה בעולם והייסוף
המתמשך, ואילו
הרכיב הבלתי סחיר
נע מעל מרכזו של יעד
האינפלציה.

הציפיות לאינפלציה
לטווחים השונים נעו
בתחום היעד, והן
מעידות על אמינות
של המדיניות בנוגע
למחויבותה לשמירה על
יציבות המחירים.

קצב הצמיחה במשק
האט ב-2013 על רקע
ההתמתנות בסחר
העולמי, הייסוף
המתמשך בשער החליפין
הריאלי, ההידוק
הפיסקלי החיוני שננקט
במהלך השנה, והירידה
בהשקעות עם השלמתם
של פרויקטים גדולים.

ביצוא; (ב) ההידוק הפיסקלי החיוני שננקט במהלך השנה והירידה שחלה בגירעון החל מאמצע השנה (פרק ו'); ו-ג) הירידה בהשקעות עם סיום הקמתו של מפעל "אינטל", ועם השלמת ההשקעות שנערכו בתחום האנרגיה בעקבות גילוי הגז. ההאטה בפעילות הכלכלית, ועמה היעדרם של לחצים אינפלציוניים, הובילו בתקופה זו לתוואי יורד של הריבית. המדיניות המוניטרית המרחיבה תרמה לגידול המהיר בצריכה הפרטית ותמכה ביצוא (פרק ב').

התפתחויות אלו לוו לקראת סוף 2013 בירידה בשיעור האבטלה (פרק ב'). מספר משרות השכיר³ במגזר העסקי דרך במקום בשנתיים האחרונות⁴, בשעה שמספרן במגזר הציבורי הוסיף לגדול בקצב יציב. למרות שיעור האבטלה הנמוך, השכר הריאלי עלה מסוף 2011 רק בכנקודות אחוז – בהתאם למגמת התפתחותו משנת 2004 (פרק ב') – ופחות מהגידול בתוצר לעובד, ולכן לא נוצרו לחצים לאינפלציה משוק העבודה.

(3) ההתפתחויות בעולם

מאחר שהמשק הישראלי קטן ופתוח, המדיניות המוניטרית בו מושפעת מהמדיניות המוניטרית בעולם ומגיבה אליה. המשבר העולמי שפרץ ב-2008 הוביל למדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר, שנועדה לשקם את האמון במערכת הפיננסית העולמית ולתמוך בפעילות הריאלית. מדיניות זו נמשכה גם ב-2013, לנוכח התמתנות הביקושים באירופה וברוב המדינות המתעוררות, ולנוכח הירידה בשיעור האינפלציה העולמי. ההרחבה המוניטרית התבטאה במדיניות שגרתית – היינו הפחתה בריביות של הבנקים המרכזיים – היכן שהדבר התאפשר, וכן במדיניות בלתי שגרתית, בכלל זה תכניות של הקלה כמותית (quantitative easing), תכניות של הקלת אשראי (credit easing) והתערבות בשוק המט"ח⁵. תחזיות הצמיחה העולמית המשיכו להתעדכן כלפי מטה במרבית השנה, ורק בסופה הן התעדכנו כלפי מעלה.

באירופה פחת בתחילת השנה החשש ממשבר חובות חריף, אולם ההתפתחויות הריאליות שם הוסיפו להיות הסיכון המרכזי לצמיחה העולמית. ברבעונים השני והשלישי של 2013 חלה התאוששות מתונה בצמיחה, לאחר שישה רבעונים של מיתון. אך שיעור האבטלה הוסיף להיות גבוה – הוא נע סביב 12% – ושיעור האינפלציה השנתית ירד מ-2.7% ב-2012 ל-0.8% ב-2013 – נמוך מהיעד הזמני של מעט למטה מ-2%. על רקע התפתחויות אלו, הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) הוריד בנובמבר את הריבית לרמת שפל של 0.25% ואותה כי היא צפויה להישאר בסביבה זו זמן ממושך⁶ (איור ג-3).

בארה"ב נמשכה ההתאוששות ההדרגתית והיא השתקפה בין השאר בירידה בשיעור האבטלה ובשיפור בשוק הדיור. על רקע ההתאוששות הודיע יו"ר ה-FED במאי, כי הבנק שוקל להתחיל בצמצום הדרגתי (tapering) של תכנית ההקלה הכמותית, בתנאי שההתאוששות תתמיד. בעקבות זאת חלה עלייה חדה בתשואות (בכלל, ובתשואות הריאליות בפרט) על אג"ח ממשלתיות בארה"ב, וזו הובילה לעלייה בתשואות המקבילות בעולם ובישראל, אם כי העלייה בישראל הייתה זמנית (סעיף 1.1 ג.1). חוסר הוודאות בנוגע למועד התחלתו של הצמצום ההדרגתי התגבר בספטמבר, לאחר שה-FED הודיע על דחייה, והדבר התבטא בתנודתיות גבוהה של התשואות בשווקים. אך

ההאטה בפעילות הכלכלית, ועמה היעדרם של לחצים אינפלציוניים, הובילו גם השנה לתוואי יורד של הריבית.

המדיניות המוניטרית במשק הישראלי מושפעת מהמדיניות המוניטרית בעולם ומגיבה אליה.

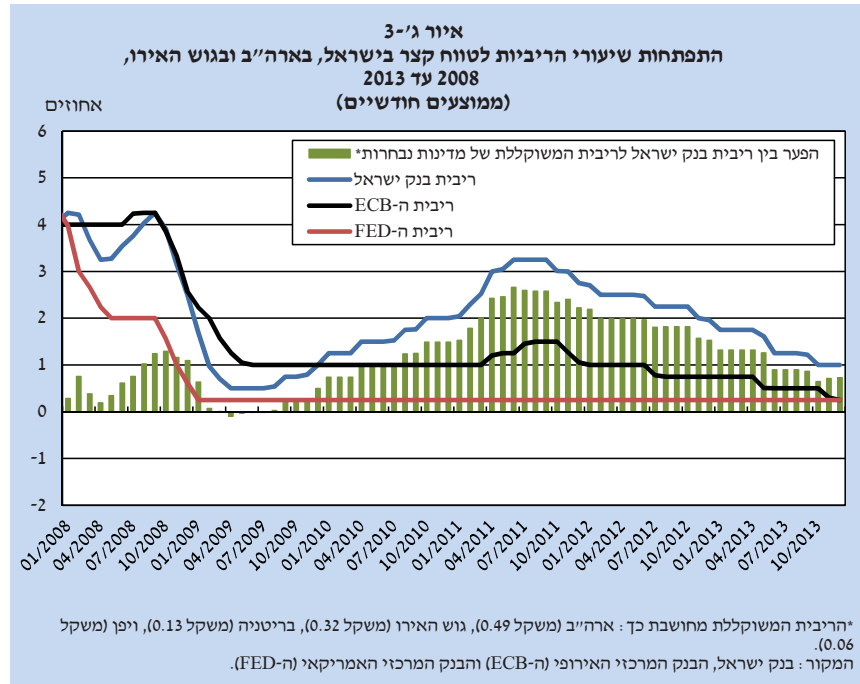
באירופה נרשמה במרוצת השנה התאוששות מתונה בפעילות, אך שיעור האבטלה נותר גבוה והריבית המוניטרית הופחתה והגיעה לשפל מבחינה היסטורית.

³ מכוח העבודה – בני 24 עד 65.

⁴ סקר כוח האדם החדש מקשה לערוך השוואה היסטורית של הנתונים, אך קשיים אלה יתמתנו עם חלוף הזמן.

⁵ ראו "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית: מטרות ואמצעים" בתוך **דוח המדיניות המוניטרית**, המחצית השנייה של 2013.

⁶ ראו את ההצהרה שמסר נגיד ה-ECB במקביל להודעת הריבית מנובמבר 2013, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is131107.en.html>



המשק האמריקאי הוסיף להתאושש בהדרגה, והדבר השתקף בין השאר בירידה בשיעור האבטלה ובשיעור בשוק הדיור. לכן הבנק המרכזי החל לבחון במאי את האפשרות לצמצם בהדרגה (taper-ing) את תכנית ההקלה הכמותית; הצמצום החל בינואר 2014.

ב-18 בדצמבר – בעקבות השיפור שחל בשוק העבודה, עת שיעור האבטלה ירד ל-7%,⁷ ובעקבות השיפור בהוצאות הצרכנים ובהשקעות – הודיע ה-FED שהצמצום ההדרגתי יחל בינואר 2014. ה-FED הסביר כי צמצום זה עקבי עם הערכותיו לגבי התמדת ההתאוששות במשק, וכי הוא יחליט האם – ובאיזה קצב – להמשיך בצמצום על פי ההתפתחויות, ובפרט על פי התכנסות האינפלציה ליעד של 2% (האינפלציה עמדה באוקטובר על 1.1%).⁸ עוד הודיע ה-FED כי הריבית צפויה להישאר ברמתה הנמוכה זמן רב לאחר ששיעור האבטלה ירד מתחת ל-6.5% ושיעור האינפלציה יעלה ל-2%.⁹

הצטברות האינדיקטורים לכך שבמחצית השנייה של 2013 חלה התאוששות מתונה בפעילות באירופה, ולכך שההתאוששות במשק האמריקאי התבססה בסוף 2013, הובילה – לראשונה זה כשלוש שנים – לעדכון כלפי מעלה של תחזיות הצמיחה העולמית.

המדיניות בעולם משפיעה כאמור על המדיניות בישראל, מכיוון שהמשק המקומי קטן ופתוח. ההאטה בצמיחה העולמית, ועמה המדיניות המוניטרית המרחיבה שם, דחפו להורדת הריבית בישראל דרך שני ערוצים מרכזיים: א. הפעילות העולמית משפיעה על הביקוש ליצוא ועל ההשקעות של תושבי חוץ בישראל; ב. פערי הריביות משפיעים על שער החליפין¹⁰, וזה מצדו משפיע על רווחיות

⁷ שיעור האבטלה שהתייחס לחודש אוקטובר.

⁸ מדד ה-PCE, בניכוי רכיבי המזון והאנרגיה, משמש מדד ליבה לאינפלציה ומשקף את מגמתה. ל-FED אין יעד אינפלציה קבוע בחוק, אולם בפועל הוא פועל לשמירה על מדד הליבה סביב 2%.

⁹ אחד מכלי המדיניות הבלתי שגרתיים הוא הכוונה לגבי העתיד (forward guidance) – היינו שיפור התקשורת עם הציבור, המתבטא במחויבות מותנית בהתפתחויות. בהתאם לכך החל ה-FED להוסיף להחלטות הריבית הצהרה בדבר כוונתו לשמור על ריבית נמוכה לפחות עד לירידה בשיעור האבטלה. ה-FED הודיע על דחייה בלתי מוגבלת בזמן של העלאת הריבית בגלל החשש שנתוני האבטלה אינם משקפים במלואם את ההתפתחות בשוק העבודה האמריקאי, היות ששיעור ההשתתפות שם הצטמצם.

¹⁰ כאשר הריבית המקומית גבוהה מהריבית העולמית, היא פועלת לכניסה של תנועות הון, ואלה לוחצות לייסוף. ולהיפך: כאשר הריבית המקומית נמוכה מהעולמית, היא פועלת ליציאה של תנועות הון וללחצים לפיחות.

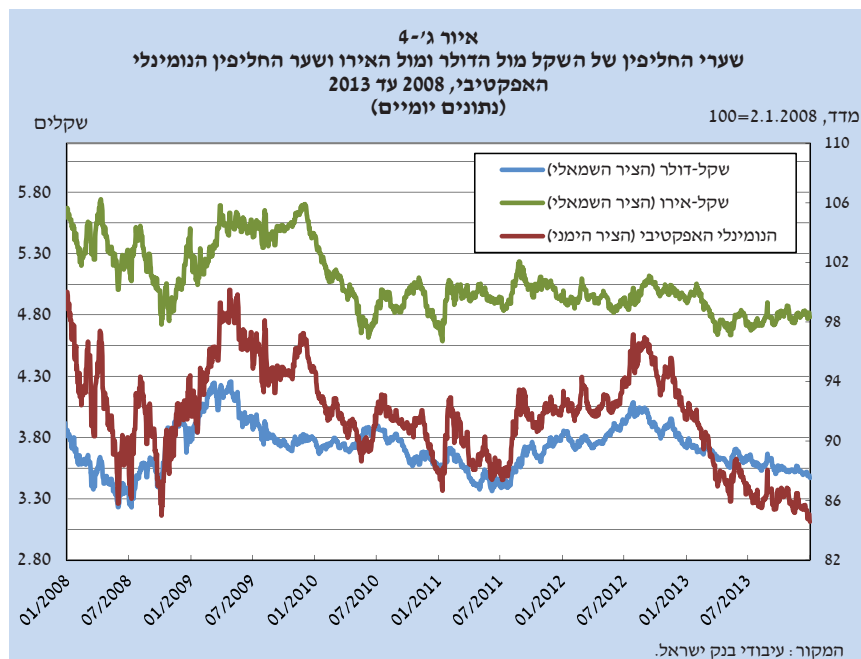
היצוא ועל התעסוקה במגזר זה, כמו גם על מחיריהם של המוצרים המיובאים ועל המאזן השוטף. המדיניות המוניתרית בעולם הייתה מרחיבה יחסית למדיניות בישראל, ותנאי הרקע החיוביים במשק הישראלי תמכו בייסוף של השקל. הייסוף והירידה בביקושים העולמיים ליצוא הישראלי פגעו ברווחיות היצואנים ובהיקף פעילותם. כדי לתמוך ביצוא ובשיעורי התעסוקה והפעילות המקומיים, הופחתה הריבית המוניתרית והותאמה לסביבה הנמוכה של הריביות העולמיות.

(4) שער החליפין ושוק המט"ח

שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייסף בשנת 2013 ב-6.7%, והריאלי – ב-17.2%¹¹; עיקר הייסוף נרשם עד מאי (איור ג'-4). באפריל חידש בנק ישראל את רכישות המט"ח, והחל ממאי – לאחר שהבנק הפחית את הריבית בהחלטה שלא מן המניין והודיע על תכנית של רכישות מט"ח לשם קיזוז ההשפעה של הפקת הגז – התמתנה מאוד מגמת הייסוף של שער החליפין עד סוף השנה, תוך תנודתיות קלה.

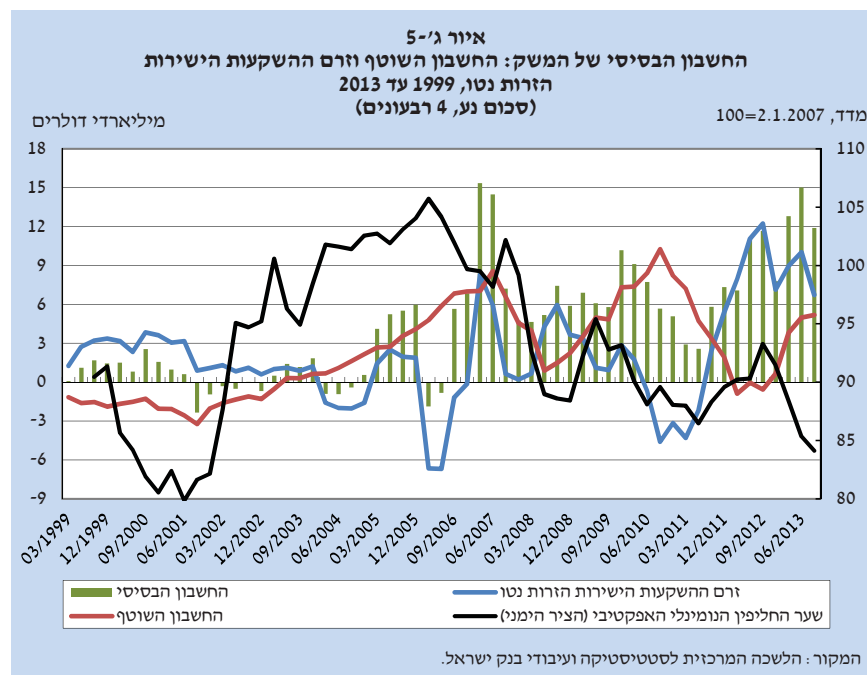
הכוחות הבסיסיים (הפונדמנטליים) שפעלו לייסוף שער החליפין הם העודף בחשבון הבסיסי (basic account) ומצבו הטוב יחסית של המשק. אשר לחשבון הבסיסי, זה כולל את החשבון השוטף של מאזן התשלומים ואת זרם ההשקעות הזרות הישירות נטו¹² (איור ג'-5). זרם זה מבטא את אמון הזרים במשק הישראלי בטווחים הבינוני והארוך. בשני רכיבים אלו נרשם ב-2013 עודף ניכר. העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים שיקף עודף בחשבון השירותים ובחשבון ההכנסות המשניות (העברות שוטפות) לצד גירעון בחשבון הסחורות. חלק מהגירעון בחשבון הסחורות נבע מהצורך להחליף את הגז ביבוא נפט, דלק יקר יותר, כתוצאה מכך שב-2011 נפסק יבוא הגז ממצרים ומאגר הגז "ים תטיס" הידלדל.

הכוחות הבסיסיים שפעלו לייסוף בשער החליפין הם העודף בחשבון הבסיסי ומצבו הטוב יחסית של המשק. האחרון התבטא בכך שהביקושים המקומיים היו גבוהים יחסית למקביליהם בעולם.



¹¹ ממוצע דצמבר 2013 לעומת ממוצע דצמבר 2012.

¹² net FDI, foreign direct investment.



נוסף על כך חלה ירידה ברמת הסיכון של המשק, וחלק מהייסוף בשער החליפין של השקל מהווה תיקון לפיחות שהתרחש ב-2012 על רקע בעיית הגרעין האיראני והמתיחות במזרח התיכון. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת במרווח ה-CDS לחמש שנים של ישראל, ירדה: המרווח הוסיף להצטמצם השנה – במיוחד מספטמבר, עם התפוגגות המתיחות הגיאופוליטית – והוא ירד מרמה של 138 נקודות בסיס בדצמבר 2012 (ממוצע) לרמה של 104 נקודות בסיס בדצמבר 2013 (ממוצע).

מנגד, הורדות הריבית המוניטרית במהלך השנה, והיציבות ברמת הריביות בשווקים המפותחים¹³, הקטינו את פער הריביות (איור ג'-3) וצמצמו את הכוחות לייסוף, אם כי פער הריביות נותר חיובי. ואולם הפער האפקטיבי של הריביות לטווחים של עד שנה, אשר עומד לנגד עיניהם של תושבי החוץ, הוא נמוך אף יותר, משום שב-2011 ביטל האוצר את הפטור ממס לתושבי חוץ ובנק ישראל הטיל חובת נזילות על עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח¹⁴.

לנוכח הייסוף המהיר שחל בשליש הראשון של השנה, ומאחר שחברי הוועדה המוניטרית העריכו – על סמך מודלים לשער החליפין הריאלי – כי עוצמת הייסוף אינה תואמת את התנאים הכלכליים הבסיסיים וקיים יתר (overvalue), בנק ישראל חידש באפריל את פעילותו בשוק המט"ח, לאחר שב-2012 הוא לא התערב בו, כדי למתן את הלחצים להתחזקות השקל ולתמוך במגזר הסחיר. זאת מאחר שייסוף יתר בשער החליפין של השקל פוגע ברווחיות היצוא ועלול לפגוע בהיקף התעסוקה במגזר הסחיר. בין אפריל לדצמבר 2013 רכש בנק ישראל 2.92

¹³ למעט ריבית ה-ECB, שירדה השנה לשפל היסטורי, אם כי ההפחתה המצטברת שם השנה הייתה נמוכה מההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל.

¹⁴ פירוט מופיע בדוח בנק ישראל לשנת 2011, פרק ג'.

מיליארדי דולרים¹⁵. מאחר שהייסוף נמשך, הוועדה המוניתרית הורידה את הריבית באמצע מאי 2013 – בהחלטה שלא מן המניין – ב-0.25 נקודת אחוז, ובסוף מאי היא קיבלה החלטה דומה, נוספת. בהתערבות זו פעל בנק ישראל לצמצום הפער בין הכוחות הבסיסיים לבין האופן שבו שער החליפין מתפתח בפועל בטווח הקצר, מתוך מטרה לתמוך במגזר הסחיר עד להתאוששות בביקושים העולמיים.

מחקרים בעולם הראו כי יעילותן של הרכישות עולה כאשר קיימות מגבלות על תנועות ההון וכאשר השווקים הפיננסיים אינם מפותחים. עוד הראו המחקרים כי להצהרה בדבר רכישות עתידיות השפעה חזקה יותר מאשר לרכישות עצמן, וכי הרכישות יעילות יותר כאשר הן מלוות במדיניות מוניתרית מרחיבה¹⁶ וכן ככל שהמטבע המקומי מיוסף ביתר לעומת שער שיווי המשקל¹⁷. מחקר שנערך בחטיבת המחקר הראה, כי ההכרזות על שינוי באופי ההתערבות של בנק ישראל בשוק המט"ח – רכישות קבועות החל ממאוס 2008, שהיקפיהן הורחבו ביולי 2008, ורכישות בלתי קבועות החל מאוגוסט 2009 – השפיעו על שער החליפין בטווח של עד כשנה והסבירו חלק ניכר מהסטייה כלפי מעלה של שער החליפין בפועל מרמתו החזויה¹⁸. על פי אומדנים, ההתערבויות תרמו כ-0.7 נקודת אחוז לצמיחה שנרשמה במשך במהלך המיתון שהתפתח על רקע המשבר העולמי¹⁹. לרכישות שנועדו לטפל בייסוף היתר נוספו רכישות שנועדו לטפל בהשלכות של גילוי הגז. גילויים של מאגרי הגז הוא תופעה ברוכה, והוא צפוי להזיל את עלויות הייצור במשך, להפחית את הוצאות הצרכנים, ולהגדיל את הוודאות בתעשייה לגבי מחירי האנרגיה. הפקת הגז מצמצמת את היבוא של חומרי האנרגיה ולוחצת לייסוף בשער החליפין. לחץ זה מתעצם כאשר מייצאים חלק מהגז. בהקשר זה יש להעיר כי הייסוף (הריאלי) משקף את התעשרותו של המשק – בתהליך הדרגתי – ומציין מעבר לשיווי משקל בין-לאומי חדש, והציפיות להתעשרות לוחצות אף הן לייסוף בשער החליפין. הייסוף המתמשך עלול לפגוע בתעשיות אחרות, לדחוק אותן, ואף להוביל להיעלמותן, שכן הפקתו של משאב הטבע נמשכת כמה עשורים. עם אזילתו של משאב הטבע עשוי להיווצר צורך להקים מחדש את התעשיות, וההקמה כרוכה בעלות גבוהה במונחי תוצר. תופעה זו מוכרת בשם "המחלה ההולנדית", בעקבות השלכות הגז שהתגלה בהולנד בשנות ה-60 של המאה הקודמת. לנוכח ההערכות שחלק מלחצי הייסוף נבעו מהשפעת יתר של תקבולי הגז הצפויים על שער החליפין, בנק ישראל החל להפעיל במאי גם תכנית של רכישות מט"ח במטרה לקזז את ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין, הנובעת מהחשבון השוטף. סכומי הרכישות נקבעים לפי הערכות הבנק בנוגע לשיפור הצפוי בחשבון השוטף של מאזן התשלומים כתוצאה מהפקת הגז. לגבי 2013 העריך הבנק כי השפעתה של הפקת הגז על מאזן התשלומים תסתכם ב-2.1 מיליארדי דולרים, והוא רכש מט"ח בהתאם. עוד העריך הבנק כי קצב ההשפעה יתמיד גם ב-2014 – בהיקף של כ-3.5 מיליארדי דולרים. תכנית נוספת זו צפויה לפעול לפחות עד לשנת 2018, השנה שבה קרן

לנוכח ההערכות שחלק מלחצי הייסוף נבעו מהשפעת יתר של תקבולי הגז הצפויים על שער החליפין, בנק ישראל החל להפעיל במאי תכנית של רכישות מט"ח לשם קיזוז השפעה זו.

¹⁵ שלא במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעת התקבולים מהגז, ראו להלן.

¹⁶ Kamil, H., (2008): "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia", International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/08/88.

¹⁷ Adler, G., Tovar, C. (2011) "Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?" International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/11/165.

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

¹⁸ שורצקי, א. (2013): "האם התערבות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ הייתה אפקטיבית?", סקר בנק ישראל 86, שבט התשע"ג, עמ' 7–45.

¹⁹ Flug, K., Shpitzer, A. (2013): "Rethinking Exchange Rate Policy in a Small Open Economy: the Israeli Experience During the Great Recession", BIS Papers NO 73, 189-204.

בשנים 2012—2013 עלו הביקושים בשוק הדיור, לאחר שבקיץ 2011 הם ירדו זמנית. העלייה בביקושים ובהיקף המשכנתאות הייתה בשנה האחרונה השיקול העיקרי נגד הפחתות הריבית.

העלייה המתמשכת במחירי הדירות נובעת מעלייה בביקושים לנוכח קשיחות בהיצע וירידה בתשואות.

העושר הלאומית (sovereign wealth fund) מתוכננת להתחיל לפעול. הקרן עשויה לצמצם את ההשפעה של "המחלה ההולנדית", ובפרט את הייסוף הכרוך בה, באמצעות השקעה בחו"ל של תקבולי המסים מהגז ושימוש בתשואות ההשקעה בלבד, לצרכים מקומיים.

(5) שוק הדיור

בשנים 2012—2013 עלו הביקושים בשוק הדיור, לאחר שבקיץ 2011 הם ירדו זמנית: מחירי הדירות²⁰ (הם אינם כלולים במדד המחירים לצרכן) עלו השנה בקצב מהיר של כ-8%, בהמשך לעלייה של 8.7% ב-2012 (פרק ז'-א'). שכר הדירה בחוזים חדשים ומתחדשים²¹ – המהווה כ-75% מסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן וכ-20% מהמדד – עלה השנה ב-3.2%, שיעור עלייה גבוה משיעור העלייה במדד המחירים לצרכן זו השנה השישית ברציפות²². התפתחויות אלו היו בשנה האחרונה השיקול העיקרי נגד הפחתות הריבית שנועדו לתמוך בפעילות וביצוא.

העלייה המתמשכת במחירי הדירות נובעת מעלייה בביקושים להן לנוכח קשיחות בהיצע. הביקוש לדירות מושפע הן מצרכים דמוגרפיים והן מירידת הריביות בשווקים על רקע הריביות הגלובליות הנמוכות.

אשר לריביות בשוק המשכנתאות, הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות²³ ירדה מאז סוף 2011, במקביל להפחתות של הריבית המוניטרית. אולם הריבית הריאלית המשוקללת פסקה לרדת באמצע 2013, והיא אף עלתה מעט במחצית השנייה של השנה, אף על פי שבנק ישראל הוסיף להפחית את הריבית המוניטרית. זאת, ככל הנראה, בהשפעת ההגבלה שהמפקח על הבנקים הטיל באוגוסט על הרכב המשכנתה הניתנת בריבית משתנה, הגבלה שצמצמה את התמסורת מהריבית המוניטרית לריבית על המשכנתאות.

ירידה בריבית מפחיתה גם את התשואה על אפיקי החיסכון קצרי הטווח, ומעלה את הביקושים לדירות. ירידת התשואות באפיקי ההשקעה ארוכי הטווח – הנובעת בעיקר מהתפתחויות ריאליות שלמדיניות המוניטרית יש רק השפעה קטנה עליהן – תורמת גם היא לגידול בביקוש לדירות כנכס להשקעה. לגידול בביקושים מתלווה גידול בהיקף המשכנתאות, והדבר מגביר את הסיכון ללווים ולמערכת הפיננסית.

בהתחשב בכך – ובהמשך לצעדים מקרו-יציבותיים (נוספים) שהמפקח על הבנקים נקט בשוק המשכנתאות במרוצת השנים 2010—2012 – המפקח הטיל בפברואר ובאוגוסט מגבלות נוספות על המשכנתאות ועל כריות ההון הנדרשות בגין (פרק ז'-א'). צעדים אלו, כמו קודמיהם, נועדו להפחית את הסיכון ללווים וכך להגביר את יציבותה של המערכת הפיננסית, ונתונים ראשוניים הראו כי אכן חלה ירידה בשיעורן של הלוואות בעלות רכיב סיכון גבוה וביעור המינוף הממוצע. חלק מהצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות, ובפרט המגבלה על הרכב המשכנתאות בריבית משתנה עד 5 שנים, צמצמו את התמסורת מהריבית המוניטרית אל הריבית על המשכנתאות, וזו האחרונה היא אחד הגורמים המשפיעים על הביקוש לדירות. צמצום התמסורת מקנה לקובעי המדיניות המוניטרית יותר חופש בהפעלת כלי הריבית למטרות אחרות.

²⁰ המחירים מבוססים על "סקר מחירי הדירות בבעלות" של הלמ"ס.

²¹ הסעיף "שירותי דיור בבעלות הדיירים" במדד המחירים לצרכן.

²² ניתוח של היחס בין מחירי הדירות ושכר הדירה מופיע בדוח בנק ישראל לשנת 2012, פרק ג'.

²³ כדי לחשב ריבית זו נוטלים את שיעורי הריביות במסלולים השונים וכופלים אותם במשקל המסלולים בסך זרם המשכנתה. במסלולים הנומינליים ההנחה היא ששיעור האינפלציה עומד על 2%.

ג. ניתוח המדיניות המוניטרית

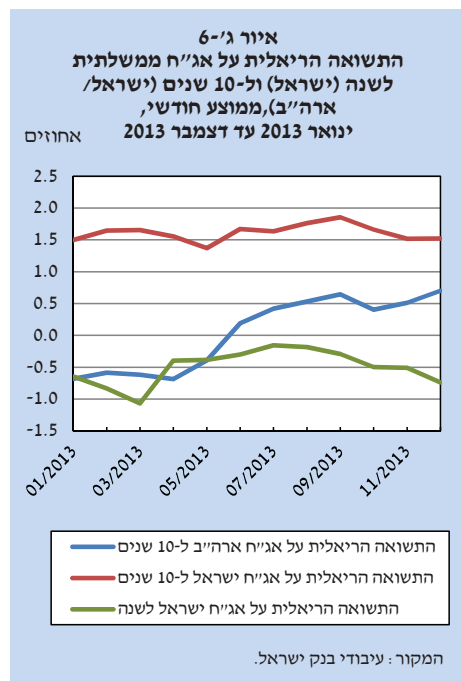
(1) התשואות הריאליות והמדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית המרחיבה ביותר, הנקטת במדינות רבות מאז פרוץ המשבר העולמי בסוף 2008, הביאה לירידה משמעותית בתשואות הריאליות בעולם, ובפרט בתשואות לשנה. התשואה הריאלית לשנה בישראל (איור ג'-6) הייתה שלילית, והיא מעידה על ההרחבה המוניטרית שננקטה כדי לתמוך בפעילות הכלכלית. התפתחות זו נמשכה גם בשנתיים האחרונות, על רקע האטה בקצב הצמיחה במשק. במחצית הראשונה של 2013 הירידה בתשואה הריאלית שיקפה בעיקר את הפחתות הריבית, ובמחצית השנייה של השנה היא שיקפה בעיקר את הירידה בצפיית לאינפלציה לשנה.

התשואות הריאליות בארץ התפתחו עד ספטמבר בהתאם להתפתחות התשואות בארה"ב, אולם מספטמבר הן עלו בארה"ב וירדו בארץ. התשואות הריאליות המקומיות לטווחים הארוכים מושפעות ממספר גורמים, בהם פריון ההון, פרמיית הסיכון, ריבית בנק ישראל וסביבת הריביות העולמיות – הן מהערכים בפועל והן מהערכים הצפויים. השפעתן של ההתפתחויות בעולם על התשואות הריאליות המקומיות הלכה וגברה במהלך העשור האחרון, עם הליברליזציה בסחר החוץ ובתנועות ההון וניוד שער החליפין (פרק ז'-ג). זאת משום שבמשק קטן ופתוח עם תנועות הון חופשיות, כדוגמת המשק הישראלי, תנועות ההון פועלות להשוואת התשואות המקומיות והעולמיות, וההבדלים הנותרים ביניהן נובעים מההבדלים הקיימים בין המשקים בפרמיית הסיכון ובמיסוי, וכן מחיכוכים שונים המאטים את תהליך ההשוואה. מחקר שנערך בחטיבת המחקר בבנק ישראל²⁴ מצא כי: (א) הריבית המוניטרית משפיעה במידה רבה על התשואה הריאלית

לטווח קצר, אך היא משפיעה גם על התשואה לטווח ארוך, אם כי במידה פחותה; (ב) עלייה ביחס החוב הממשלתי לתוצר הפוטנציאלי מעלה בעיקר את התשואה לטווח ארוך, ואת התשואה לטווחים הקצרים היא מעלה במידה פחותה; ו-ג) עלייה בתשואות הריאליות בארה"ב מעלה את התשואה בארץ במידה מתונה. שלושה גורמים אלו – ועמם כאמור גורמים נוספים – משפיעים על התפתחות התשואה הריאלית במשק.

התשואות ל-10 שנים בישראל ובארה"ב היו יציבות עד מאי (איור ג'-6). בסוף מאי, לאחר שה-FED אותת כי הוא שוקל את האפשרות להתחיל בצמצום הדרגתי של ההרחבה הכמותית, התשואה הריאלית ל-10 שנים בארה"ב (treasury inflation-indexed security) עלתה בחדות, מ-0.2% ל-0.4%. בהמשך השנה, לאחר שגבר חוסר הוודאות בנוגע למועד ההתחלה של הצמצום, התשואה בארה"ב נעה בממוצע סביב 0.5%, וזאת עד דצמבר. בדצמבר הוסיפה



²⁴ ברנדר, ע. וס. ריבון, (2014): "האם המדיניות – פיסקלית ומוניטרית – משפיעה על התשואות הריאליות של איגרות חוב ממשלתיות? בחינה מחודשת לאחר עשור", תזכיר פנימי.

התשואה לעלות והגיעה ל-0.7% בעקבות ציפיות להתחלת הצמצום, ואלה התאמתו עם הודעת ה-FED על כך שהצמצום יחל בינואר 2014.

במקביל לכך עלתה גם התשואה ל-10 שנים בישראל, מ-1.4% במאי ל-1.9% בספטמבר, אולם בהמשך היא חזרה ל-1.5%, בין השאר על רקע ההתרופפות במתיחות הגיאו-פוליטית. התפתחות זו תומכת בהערכה שהסיכונים הנשקפים לישראל מהצמצום אינם גבוהים (פרק ז'-ג'). זאת מאחר שהצמצום צפוי להתקדם במקביל להתאוששות בפעילות; החוב הציבורי בישראל נמוך יחסית ונערך בה תיקון פיסקלי; יש בישראל רמה גבוהה של יתרות מט"ח; וננקטו בה צעדים מקור-ציבותיים במטרה לחזק את עמידותה של המערכת הפיננסית.

(2) כלל טיילור והריבית המוניטרית

דוח בנק ישראל לשנת 2012 (איור ג'-9) מנתח את המדיניות המוניטרית בישראל באמצעות כלל טיילור (Taylor rule)²⁵. לפי כלל זה, רמת הריבית המתאימה לתנאי המשק מגיבה לסטייה של האינפלציה מהיעד, לפער התוצר²⁶ ולשיעור הריבית הטבעית²⁷. חשוב להדגיש שכלל טיילור הוא כלל תיאורי²⁸ ועשוי לשקף את תוואי הריבית המוניטרית, אולם הוא אינו מביא בחשבון מידע או שיקולים נוספים שיש להעריך בעת קבלת ההחלטות על המדיניות²⁹.

הניתוח הנידון הראה כי בשנים שקדמו למשבר הפיננסי, כלל טיילור תיאר היטב את התוואי של ריבית בנק ישראל בפועל³⁰. אולם מפרוץ המשבר הכלכלי העולמי, בתחילת 2008, הריבית בפועל חרגה כלפי מטה מהריבית הנגזרת מהכלל שנאמד עבור התקופה שקדמה למשבר, אף כי תנודותיהן הוסיפו להיות מתואמות. מהניתוח עלה כי בתקופת המשבר שינה בנק ישראל את אופן ניהולה של המדיניות המוניטרית, והביא בחשבון גורמים שאינם נכללים בכלל טיילור המקורי, בפרט גורמי סיכון מהכלכלה העולמית. כלל טיילור מורחב, הכולל גם תגובה לתחזיות הצמיחה בארה"ב, מסביר את המדיניות שננקטה גם לפני המשבר וגם לאחריו, והוא מוצג באיור



²⁵ Taylor, J. B., 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, pp. 195-214.

²⁶ פער התוצר מוגדר כפער בין התוצר לבין התוצר הפוטנציאלי. לתוצר הפוטנציאלי יש מספר הגדרות ואומדנים שונים זה מזה. פירוט מופיע בדוח בנק ישראל לשנת 2011, תיבה ב'-2. בסעיף זה נעשה שימוש באומדן של התוצר הפוטנציאלי המחושב באמצעות מגמת Hodrick-Prescott של התמ"ג.

²⁷ האומדן לריבית הטבעית הוא הריבית הריאלית לשנה פרורורד על אג"ח ממשלתיות, ממוצע ל-5 עד 10 שנים. הריבית הטבעית משקפת את שיעור הגידול הצפוי בתוצר הפוטנציאלי של המשק. לפי המודל הבסיסי ביותר, כאשר הריבית המוניטרית תואמת את הריבית הטבעית, היא מבטלת לחצים אינפלציוניים מצד הביקוש.

²⁸ כלומר הוא דסקרפטיבי ולא נורמטיבי – הוא מתאר איזו מדיניות ננקטה בפועל, ולא איזו מדיניות יש לנקוט.

²⁹ ראו לדוגמה: Svensson, L.E.O. (2003): "What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules." Journal of Economic Literature 41: 426-477.

³⁰ כלל זה כלל גם אלמנט של החלקת הריבית המוניטרית, דבר מקובל מאוד בספרות, ותגובה לשער החליפין הנומינלי האפקטיבי.

כלל טיילור מעניק אינדיקציה לרמת הריבית המתאימה לתנאי המשק. כלל טיילור מורחב, הכולל גם תגובה לתחזיות הצמיחה בארה"ב, מסביר היטב את תוואי הריבית המוניטרית בישראל, הן לפני המשבר והן לאחריו; הדבר מעיד כי המדיניות המוניטרית צופה פני עתיד.

ג'7. תחזיות הצמיחה בארה"ב³¹ משקפות בצורה פשטנית את גורמי הסיכון מהכלכלה העולמית, קרי הזעזועים (שליליים וחיוניים) הצפויים בחו"ל, וההשפעה הצפויה שלהם על המשק הישראלי. ביתר פירוט, האינדיקטור מגלם את האופן שבו השינוי העתידי בפעילות בחו"ל צפוי להשפיע על היצוא הישראלי ואת התוואי הצפוי של הריבית העולמית, תוואי שמשפיע על שער החליפין, על הריבית המקומית ועל המאזן השוטף.

איור ג'7- ממחיש כי קובעי המדיניות פעלו באופן צופה פני עתיד הן לפני המשבר והן במהלכו. בשתי התקופות הם בחנו והעריכו את האופן שבו השינויים הצפויים בחו"ל ישפיעו על המשק הישראלי: לפני המשבר תרמה הגאות הצפויה בפעילות בחו"ל להעלאה של הריבית המוניטרית. עם פרוץ המשבר – והתעצמות הסיכונים הצפויים מחו"ל – התהפכה המגמה, ונגזרה הורדת ריבית במידה שחורגת כאמור מזו המתקבלת מכלל טיילור המקורי.

2. המחירים

א. התפתחות האינפלציה ורכיביה



מדד המחירים לצרכן עלה ב-2013 ב-1.8% בתחום של יעד יציבות המחירים שהממשלה קבעה בשנת 2003 (1%—3%; איור ג'8). עד מאי נעה האינפלציה בחלקו התחתון של תחום היעד, בהמשך למגמת ההתמתנות שנרשמה בה מאוגוסט 2012, על רקע הייסוף המתמשך בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי. החל מיוני נעה האינפלציה בקרבתו של מרכז היעד, על רקע העלאת שיעור המע"מ בנקודת אחוז, ההתייבבות בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי וההפחתות בריבית המוניטרית. המדד בניכוי פירות וירקות, מזון ואנרגיה³², המשמש אינדיקציה להתפתחות של מגמת האינפלציה, נע מתחת לגבול התחתון של היעד בין ספטמבר 2012 לאוגוסט 2013, ובסוף 2013 עלה ל-1.3%³³.

הסעיפים המרכזיים שעלו השנה בקצב מהיר מזה של המדד הכללי כללו, כמו אשתקד, את הדיור (שכר דירה), המזון ואחזקת הדירה;

הסעיפים שעלו השנה בקצב מהיר מזה של המדד הכללי כללו את הדיור (שכר דירה), המזון, אחזקת הדירה, החינוך וסעיף השונות. לעומת אלה, סעיף התקשורת ירד השנה.

³¹ התחזיות נלקחו מ-Livingston Survey ומתייחסות לתחזית לשיעור הצמיחה הצפוי בארה"ב בששת החודשים הבאים. בכלל המורחב הריבית מגיבה לסטייה של התחזיות מהממוצע הרב-שנתי שלהן. הכלל המוצג נאמד בין הרבעון השלישי של 2003 לבין הרבעון השני של 2013.

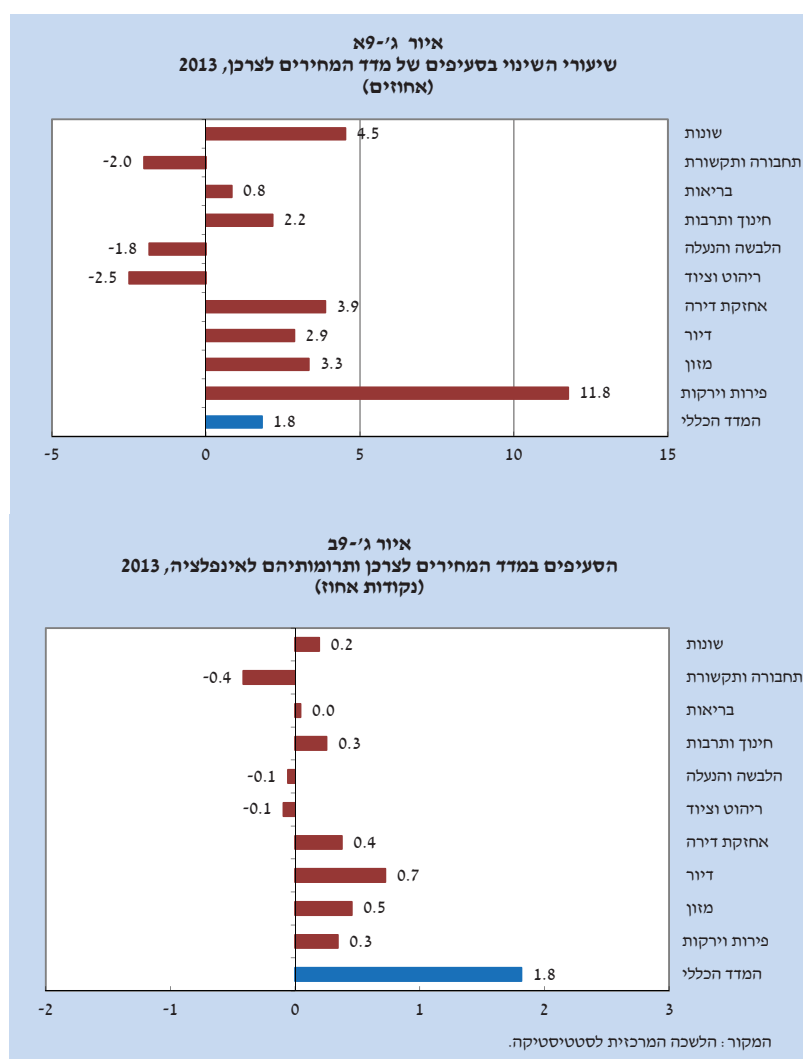
³² בעבר ניכו גם את מדד הדיור מכיוון שהתנודות בו שיקפו בעיקר את התנודות בשער החליפין, ופחות את סביבת האינפלציה, עקב הנוהג לנקוב את מחירי שכר הדירה בדולרים. נוהג זה דעך עם ההתחזקות שחלה בשקל בשנים האחרונות, ובמהלך השנתיים האחרונות נקבו בשקלים כ-97% ממחירי שכר הדירה. כתוצאה מכך פחתה התנודתיות במדד הדיור, ולכן סביר להניח שהוא משקף טוב יותר את סביבת האינפלציה גם בטווח הקצר.

³³ דיון במדדים לאינפלציית הליבה, ובשיקולים לטובת ניכוי של סעיפים שונים מהמדד הכללי, מופיע אצל: ריבון, ס., 2010, "מדדים לאינפלציית הליבה בישראל", **סקר בנק ישראל** 84, 125—169. ראו גם דוח בנק ישראל לשנת 2012, פרק ג', סעיף המחירים.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה

ביחד מהווים שלושת הסעיפים האלה כמחצית מהמדד הכללי (איור ג'-9). סעיף הדיור עלה השנה ב-2.9% ותרם 0.7 נקודות אחוז למדד הכללי. זוהי השנה השישית ברציפות שבה מדד הדיור עולה בשיעור גבוה מהמדד הכללי³⁴.

סעיף אחזקת הדירה עלה ב-3.9% ותרם 0.4 נקודת אחוז למדד הכללי. עלייה זו נובעת בעיקר מעלייה במחירי החשמל והמים. בשעה שב-2012 שיקפה העלייה בסעיף זה את ההתייקרות במחירי האנרגיה בעולם – זו השפיעה על מחירי החשמל, הגז והנפט והסולר לחימום – וכן את הפיחות בשקל, השנה התמתנה העלייה במחירי האנרגיה ושער החליפין של השקל יוסף (לוח ג'2-). אף על פי כן מחירי החשמל עלו השנה יותר ממחירי האנרגיה – מחירי החשמל עודכנו ביוני (לאחר תחילתה של הפקת הגז ממאגר "יתמר") – עקב החלטת הממשלה מ-2011 לפרוס את העלייה הנדרשת במחירי החשמל על פני מספר שנים. זאת עד שחברת החשמל תכסה את ההפסדים שנגרמו לה עקב הפסקת יבוא הגז ממצרים וההידלדלות של מאגר הגז "ים תטיס", והחלפת הגז בנפט יקר.



³⁴ דיון בהתפתחויות בשוק הדיור מופיע בפרק זה, חלק 1 (המדיניות המוניטרית), סעיף ב' (5).

סעיף המזון עלה השנה ב-3.3% ותרם אף הוא 0.5 נקודות אחוז למדד הכללי. אף כי במחצית השנייה של 2013 נרשמה האטה בקצב העלייה של סעיף המזון, העלייה השנה לא תאמה את הירידה במחירים העולמיים של הסחורות החקלאיות (איור ג'-10) ואת הייסוף שהתרחש. בדיקה שנעשתה בחטיבת המחקר של בנק ישראל העלתה, כי מחירי המזון עלו השנה במידה גבוהה מזו שנגזרת מהשינויים במחירים העולמיים, בשער החליפין ובמע"מ.

העלאת המע"מ ביוני, בנקודות אחוז, התפזרה בין רכיבי המדד ותרמה אף היא לעלייה שחלה במהלך השנה במדד הכללי (בתיבה ג'-1 מופיע דיון במאפיינים של קביעת המחירים בישראל ובהשפעת המע"מ).

סעיפים נוספים שעלו השנה בקצב מהיר מזה של המדד הכללי היו סעיף החינוך וסעיף השונות. סעיף החינוך עלה ב-6.2% עקב ביטול הסבסוד לטיולים שנתיים ועקב התייקרויות בשורת תחומים – ביטוח תאונות אישיות, הטבות כמו השאלת ספרים, מעונות יום וגנים פרטיים. ב-2012 לעומת זאת חלה בסעיף החינוך ירידה בשיעור דומה, עקב יישום ההמלצה של ועדת טרכטנברג להעניק חינוך חינם לילדים בני 3–4 בגנים הציבוריים, יישום שנפרס על פני שלוש שנים ועודנו נמשך. סעיף השונות עלה השנה ב-4.5%, בהמשך לעלייה של 5.4% אשתקד, בעיקר בהשפעת העלאת המס על הסיגריות והטבק.

לעומת אלה, סעיף התקשורת ירד השנה ב-6.4% – לאחר ירידה של 7.1% אשתקד – וגרע מהמדד הכללי רבע נקודת אחוז. ירידה זו נבעה בעיקר מהוזלת שירותי טלפון ואינטרנט עקב רגולציה שהובילה לשינוי במבנה השוק ולהגברת התחרות בענף.

ב. גורמי הרקע להתפתחות המחירים

מספר גורמים משפיעים על התפתחות המחירים, ביניהם הפעילות הריאלית במשק, ההתפתחויות בשוק העבודה, שער החליפין, מחירי הסחורות והאנרגיה ותגובת המדיניות המוניטרית להתפתחויות אלה ולהתפתחויות הצפויות.

התפתחות המחירים בשנתיים האחרונות תאמה את ההתפתחויות בצד הריאלי של המשק. קצב הצמיחה ב-2013 שיקף התרחבות מהירה יחסית בצריכה הפרטית לצד דשדוש ביצוא. התפתחויות אלו התבטאו בהיעדר לחצים אינפלציוניים ובהימצאותה של האינפלציה בתחום הנמוך של היעד. גם בשוק העבודה לא ניכרו השנה לחצים לעליית מחירים – המשך למגמה שהחלה במחצית השנייה של 2011. התפתחותו של פריון העבודה, קרי של התוצר הריאלי לשעת עבודה, מהווה אינדיקציה להתפתחות התפוקה השולית, וזו מצדה מהווה בסיס לקביעת שכר העבודה³⁵. כאשר התמורה לעבודה חורגת מעבר לפריון, הדבר מתבטא בלחצים לעליית מחירים, ולהיפך. מאמצע 2012 השינוי בתמורה לעבודה היה נמוך מהשינוי בפריון ומיתן את עליות המחירים (ראו פרק ב')³⁶. גם הגורמים המבניים בשוק העבודה – ובפרט הירידה שחלה בעשור האחרון בשיעור האבטלה

המחירים התפתחו בשנתיים האחרונות בהתאם להתפתחויות הריאליות במשק, והדבר התבטא בהיעדרם של לחצים אינפלציוניים ובכך שהאינפלציה נמצאה בחלקו הנמוך של תחום היעד. גם בשוק העבודה לא ניכרו השנה לחצים לעליית מחירים.

³⁵ בשווקים תחרותיים התמורה הריאלית לעבודה שווה לתפוקתה השולית. התמורה לעבודה היא עלות ההעסקה של העובדים, והיא כוללת בעיקר תשלומי שכר והפרשות סוציאליות.

³⁶ ניתוח של הלחצים משוק העבודה לעליית מחירים בשנים האחרונות מופיע בדוח בנק ישראל לשנת 2012 (פרק ג'), סעיף 2.2).

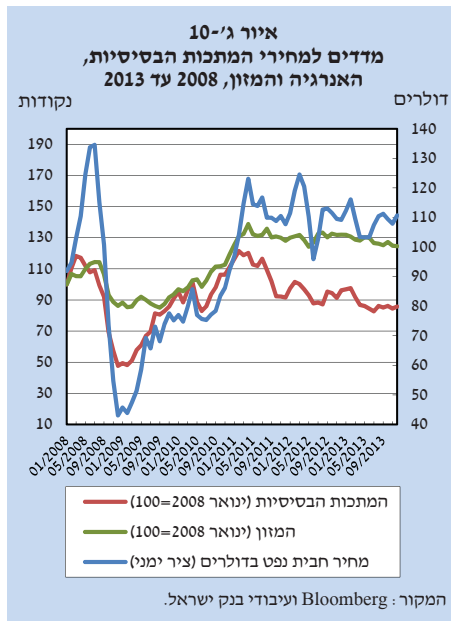
לוח ג'-2
התפתחות המחירים לפי רכיבים שונים, עד 2009

המודד ללא המודד אנרגיה, מזון, מחירי מטבע	המודד ללא אנרגיה ומזון	מדד האנרגיה ¹	שונות	תחבורה ותקשורת	בריאות	חינוך, תרבות ובידור	הלבשה והנעלה	ריחוט וציוד	אחזקת דירה	דיר	מזון	מחירים מחירים ללא	התקופה
3.4	3.6	13.0	4.5	6.5	2.5	1.4	-4.4	-1.2	5.2	5.6	1.1	8.4	3.9
2.5	3.1	-0.4	3.2	2.0	0.6	1.5	4.5	-2.8	-1.2	4.9	2.0	16.0	2.7
2.1	1.6	9.2	1.3	1.7	2.6	-0.3	2.1	-0.4	9.3	1.5	2.3	-8.1	2.2
0.9	0.8	6.5	5.4	-0.4	2.5	-2.9	0.4	-1.4	7.4	3.3	4.0	-1.7	6.1
1.3	1.6	1.6	4.5	-2.0	0.8	2.2	-1.8	-2.5	9.3	9.2	3.3	11.8	8.1
(שערורי השערורי החודשיים, אחוזים)													
0.1	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	-0.4	0.0	-8.1	0.0	0.5	-0.1	0.2	5.7	-0.2
0.2	-0.5	-0.4	2.1	0.0	0.2	-0.1	-5.9	0.5	0.2	-0.4	1.1	1.1	0.0
0.2	0.4	0.2	0.8	-0.4	0.5	0.9	-1.0	-0.4	-0.2	0.8	-0.4	-2.9	0.2
-0.3	0.5	0.6	-2.8	0.1	-0.9	-0.2	3.8	-0.4	0.4	0.9	1.0	3.1	0.4
0.0	0.3	0.3	-1.2	3.2	-1.1	0.3	0.1	0.1	0.9	0.3	-0.2	-0.2	0.1
0.8	0.6	0.6	3.4	0.9	1.0	0.3	5.9	-0.5	1.5	0.3	0.8	0.4	0.8
0.2	0.4	0.4	-0.5	0.2	0.3	0.6	-8.0	-0.5	0.3	1.0	0.4	3.3	0.3
0.1	0.1	1.2	-0.2	0.3	0.5	0.9	-3.7	-0.2	0.1	0.7	0.2	-2.3	0.2
0.2	-0.1	1.8	-0.3	0.1	0.2	0.0	-0.8	-0.6	0.1	-0.1	0.5	-0.3	0.0
0.1	0.2	0.6	-2.9	0.6	-1.4	-0.1	6.4	0.8	0.1	0.1	0.4	5.9	0.3
-0.1	-0.2	-0.3	-0.7	0.1	-0.5	-0.6	2.3	-0.7	0.0	-0.3	-0.7	-3.5	-0.4
0.2	0.2	0.0	0.7	0.1	-0.5	-0.5	9.1	-0.6	0.0	-0.3	0.1	1.5	0.1
דצמבר													

¹ רכיב האנרגיה כולל דלק ושמונים לרכב ושמונים, נז וסולר לצריכה ביתית.

² כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה לרבעון הראשון של 2010).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



המבנית³⁷ – תורמים להיעדרם של לחצים אינפלציוניים מכיוון שוק העבודה (פרק ה'). זאת מאחר שכאשר האבטלה המבנית מתכווצת, אפשר להיענות ביתר קלות לגידול בביקושים באמצעות הגדלת הייצור דרך הרחבת התעסוקה. התפתחותם של מחירי הסחורות האחדות (commodities), המהוות חומר גלם לייצור, משפיעה על עלויות הייצור ודרךן על המחירים במשק. על רקע המשך הפעילות הממותנת בעולם, מחירי הסחורות האחדות המשיכו לרדת השנה, למעט מחירה של חבית נפט (בדולרים): המחיר בסוף 2013 לא היה שונה מהמחיר בתחילתה, על אף התנודתיות הרבה. מגמת הירידה במחירי המתכות הבסיסיות, שהחלה בתחילת 2011, נמשכה גם השנה, והמחירים ירדו לרמות ששררו במחצית הראשונה של 2010 (איור ג'-10). אף על פי שהמחירים העולמיים של הסחורות החקלאיות ירדו במהלך השנה ב-20%,

מחירי הסחורות האחדות בעולם הוסיפו לרדת השנה, על רקע המשך הפעילות הממותנת בעולם. סעיף המזון המקומי המשיך לעלות השנה אף על פי שהמחירים העולמיים של הסחורות החקלאיות ירדו ושער החליפין התייסק.

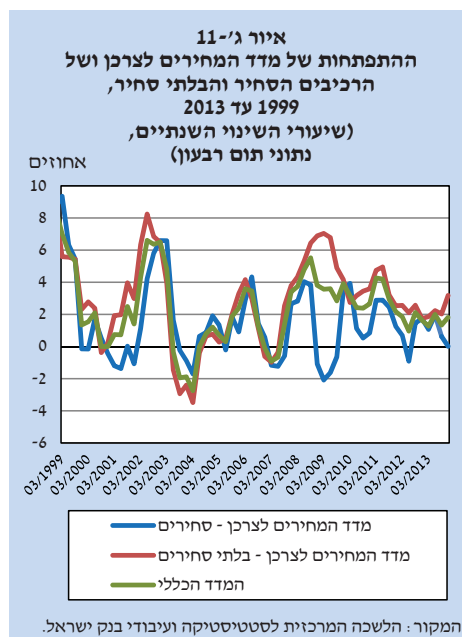
ואף על פי שחל ייסוף בשער החליפין, סעיף המזון המקומי הוסיף לעלות השנה, אם כי בסוף השנה נרשמה התמתנות בעלייה בסעיף זה. הייסוף בשער החליפין ותחילת הפקתו של הגז הביאו לירידה במחיר הדלק לתחבורה ולתעשייה, אך מחירי האנרגיה בארץ לא ירדו. הם עלו השנה בשיעור של 1.6%, עקב החלטת הממשלה, מ-2011, לפרוס את העלייה במחירי החשמל על פני מספר שנים. שער החליפין משפיע על האינפלציה דרך השפעתו על מחירי המוצרים המיובאים: מחירי היבוא נקובים לרוב במט"ח, ותנודות בשער החליפין משפיעות על העלות השקלית, וזו מצדה משפיעה על המחיר; מחיר זה מתגלגל אל הצרכן הסופי, אם דרך השפעה ישירה על מחיר המוצר הסופי ואם דרך השפעתו על עלויות הייצור³⁸. לפי אומדן של חטיבת המחקר, התמסורת משער החליפין אל מדד המחירים לצרכן נעה בין 0.1 ל-0.35; כלומר ייסוף של 1% בשער החליפין מוריד את המחירים לצרכן במהלך השנה העוקבת בשיעור שנע בין 0.1% ל-0.35%, תלוי בגורם לייסוף – עלייה בפרמיית הסיכון, ירידה בפער בין הריבית בישראל לריביות בחו"ל, או ירידה בביקוש ליצוא³⁹.

³⁷ אומדנים לשיעור האבטלה המבנית במשק הישראלי – הן על יסוד הבחנה בין גורמים מחזוריים לגורמים מבניים בשוק העבודה והן על יסוד אומדן ל-NAIRU – הראו כי שיעור האבטלה המבנית ירד בעשור האחרון. (NAIRU – Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, שיעור האבטלה העקבי עם היעדר האצה באינפלציה). ניתוח של הירידה בשיעור האבטלה המבנית בישראל מופיע אצל: Yakhin, Y., Presman, N., 2013. "A Flow-Accounting Model of the Labor Market: An Application to Israel." Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper. Forthcoming. Elkayam, E., Ilek, A. (2013). "Estimat- ing the NAIRU using Both the Phillips and the Beveridge Curves", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No. 2013.10.

³⁸ תנודות בשער החליפין הנומינלי יכולות להפעיל על המחירים המקומיים השפעה עקיפה גם מצד הביקוש, וזאת במידה שתנודות אלה מתבטאות גם בשער החליפין הריאלי. כך למשל, בעקבות פחות ריאלי נעשים המוצרים המקומיים זולים יחסית למוצרי חו"ל; הדבר מגביר את הביקוש העולמי למוצרים המקומיים ומביא ללחץ לעליית המחירים המקומיים תוך שחיקת הפחות הריאלי הראשוני.

³⁹ האומדן מבוסס על:

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



על רקע הירידה שחלה השנה במחירי הסחורות האחודות ירדו המחירים הדולריים של התשומות לייצור, אולם המחירים הדולריים של מוצרי יבוא לצריכה ולהשקעה עלו. בשקלול הייסוף של השקל מול הדולר, שהחל ברבעון הרביעי של 2012, המחירים השקליים של כל מוצרי היבוא ירדו השנה (לוח ג'-נ-2). ביטוי נוסף להשפעה של שער החליפין על המחירים מצוי ברכיב הסחיר במדד המחירים לצרכן. לפי עיבודים של חטיבת המחקר, משקלו של הרכיב הבלתי סחיר במדד המחירים לצרכן עומד על כשני שלישים, ומדד הדיור מהווה כ-40% ממנו⁴⁰. כאשר בוחנים את ההתפתחות של הרכיב הסחיר ושל הרכיב הבלתי סחיר במדד (איור ג'-11), מוצאים כי מחירי הרכיב הבלתי סחיר עלו בשיעור גבוה ממחירי הרכיב הסחיר החל מאמצע 2005⁴¹; ב-2013 עלה מחיר הרכיב הבלתי סחיר ב-3.1%, בשעה שבמחיר הרכיב הסחיר לא חל

שינוי. התפתחות זו משתקפת בכך שבשנים האחרונות – ובפרט מפרוץ המשבר – חל ייסוף ריאלי מתמשך. הייסוף והירידה בביקושים בחו"ל מסבירים את ירידת המחירים במגזר הסחיר, ירידה שבעקבותיה נפלטים ממנו גורמי ייצור. כדי לאפשר תעסוקה מלאה ולמנוע דפלציה, המדיניות המוניטרית המרחיבה הגדילה גם את הביקושים במגזר הבלתי סחיר.

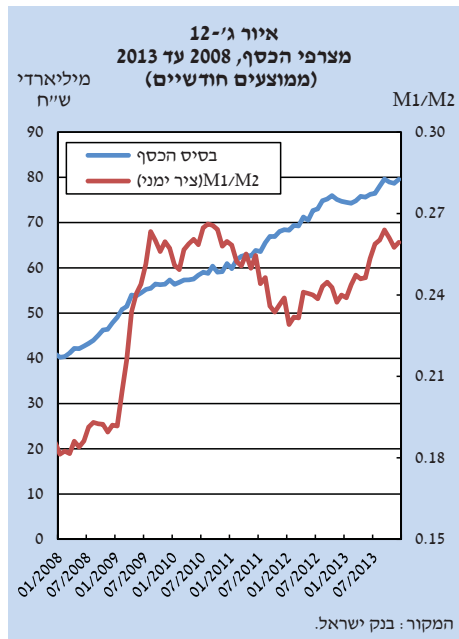
3. מצרפי הכסף והמקורות לשינוי בבסיס הכסף

א. מצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף – כלומר היא העלות האלטרנטיבית של החזקת נזילות, ולכן שינויים בה משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית היא הכלי המרכזי של המדיניות המוניטרית, הבנק המרכזי מביא לכך שהיצע הכסף גמיש לחלוטין ובסיס הכסף נקבע על פי הביקוש של הציבור לנזילות. חשוב לציין כי הפעולות שבנק ישראל נוקט ביחס לבסיס הכסף אינן מיועדות לקזז הזרמה/ ספיגה מגורם מסוים כלשהו. הבנק מתחשב בסך ההזרמות/ הספיגות שאינן מתאימות לריבית, ונוקט פעולה כדי שבסיס הכסף שהציבור מבקש יתאים לריבית בנק ישראל. המצרף M1 כולל את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העו"ש, ובולטת העלייה החדה שחלה בו במהלך 2009, עת הוא גדל בכ-52% (לוח ג'-3). לפי אמידה של משוואות ביקוש בסיסיות למצרף

⁴⁰ החלוקה של מדד המחירים לרכיב סחיר ובלתי סחיר מבוססת על בן-בסט, ע. "מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים", בנק ישראל, מחלקת המחקר, סדרת מאמרים לדיון, מס' 89.11, 1989. חישוב נוסף של שני הרכיבים העלה תוצאות דומות, והוא מבוסס על אורפיג, ד. "ערוצי התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט מיקרו ענפי על הרכיב הסחיר במדד", יפורסם. יש לציין שחלק ממחיריהם של המוצרים הסחירים מושפע גם מגורמים בלתי סחירים, כמו עלויות אחסנה, שכר דירה, הובלה וכו'.

⁴¹ תוצאה זו נשמרת גם כאשר בוחנים את הרכיב הבלתי סחיר ללא הדיור.



M1 ולרכיביו, בתקופה המשתרעת מ-1998 ועד 2013⁴², התפתחות התוצר והתשואה על המק"ם מסבירה את תוואי ההתפתחות של M1 בכל תקופת המדגם. את העלייה שחלה במצרף ב-2009 הסבירה בעיקר הירידה שחלה בתשואות המק"ם על רקע הורדת הריבית המוניטרית. העלייה החריגה ב-2009 נבעה בעיקר מגידול חריג ברכיב פיקדונות העו"ש, בשעה שהגידול ברכיב המזומן תאם את מגמת הגידול בו. בתקופה הנחקרת עלה שיעורו של M1 ב-M2 – מצרף שכולל, נוסף על M1, גם פיקדונות לא-צמודים עד שנה (איור ג'-12). עלייה זו מצביעה על כך שהציבור החליף, במידה מסוימת, פיקדונות נושאי ריבית בפיקדונות עו"ש, מפאת התשואה הנמוכה על הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה, שאינה מפצה על אובדן הנזילות הכרוך בהם⁴³. התפתחות זו אינה

כמות הכסף M1 עלתה במידה ניכרת, בין השאר עקב ירידה בפיקדונות ב-M2 ומעבר ל-M1, על רקע ההחרפה שחלה בסוף 2008 במשבר העולמי וההפחתה החדה בריבית.

לוח ג'-3

שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2009 עד 2013

(סוף תקופה, ממוצע חודשי, השינוי באחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד)

3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1	
		פז"ק ³ עד שנה	פז"ק ³ עד 3 חודשים	M1 ¹	פיקדונות עו"ש	מזומנים בידי הציבור	בסיס הכסף
M2 ²	פח"ק ⁴						
13.6	40.2	1.8	-4.4	52.1	75.3	19.6	19.9
3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.2	7.6	6.3
10.5	4.5	25.4	14.5	1.6	-3.4	11.5	12.3
8.2	7.9	8.5	7.9	8.7	5.9	13.4	9.2
6.6	16.5	0.3	-1.3	15.3	22.5	3.9	6.5
							2013
7.8	19.6	1.5	2.3	15.2	18.0	10.8	8.0
5.6	14.6	4.2	0.3	11.5	14.2	7.3	4.9
5.2	15.9	7.5	-2.6	13.4	18.1	5.8	5.9
6.6	16.5	0.3	-1.3	15.3	22.5	3.9	6.5

¹ M1=מזומן ופיקדונות עו"ש.

² M1=M2 + פח"ק + פיקדונות עד שנה בשקלים.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי נזיל.

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

⁴² האמידה נערכה בחטיבת המחקר. המשוואות נאמדו עבור לוג הרמה הריאלית (מנוכה במדד המחירים לצרכן) בנתונים רבעוניים. עבור שלושת המצרפים – המזומן שבידי הציבור, פיקדונות העו"ש ו-M1 – המשוואות כללו את המצרף בפיגור של רבעון, את לוג רמת התוצר הריאלי ואת לוג התשואה על מק"ם לשנה. נוסף על כך כללו המשוואות משתנה דמה לעונתיות.

⁴³ פירוט מופיע בפרק ג' של דוח בנק ישראל לשנת 2012.

ייחודית רק ל-2009: מאמצע 2010 ועד תחילת 2012, במקביל לתהליך העלאת הריבית (שהחל בסוף 2009), ירד שיעורו של M1 ב-M2; לאחר מכן, עם היפוך המגמה ותהליך הורדת הריבית, חזר ועלה שיעורו של M1 ב-M2, אם כי קצב השינוי היה מתון בהרבה מזה שנרשם במהלך 2009. הדבר משתקף בכך שבין 2000 ל-2014 היה מתאם של 0.85- בין ריבית בנק ישראל לבין שיעורו של M1 ב-M2.

הפחתות הריבית ב-2013 תמכו בהמשך הגידול באמצעי התשלום, וקצב הגידול של כמות הכסף השנה (15.2%) היה גבוה יחסית לשלוש השנים הקודמות (לוח ג'-3).

ב. המקורות לשינוי בבסיס הכסף

נתח הנזילות שבנק ישראל משפיע עליו ישירות הוא בסיס הכסף, היינו סך השטרות והמעות במחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל⁴⁴. היצע הנזילות גמיש לחלוטין בגובה הריבית שקובעת הוועדה המוניטרית. במילים אחרות, בהיתן הריבית, בנק ישראל סופג נזילות מהשווקים או מזרים אותה לבנקים המסחריים כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל. זאת מאחר שבסיס הכסף מושפע מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל, כמו חשבונות הממשלה, ומזרמים שבשליטתו, כגון רכישות מט"ח ואג"ח המשמשות להשגת מטרותיה השונות של המדיניות המוניטרית. בנק ישראל מתאים את בסיס הכסף לריבית שהוא קובע באמצעות פיקדונות נושאי ריבית של הבנקים, המונפקים להם במכרז ואינם נכללים בבסיס הכסף⁴⁵, ובאמצעות הנפקת מק"ם. פעולות הממשלה משפיעות אף הן על בסיס הכסף, שכן חשבונות הממשלה מתנהלים בבנק ישראל (על פי חוק בנק ישראל).

פעילות הממשלה נמנעת עם הגורמים העיקריים שהשפיעו על בסיס הכסף עד המשבר של 2008. מ-2008 עד אמצע 2011 רכש בנק ישראל מט"ח ונדרש לקזז את השפעותיהן של פעולותיו הוא על בסיס הכסף (לוח ג'-4); ב-2009 הוא נדרש לקזז גם את השפעותיהן של רכישות האג"ח הממשלתיות. זאת מפני שהרכישות הזרימו לשוק עשרות מיליארדי שקלים בכל שנה, וללא ספיגתם היה נוצר לחץ לירידת הריבית הקצרה לרמה נמוכה מזו שקבע בנק ישראל. בשנים 2009 ו-2011 נעשה עיקר הספיגה באמצעות פיקדונות הבנקים, ובשנת 2010 התבצעה הספיגה באמצעות הנפקת מק"ם. מאמצע 2011 עד לרבעון השני של 2013 נמנע בנק ישראל מהתערבות בשווקים הפיננסיים באמצעות רכישות נכסים. באפריל 2013 חידש בנק ישראל את התערבויותיו בשוק המט"ח, התערבויות שאת השפעתן על הריבית הוא קיזז, ועד סוף השנה הוא רכש 2.92 מיליארדי דולרים במצטבר. נוסף על כך רכש הבנק עד סוף השנה 2.1 מיליארדי דולרים במצטבר, במסגרת התכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על שער החליפין, תכנית שעליה הודיע במאי. ההתערבויות בשוק המט"ח היוו את ההזרמה הגדולה לבסיס הכסף, ובמידה פחותה היווה הזרמה גדולה גם הקיטון בפיקדונות הבנקים (פז"ק) בבנק ישראל. מנגד, הפקדות הממשלה בבנק ישראל, וכן הגדלת יתרת המק"ם המונפקת (לוח ג'-4), קיזזו חלק מההזרמה, ובסיכומה של השנה גדל בסיס הכסף בכ-6 מיליארדי ש"ח.

⁴⁴ גם פיקדונות העו"ש של הציבור הם חלק מהנזילות במשק, אך לבנק ישראל יש רק השפעה עקיפה על היקפם, וזאת באמצעות חובת הנזילות המוטלת על הבנקים המסחריים.

⁴⁵ כי הם אינם מוכרים לצורך עמידה בחובות נזילות.

ההתערבויות בשוק המט"ח, ובמידה פחותה גם הקיטון בפיקדונות הבנקים בבנק ישראל, היוו את ההזרמה הגדולה לבסיס הכסף. מנגד, הפקדות הממשלה בבנק ישראל, וכן הגדלתה של יתרת המק"ם המונפקת, קיזזו חלק מההזרמה.

לוח ג'-4
המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2009 עד 2013

(מיליארדי ש"ח)

2013				2013	2012	2011	2010	2009	
IV	III	II	I						
12.65	-0.57	-10.52	-12.01	-10.45	-9.13	-2.14	1.42	-14.20	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
12.65	-0.57	-10.52	-12.01	-10.45	-9.67	-2.61	0.60	-14.95	מזה: הממשלה
5.11	4.97	9.01	0.10	19.19	-0.23	15.90	43.06	78.22	2. המרות מטבע חוץ ¹
5.10	4.95	8.99	0.00	19.04	0.00	16.17	43.75	77.41	מזה: בנק ישראל
17.76	4.40	-1.51	-11.91	8.74	-9.36	13.76	44.48	64.02	3. סך הכול (1+2)
-14.20	-6.22	0.95	17.05	-2.41	10.05	-7.50	-32.96	-58.85	4. הזרמת בנק ישראל
0	0	0	0	0	0	0	-0.42	0.42	מזה: הלוואה מוניטרית
0.32	-0.63	-2.54	-3.49	-6.35	8.15	16.65	-47.27	4.96	מק"ם
0	0	0	0	0	0	0	0	0	החלף
-15.00	-6.00	3.00	20.00	2.00	-1.00	-27.63	13.13	-63.19	פז"ק בנקים
0.22	0.26	0.34	0.40	1.22	2.30	2.89	1.25	0.42	ריבית ²
0	0	0	0	0	0	0	0	18.00	רכישות אג"ח
0	0	0	0	0	0	0	0	-2.01	ריפו
3.50	-1.53	-0.87	5.34	6.44	0.75	6.08	11.51	5.14	5. סך כל 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, הם מופיעים בסעיף הזרמת הממשלה וכן בסעיף זה, בסימן הנגדי.

² ללא מק"ם.

המקור: חשבות בנק ישראל.

תיבה ג'-1: מאפייניה של קביעת המחירים בישראל – ניתוח מיקרו-כלכלי

לדינמיקה של עדכון המחירים, ובפרט למידת קשיחותם, יש חשיבות הן בניתוח של מאפייני האינפלציה במשק והן בניתוח של יכולתה של המדיניות המונית להשפיע על הפעילות. ככל שהמחירים קשיחים יותר – כלומר ככל שהם מגיבים לאט יותר לזעזועים שונים, בפרט לשינויים במדיניות המונית – כך גדלה השפעתם של זעזועים על הפעילות הריאלית. זאת מכיוון שהגדלים הריאליים (כמו למשל שער החליפין הריאלי) חשובים לקביעת הפעילות הריאלית ורמתם תלויה גם ברמת המחירים, אך אלו אינם מותאמים למצב החדש באופן מיידי, אלא רק לאחר זמן.

מחקר שבחן את מאפייני העדכון של המחירים הכלולים במדד המחירים לצרכן התבסס על הנתונים המפורטים ביותר שאספה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס), לגבי כל המוצרים והשירותים שמחיריהם נמדדים לצורך בנייתו של מדד המחירים לצרכן, בתקופה המשתרעת מינואר 1999 עד יוני 2011.¹

במחקר נמצא כי המחירים בישראל מתאפיינים בקשיחות מתונה, ובין עדכונים חולפים בממוצע 6–9 חודשים (איור 1); ממצאים דומים התקבלו בעוד מדינות שסביבת האינפלציה בהן נמוכה ודומה לזו הקיימת בישראל.² גודל הממוצע של שינוי במחיר של מוצר או שירות, כאשר הוא מתבצע, עומד על 3.5%. הוזלות מהוות כשליש מהשינויים וגודלן הממוצע עומד על כ-10%, בדומה לגודל הממוצע של העלאות המחירים.³

מאפיין בולט הוא השונות המשמעותית בהתנהגות המחירים של מוצרים מקבוצות שונות: מחיריהם של המוצרים הסחירים מעודכנים באופן תדיר יותר מאשר מחיריהם של המוצרים הבלתי סחירים; מחירי השירותים מעודכנים, בממוצע, לאחר תקופה ארוכה יותר מאשר המחירים האחרים; ובולט במיוחד השינוי התדיר של מוצרי האנרגיה – פעם בכ-4 חודשים בממוצע – משום ששינוי זה כולל את העדכון של מחירי הדלק למכוניות, הנערך בדרך כלל מדי חודש.

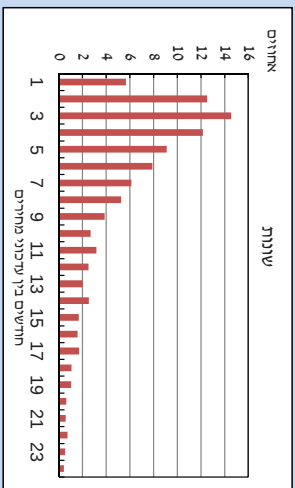
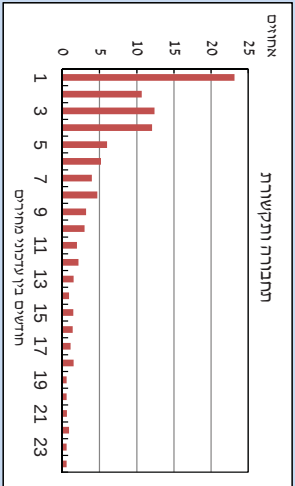
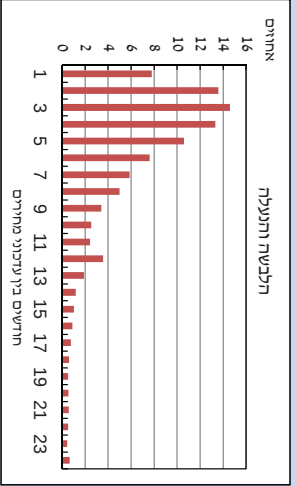
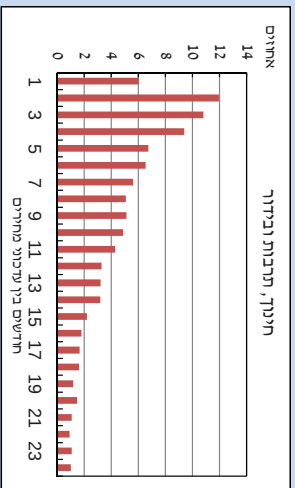
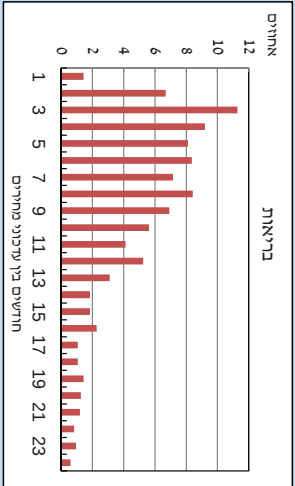
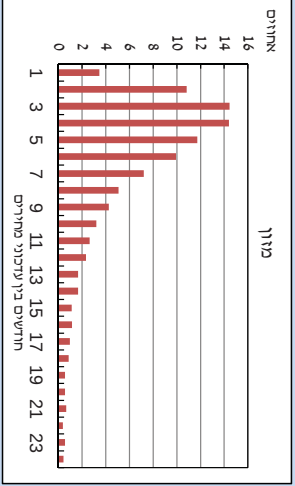
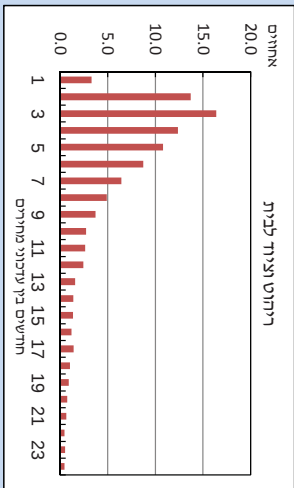
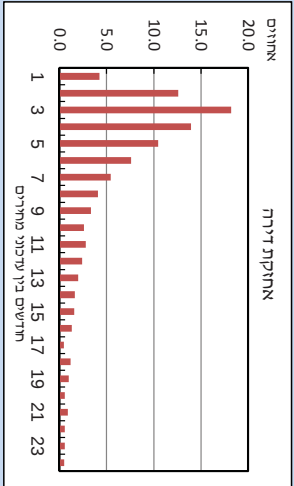
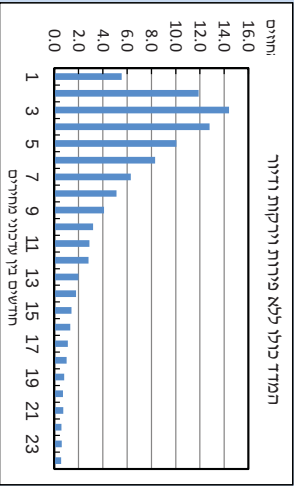
הנתונים המפורטים אפשרו לבדוק גם את הבדלי ההתנהגות בין מקומות ממכר שונים. ההשוואה מתייחסת רק לסעיף המזון, היות שרק במקרה זה נמכרים מוצרים דומים בסוגים שונים של חנויות. נמצא כי בחנויות מכולת חולפים בממוצע כ-10 חודשים בין שינויים במחיר, והשינוי הממוצע הוא עלייה של 5%; הזמן הממוצע ברשתות השיווק קצר פי שניים – כ-5

¹ סייג ד. וס. ריבון (2013), "קביעת מחירים בישראל – בחינה אמפירית באמצעות נתוני מיקרו", סדרת מאמרים לדיון 2013.07, חטיבת המחקר, בנק ישראל. הנתונים במחקר אינם כוללים את המידע על מחירי הפירות והירקות ואת המידע המשמש לחישוב המחירים בסעיף הדיור, היינו המידע לגבי שכר דירה.

² ראו Alvarez et. al. (2006), "Sticky prices in the Euro area: A summary of new micro-evidence", *Journal of the European Economic Association* 4(2-3). מאמר זה סוקר מספר רב של מחקרים שנערכו במסגרת ה-Inflation Persistence Network, פרויקט שהבנק המרכזי האירופי (ECB) הקים בעשור הקודם כדי לבחון את מידת התמדתה של האינפלציה. התייחסות נרחבת לנושא מופיעה גם בפרק הסקירה Klenow and Malin (2011), "Microeconomic Evidence on Price Setting", in *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3A, Friedman, B. M. and M. Woodford (eds.). North-Holland המחברים מציינים שם שהמחירים בארה"ב מתעדכנים בתדירות יותר גבוהה מהמחירים באירופה, בעיקר משום שבארה"ב יש יותר שינויים זמניים במחירים.

³ המכפלה של התדירות הממוצעת בשיעור השינוי הממוצע אינה זהה לממוצע המכפלה של תדירות השינוי בגודל השינוי של המוצרים במדד, ולכן היא אינה תואמת את שיעור השינוי הממוצע במדד המחירים לצרכן. נוסף על כך, להבדיל מהלמ"ס, המחקר אינו מתייחס לשינויים בעלות המוצר כתוצאה ממבצעים שאינם מתבטאים ישירות במחיר (כמו הגדלת נפח האריזה או מוצר נוסף בחינם), ולכן גודלם של שינויי המחיר שחושבו מוטה כלפי מעלה.

אזור 1: ההתפלגות של משך הזמן שחלף בין עדכוני מחירים במדד נפרד לכל

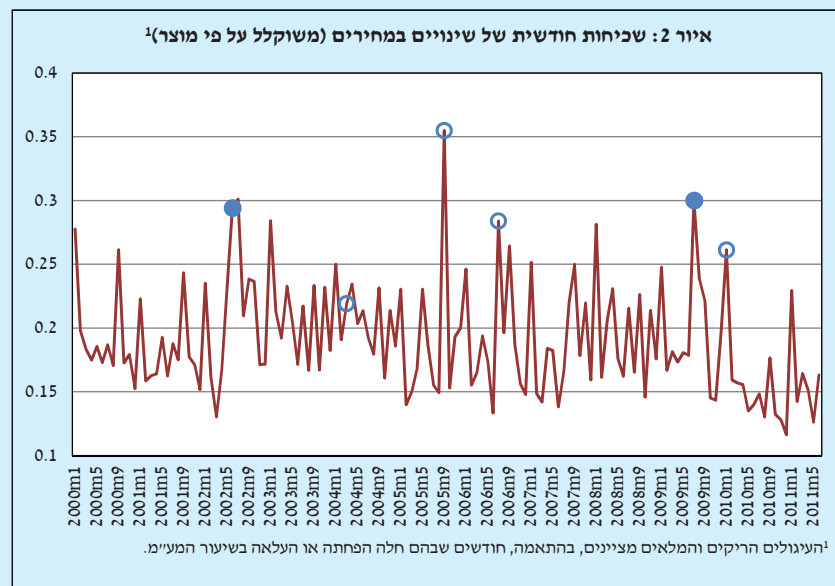


1 המדד - ללא פירות וירקות ודגיר, התפלגות - ללא 5% חלוקים.

חודשים בלבד – והשינוי הממוצע הוא עלייה של 2.5%. סביר להניח כי הדבר נובע מכך שעלויות השינוי נמוכות יותר ברשתות השיווק, מכיוון שהרשתות נהנות מיתרונות לגודל ואולי גם משתמשות בטכנולוגיות מתקדמות יותר לשם עדכון המחירים.

בתקופת המחקר חלו 6 שינויים בשיעור המע"מ: הוא הופחת 4 פעמים (9/2005, 03/2004, 7/2006 ו-1/2010) והועלה פעמיים (6/2002 ו-7/2009). המחקר בחן אם בתגובה לשינויים אלה ניתן לזהות (א) קיצור של משך הזמן החולף בין עדכוני מחירים ו-(ב) שינוי בגודל העדכונים. לשם כך נאמדו משוואות הבוחנות את הסיכוי לשינוי מחיר ("פונקציית הסיכון"), וכן משוואות הבוחנות את הגורמים המסבירים את גודל השינוי במחירים. המחקר מצא כי שינויים בשיעור המע"מ מקצרים את משך הזמן בין שינויי מחירים בחלק מסעיפי המדד, וכי לשינויי המע"מ יש השפעה מובהקת על גודל השינוי רק במחירים הגמישים ביותר.

איור 2 מתאר את שיעור המחירים המשתנים מדי חודש, והוא מראה שהשיעור נע בין 15% ל-30%. המחקר מצא כי במועדים של העלאה או הפחתה בשיעור המע"מ (העיוגים באיור) עולה שיעורם של עדכוני המחירים, אם כי שיעורי עדכון דומים מופיעים גם בחודשים שלא נערך בהם שינוי במע"מ. הבדיקה הראתה כי העלאה בשיעור המע"מ מגדילה את שיעור המחירים המשתנים באותו חודש ב-0.25 נקודות אחוז, בשעה שהפחתה בשיעור המע"מ מגדילה את שיעורם רק בכ-0.12 נקודות אחוז.



לוח ג'-נ'-1

החלטות הריבית מיום הקמת הוועדה המוניתרית

ההתפלגות של הצבעת חברי הוועדה המוניתרית				החלטה	החודש
הפחתה	ללא שינוי	העלאה	גובה הריבית	(נקודות אחוז)	
0	6	0	3	ללא שינוי	נובמבר-11
4	2	0	2.75	-0.25	דצמבר-11
1	5	0	2.75	ללא שינוי	ינואר-12
5	1	0	2.5	-0.25	פברואר-12
0	6	0	2.5	ללא שינוי	מארס-12
0	6	0	2.5	ללא שינוי	אפריל-12
0	6	0	2.5	ללא שינוי	מאי-12
1	5	0	2.5	ללא שינוי	יוני-12
5	1	0	2.25	-0.25	יולי-12
0	6	0	2.25	ללא שינוי	אוגוסט-12
0	6	0	2.25	ללא שינוי	ספטמבר-12
0	6	0	2.25	ללא שינוי	אוקטובר-12
4	2	0	2	-0.25	נובמבר-12 ¹
0	6	0	2	ללא שינוי	דצמבר-12
5	1	0	1.75	-0.25	ינו-13
0	6	0	1.75	ללא שינוי	פבר-13
1	5	0	1.75	ללא שינוי	מארס-13
0	6	0	1.75	ללא שינוי	אפר-מאי-13
6	0	0	1.5	-0.25	מאי-13 ²
5	1	0	1.25	-0.25	יוני-13
0	6	0	1.25	ללא שינוי	יולי-13
0	5	0	1.25	ללא שינוי	אוגוסט-13 ³
0	5	0	1.25	ללא שינוי	ספטמבר-13
3	2	0	1	-0.25	אוקטובר-13
0	5	0	1	ללא שינוי	נובמבר-13
0	5	0	1	ללא שינוי	דצמבר-13

¹ במקביל להחלטה על הריבית לחודש נובמבר הגביל המפקח על הבנקים את שיעור המשכנתא במימון דירה.

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

³ בין אוגוסט 2013 לפברואר 2014 מנתה הוועדה חמישה חברים. החל ממארס 2014, עם מינוי משנה לנגידה, הוועדה מונה שוב שישה חברים.

המקור: בנק ישראל.