

פרק ג'

המדיניות המוניתרית והאינפלציה

- האינפלציה השנתית במדד המחירים לצרכן הסתכמה ב-2019 ב-0.6% – מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה. המדד בניכוי אנרגיה ופירות וירקות עלה בשיעור דומה.
- קצב האינפלציה במחצית השנייה של השנה היה מתון משמעותית מזה שאפיין את המחצית הראשונה ואת השנה הקודמת. זאת על רקע מגמת הייסוף וגורמים תנודתיים שתרומתם נחלשה. ההתמתנות תואמת גם האטה מסוימת שנרשמה בקצב עליית השכר.
- להוציא תקופה של כשנה מאמצע 2018, שיעור האינפלציה נמצא בשנים האחרונות מתחת לתחום יעד האינפלציה. עם זאת ניכרת עליית מדרגה מהרמה השלילית שאפיינה אותו ב-2015–2016.
- האינפלציה הנמוכה בשנים האחרונות היא בעיקר תוצאה של ייסוף השקל והתגברות התחרות על רקע שיפורים טכנולוגיים; לעומת זאת צד הביקוש נותר איתן.
- במקביל לירידת האינפלציה בפועל התמתנו מעט ציפיות האינפלציה לשנה במחצית השנייה של 2019, לסביבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה בטווח הארוך, שהיו במשך תקופה ארוכה מעל 2%, מאופיינות זה מספר שנים במגמת ירידה, אף כי רמתן כיום, 1.6%, עדיין מעוגנת בתוך היעד. ייתכן שחלק מהירידה הוא תוצאת ירידה של פרמיית הסיכון האינפלציוני.
- הריבית המוניתרית לא השתנתה במהלך השנה, ולהוציא העלאה של 15 נקודות בסיס בנובמבר 2018, לרמה של 0.25%, היא לא שונתה זה כחמש שנים. עם זאת, החל מהמחצית השנייה של 2019 התוואי הצפוי של הריבית הפך מעולה ליורד, על רקע הרעה בתנאים הגלובליים, הרחבות מוניתריות בארה"ב ובאירופה וכאמור ירידה משמעותית של האינפלציה השנתית אל מתחת לתחום היעד.
- בעקבות ייסוף משמעותי בשקל רכש הבנק ברבעון האחרון של השנה מט"ח בהיקף גדול, ככלי מוניתרי מרחיב, משלים למדיניות הריבית. נוסף על צעדי מדיניות אלה עשה בנק ישראל שימוש בהכוונה קדימה.

יעדי המדיניות המוניטרית

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כמטרה מרכזית. הממשלה קבעה כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-1.3%. עוד נקבע כי כאשר האינפלציה סוטה מתחום היעד על הבנק לנקוט מדיניות שלהערכתו תחזיר אותה אליו בתוך תקופה שלא תעלה על שנתיים. (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים לאורך זמן. ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בוועדה המוניטרית.¹ התפיסה שלבנק המרכזי יש מטרות אחדות, ובראשן שמירה על יציבות המחירים, נקראת בספרות "משטר גמיש של יעד אינפלציה" (flexible inflation targeting). במשטר זה, כשהאינפלציה בטווח הקצר סוטה מתחום היעד קובעי המדיניות פועלים להשבתה אליו בהדרגה. ההדרגתיות מאפשרת לקובעי המדיניות לפעול גם להשגת מטרותיו האחרות של הבנק תוך שמירה על יציבות מחירים בטווחים הבינוניים והארוך. לרשות הבנק עומד מגוון כלים להשגת מטרותיו, והוא נהנה מעצמאות בהפעלתם. פרק זה מנתח את סביבת האינפלציה ששררה במשך במהלך 2019 ואת צעדי המדיניות שהוועדה המוניטרית נקטה בתגובה עליה ובהתאם לתנאי הרקע האחרים.

1. האינפלציה

שיעור האינפלציה ב-2019 עמד על 0.6% – נמוך מהגבול התחתון של היעד. שני הגורמים המרכזיים להסבר האינפלציה הנמוכה הם: (א) שער החליפין של השקל, שיוסף משמעותית השנה – המשך למגמת הייסוף המאפיינת את השנים האחרונות ומשקפת בין השאר את עליית הביקוש ליצוא הישראלי ואת הצמצום ביבוא מוצרי אנרגיה, לצד מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד בחו"ל במחצית השנייה של 2019, יחסית לישראל. (ב) התגברות התחרות – שיפורים טכנולוגיים, ובראשם התרחבותה של הכלכלה הדיגיטלית, המאפשרת לצרכנים להשוות מחירים בקלות, ואף להסיט את ביקושם לחו"ל (במוצרים הסחירים), התפתחות המגבירה את התחרות, מגדילה את ההיצע ולוחצת כלפי מטה על המחירים המקומיים. בניגוד לשני גורמים אלה צד הביקוש נותר איתן, ולכן הוא לא תרם להסבר האטת האינפלציה.

השיעור הגבוה יחסית של עליית השכר במשך בשנים האחרונות, בהיותו גבוה מהגידול בפריז, העלה ככל הנראה את עלויות הייצור, ובמקביל גם את הביקוש של הצרכנים, ובכך תרם ללחץ כלפי מעלה על האינפלציה. ואולם, השיפור בתנאי הסחר, שבזכותו עלייתם של מחירי הצריכה מתונה מעליית מחירי התוצר, יכול להסביר מדוע שיעור האינפלציה נמוך מזה שהיה צפוי על רקע שוק העבודה ההדוק. גם התגברות התחרות, המשתקפת בגידול של הכמות המיוצרת ושל הביקוש לעובדים, לצד ירידה במחירים, תורמת להסבר האינפלציה המתונה.

שני הגורמים המרכזיים לאינפלציה הנמוכה הם ייסוף השקל והתגברות התחרות.

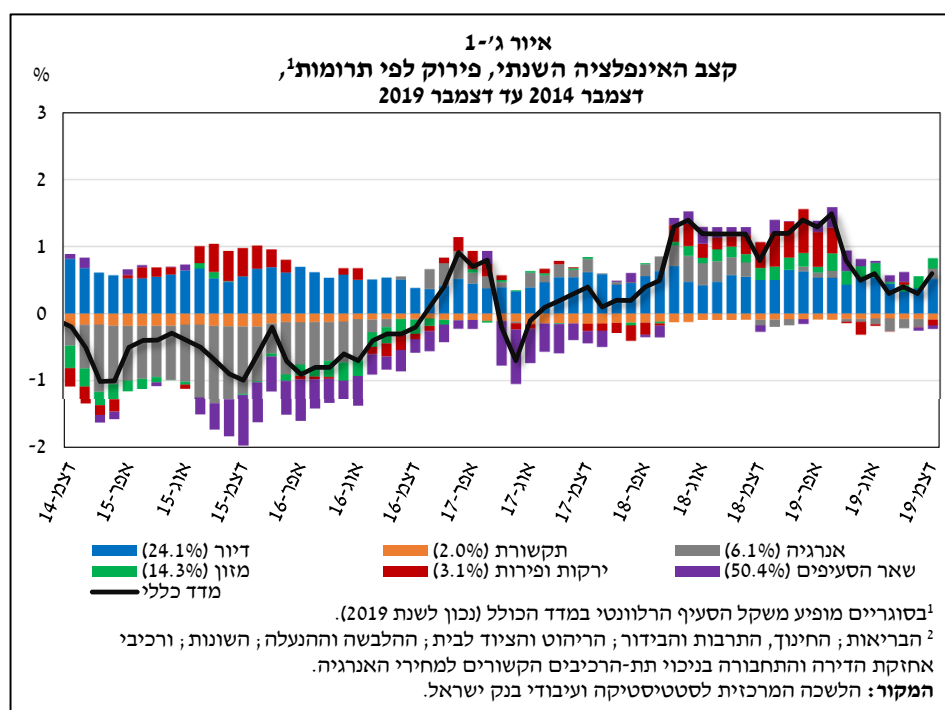
¹ תחום זה נקבע ב-2003. לפני כן נקבעו יעדי אינפלציה הולכים ויורדים בהדרגה, בתהליך דיסאינפלציה שנמשך כעשור. תיבה העוסקת ביעד האינפלציה מובאת בסוף פרק זה.

² עד אוקטובר 2011 קיבל הנגיד את ההחלטות על הריבית. מאוקטובר 2011 מקבלת אותן הוועדה המוניטרית. בוועדה שישה חברים, בראשותה עומד הנגיד, והחלטותיה מתקבלות ברוב קולות. במקרה של שוויון לנגיד יש קול כפול. בהחלטת הריבית של חודש נובמבר 2018 פעלה הוועדה בהרכב חסר של חמישה כתוצאה מהליך חילופי הנגידים. גם לאורך מרבית 2019 פעלה הוועדה בהרכב חסר של חמישה, עקב הליך חילופי המשנה לנגיד. תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2011 דנה בהרחבה בהרכב הוועדה המוניטרית, בדרך קבלת ההחלטות בה, וכן ביתרונות ובחסרונות הכרוכים בכל אחת מהדרכים לקבל החלטות – ועדה ומחליט יחיד.

א. התפתחות האינפלציה

האינפלציה השנתית
במדד המחירים לצרכן
לא התפתחה במהלך
2019 באופן אחיד,
ובסיומה עמד שיעור
השנתי על 0.6% – נמוך
מהגבול התחתון של
היעד.

האינפלציה השנתית במדד המחירים לצרכן³ הסתכמה ב-2019 ב-0.6%, אולם היא לא התפתחה באופן אחיד במהלך השנה (איור ג'-1). במחצית הראשונה נשמרה רמה גבוהה יחסית של האינפלציה, ששררה החל מהמחצית השנייה של 2018, ובמאי 2019 הגיע שיעור ל-1.5%. באותה עת היה נראה שהאינפלציה השנתית התבססה בתחום היעד לאחר סטייה כלפי מטה ממנו, שנמשכה מעל לארבע שנים – מאז אפריל 2014 (לוח ג'-1). לעומת זאת במחצית השנייה של 2019 ירדה האינפלציה משמעותית, ובסופה היה שיעור נמוך מגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, אך עדיין חיובי. הסתכלות על תקופה ארוכה יותר מלמדת שהאינפלציה בישראל עלתה מדרגה החל מ-2017 – לשיעור חיובי שבין 0.5% ל-1.5%⁴ – לעומת אינפלציה שלילית (עד -1%) בשנתיים שקדמו לתקופה זו.



העלייה של קצב האינפלציה כאמור (מהמחצית השנייה של 2018 עד סוף המחצית הראשונה של 2019 לעומת ראשית 2018) נזקפת בין השאר לסעיפים המאופיינים בדרך כלל בתנודתיות רבה – רכיב האנרגיה (5.9% מהמדד), המשקף בעיקר שינויים במחירי הנפט ובשער החליפין, שתרם חיובית לאינפלציה, ורכיב הפירות והירקות (2.9% מהמדד), שגם תרומתו הייתה חיובית. במחצית השנייה של 2019 הפכה תרומת רכיב הפירות והירקות לשלילית, וכן גם תרומת רכיב האנרגיה, שהפכה לשלילית במרבית החודשים – בעיקר עקב הייסוף המשמעותי של שער החליפין ופחות עקב שינויים במחירי הנפט. לעומת זאת התפתחותם של רכיבים אחרים הייתה אחידה יחסית לאורך

³ שיעור השינוי החודשי מול החודש המקביל אשתקד.

⁴ עם ירידות זמניות של קצב האינפלציה, בפרט ירידה בחודשים יוני-יולי 2017, שתיקנה את עצמה. ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

השנה ומחצית השנה האחרונות. תרומתו של סעיף הדיור (המודד את מחירי שכר הדירה, ומהווה כרבע מהמדד) נותרה חיובית ויציבה. רכיב המזון (13.7% מהמדד) תרם אף הוא חיובית בתקופה זו, לאחר שנים רבות של תרומה שלילית או אפסית. תרומתו השלילית של רכיב התקשורת (2% מהמדד) נשארה יציבה. בניכוי הרכיבים התנודתיים שאינם מייצגים כוחות בסיסיים בכלכלה, ובפרט בניכוי אנרגיה ופירות וירקות, האינפלציה נמוכה מאחוז אחד זה למעלה מחמש שנים, פרט לחודשים בודדים (לוח ג'-2).

לוח ג'-1

הסמנים העיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2015 עד 2019

2019				2019	2018	2017	2016	2015	
Q4	Q3	Q2	Q1						
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	-0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.4	-0.2	-1.0	2. האינפלציה בפועל ¹
0.8	-0.8	-0.4	2.8						3. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ²
1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	0.2	0.3	0.6	4. הציפיות של שוק ההון לאינפלציה לשנה ³
1.5	1.6	1.6	1.8	1.6	1.8	2.3	2.3	2.1	5. הציפיות של שוק ההון לאינפלציה ל-10 שנים ³
1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.0	0.6	0.6	0.8	6. תחזיות החוזאים לאינפלציה לשנה ³
ב. שיעורי התשואה (אחוזים) ³									
0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.1	0.1	0.1	0.1	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
									2. הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראל ²
-0.8	-0.9	-0.9	-0.7	-0.8	-0.8	-0.1	-0.1	-0.5	2. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה ⁴
1.0	1.3	1.9	2.2	1.6	2.2	2.1	2.0	2.2	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לעשר שנים ⁵
-0.5	-0.3	0.2	0.5	0.0	0.5	0.6	0.4	0.5	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לעשר שנים ⁵
ג. שיעור השינוי בשער החליפין (אחוזים) ⁶									
-0.4	-3.3	-1.4	-3.2	-8.1	2.3	-3.9	-4.6	-9.3	1. הנומינלי האפקטיבי
-1.4	-2.0	-0.6	-3.6	-7.4	7.1	-8.5	-1.4	-1.4	2. מול הדולר
-0.5	-4.4	-0.7	-4.3	-9.6	3.1	2.7	-4.3	-13.1	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
5.6	2.0	2.6	6.6	17.8	-3.9	-1.1	-11.0	6.8	1. התשואה הנומינלית הכוללת על מניות ⁶
	0.8	0.7	1.5	3.7	-0.8	1.4	5.7	7.9	2. מחירי הדירות
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי) ⁶									
1.7	1.1	1.6	0.6	5.1	12.2	12.6	17.2	40.7	1. אמצעי התשלום (M1)
1.4	0.4	1.4	2.9	6.4	2.0	8.4	7.9	13.6	2. M1 + פח"ק ⁷ + פיקדונות עד שנה בשקלים
ו. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
3.6	3.7	3.9	4.0	3.8	4.0	4.2	4.8	5.3	1. האבטלה
4.8	4.5	1.3	4.7	3.5	3.4	3.6	4.0	2.3	2. צמיחת התמ"ג ⁸

¹ מדד המחירים לצרכן במשך התקופה.

² כפי שמחושב בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

³ ממוצע תקופתי.

⁴ על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

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

⁶ הממוצע בחודש האחרון מול הממוצע בחודש האחרון בתקופה הקודמת.

⁷ פח"ק – פיקדון חוזר קרדיטורי, פיקדון יומי נזיל.

⁸ הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

המקור: בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

התפתחות המחרים לפי רכיבים שונים, עד 2015

[illegible]

¹ רכיב האנרגיה כולל דלק ושמיים לרכב וכן חשמל, גז וסולר לצריכה ביתית.

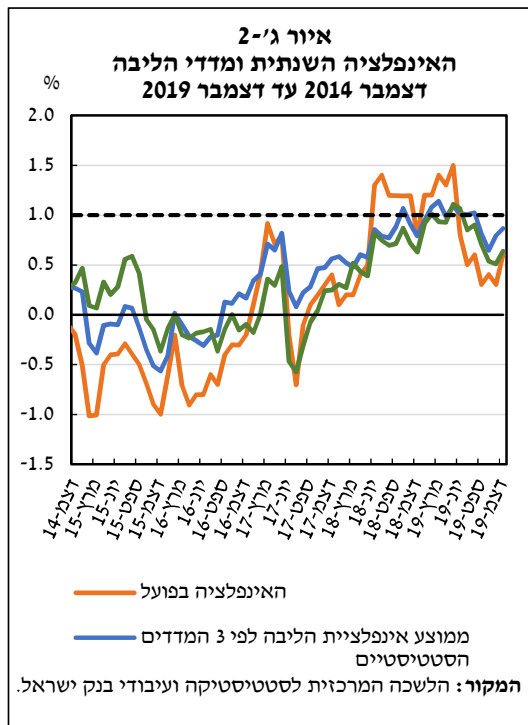
כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה לרבעון הראשון של 2010)

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל

המקור

ככלל, התפתחות האינפלציה בשנת 2019 משקפת שילוב של מספר גורמים: רמת הפעילות הגבוהה והמשך עליית השכר הנומינלי מעבר לפריון פעלו לעליית המחירים, בעוד שייסוף השקל, המשקף גם שינויים מבניים במשק, לצד התגברות התחרות, פעלו למיתון עלייתם של המחירים. בפרט, אפשר להבחין בהמשך מגמת העלייה המתונה של מחירי המוצרים הבלתי-סחירים, המושפעים בעיקר מתנאי המשק המקומיים – מהפעילות ומהשכר – ובהמשך הירידה של מחירי המוצרים הסחירים, המושפעים יותר משער החליפין ומהתגברות התחרות.

כשקובעי המדיניות המוניטרית מעריכים את התפתחות האינפלציה הם בדרך כלל מנסים לבחון אותה בניכוי שינויים זמניים במחירים, שאינם משקפים בהכרח את מקום המשק במחזור העסקים ואינם בשליטתה של המדיניות. זעזועים למחירי האנרגיה משפיעים על האינפלציה, אך הם נקבעים באופן שכמעט אינו ניתן לחיזוי, והשפעתם לרוב זמנית. השפעות דומות עשויות לחול על רכיבים תנודתיים אחרים במדד, כדוגמת מחירי הפירות והירקות, שרגישים למזג האוויר. מסיבה זו בנקים מרכזיים רבים נוהגים לעקוב אחר מדדים המנכים השפעות מעין אלה, המכונים מדדים "לאינפלצית הליבה" (core inflation)⁵.



מדדי אינפלצית הליבה נותרו בשנתיים האחרונות יציבים יחסית, בשיעורים נמוכים שבין 0.6%-ל-1.1%, לאחר מגמת עלייה מתונה בשנים שקדמו להן.

איור ג'-2 מציג שני מדדים לאינפלצית הליבה – הראשון הוא האינפלציה בניכוי רכיבי האנרגיה והפירות והירקות. השני הוא מדד המבוסס על ממוצע של שלושה מדדים סטטיסטיים: (1) האינפלציה בניכוי חודשי של רכיבים שבהם שינויי המחירים חדים; (2) האינפלציה המבוססת על שינוי המחיר החציוני ברכיבי המדד; ו-(3) האינפלציה המבוססת על הרכיב המשותף הראשון שנאמד באמצעות ניתוח גורמים משותפים (principal component analysis)⁶. מהאיור עולה, כצפוי, כי מדדי הליבה פחות תנודתיים מהמדד הכולל, וכי הם נותרו יציבים יחסית, בשיעורים נמוכים שבין 0.6%-ל-1.1% בשנתיים האחרונות, לאחר מגמת עלייה מתונה בשנים שקדמו להן.

⁵ להרחבה ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

⁶ השימוש בממוצע נעשה מתוך הנחה, שמיצוע של מספר אומדנים לאינפלצית הליבה עשוי לספק אומדן טוב יותר מאשר הסתמכות על אומדן בודד. פירוט על מדדי ליבה שונים מובא במאמרה של ס' ריבון (2010). "מדדים לאינפלצית הליבה בישראל", סקר בנק ישראל 84.

ב. התפתחות מחירי הבלתי סחירים ומחירי הסחירים

מחירי הבלתי סחירים
(בניכוי הפירות, הירקות
והדיוור) יציבים בשנים
האחרונות בין 0%
ל-1%. לעומתם מחירי
הסחירים נעו בין -3.5%
ל-1%.

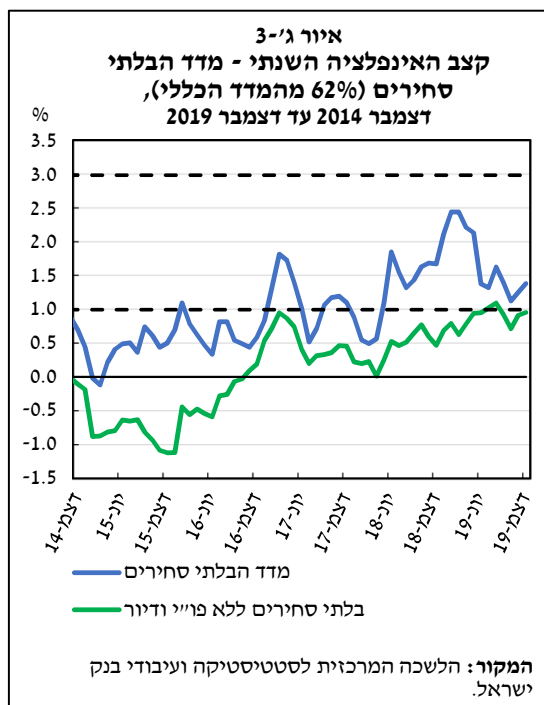
מידע נוסף על סביבת האינפלציה מתקבל באמצעות בחינת המוצרים הכלולים בסל הצריכה על פי מידת סחירותם. מפירוק האינפלציה למחירי המוצרים הסחירים והבלתי-סחירים עולה כי באופן כללי מחירי הבלתי סחירים, המושפעים בעיקר מכוחות מקומיים, יציבים יחסית בשנים האחרונות בין 0% לכ-1%⁷, תוך מגמת עלייה מתונה. לעומתם מחירי הסחירים, המושפעים בעיקר מגורמים גלובליים, מהתגברות התחרות ומשער החליפין, הוזלו בכאחוז בשנת 2019, ובאופן כללי נעים במחצית העשור האחרונה בטווח שבין -3.5% ל-1%.

(1) מחירי הבלתי סחירים

המדד למחירי המוצרים הבלתי סחירים (62% מהמדד הכללי) מודד בעיקר את השתנות המחירים המקומיים: המדד משקלל את מחיריהם של מוצרים בעלי אופי לא סחיר, שהם מוצרים המיוצרים בעיקר על ידי גורמי ייצור מקומיים, ואשר אין להם תחליפי יבוא משמעותיים. חלק ניכר ממדד זה הוא שירותים מקומיים הניתנים בארץ⁸. בזכות הרכבו מסייע מדד הבלתי סחירים בהבנת הגורמים המקומיים שמאחורי התנודות באינפלציה – עזוועי היצע וביקוש מקומיים.

מדד הבלתי סחירים מצביע על אינפלציה שנתית יציבה יחסית תוך מגמת עלייה מתונה בשלוש השנים האחרונות, שנעה במרבית החודשים בין 1% ל-1.5% בניכוי רכיב הפירות וירקות ובין 0% ל-1% בניכוי נוסף של רכיב שירותי הדיוור, המשקף בעיקר התפתחויות בשוק הדיוור (איור ג'-3). על פי התיאוריה הכלכלית צפוי שקצב עלייתו של מדד הבלתי סחירים יושפע מקצב עליית השכר

בניכוי השיפור בפריון העבודה. אכן, התפתחותו של מדד הלא-סחירים (ללא פירות וירקות ודיוור) תואמת את המגמה החיובית של קצב עליית השכר, כנראה גם משום שרכיבי מדד הבלתי סחירים, ובראשם ענפי השירותים, הם עתירי עבודה הרבה יותר מאשר רכיבי המדד הסחירים: בענפי השירותים שיעור עלות העבודה עומד על כ-60% מכלל גורמי הייצור, לעומת כ-25% בענפים הסחירים⁹. כך, קצב עליית שכר העבודה הנומינלי בשנים האחרונות, כ-3%, גבוה מקצב עלייתם של מחירי המוצרים והשירותים הבלתי סחירים ללא פירות וירקות ודיוור, העומד על כ-1%. פער זה מתיישב עם עליית פריון העבודה בענפים הבלתי סחירים ב-2019 – כ-2% (על פי נתוני החשבונאות הלאומית; ראו פרק ב').



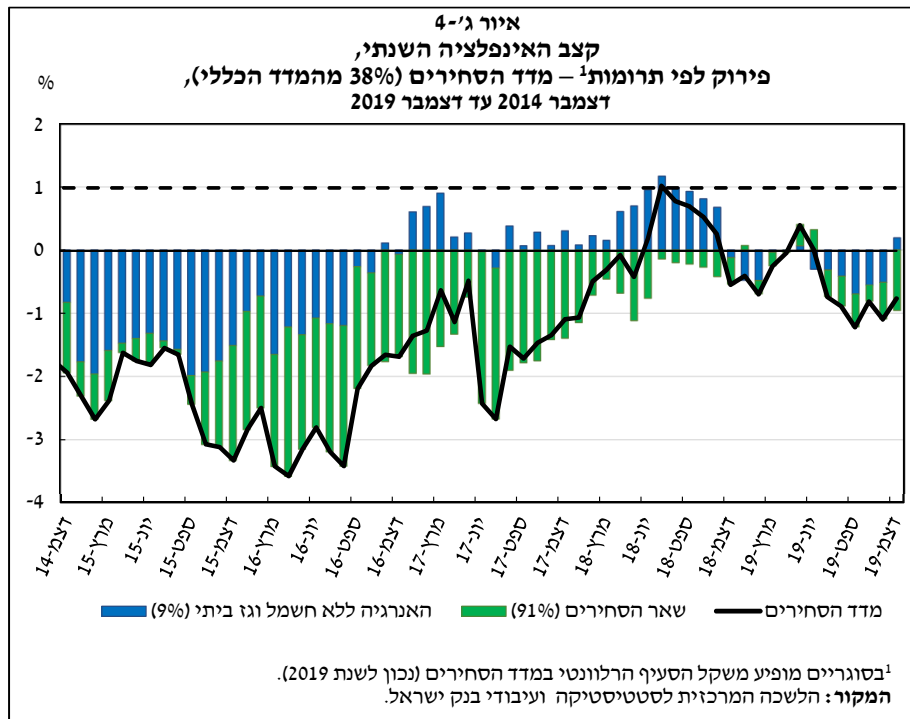
⁷ בניכוי סעיפי הפירות והירקות והדיוור.

⁸ שירותי דיוור הם רכיב משמעותי, אך גם שירותים אישיים כגון תספורת במספרה.

⁹ מבוסס על ד' אורפייג (2019). הקשר בין שכר לאינפלציה – מבט ענפי על רכיב העבודה במדד המחירים לצרכן, תזכיר פנימי.

(2) מחירי הסחירים

המדד למחירי המוצרים הסחירים (38% מהמדד הכללי) משקלל את מחיריהם של מוצרים בעלי אופי סחיר, כלומר מוצרים מיובאים או תחליפי יבוא. מחיריהם של מוצרים אלו מושפעים בעיקר ממחיריהם העולמיים, ממחירי חומרי הגלם המשמשים לייצורם, דרך השפעתם על מבנה העלויות של הפירמות, וכן משער החליפין של השקל, המשפיע על המחיר השקלי של היבוא. בשנים האחרונות הם מושפעים גם מהצעדים שהממשלה נוקטת במטרה להגביר את התחרות בתחום המוצרים האלה ולהוזיל את מחיריהם¹⁰. המדד למחירי המוצרים הסחירים ירד בשנת 2019 ב-0.8%, לאחר שב-2018 הוא ירד ב-0.5%. ירידה זו באה לאחר שבמהלך המחצית השנייה של 2018 היה קצב אינפלציית הסחירים חיובי, והגיע בשיאו ל-1% (איור ג'-4). קצב האינפלציה השלילי בשנת 2019 הוא המשך לירידה בת שנים רבות של מחירי הסחירים. התנודתיות במחיריהם של ב-2019 נזקפת בין השאר לרכיב האנרגיה, ששיקף את השינויים החדים במחירים השקליים של הנפט באותה התקופה, שהם בעיקר תוצאת השינויים בשער החליפין שקל-דולר.



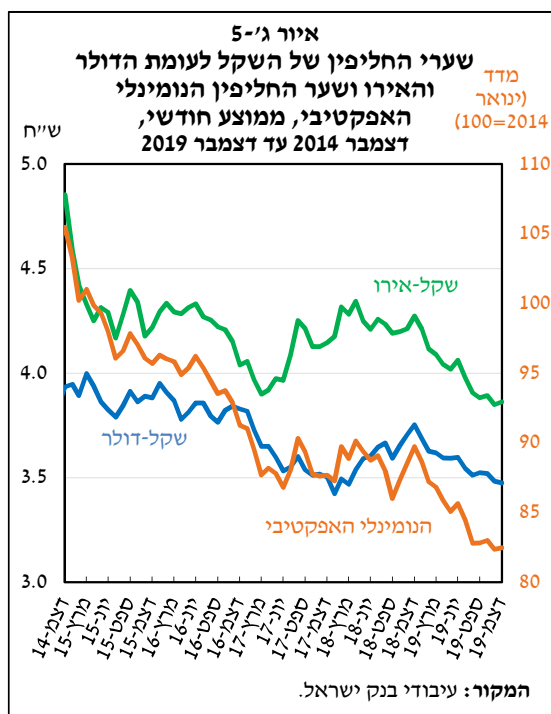
ג. גורמי הרקע

(1) שער החליפין והמחירי חו"ל

במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, השקל יוסף משמעותית ב-2019, ב-8.3%, לאחר פיתוח של 2.3% ב-2018 וייסוף של 3.9% ב-2017 (איור ג'-5). הייסוף השנה משקף ייסוף חד של כ-9.7% מול האירו לצד ייסוף של כ-7.8% מול הדולר.

במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, השקל יוסף משמעותית ב-2019 ב-8.3% ופעל למיתון עלייתם של המחירים.

¹⁰ בשנת 2019 ההשפעה הישירה של צעדי הממשלה הייתה אפסית. עם זאת, מדיניות שנקטה בעבר לשם הגברת התחרות (כדוגמת צעדי מדיניות בשוק התקשורת ובבנקאות) המשיכה להשפיע גם בשנה זו.



בהסתכלות רחבה יותר התפתחות האינפלציה תואמת את התפתחות הייסוף המשמעותי של שער החליפין ומעידה ששער החליפין הוא גורם חשוב המשפיע על האינפלציה בישראל בשנים האחרונות. את שיעור האינפלציה הנמוך יחסית ב-2015–2016 והשנה ניתן לקשור לייסוף באותה עת, ואת היציבות של שיעורה ברמה גבוהה יחסית – ליציבותו של שער החליפין בשנים 2017–2018.

אישוש נוסף לחשיבותו של שער החליפין כגורם המסביר את האינפלציה בישראל מתקבל מעבודה הבודקת את רמת התמסורת קצרת הטווח משער החליפין של השקל-דולר לאינפלציה בישראל ואת השינויים שחלו בה¹¹. על פי העבודה התמסורת משער החליפין למחירים עלתה החל מאמצע שנת 2017 לכ-25%. אחד

ההסברים לכך הוא התגברות התחרות בשנים האחרונות, שתומכת בהתאמת מחירים מהירה יותר, בייחוד כלפי מטה, על רקע הייסוף. מבדיקה שנערכה בחטיבת המחקר של בנק ישראל עולה שבשנים האחרונות, בניגוד לעבר, התמסורת אינה סימטרית: התמסורת מייסוף חזקה מן התמסורת מפחות, בייחוד בתחום ההלבשה וההנעלה¹². גם על פי בדיקה זו התמסורת של הטווח הקצר (כחצי שנה) עלתה בשנים האחרונות. אמידת התמסורת מאפשרת לנו להעריך את תרומת הייסוף לאינפלציה בשנה האחרונה: אפילו בהנחה שמרנית כי שיעור התמסורת בטווח הקצר משער החליפין לאינפלציה בטווח הקצר עומד על כ-10%, ובהינתן ייסוף סביב 8% ב-2019, צפויה תרומה שלילית משמעותית לאינפלציה בפיגור של עד חצי שנה¹³.

חשוב לציין ששינויים בשער החליפין הם תוצאה של תהליכים מקרו-כלכליים. חוזקו של המשק הישראלי, פערי הריביות בין ישראל לחו"ל וגורמים נוספים מעלים את כדאיותה של ההשקעה בישראל. כתוצאה מכך תנועות ההון אל המשק גדלות, וכאשר תנועות ההון היוצאות מהמשק לא גדלות באותה מידה השקל מתחזק. ההרחבה המוניטרית שנקט בנק ישראל בשנים האחרונות הייתה משמעותית, כפי שמתבטא ברמת הריבית הנמוכה לאורך תקופה ארוכה. עם זאת, במחצית השנייה של 2019 הייתה ההרחבה מתונה בהשוואה להרחבה שנקטו בנקים מרכזיים אחרים, בפרט ה-ECB; הדבר תרם גם הוא ככל הנראה לייסוף המשמעותי בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי.

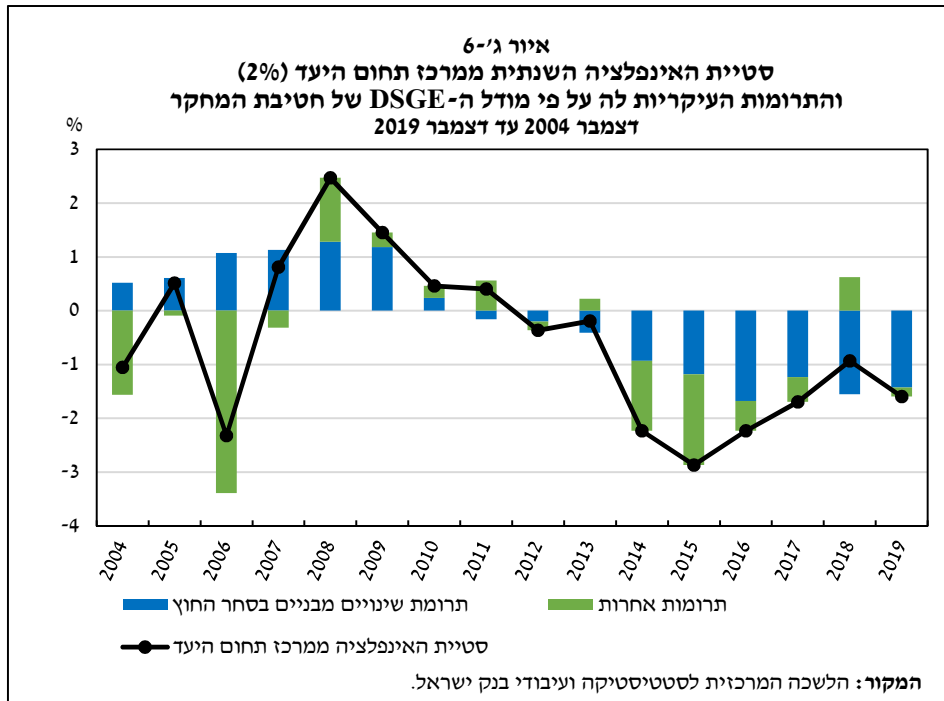
¹¹ מ' קוזין (2019), "התמסורת משער חליפין למחירים", לקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, בנק ישראל.

¹² ממצא דומה מובא בדוח של מרכז טאוב. ראו ב' גנטל וג' ברנד (2019). "התמסורת שבין מחירי חו"ל למחירים המקומיים", מצב המדינה – חברה, כלכלה ומדיניות, 39–43.

¹³ הדיון בתמסורת מתייחס לשער החליפין של השקל מול הדולר, משום שמחירי הסחורות, שמחיריהן בשקלים הם משפיעים על האינפלציה, נקובים במונחי דולרים.

מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר¹⁴ מספק מסגרת לניתוח כמותי של הגורמים המבניים המסבירים את התפתחות האינפלציה. על פי המודל, התרומה העיקרית לסטיית קצב האינפלציה מהיעד כלפי מטה בשנים האחרונות מיוחסת לשינויים מבניים בסחר החוץ, דהיינו בהרכב היבוא והיצוא של המשק (איור ג'-6). שינויים אלו משקפים, על פי פרשנותנו, את צמצום היבוא של מוצרי אנרגיה ולאחרונה גם את יצוא הגז, וכן שינויים במאפייני ההון האנושי עם גידול חלקם של שירותי ההייטק בפעילות המשק ובפרט ביצוא. ענף ההייטק מושך אל המשק תנועות מ"ח, הן כתוצאה מפעילות היצוא והן כתוצאה מתנועות הון למימון השקעות רלוונטיות¹⁵. אלה תרמו למגמת הייסוף הנומנלי ולירידה באינפלציה.

שינויים מבניים בסחר החוץ תרמו לייסוף השקל – צמצום היבוא של מוצרי אנרגיה ולאחרונה גם יצוא הגז, וכן שינויים במאפייני ההון האנושי עם גידול חלקם של שירותי ההייטק בפעילות המשק ובפרט ביצוא.



השוואה של האינפלציה בישראל לזו של מדינות ה-OECD מלמדת שבמהלך המחצית השנייה של שנת 2019 נפתח ביניהן פער משמעותי (איור ג'-7). פער זה מתעצם כאשר משווים את המדד ללא אנרגיה ומזון¹⁶ (איור ג'-8), שבו הפער הצטמצם בשנתיים הקודמות. ממצאים אלו מתיישבים עם ההערכה שחלק ניכר מהירידה של שיעור האינפלציה בישראל קשור להתחזקותו של השקל, ובמידה פחותה לחלחול של ירידת מחירים עולמיים. גורם אפשרי נוסף לפער בין שיעורי האינפלציה הוא שהמעבר לשיווי משקל של רמת תחרות גבוהה יותר בישראל מתרחש בפיגור ביחס למשקים אחרים ב-OECD. כמו כן סביר להניח שבנקודת המוצא התאפיין המשק הישראלי ברמת תחרות

במהלך המחצית השנייה של שנת 2019 נפתח פער משמעותי בין האינפלציה בישראל לזו במדינות ה-OECD.

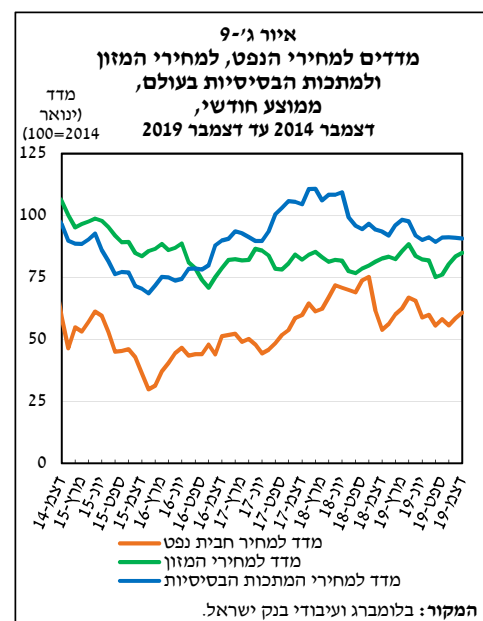
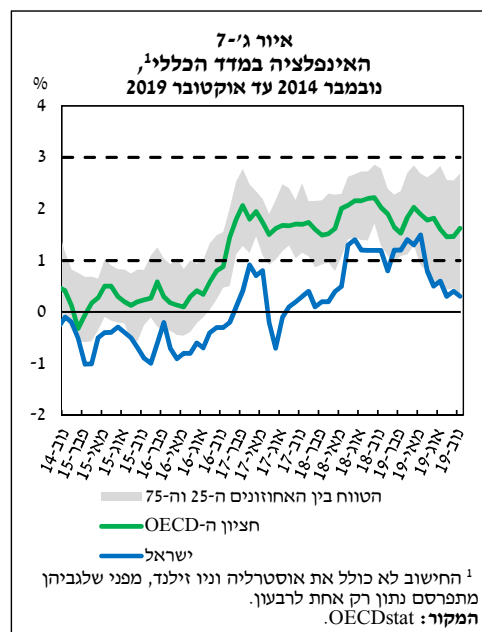
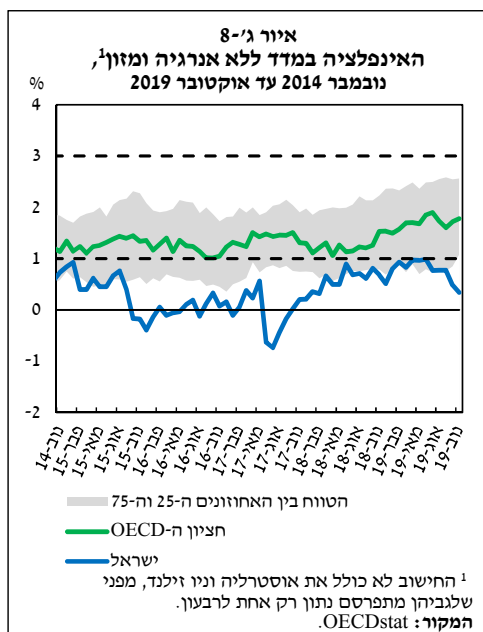
¹⁴ E. Argov, E. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam and I. Rozen (2012). MOISE: A DSGE model for the Israeli economy. Bank of Israel (No. 2012.6). Discussion Paper

¹⁵ להרחבה ראו פרק ב' ופרק ד' בדוח זה.

¹⁶ בישראל, בניגוד לשאר המדינות, מדד המזון לא כולל את הפירות והירקות, ולכן אנו בוחנים לגביה את המדד בניכוי אנרגיה, מזון ופירות וירקות.

נמוכה יותר מאשר משקים אחרים. כך, למשל, סביר שבמדינות בעלות גבולות יבשתיים פתוחים כוחם של היבואנים המקומיים קטן יותר מאשר בישראל.

עם הגורמים שהקלו על פתיחת המשק הישראלי לתחרות העולמית בשנים האחרונות נמנים השיפורים הטכנולוגיים, שאפשרו בין היתר השוואת מחירים קלה ונוחה יותר; התרחבות המסחר המקוון (בתוך ישראל ומחוצה לה); והעלייה ביבוא האישי הישיר – קניית מוצרים בחו"ל על ידי הצרכנים, שהוזלה – בין היתר הודות לירידת מחירי הטיסות.



הסחורות האחדות (commodities) משמשות חומר גלם לייצור, ועל כן מחיריהן משפיעים על עלויות הייצור, ודרכן – על המחירים במשק. ב-2019 לא היו תנודות חדות במחירי הסחורות – מחיריהן של חבית נפט מסוג "ברנט", של המתכות הבסיסיות ושל הסחורות החקלאיות. זאת בניגוד לתנודות החדות ב-2018, שבה מחירה של חבית נפט הגיע בשיאו, בחודש אוקטובר, לכ-85 דולרים, ובדצמבר צנח לשפל של כ-50 דולרים¹⁷. ב-2019, בממוצע, מחיר חבית נפט היה נמוך משמעותית מאשר ב-2018, וכן גם מחירי המתכות הבסיסיות, שירדו מעט, בממוצע, בין שתי השנים (איור ג'-9).

¹⁷ להרחבה ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2018, המציג בחינה של התמסורת בין שינויים במחירי הנפט לרכיבי המדד השונים באמצעות גרסיה לינארית הבוחנת את השינויים ברכיבי המדד במהלך ששת ושנים-עשר החודשים שלאחר השינוי במחיר הנפט.

השינוי בתרומת רכיב האנרגיה למדד המחירים לצרכן, שתואר בראשית הפרק, והיה אחד הגורמים לירידת האינפלציה בפועל במחצית השנייה של 2019, נבע בעיקרו מהשינוי במחיר השקלי של הנפט, אשר שיקף בעיקר את הייסוף בשער חליפין, ופחות – תנודות חדות במחירי הנפט עצמם.

(2) שוק העבודה

על פי התיאוריה הכלכלית שינויים בעלות העבודה, כשהם גבוהים מהשינוי בפריזון, צפויים להשפיע על המחירים לצרכן¹⁸. בחינה של המתאם הדינמי ("סיבתיות גרינג'ר") בין השכר למחירים לצרכן בענפי הכלכלה השונים בישראל, במדגם המקיף את שני העשורים האחרונים, מעלה ששינויים בשכר הנומינלי מקדימים שינויים באינפלציה, הן ברמה המצרפית והן בחלק מענפי המשק¹⁹. כך, פיגורים של השכר נמצאו מובהקים סטטיסטית במשוואת האינפלציה (ברמת מובהקות של 10%) ולא להפך²⁰. גם בהסתכלות על ענפי המשק ניכר כי בענפים שבהם ההשפעה מובהקת השכר לרוב מקדים את האינפלציה ולא להפך²¹.

שינויים בשכר מקדימים את השינויים באינפלציה.

ניתוח ההתפתחויות ב-2019 מלמד שהתוצר המשיך לצמוח בקצב נאה, למרות התמתנות מסוימת בקצב צמיחתו, ככל הנראה על רקע מגבלות מצד ההיצע, ובפרט כתוצאה מקרבה למיצוי הניצולת של גורמי הייצור. ככלל ישנן מספר אינדיקציות שלפיהן המשק נמצא בשנים האחרונות בסביבת תעסוקה מלאה: שוק העבודה נותר הדוק – השכר הנומינלי אמנם המשיך לעלות גם ב-2019, אך קצב עלייתו, 2.8% לשנה, נמוך מזה של השנה הקודמת (3.5%); שיעור האבטלה עמד על 3.3% בלבד (בגילי העבודה העיקריים – 25–64), ושיעור המשרות הפנויות התייצב ברמה גבוהה, אף כי ירד מעט בשנתיים האחרונות²².

¹⁸ אף על פי כן הממצאים האמפיריים לגבי עוצמת הקשר בשנים האחרונות אינם חד-משמעיים. כך, למשל, Peneva and Rudd מדווחים על היחלשות הקשר בין השכר לאינפלציה בארה"ב, וזאת משום שהציפיות לאינפלציה הפכו מעוגנות יותר. ראו: E. V. Peneva and J. B. Rudd (2017). "The Passthrough of Labor Costs to Price Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 49(8), 1777–1802.

כנגד זאת מוצאים Bobecia et al. דווקא קשר חזק בין עלות העבודה לאינפלציה בארבעת המשקים הגדולים של גוש האירו. קשר זה משתנה על פני זמן, ותלוי במצב המשק ובאופי הזעזועים הפוקדים אותו – חזק יותר כאשר זעזועי הביקוש דומיננטיים וחלש יותר כאשר זעזועי ההיצע דומיננטיים. ראו: E. Bobecia, M. Ciccarelli and I. Vansteenkiste (2019). The link between labor cost and price inflation in the Euro area. ECB Working Paper Series No 2235.

Boranova et al. מוצאים שבמדינות רבות השכר עולה יותר מאשר פריזון העבודה, ובכל זאת הלחצים על האינפלציה נותרים מתונים. הם מוצאים גם שהקשר נחלש בתקופות של עלייה בלחצים התחרותיים, וכך היה, ככל הנראה, בישראל. ראו: Vizhdan Boranova, Raju Huidrom, Sylwia Nowak, Petia Topalova, Volodymyr Tulin, and Richard Varghese (2019). Wage Growth and Inflation in Europe: A Puzzle? No. 19/280. International Monetary Fund.

¹⁹ בבדיקה זו הורצו שתי גרסאות נפרדות. באחת שיעור השינוי (הרבעוני) של מדד המחירים על הפיגורים העצמיים והפיגורים של שיעור השינוי של השכר הנומינלי, ובשנייה להפך. פרט למשתנים אלו לא נכללו משתנים אקסוגניים נוספים. סיבתיות גרינג'ר מוגדרת כמצב שבו הפיגורים של משתנה אחד נמצאים מובהקים סטטיסטית במשוואה המנסה להסביר את המשתנה האחר. התוצאות נמצאו עמידות לשימוש באחד עד ארבעה פיגורים של המשתנים המסבירים. בבדיקה דומה, המתייחסת לעלות העבודה ליחידת תוצר (ULC), לא מעלה תוצאות ברורות לגבי הקשר הדינמי בין האינפלציה לעלות העבודה.

²⁰ בבדיקה זו נעשה שימוש בנתוני הלמ"ס הרבעוניים של השכר והאינפלציה בכל ענף משנת 2000 עד הרבעון השני של שנת 2019 (לגבי מרבית סדרות הנתונים). סביב 2006 שינתה הלמ"ס את הסיווג הענפי, והנתונים משורשרים דרך שיעורי השינוי. סיווג השכר והאינפלציה לענפים מניח כי יש הלימה בין נתוני הלמ"ס המדווחים על השכר לאלה המדווחים על המחירים בכל ענף. התוצאות יציבות על פני זמן ועל פני מדגמים שונים.

²¹ בפרט בענפי השירותים העסקיים, הבנייה והחשמל והמים. בענף התעשייה התוצאות פחות ברורות כאשר בוחנים את כלל המדגם, שכן נמצאה השפעה דו-כיוונית מובהקת (כך גם לגבי המדגם 2009 עד 2019).

²² להרחבה ראו פרק ב' בדוח זה.

כדי לעמוד על השינוי במחירים כפי שהיצרנים רואים אותו יש לבחון את מדד מחירי התוצר, המודד את מחיר הערך המוסף של המוצרים המיוצרים במשק. מדד מחירי התוצר שונה ממדד המחירים לצרכן בין השאר כיוון שהוא כולל את המוצרים המיוצאים לחו"ל ואינו כולל מוצרים המיוצרים בחו"ל ומיובאים למשק (הכלולים במדד המחירים לצרכן). הפער בהתפתחות בין מחירי התוצר למחירי הצרכן מוסבר בעיקרו בשינויים בתנאי הסחר, ובפרט ביציבות מחירי היצוא לצד ירידה של מחירי היבוא.

פער זה יכול להסביר את היחלשות הקשר שבין עליית השכר לאינפלציה בישראל. מבחינת היצרן השכר משפיע על עליית המחירים של המוצרים שהוא מוכר (מחירי התוצר), והוא אמור לשקף (לאורך זמן) את מכפלת התפוקה השולית של העובד (המשקפת את פריון העבודה) במחיר ליצרן. לעומת זאת מנקודת מבטו של הצרכן עלייתו של השכר מהירה מזו של המחירים שהוא משלם על סל הקנייה שלו – מדד מחירי הצרכן – כך שכוח הקנייה שלו גדל. (השכר עולה בכ-3% לעומת אינפלציה של כ-0.5%). השיפור בתנאי הסחר ב-2019, שיצר פער בין עליית מחירי התוצר (2.3%) לעליית המחירים לצרכן (כ-0.5%)²³, לצד עלייה של כ-1.5% בפריון העבודה איפשר את עליית השכר ללא האצה במדד המחירים לצרכן. בהקשר זה נציין שזעזוע אשר מקורו בהתגברות התחרות במשק – המשתקף בגידול של ההיצע ושל הביקוש לעובדים לצד ירידת מחירים – מתיישב עם שכר שעולה לצד אינפלציה נמוכה.

כדי לנסות ולהעריך את ההשפעה הצפויה של השכר על האינפלציה נבחן את חלק העבודה במוצרים ובשירותים המרכיבים את מדד המחירים לצרכן²⁴. נעשה זאת על ידי חישוב מלמטה למעלה (Bottom-Up) של רכיבי מדד המחירים לצרכן המושפעים משכר העבודה מתוך נתוני 159 הענפים בלוחות תשומה-תפוקה מפורטים²⁵, על פי השיטה שהציגה אורפיג (2015)²⁶. הניתוח מביא בחשבון את העובדה שמחיר כל מוצר בסל הצריכה הסופי מורכב מגורמי ייצור שהם עבודה, גורמי ייצור שאינם עבודה, ערך מוסף עודף ומסים²⁷.

נמצא כי השיעור הנגזר של רכיב השכר על פי חלקו בעלויות במדד המחירים לצרכן עומד על 34%. אזור ג' 10 מציג את התרומות הצפויות של השכר לאינפלציה השנתית. תרומת "שאר הרכיבים" מכילה את כל הגורמים המשפיעים גם הם על האינפלציה, כגון שער החליפין, שינויים בפריון ושינויים במידת התחרות, וכן סטייה של שיעור עליית השכר מחלקו המחושב הצפוי. על פי ניתוח זה תרומת השכר לאינפלציה בשלוש השנים האחרונות אחידה למדי וגבוהה יותר מאשר בשנים הקודמות. עלייה מתונה של שיעור האינפלציה מאז 2015 מבטאת היחלשות של הגורמים

תרומת השכר לאינפלציה
בשלוש השנים האחרונות
אחידה למדי וגבוהה
יותר מאשר בשנים
הקודמות.

²³ שיעור העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן חושב לרבעון האחרון של 2019 כדי להתאים לנתוני מחירי התוצר, המתפרסמים בתדירות רבעונית (במונחים שנתיים): חושב השינוי בין ממוצע רמת מדד המחירים לצרכן ברבעון הרביעי של 2019 לבין הנתון המקביל ברבעון הרביעי של 2018.

²⁴ מבוסס על ד' אורפיג (2019). הקשר בין שכר לאינפלציה – מבט ענפי על רכיב העבודה במדד המחירים לצרכן, בנק ישראל, תזכיר פנימי.

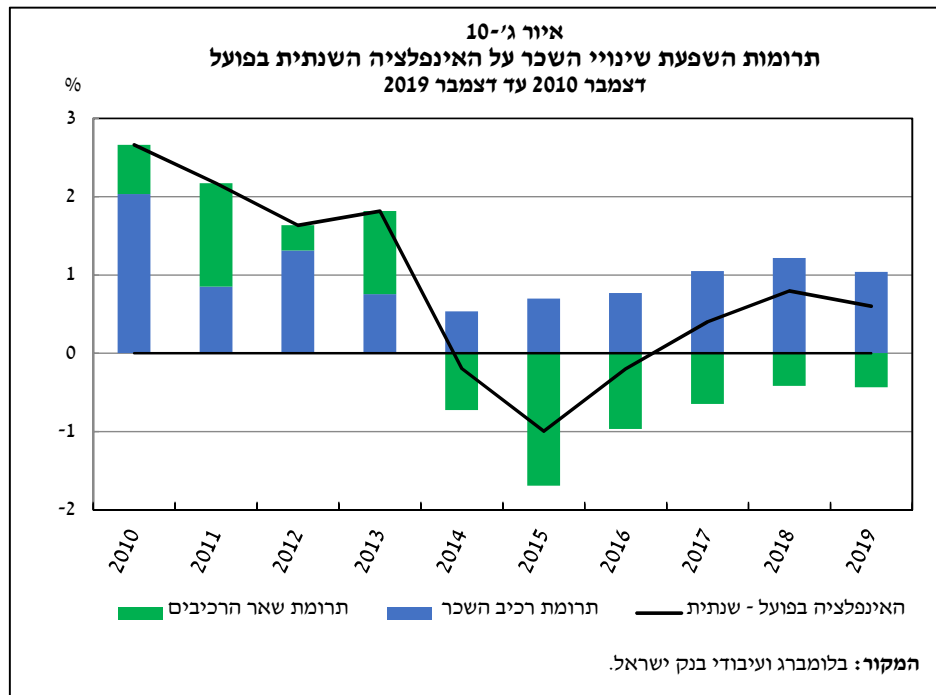
²⁵ בדומה למחקרים אחרים המשתמשים בלוחות תשומה-תפוקה להסקת מסקנות על התמסורת למחירים, כגון O. de Bandt and T. Razafindrabe (2014). "Exchange rate pass-through to import prices in the Euro-area: A multi-currency investigation", *International Economics*, 138, 63–77; R. A. Auer, A. Levchenko and P. Sauré (2019). "International inflation spillovers through input linkages". *Review of Economics and Statistics*, 101(3), 507–521; R. A. Auer and A. Mehrotra (2014). "Trade linkages and the globalization of inflation in Asia and the Pacific", *Journal of International Money and Finance*, 49, 129–151.

²⁶ ד' אורפיג (2015). ערוצי התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט ענפי על הרכיב הסחיר במדד. בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל, 2015.04.

²⁷ הניתוח מבוסס על לוחות תשומה-תפוקה לשנת 2006, שהם הלוחות העדכניים ביותר הקיימים. בהשוואת לוחות התשומה-תפוקה של שנת 1995 לאלה של 2006 לא נמצאו הבדלים משמעותיים. החישוב נערך לכל ענף בנפרד, וכולל את הנתונים המפורטים על הרכב גורמי הייצור הענפיים (בחלוקה ל-159 ענפים); לכל ענף הותאם שיעור עליית השכר המתאים לו, ולבסוף שוקללו התוצאות הענפיות למדד הכולל.

השליליים האחרים, אף כי תרומתם לאינפלציה נותרה שלילית. ניתן לראות שבשש השנים האחרונות התרומה המשוקללת של "שאר הגורמים" שלילית, אך תרומה זו הולכת וקטנה, ואילו בארבע השנים הראשונות של העשור תרומתם חיובית. פירוק זה עולה בקנה אחד עם ההערכה שכוחות נוספים, בהם השפעות גלובליות והתגברות התחרות, פועלים בכיוון ממתן ומקזזים את ההשפעה החיובית של הפעילות ועליית השכר על האינפלציה.

לסיכום, אמנם מצאנו ששינויים בשכר הנומינלי מקדימים שינויים באינפלציה (ולא להפך), אך הנתונים של השנים האחרונות מצביעים על פער בין קצב עליית השכר הנומינלי בניכוי הפריון לקצב עליית האינפלציה הכוללת. זאת משום שלצד תרומה חיובית של השכר לאינפלציה בשנים האחרונות פועלים כוחות אחרים, לרבות שער החליפין והתגברות התחרות, שתורמתם לאינפלציה שלילית.



(3) התגברות התחרות במשק

התגברות התחרות במשק עשויה להסביר את האינפלציה הנמוכה, בייחוד במחירי הסחירים. על פי התיאוריה הכלכלית, במהלך המעבר לשיווי משקל עם רמת תחרות גבוהה יותר צפויים גידול של הכמות המיוצרת וירידה של המחיר. כדי לייצר את הכמות שגדלה עולה הביקוש לעובדים, ונוצר לחץ לעליית השכר.

מספר עדויות מצביעות על עלייה של רמת התחרות במשק. כך, לפי נתוני רשות הדואר נסק בתוך עשור מספר החבילות המגיעות בשנה מחו"ל ב-370% והגיע ב-2019 לכ-68 מיליון, והמשקל הכולל של החבילות עלה בתקופה זו ב-770%. הנתונים האלה באים בעקבות מבחר תמריצים לצרכן הישראלי לקנות בחו"ל: הקלות רגולטוריות במכס²⁸, כניסת שחקניות עולמיות גדולות לשוק הישראלי, כולל מבצעי שילוח ייחודיים לישראל והנגשת המוצרים באתרים בעברית. מכלול

התגברות התחרות
במשק עשויה להסביר
את האינפלציה
הנמוכה, בייחוד במחירי
הסחירים.

²⁸ כחלק מהתוכנית "נטו משפחה".

הגורמים האלה מקל על הצרכן לייבא באופן עצמאי²⁹. גם צרכן שאינו קונה באתרים הללו נהנה מהפלטפורמות האמורות, המקלות על השוואת מחירים, ובכך משפיעות על מחיריהם של המוצרים הנמכרים בארץ. בהתאם לכך אנו עדים לירידה ברווחיות של פירמות הפועלות בתחומי הייצור, היבוא והשיווק, ביחוד בענף ההלבשה וההנעלה³⁰.

עדות נוספת להתגברות התחרות היא העלייה בתמסורת בין שער החליפין לאינפלציה, המוצגת במחקר של מכון טאוב: נמצא שעד שנת 2015 התייקרותם של מחירי חו"ל העלתה את רמת המחירים בישראל בקצב מהיר יחסית, ואילו כשמחירי חו"ל ירדו הוזלו המחירים המקומיים בקצב איטי ומתמשך³¹. לעומת זאת החל מהשנים 2015–2016 ניתן להבחין בשינוי מהותי: התגובה של המחירים המקומיים למחירי חו"ל מהירה יחסית, ולא נמצאו עדויות לחוסר סימטריה. כשגוברת התחרות, רמת המחירים ההתחלתית הגבוהה בישראל יחסית למדינות אחרות עשויה לאפשר ירידת מחירים מהירה יותר (או עלייה מתונה יותר) מאשר בהן. (זאת בדומה לצמיחה מהירה יותר במדינות שרמת התוצר ההתחלתית שלהן נמוכה).

אף על פי כן קשה להעריך עד כמה תרם גידול התחרות להורדת האינפלציה. כאשר מחשבים את משקל הסעיפים במדד המחירים לצרכן המושפעים מקנייה מקוונת מוצאים שמשקלם במדד המחירים לצרכן קטן יחסית, ועל כן אינו מאפשר השפעה נרחבת על האינפלציה. ואולם בחינה זו מודדת רק את ההשפעה הישירה, ואינה מביאה בחשבון את שיפור היכולות הטכנולוגיות, הבא לידי ביטוי במסחר המקוון ככלי להשוואת מחירים, וכן את החלחול של ירידת המחירים גם אל גורמי ייצור של מוצרים בלתי סחירים, שאינם נכללים באומדן זה.

ד. ציפיות האינפלציה

לציפיות הציבור לגבי התפתחות האינפלציה בעתיד חשיבות רבה בעיני קובעי המדיניות בבנק המרכזי, שכן הן משפיעות על התפתחות האינפלציה בהווה. כך ציפיות העובדים לגבי האינפלציה בעתיד משפיעות בהווה על הסכמי השכר שלהם, ובהמשך אלו משפיעים על תמחור מוצרי הצריכה של הפירמות.

ב-2019 נותרו ציפיות האינפלציה לכל הטווחים יציבות עם ירידה מסוימת בסוף השנה, במקביל לירידת האינפלציה בפועל, וזאת לאחר רמות שיא בשלהי 2018. רמת הציפיות עודנה גבוהה משמעותית יחסית לרמות בשנים 2015–2017, מצב התואם את התפתחותם של מדדי הליבה שהוצגו לעיל – עליית מדרגה ואחריה התייצבות.

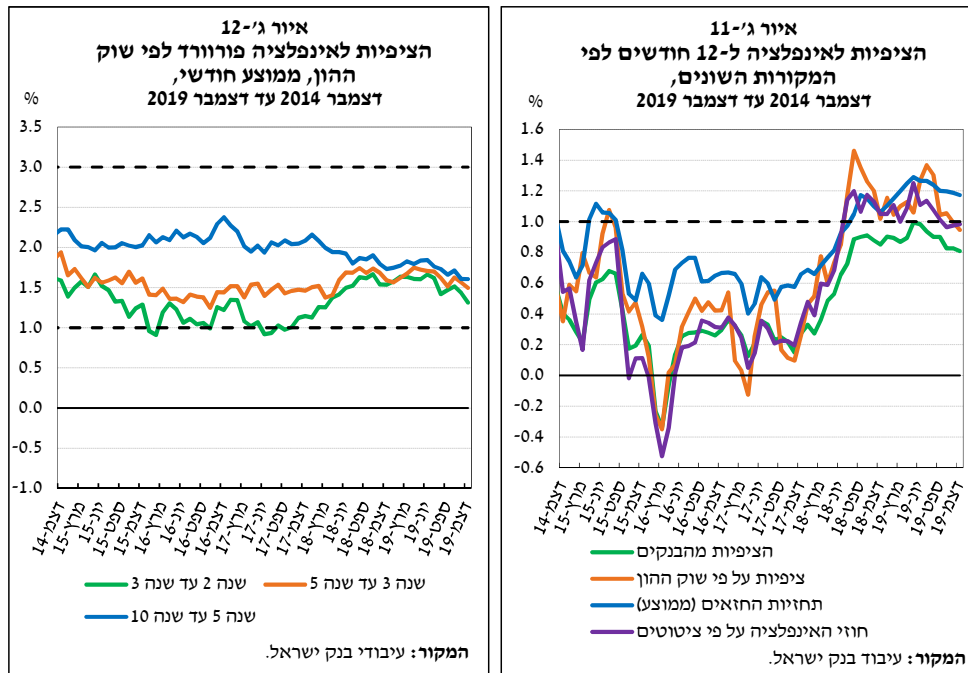
ציפיות האינפלציה מהמקורות השונים (שוק ההון, החוזאים המקצועיים, הריביות הפנימיות של הבנקים וחוזי האינפלציה עפ"י ציטוטים) ל-12 החודשים הקרובים ירדו מעט בשנת 2019, לאחר מגמת עלייה שהחלה בראשית 2017, והתייצבו בסביבת הגבול התחתון של היעד (איור ג'-11). הציפיות פורוורד לשנה בעוד שנה (1–2 שנים) נותרו במהלך שנת 2019 מעל לגבול התחתון של היעד, ובסופה עמדו על כ-1.2%. גם הציפיות פורוורד לטווחים של שלוש שנים ומעלה ירדו מעט, אך נותרו במהלך השנה מעוגנות סביב 1.5%, מתחת למרכז תחום היעד (איור ג'-12). יחד עם זאת, אף על פי שהאינפלציה השנתית בישראל סתה מיעדה במחצית השנייה של 2019, לאחר סטייה מתמשכת מאמצע 2014 ועד אמצע 2018 (להוציא חודשים בודדים), ציפיות האינפלציה מעל שנה נותרו בתוך טווח יעד האינפלציה. זאת ועוד, למרות הירידה בסוף התקופה רמת הציפיות

²⁹ מחירי המוצרים שנרכשים על ידי צרכנים מאתרים בין-לאומיים אינם נכללים במדד המחירים לצרכן.

³⁰ ראו התייחסות נוספת גם בפרקי א' של דוחות בנק ישראל לשנים 2016 ו-2017.

³¹ מתוך דוח של מרכז טאוב. ראו ב' בנטל ובי' גלעד (2019). "התמסורת שבין מחירי חו"ל למחירים המקומיים", מצב המדינה – חברה, כלכלה ומדיניות, 39–43.

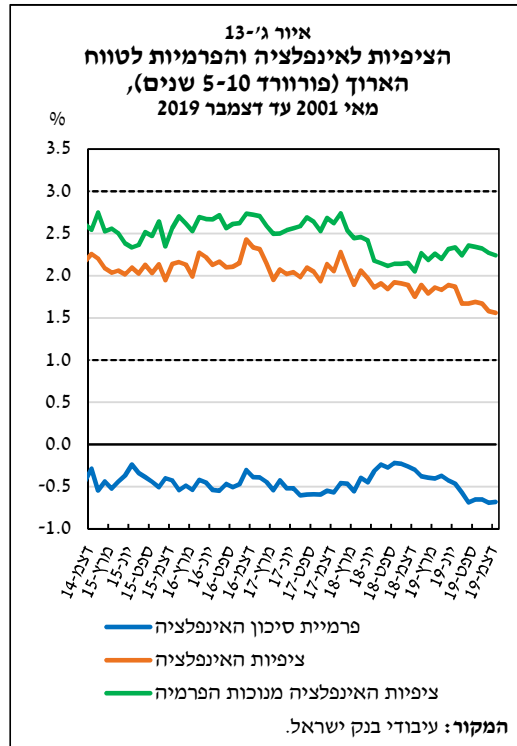
במחצית השנייה של 2019 עודנה גבוהה ומעידה שהשוק אינו צופה שינוי משמעותי במגמת האינפלציה בטווח הקצר.



הציפיות הארוכות לאינפלציה (לטווח של 5–10 שנים) משמשות אינדיקטור למידת האמינות של משטר יעד האינפלציה. ירידת הציפיות האלה ל-1.6%, מתחת למרכז תחום היעד (2%), שמעליו הן נמצאו תקופה ממושכת מאוד, עשויה להעיד על הערכה של הציבור שהבנק המרכזי מחויב לאינפלציה בתוך תחום היעד, אך אינו מחויב בהכרח למרכז התחום. אף על פי כן חשוב לזכור שציפיות אלו כוללות בתוכן את פרמיית הסיכון האינפלציוני, שבאה לפצות על הסיכון של רוכשי איגרות חוב נומינליות בגין חוסר הוודאות לגבי האינפלציה בעתיד, ופרמיה זו תלויה במתאם שבין האינפלציה לפעילות הכלכלית³². אומדן לפרמיית הסיכון האינפלציוני, המובא באיור ג-13, מראה שבניכוי הפרמיה לא ניכרת ירידה בציפיות הארוכות (5–10 שנים). במקביל לירידתן במחצית השנייה של 2019 ירדה בסדר גודל דומה הפרמיה לאותו הטווח: הציפיות ירדו מכ-1.9% לכ-1.6%, והפרמיה – מכ-0.5% לכ-0.7%.

ירידת הציפיות לטווח הבינוני-ארוך ל-1.6%, מתחת למרכז תחום היעד, עשויה להעיד על הערכה של הציבור שהבנק המרכזי מחויב לאינפלציה בתוך תחום היעד, אך לא בהכרח למרכז התחום.

³² במצב שבו האינפלציה פרו-מחזורית, כלומר נמוכה בזמני מתון וגבוהה בזמני גאות, קוני האג"ח הנומינליות יהיו מוכנים לשלם "ביטוח" (כלומר פרמיית סיכון-אינפלציה שלילית), שכן אינפלציה נמוכה מהצפוי בזמן מתון למשל, תגדיל את הרווחים הריאליים שלהם. במצב של אינפלציה אנטי-מחזורית קוני האג"ח הנומינליות ידרשו פיצוי (פרמיית סיכון-אינפלציה חיובית), שכן אינפלציה גבוהה מהצפוי בזמן מתון תשחק את הרווחים הריאליים שלהם. לבסוף, חוסר מתאם בין האינפלציה לפעילות יתיישב עם פרמיית סיכון אפסית. להרחבה ראו תיבה בפרק ג' של דוח בנק ישראל לשנת 2018.



את התמונה העולה מניכוי פרמיית הסיכון האינפלציוני יש לסייג, כי מדובר באומדן אחד, הכרוך באי-וודאות לא מבוטלת. יתר על כן, תחזיות החזאים לאותו הטווח, 5–10 שנים (שאינן כוללות פרמיה), מצביעות על תמונה דומה לזו העולה מציפיות הפורוורד: כל החזאים צופים אינפלציה מתחת לאמצע הטווח של יעד האינפלציה, 2%, וחלקם, כ-40%, אף צופים אינפלציה נמוכה מהגבול התחתון של היעד, 1%³³.

2. המדיניות המוניטרית

א. צעדי המדיניות

ריבית בנק ישראל הושארה ללא שינוי ב-2019, אך במהלך השנה שינתה המדיניות את אופייה – מתואי צפוי עולה של הריבית לתואי יורד. צפוי עולה של הריבית לתואי יורד.

ריבית בנק ישראל הושארה ב-2019, כאמור, ללא שינוי, אך במהלך השנה שינתה המדיניות את אופיה – מתואי צפוי עולה של הריבית לתואי יורד. במחצית הראשונה של 2019, בנקים מרכזיים בעולם החלו בתהליכי נורמליזציה של הריבית, על רקע שיפור בסביבת הפעילות והאינפלציה. נראה היה שבמקביל גם האינפלציה בישראל מתבססת ביעדה: היא נעה בתוך תחום היעד במשך כשנה. בנק ישראל החל באותה העת לבטא את כוונתו להעלות את הריבית, וזאת באמצעות הכוונה קדימה. בראשית המחצית השנייה התנאים הכלכליים העולמיים והמקומיים השתנו מהותית לרעה והשפיעו על אופי המדיניות המוניטרית. השינוי במדיניות בא לידי ביטוי בהכוונה קדימה (forward guidance), בהצבעות חברי הוועדה המוניטרית ובתחזית חטיבת המחקר. שינוי הכיוון החל בסוף יולי 2019 בהצהרה של הנגיד, שלא במסגרת החלטות הריבית, כי הריבית לא צפויה לעלות זמן רב. זאת לאחר שבחודש נובמבר 2018 הועלתה הריבית ב-15 נקודות בסיס, לרמה של 0.25%, שינוי ראשון לאחר שלוש שנים וחצי והעלאה ראשונה לאחר כשבע שנים. הצהרת הנגיד באה על רקע שינויים בהתפתחויות לאחר החלטת הריבית של תחילת חודש יולי: (1) ירידה באינפלציה השנתית מ-1.5% ל-0.8% (לאחר פרסום מדד יוני); (2) החשה של קצב הייסוף במהלך חודש יולי; (3) שינויים בסביבה הכלכלית בעולם בתוך זמן קצר יחסית, על רקע התעצמות מלחמות הסחר,

³³ מתבסס על סקר החזאים החדש של בנק ישראל, נכון לחודש ינואר 2020.

מה שיצר סיכון לפעילות בישראל כמשק קטן ופתוח; (4) הרחבות מוניטריות בעולם, בעיקר בגוש האירו ובארה"ב – ה-Fed הודיע על הורדת הריבית, לראשונה לאחר תקופה ארוכה, והשווקים אף העריכו כי הורדות הריבית תימשכנה גם בחודשים העוקבים, ובמקביל הצהיר ה-ECB שהריבית תישאר נמוכה לאורך זמן.

ככלל פעלה המדיניות המוניטרית השנה על רקע סביבה עולמית ומקומית משתנה וסביבת אינפלציה נמוכה, בייחוד במחצית השנייה, אך כזאת שאינה מאותתת כאמור על חולשה של הביקושים. רמת הריבית הנמוכה, בקרבת מחסום האפס (Zero Lower Bound, ZLB), המאפיינת משקים מפותחים רבים בשנים האחרונות, משאירה לקובעי המדיניות המוניטרית רק מעט מרחב פעולה לנקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה באמצעות הפחתת הריבית. אמנם ישנן מדינות שהורידו את הריבית אל מתחת לאפס, אך האפקטיביות של צעד כזה בהשפעה על הריביות ללווים ולחוסכים עדיין לא ברורה, וגם סיכוניו האפשריים ליציבות המערכת הפיננסית אינם מוכרים דיים³⁴. בהתחשב בקושי זה ובמצב הטוב של הפעילות הכלכלית ושוק העבודה החליטה הוועדה המוניטרית כאמור לא לשנות את הריבית, אך לצד זאת לנקוט צעדים משלימים – הכוונה קדימה, המשפיעה על ציפיות הציבור לגבי הריבית והאינפלציה, ורכישת מט"ח, הפועלת למיתון הכוחות הלוחצים לייסוף, ובכך משפיעה חיובית על האינפלציה דרך הרכיב המיובא, ועל הפעילות המקומית דרך היצוא.

(1) ריבית בנק ישראל

הריבית הושארה ללא שינוי במשך 2019, וגורמים שפעלו ברקע, בישראל ובעולם, הקשו לעיתים על קביעת הכיוון של השינוי הדרוש בריבית ועוצמתו. הוועדה אמנם הותירה את הריבית, כאמור, ללא שינוי בשנת 2019, אולם הרכב ההצבעה של חבריה על גובה הריבית ועל כיוון השינוי בה השתנה, וחלק גדול של ההחלטות התקבלו ללא הסכמה פה אחד³⁵. ההתפתחויות ב-2019 באו לאחר שבהחלטת הריבית האחרונה של שנת 2018 העלתה הוועדה המוניטרית את הריבית מ-0.1% ל-0.25%. ברוב של ארבעה מחבריה לעומת חבר אחד שתמך בהותרת הריבית ללא שינוי³⁶. במקביל להתפתחויות אלו, ובפרט במחצית השנייה של 2019, ירדו משמעותית הציפיות לריבית בנק ישראל ל-12 החודשים הבאים, על פי ממוצע החזאים וריביות התלבור (פורוורד ל-9–12 חודשים). לאחר שבמחצית הראשונה הציפיות נעו סביב 0.5%, ניכרה החל מאוגוסט ירידת מדרגה, והן נעו סביב כ-0.1%. תמונה דומה עולה גם מבחינה של הציפיות לריבית בנק ישראל באופן קצר יותר, על פי ריביות התלבור (פורוורד ל-3–6 חודשים): במהלך המחצית השנייה של 2019 צפה השוק בהסתברות גבוהה ביותר הורדת ריבית לכ-0.1% (בחלק מהזמן אף בהסתברות של 100%), וזו, כאמור, לא התרחשה.

(2) ההכוונה קדימה

הבנק המרכזי יכול להשפיע על ציפיות הציבור בין השאר באמצעות הכוונה קדימה (Forward Guidance), הכרזה על כוונותיהם של קובעי המדיניות והצגת שיקוליהם השונים. זה אחד מהכלים המוניטריים שבנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים, משתמש בהם בשנים

³⁴ להרחבה ראו סוגיה בפרק א' של דוח זה.

³⁵ בינואר ובפברואר ההחלטות התקבלו פה אחד. מאפריל עד יולי ארבעה חברים תמכו בהצעה להותיר את הריבית בעינה, וחבר אחד תמך בהצעה להעלותה ל-0.5%. מחודש אוגוסט ועד סיום 2019 ניתן לראות את ההיפוך ההדרגתי במגמה – מנטייה להעלאת הריבית לנטייה להורדתה: בהחלטה שהתקבלה בחודש אוגוסט הייתה הסכמה של כל חברי הוועדה לא לשנות את הריבית, ואילו בחודשים אוקטובר ונובמבר חלק (מיעוט) מהחברים תמכו בהצעה להפחיתה ל-0.1%.

³⁶ בהחלטת ריבית זו מנתה הוועדה 5 חברים בלבד, בהיעדרה של הנגידה היוצאת וטרם מינויו הרשמי של הנגיד הנכנס.

האחרונות כדי להשפיע על ציפיות השוק לגבי התוואי העתידי של הריבית המוניטרית. כאמור, במרוצת התקופה הנסקרת, לנוכח התפתחויות בישראל ובעולם, הורידה הוועדה את הצפי שלה לריבית שהיא מעריכה כתואמת את החזרתה של האינפלציה לסביבת מרכז היעד, בד בבד עם תמיכה בפעילות הכלכלית.

במהלך המחצית הראשונה של 2019 (בהודעות הריבית מינואר ועד ה-8 ביולי 2019) הודיעה הוועדה כי היא מעריכה שתוואי העלאת הריבית בעתיד יהיה הדרגתי וזהיר – כלומר צפתה מגמה של צמצום מוניטרי, בהמשך להעלאת הריבית של נובמבר 2018.

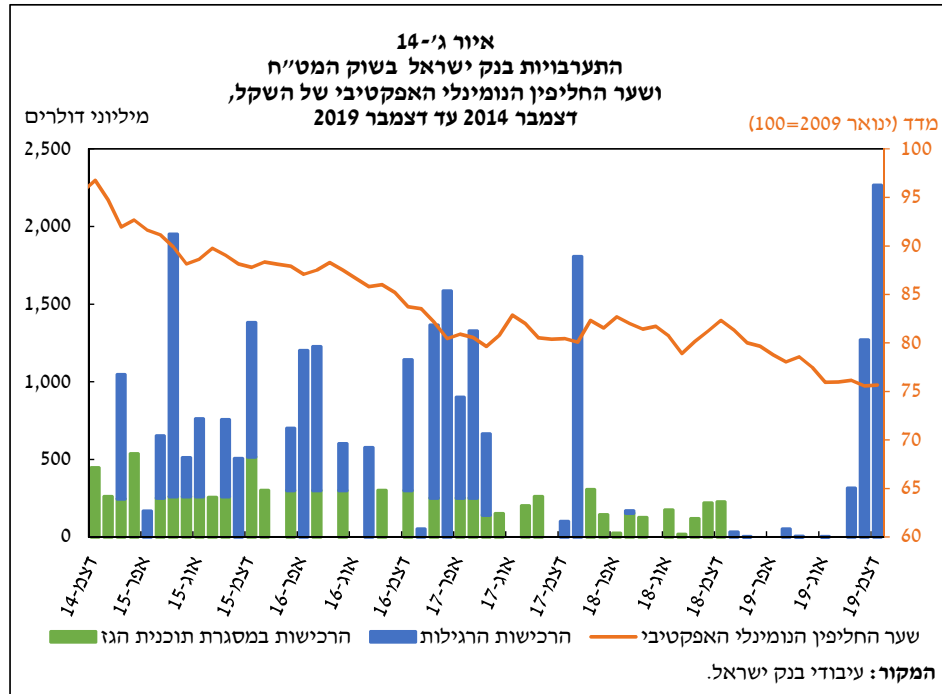
הצהרת הנגיד בחודש יולי 2019 שהריבית לא צפויה לעלות זמן רב סימנה את תחילתה של המגמה ה"יונית" בהצהרות הוועדה. בהחלטת הריבית באוגוסט חזרה הוועדה המוניטרית על ההצהרה של הנגיד כי הריבית לא צפויה לעלות זמן ממושך. זאת על רקע התפנית השלילית בסביבת האינפלציה בישראל, העמקת ההרחבה המוניטרית בבנקים המרכזיים העיקריים, ההתמתנות בכלכלה העולמית והמשך הייסוס של השקל. הוועדה אף הצהירה שייתכנו צעדים נוספים כדי להעמיק את ההרחבה המוניטרית תוך שימוש בכלים נוספים במידת הצורך.

בהודעת הריבית באוקטובר ההצהרה של הוועדה הייתה "יונית" עוד יותר: היא העריכה כי ייתכן שהריבית אף תרד בשנה הקרובה. הוועדה חזרה על האפשרות שהיא תשתמש בכלים נוספים במידת הצורך כדי להשיג את היעדים של הבנק.

(3) ההתערבות בשוק מטבע החוץ

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2019 ולאורך מרבית 2018 התערב בנק ישראל בשוק המט"ח רק פעמים ספורות ובהיקף נמוך, על רקע יציבות יחסית בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי. בהחלטת הריבית בנובמבר הודיעה הוועדה כי היא כבר משתמשת בכלים מרחיבים נוספים – מימוש הכוונה שהצהירה עליה בשתי ההודעות הקודמות. בכך היא למעשה הכריזה על ההתערבות בשוק המט"ח ככלי מרחיב נוסף כדי להשיג את יעדיה של הבנק. ואכן, ברבעון האחרון של 2019 רכש בנק ישראל מט"ח בסך 3.8 מיליארדי דולרים. זאת לעומת רכישות של 1.8 מיליארדי דולרים בינואר 2018 (שלא במסגרת תוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף) ורכישות של 5.1 מיליארד דולרים ב-2017. בנובמבר 2018 הוכרז כי תוכנית הרכישות לקיזוז השפעת הגז תופסק בסוף אותה שנה (איור ג'-14). בסוף 2019 עמדו יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל על סך של כ-126 מיליארדי דולרים, שהם כ-33 אחוזי תוצר, בדומה ליחס היתרות לתוצר בשנים האחרונות. בשלהי 2018 הדגישה הוועדה המוניטרית כי גם לאחר הפסקת תוכנית הגז ההתערבות בשוק המט"ח נותרה אחד הכלים המשמשים את הבנק להשגת יעדיו, וכי הסיבה העיקרית לאי השימוש בכלי זה באותה שנה (2018) הייתה נעוצה בתנאי השוק, שלא הצריכו זאת. השינוי החד שחל בסביבה הכלכלית במחצית השנייה של 2019 כלל את הייסוס המשמעותי של השקל במהלך השנה ואת ההרחבות המוניטריות בעולם, שכלל הנראה תרמו להתחזקות נוספת של השקל בשנותן את פער הריביות. אלה הניעו את בנק ישראל לרכוש מט"ח בהיקפים משמעותיים ככלי מדיניות מוניטרי מרחיב, משלים למדיניות הריבית.

בעקבות ייסוס משמעותי
בשקל רכש בנק ישראל
ברבעון האחרון של השנה
מט"ח בהיקף גדול, ככלי
מוניטרי מרחיב, משלים
למדיניות הריבית.



ב. מידת ההרחבה המוניטרית בישראל ובעולם

כשהפירמות שוקלות אם להשקיע, ומשקי הבית שוקלים אם לחסוך, הם בוחנים את הריבית הריאלית, כלומר את ההפרש בין הריבית הנומינלית לאינפלציה הצפויה. הבנק המרכזי משפיע על עקום הריביות הריאליות דרך שליטתו החלקית בריבית הריאלית לטווח הקצר, ובפרט לשנה, משום שהוא קובע את הריבית הנומינלית לטווח הקצר אחת לתקופה, ומשום שיש לו, במסגרת משטר של יעד אינפלציה, השפעה גם על ציפיות האינפלציה.

על פי התיאוריה הכלכלית מידת ההרחבה של המדיניות המוניטרית קשורה לפער בין הריבית הריאלית לבין הריבית הריאלית הטבעית. הריבית הריאלית הטבעית היא ריבית תיאורטית המתייחסת לריבית ניטרלית, כזאת המאפיינת שיווי משקל של יציבות מחירים ופעילות ברמה הפוטנציאלית. כאשר הריבית הריאלית נמוכה מהריבית הריאלית הטבעית מקובל לראות את המדיניות כמרחיבה, וכאשר המצב הפוך – כמצמצמת; גודל הפער בין הריביות מצביע על מידת ההרחבה או הצמצום. אחת הבעיות בגישה זו היא שהריבית הטבעית אינה נצפית, ולכן יש צורך לאמוד אותה, ואומדנים אלו לוקים בדרך כלל באי-וודאות רבה.

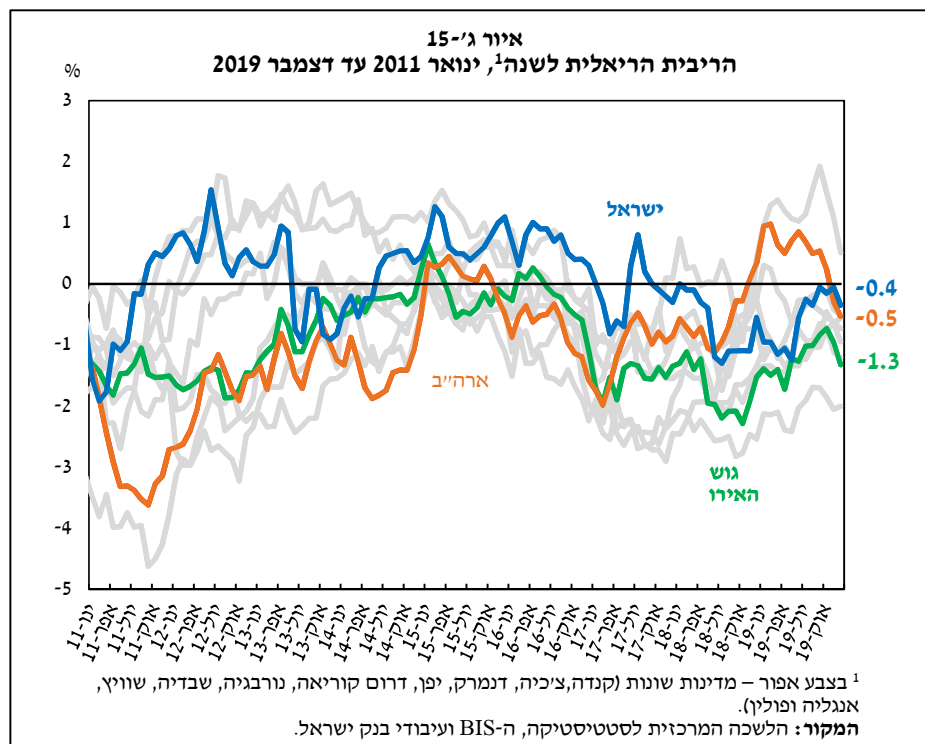
בדיקות שנערכו לגבי ישראל מצביעות על יציבות יחסית של סביבת הריבית הריאלית הטבעית בשנים האחרונות, לאחר ירידה מרמה גבוהה יותר³⁷. ממצא זה תואם ממצאים של מחקרים דומים בעולם, אשר לפיהם בעשור האחרון הריבית הטבעית יציבה יחסית, וזאת לאחר ירידת מדרגה³⁸. רמתה של הריבית הריאלית הקצרה (אקס-פוסט, בדיעבד) בישראל, המוגדרת כהפרש בין הריבית לאינפלציה השנתית בפועל, התייצבה בשנת 2019 על רמה גבוהה במקצת מזו ששררה

³⁷ ראו התייחסות בפרק א' של דוח זה.

³⁸ ראו למשל: K. Holston, T. Laubach and J. C. Williams (2017). "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics* 108, Supplement 1, S59–S75.

מדיניות הריבית ב-2019
 נותרה מרחיבה, אף כי
 אולי במידה פחותה
 מאשר בשנה הקודמת.

בשנה הקודמת. העלייה בריבית הריאלית הקצרה משקפת בעיקר ירידה באינפלציה³⁹. בהנחה שהריבית הריאלית הטבעית נותרה יציבה יחסית בשנים האחרונות עולה שמדיניות הריבית ב-2019 נותרה מרחיבה, אף כי אולי במידה פחותה מאשר בשנה הקודמת⁴⁰ (איור ג'-15).



ישראל היא משק קטן ופתוח, ולכן יש לשפוט את מידת ההרחבה גם ביחס למתרחש בעולם, ובפרט ביחס לארה"ב ולגוש האירו. מהשוואה בין-לאומית של הריבית הריאלית עולה שיחסית למידת ההרחבה שנקטה ב-2019 במשקים שונים, ובייחוד לעומת ארה"ב, מידת ההרחבה בישראל פחותה, וזאת עקב נקיטת צעדים מרחיבים משמעותיים במשקים אלו: בנקים מרכזיים רבים העמיקו את המדיניות המרחיבה במחצית השנייה של 2019 באמצעות הורדת הריבית וכלים מוניטריים משלימים, וזאת על רקע האטה בפעילות הריאלית העולמית, התגברות משמעותית של הסיכונים כלפי מטה לפעילות ולאינפלציה ורמת אינפלציה נמוכה בחלק מהמדינות. במחצית הראשונה הריבית המוניטרית בארה"ב ובאירופה לא שונתה, אולם במחצית השנייה הוריד ה-Fed את הריבית שלוש פעמים – בסך הכול ב-0.75 נקודות אחוז. גם הבנק המרכזי האירופי עבר מצמצום להרחבה: הצהיר ביולי שהריבית המוניטרית לא תשתנה לפחות עד המחצית הראשונה של 2020, בספטמבר הוריד את הריבית ב-0.1 נקודות אחוז, ובמקביל הודיע על תוכנית רכישות של 20 מיליארד אירו, וכן שהריבית צפויה להישאר ללא שינוי ואף לרדת כל עוד האינפלציה לא תחזור לסביבה של 2%.

³⁹ חישוב הריבית הריאלית על פי ציפיות האינפלציה משוק ההון במקום על פי האינפלציה בפועל מצביע על התפתחות דומה, אף כי רמת הריבית הריאלית על פי חישוב זה נמוכה יותר.

⁴⁰ נוסף על הריבית בנק ישראל עושה שימוש גם בהכוונה קדימה ובהתערבות בשוק המט"ח. בנקים מרכזיים אחרים עושים שימוש גם בכלים נוספים, כהרחבה כמותית או קביעת תקרה לתשואות הארוכות.

במצב השורר בשנים האחרונות, שבו הפעילות חזקה והאינפלציה המתונה משקפת בעיקר זעזועי היצע, לצד קרבה לחסם התחתון של הריבית, לא ברור אם ובאיזו מידה על המדיניות להגיב.

בחינת התפתחותם של משתני תוצאה נוספים שעליהם המדיניות המוניטרית אמורה להשפיע מראה אף היא שהמדיניות לא נעשתה מרחיבה יותר בשנת 2019: האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה ירדו; הציפיות להפחתת הריבית הנגזרות מריביות התלבור והחזאים לא התממשו; ושינויי פערי הריביות מול ארה"ב, גוש האירו ומדינות נוספות תרמו להתחזקות השקל. על אף האמור לעיל חשוב להדגיש שלבחירה לשמור על הריבית ברמה של 0.25% ולעשות שימוש בכלים נוספים – הכוונה קדימה ולקראת סוף השנה התערבות משמעותית בשוק המט"ח – הביאו מספר שיקולים. ראשית, במצב השורר בשנים האחרונות, שבו הפעילות חזקה והאינפלציה המתונה משקפת בעיקר זעזועי היצע, שחלקם מבטאים שינויים מהתגברות התחרות, לא ברור אם ובאיזו מידה על המדיניות להגיב⁴¹. שנית, הציפיות לאינפלציה רובן ככולן נעות כל העת בתוך טווח יעד האינפלציה, עדות לשמירה על אמינותו של משטר יעד האינפלציה. ולבסוף, גם אם נדרשה הרחבה נוספת, היכולת להוריד עוד את הריבית מוגבלת בהתחשב בסיכונים, על רקע הניסיון החלקי בעולם בשימוש בריבית שלילית, ובפרט השפעתה על היציבות הפיננסית. כל השיקולים האלה השתקפו בסופו של דבר בבחירה להותיר את הריבית ללא שינוי ולעשות שימוש בהתערבות בשוק המט"ח ובהכוונה קדימה, וכפועל יוצא לנקוט מדיניות שאינה מרחיבה יותר מזו שננקטה בשנה הקודמת.

3. בסיס הכסף ומצרי הכסף

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

א. בסיס הכסף

בסיס הכסף מושפע הן מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל, כחשבונות הממשלה⁴², והן מזרמים הנתונים לשליטתו, כרכישות מט"ח והנפקות מק"ם. בנק ישראל סופג נזילות, או מזרים אותה כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית שקבע. הבנק מתאים את בסיס הכסף לריבית באמצעות הנפקת מק"ם ובאמצעות פיקדונות נושאי ריבית שהוא מציע לבנקים במכרז ואשר אינם נכללים בבסיס הכסף. הבנק מתחשב בסך ההזרמות/הספיגות, ופועל כדי להתאים את בסיס הכסף לביקוש של הציבור, בריבית שקבע.

בשנת 2019 גדל בסיס הכסף בכ-4.8 מיליארד ש"ח, לאחר שבשנת 2018 הוא גדל בכ-4.9 מיליארדים (לוח ג'-4). בהשוואה לשנה הקודמת התרחב השנה בסיס הכסף בכ-2.9% (לוח ג'-3)⁴³. ניתן לראות כי רכישות המט"ח שביצע בנק ישראל הרחיבו⁴⁴ השנה את בסיס הכסף בכ-13.7 מיליארד ש"ח, לעומת כ-11.7 מיליארדים בשנה הקודמת וכ-24 מיליארדים ב-2017 – שיקוף של הפחתת ההתערבויות בשוק המט"ח ב-2018 והחזרה להתערבויות בשלהי 2019. כנגד זאת ספג בנק ישראל כ-17.6 מיליארד ש"ח (השינוי נטו ביתרות המק"ם והפז"ק).

⁴¹ ראו גם תיבה א'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

⁴² פעולות הממשלה משפיעות על בסיס הכסף, שכן חשבונות הממשלה מתנהלים בבנק ישראל (על פי חוק בנק ישראל).

⁴³ הממוצע בדצמבר 2019 לעומת הממוצע בדצמבר 2018.

⁴⁴ רכישות המט"ח שמבצע בנק ישראל הן מעוקרות. זאת אומרת שגידול בסיס הכסף כתוצאה מהרכישות נספג בו-זמנית על ידי בנק ישראל, כך שבסך הכול בסיס הכסף אינו משתנה כתוצאה מהרכישות.

לוח ג'-3

המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2015 עד 2019

(מיליארדי ש"ח)

2019				2019	2018	2017	2016	2015	
Q4	Q3	Q2	Q1						
21.3	-9.6	3.8	-8.3	7.2	1.8	-3.9	3.5	-14.0	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
21.3	-9.6	3.8	-8.3	7.2	1.8	-3.9	3.5	-14.0	מזה: הממשלה
13.4	0.0	0.2	0.1	13.7	11.7	24.1	23.4	34.0	2. המרות מטבע חוץ ¹
13.4	0.0	0.2	0.1	13.7	11.7	24.0	23.1	33.8	מזה: בנק ישראל
34.7	-9.6	4.0	-8.2	20.8	13.5	20.2	27.0	19.9	3. סך הכול (1+2)
-34.6	10.4	-3.6	11.4	-16.3	-8.7	-7.8	-15.8	-11.5	4. הזרמת בנק ישראל
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	מזה: הלוואה מוניטרית
0.1	-2.9	-2.9	-5.9	-11.6	-15.8	13.1	11.1	14.1	מק"ם
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	החלף
-35.0	13.0	-1.0	17.0	-6.0	6.0	-22.0	-28.0	-26.7	פז"ק בנקים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	ריבית ²
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	רכישות אג"ח
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ריפו
0.2	0.8	0.5	3.3	4.8	4.9	12.2	10.8	8.4	5. סך השינוי בבסיס הכסף

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

² ללא מק"ם.

המקור: בנק ישראל.

לוח ג'-4

שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2015 עד 2019 (אחוזים)

3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1	0	
M1+פח"ק+פיקדונות עד שנה בשקלים	פח"ק ⁴	פז"ק ³ עד שנה	פז"ק ³ עד חודשים	M1 ²	עו"ש	המזומן שבידי המזכיר	בסיס הכסף ¹	
הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד								
13.6	34.2	4.6	-16.4	40.7	51.4	13.9	16.3	2015
7.9	12.1	15.0	-10.4	17.2	20.7	5.8	7.5	2016
8.4	16.2	-2.8	-2.0	12.6	14.2	6.5	6.4	2017
2.0	1.1	-4.3	-15.6	12.2	13.6	6.6	6.0	2018
6.3	7.0	33.2	-4.0	5.1	5.8	1.8	2.9	2019
הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם								
2019								
2.6	5.5	9.7	-1.6	1.6	1.8	0.8	0.8	Q1
1.5	1.4	10.8	-2.6	1.3	1.3	1.1	1.3	Q2
0.4	0.2	4.1	-2.9	0.9	1.1	-0.2	0.1	Q3
1.0	-0.1	3.2	-0.3	1.5	1.5	1.3	1.3	Q4

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

² M1 - המזומן ופיקדונות העו"ש.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי נויל.

המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תיבה ג'-1

משטר יעד האינפלציה: הניסיון שהצטרב בעולם

- יעדו המרכזי של בנק ישראל הוא שמירה על יציבות המחירים – שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%.
- מרבית המדינות המפותחות פועלות במסגרת משטר של יעד אינפלציה, שנע בסביבת 2%, אך נבדלות בהגדרת היעד – יעד נקודתי או טווח – ובסימטריות ההתייחסות לסטיות מהיעד כלפי מעלה ומטה.
- הנתונים מלמדים שבמרבית המשקים המפותחים, לרבות ישראל, משטר יעד האינפלציה השיג את מטרתו המרכזית – רמת אינפלציה נמוכה ויציבה – וזאת בתוך שני עשורים. אף על פי כן האינפלציה בעשור האחרון נמוכה מהיעד במדינות רבות, וניכר קושי בהשבתה לטווח היעד.

1. מבוא

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, היעד המרכזי של בנק ישראל הוא לשמור על יציבות המחירים. יעד יציבות המחירים בישראל הוגדר על ידי הממשלה החל מ-2003 כשיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%.¹ יציבות מחירים מונעת את העיוותים הנובעים מהצורך בהתאמת מחירים מתמדת ומפנה את המשאבים המשמשים לכך. לשמירה על יציבות מחירים נודעת חשיבות גם בצמצום אי-הוודאות לגבי שינויים במחירים, הפוגעת ברווחה ומקשה על משקי הבית והפירמות בתכנון הצריכה, החיסכון וההשקעה. כפועל יוצא המחויבות ליציבות מחירים מספקת עוגן נומינלי המונע הטיה אינפלציונית (חתיירה לרמת אינפלציה גבוהה, המלווה בהגברת הפעילות).

ישראל היא בין המדינות הראשונות שהנהיגו יעד אינפלציה בשנות התשעים של המאה הקודמת כמסגרת לניהול המדיניות המונית. כיום מדינות רבות בעולם, בפרט המשקים המפותחים, פועלות במסגרת משטר של יעד אינפלציה.² במרביתם השיג משטר יעד האינפלציה את מטרתו – רמת אינפלציה נמוכה ויציבה – וזאת בתוך שני עשורים. ואולם בשנים שלאחר המשבר נאלצו בנקים מרכזיים רבים להתמודד עם תופעות חדשות יחסית – שיעורי אינפלציה נמוכים מהיעד על אף המדיניות המרחיבה, שראשיתה בתגובה למשבר הפיננסי, לצד הגעת הריבית המונית לקרבת המחוסם התחתון שלה (Effective Lower Bound, ELB). תופעות אלו תרמו לדיון מחודש ביעד יציבות המחירים הרצוי. הדיון בעולם נסב על הרלוונטיות של יעד זה בעידן הנוכחי, והוא עוסק בין היתר בפרמטרים הרצויים במסגרת משטר יעד האינפלציה – גובה היעד והשאלה אם יש מקום לשנותו ומידת הסימטריות של תגובת המדיניות לסטיות מעל ומתחת ליעד.³ בתיבה זו נתאר את הניסיון שנצבר בנושאים אלה במדינות המפותחות, לרבות ישראל, בשנים שבהן המדיניות פועלת במסגרת של יעד אינפלציה.

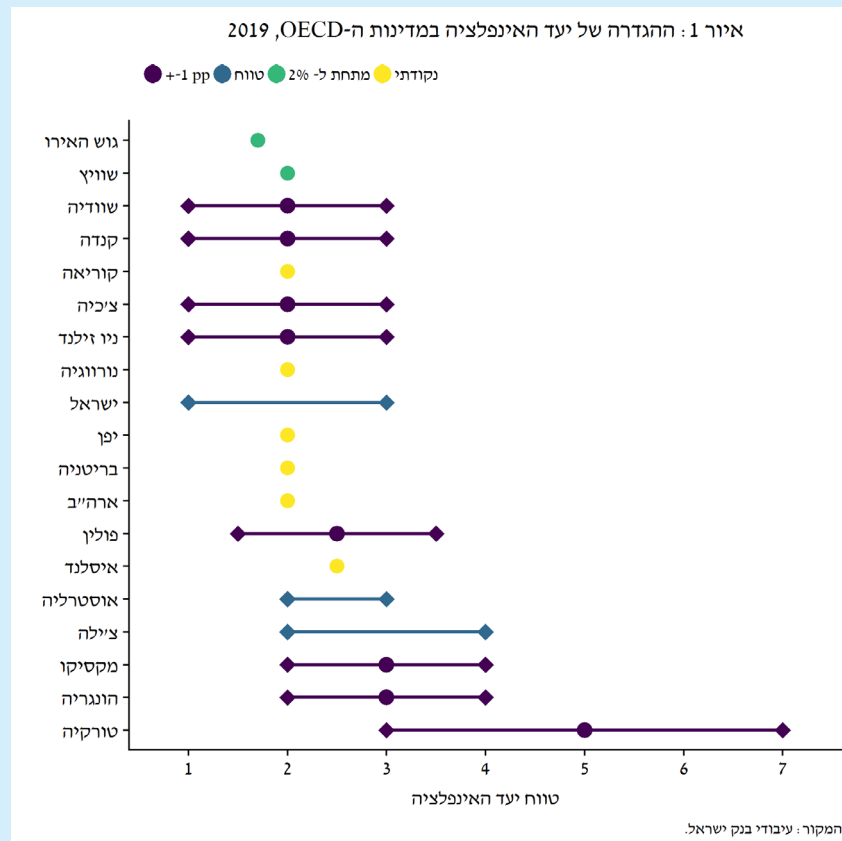
¹ יעד האינפלציה בישראל הוא "גמיש": במקרה של סטייה מהיעד על קובעי המדיניות לפעול כדי להשיב את האינפלציה ליעדה בתוך פרק זמן של שנתיים.

² עד שנות השמונים תמכה הגישה המקובלת במשקים המפותחים בקביעת קצב הגידול של כמות הכסף כיעד ביניים של המדיניות, מתוך מחשבה ששמירה על קצב גידול נמוך וקבוע של כמות הכסף יביא בטווח הבינוני לאינפלציה נמוכה ויציבה. עם זאת הותרו סטיות מיעד זה בטווח הקצר כדי לטפל בבעיות שעלולות לצוץ בפעילות הכלכלית, שכן שינויים בכמות הכסף גורמים לשינויים בריבית, ובכך משפיעים על הפעילות. גישה זו כשלה משתי סיבות עיקריות: ראשית, נמצא שהקשר בין כמות הכסף ובין רמת האינפלציה, אפילו בטווח הבינוני-ארוך אינו יציב; שנית, הקשר בין כמות הכסף לרמת הריבית הנומינלית בטווח הקצר התגלה גם הוא כלא יציב, בעיקר בגלל תנודתיות גבוהה מהצפוי של הביקוש לכסף. ממצאים אלו תרמו בסופו של דבר למעבר למשטר יעד אינפלציה ולשימוש בריבית ככלי המדיניות.

³ דיון נרחב יותר, שבו לא נעסוק כאן, מתנהל בנושא מסגרות חלופיות לניהול המדיניות המונית, כדוגמת קביעה של יעד לרמת המחירים או יעד לתוצר הנומינלי (שיעור צמיחתו או רמתו).

2. היעד בעולם ובישראל

החל משנות התשעים המוקדמות של המאה הקודמת⁴ פועלים בנקים מרכזיים רבים בעולם במסגרת משטר של יציבות מחירים, שבו היעד מוגדר כקצב חיובי אך נמוך של עליית המחירים (כלומר האינפלציה) סביב 2% (איור 1).⁵ בהתאם לכך שמירה על יציבות מחירים נמנית ברוב המקומות עם מטרתו של הבנק המרכזי.⁶ מעבר לקביעה של רמת האינפלציה שאליה יש לכוון ניכרים הבדלים בין המדינות בהגדרה המדויקת של היעד (איור 1). רובן קבעו יעד בקרבת 2%, אולם בחלקן הוא נקבע כתחום, בחלקן כרצועה סביב יעד נקודתי ובאחרות כיעד נקודתי.⁷ מספר מצומצם של מדינות (שווייץ וגוש האירו) הגדירו את היעד באופן לא סימטרי: בגוש האירו היעד מוגדר כנמוך מ-2% אך קרוב לשיעור זה, ובשווייץ – כאינפלציה נמוכה מ-2%. ההגדרה שנקבעה ליעד בישראל החל מ-2003 – טווח



⁴ ניו-זילנד קבעה ראשונה יעד אינפלציה בשנת 1989.

⁵ למוטיבציה וסקירה היסטורית תמציתית של משטר יעד האינפלציה ראו:

L. E. Svensson (2010). "Inflation targeting", In Monetary Economics (pp. 127–131). Palgrave Macmillan UK.

⁶ ראו סקירה של המסגרת המוסדית בבנקים מרכזיים:

A. Naudon and A. Perez (2017). An Overview of Inflation targeting frameworks: Institutional arrangements, decision-making and the communications of monetary policy, Central Bank of Chile, Working Paper no. 811.

⁷ במדינות מעטות שונה גובה היעד ב-20 השנים האחרונות, וברובן הוא היה בשנים המוקדמות גבוה יותר מאשר במאוחרות. יוצאת דופן ניו-זילנד, שהעלתה את אמצע היעד מ-1.5% ל-2%.

של 1% עד 3% ללא התייחסות לנקודת אמצע – אינה אופיינית לרוב המדינות⁸. להלן נרחיב מעט על שני מאפיינים אלו ועל היתרונות והחסרונות של כל אחת מהשיטות.

א. יעד נקודתי מול רצועה

רבות מהמדינות מגדירות יעד נקודתי, בדרך כלל בקרבת 2%, אולם יש המוסיפות אפשרות לסטייה מסוימת לשני הכיוונים. מרבית המדינות שהגדירו את היעד במונחי תחום, ובהן ישראל, קבעו רצועה ברוחב של 2 נקודות אחוז. מדינות מעטות, וגם ביניהן ישראל, מגדירות טווח ללא ציון נקודת האמצע. ההבדל המהותי בין יעד נקודתי לתחום הוא במידת המחויבות לערך האמצע. הגדרה של טווח, לעומת יעד נקודתי, מאפיינת לרוב בנקים מרכזיים המחויבים למספר יעדים. במצב זה יש לאזן בין יעד האינפלציה ליעדים נוספים של הבנק המרכזי, כדוגמת רמת הפעילות במשק. קיומו של טווח מאפשר לקובעי המדיניות להשלים עם סטייה של האינפלציה מאמצע היעד ומקנה להם יותר גמישות בהפעלת כלי המדיניות תוך התחשבות בזעזועים בפועל, במצב מחזור העסקים וביכולת להפעיל את הכלים. גמישות כזאת נדרשת למשל במצב שבו האינפלציה סוטה מהיעד בעקבות זעזועי היצע (כגון האמרה של מחירי הנפט), או כאשר הריבית קרובה לגבול התחתון האפקטיבי שלה. זאת כל עוד הסטייה עולה בקנה אחד עם השגת היעדים הנוספים של הבנק. ואולם קביעה של תחום ללא ערך נקודתי במרכזו מחלישה את המחויבות לערך מסוים, מגדילה את אי-הוודאות לגבי היעד שאליו מכוונים עושי המדיניות, ועלולה להקשות על עיגון הציפיות של הטווח הארוך בערך ספציפי כמרכז היעד. כאשר לא מוגדר יעד נקודתי אמינות המדיניות נמדדת במונחי הטווח, כך שכל שיעור אינפלציה הנמצא בתחום עומד בתנאי של השגת היעד. במילים אחרות: סטייה מהיעד נמדדת רק ביחס לגבול העליון או התחתון של התחום. במובן זה הגדרה של תחום ללא נקודת אמצע מגדילה את האמינות של המדיניות. הגדרת יעד נקודתי ללא ציון מידת הסטייה האפשרית ממנו, כפי שעושות למשל שוודיה ואנגליה, מחזקת את המחויבות של המדיניות להשגה של שיעור אינפלציה קרוב אליו. כל עוד המדיניות נתפסת כאמינה, יעד נקודתי מקל על עיגון הציפיות בטווחים הקצר והארוך.

ב. סימטריות היעד

בשווייץ ובגוש האירו בחרו להגדיר את יעד האינפלציה באופן לא סימטרי, עם מגבלה על גבולו העליון, אך ללא מגבלה על הגבול התחתון. בגוש האירו הגדירו את היעד כ"מתחת אך קרוב ל-2%",⁹ ובשווייץ – כ"פחות מ-2%". ההגדרה בגוש האירו דומה מאוד להגדרה של יעד נקודתי, אבל מאפשרת מעט יותר גמישות כלפי מטה, לשיעור אינפלציה נמוך יותר, ובעצם מצמצמת את היכולת לסטות כלפי מעלה. כדי להימנע מסטייה כזאת סביר להניח שעושי המדיניות ינקטו מדיניות עם "מרווח ביטחון"; זאת אומרת שהמדיניות תיטה להיות מצמצמת יותר ממדיניות שהייתה נקטת במסגרת של יעד סימטרי. ואכן, ניתן לראות באיור 2 שבמדינות אלו הסטייה של שיעור האינפלציה כלפי מטה גדולה ביחס לסטייתו במדינות האחרות.

הנוסח בשווייץ מאפשר גמישות רבה יותר, שכן כל שיעור אינפלציה נמוך מ-2%, לרבות שיעור אינפלציה שלילי, מקיים את תנאי היעד. יעד מסוג זה מחליש את היכולת לעגן את הציפיות בשיעור אינפלציה מסוים, אף כי הוא משקף מחויבות גדולה יותר של הבנק המרכזי למנוע סטיות כלפי מעלה מהיעד. במקביל לכך כלל זה מקנה לבנק המרכזי יותר גמישות שלא להגיב על זעזועי היצע שמתבטאים בהתמתנות של שיעור האינפלציה, וכן מקנה לו את החופש להגיב על האטה באינפלציה שנובעת מצד הביקוש, אם הוא רואה לנכון לעשות זאת. יעד כזה מקל על המדיניות גם במצב שבו המרחב להפעלת כלי המדיניות מצומצם יחסית.

⁸ דיון בפרמטרים של יעד האינפלציה התקיים גם בעבר. ראו ר' אמיר וס' ריבון (1999). "בחירה וניסוח של יעד האינפלציה בישראל – נקודות למחשבה" בתוך: אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל, בעריכת ל' לידרמן, בנק ישראל, דצמבר, וכן מספר שנים מאוחר יותר בפרסום של בנק ישראל "יעד האינפלציה – חשיבה מחדש", אוגוסט 2007.

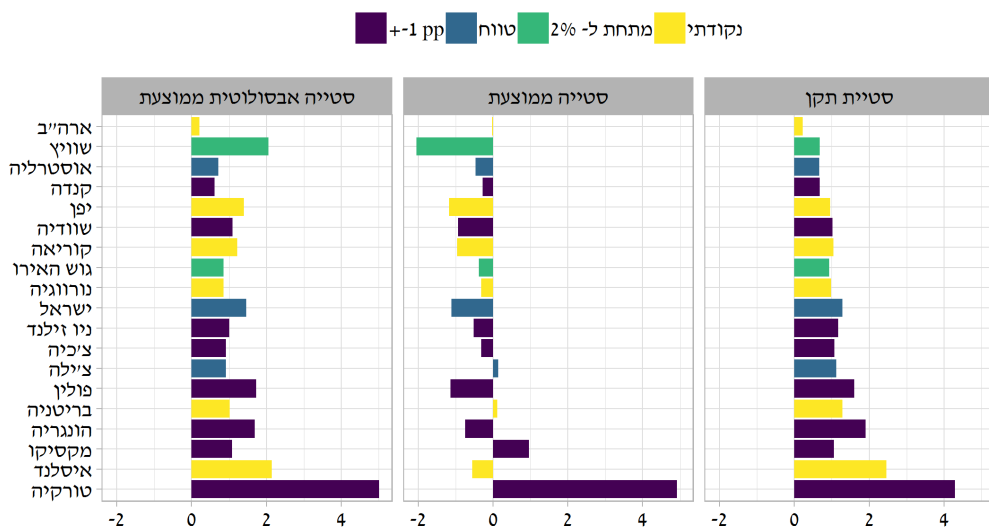
⁹ להרחבה על יעד יציבות המחירים של ה-ECB ראו <https://www.ecb.europa.eu/mopo>.

חסרון אפשרי לקביעה של יעד לא-סימטרי, בדומה למצב שבו מוגדרת רצועה ללא נקודת אמצע, הוא שנוצר מרחב גדול יותר לאי הסכמה בתוך הגוף המחליט על המדיניות. זאת משום שיעד המדיניות נתון בכל עת לפרשנות, והמדיניות שתינקט תלויה, בין השאר, בהעדפות השונות של חברי הוועדה בין אינפלציה לפעילות.

3. התפתחות האינפלציה בפועל והציפיות לה ביחס ליעד

מבדיקה של התפתחות שיעורי האינפלציה החל מ-2011 במדינות הפועלות במשטר של יעד אינפלציה (איור 2) עולה כי ממוצע הסטייה מאמצע היעד בדרך כלל שלילי, כלומר האינפלציה בפועל לרוב נמוכה ממרכז היעד (העמודה האמצעית באיור), וכי הסטייה הממוצעת בערך מוחלט נעה לרוב בין 1% ל-2%. סטיית התקן של השיעור השנתי של האינפלציה (העמודה הימנית) היא סביב 1%; משמע שבחלק מהזמן שיעור השינוי במחירים רחוק מאמצע היעד ביותר מנקודת אחוז. כללית ניתן לקבוע שרוב המדינות מצליחות לשמור על אינפלציה בסביבת היעד, אך זו נוטה להיות נמוכה ממנו. לגבי ישראל נמצא כי בכשני שלישים מהחודשים שיעור האינפלציה בפועל סטה מתחום היעד. כך בשנים האחרונות, שיעור האינפלציה סטה באופן מתמשך כלפי מטה, ובמחצית מהתקופה שמ-2011 היה שיעור האינפלציה נמוך מהגבול התחתון של היעד – 1%.

איור 2: מאפייני הסטייה מיעד האינפלציה במדינות ה-OECD בשנים 2011 עד 2019



המקור: עיבודי בנק ישראל.