

בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השניה של 2021



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השניה של 2021

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיציינו את המקור.
במידה שיהיו תיקונים לסקירה, הם יתפרסמו באתר של בנק ישראל www.boi.org.il

תוכן העניינים

תקציר	6
צעדי המדיניות.....	8
תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניתרית.....	12
1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה	12
2. סביבת האינפלציה.....	14
3. שער החליפין	18
4. הכלכלה העולמית.....	18
5. שוק האשראי.....	21
6. התפתחות בשווקים הפיננסיים	22
7. המדיניות הפיסקלית.....	24
8.שוק הדיור	24
התחזית המאקרו כלכלית ותוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים	26
1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר	26
2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה.....	26
תיבה 1: השפעות גלובליות על האינפלציה בישראל	27
תיבה 2: על הפער בין ציפיות האינפלציה לשנה משוק ההון לאלה על פי חזאים	31

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2021

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

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

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2021 הוכן בידי כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניטרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-3 בינואר 2022, ולכן הוא מתייחס למדד המחירים עד לחודש נובמבר 2021.

תקציר

דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2021 ובתחילת המחצית הראשונה של 2022¹. במהלך המחצית הנסקרת ולאחר היציאה מהסגר השלישי התאושש המשק הישראלי בקצב מהיר, ונראה היה שהמשק חוזר לשגרה, זאת על רקע יעילות החיסונים, שהביאה לירידה חדה של שיעורי התחלואה, ואפשרה הקלה נרחבת של המגבלות על הפעילות. בהמשך המחצית התפשט זן הדלתא של נגיף הקורונה, ועלה מספר החולים הקשים, לצד מבצע ההתחסנות במנת החיסון השלישית. התמודדות המשק עם גל תחלואה זה אופיינה במיעוט הגבלות לעומת גלי הקורונה הקודמים. עם זאת עדיין שוררת אי-ודאות רבה לגבי הפעילות הכלכלית במשק, בגלל ההשפעות של נגיף הקורונה, ובפרט התפשטות זן האומיקרון בשלהי המחצית.

המדיניות המוניטרית: במהלך המחצית השנייה של 2021 הושארה הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. עוד הוחלט על הפסקת הפעלתם של כל הכלים המיוחדים שעליהם הכריזה הוועדה בעיצומו של משבר הקורונה בשנת 2020. על רקע המשך השפעת הקורונה על המשק רכש בנק ישראל במהלך 2021 34.8 מיליארדי דולרים. 30 מיליארדי דולרים נרכשו בהתאם להחלטת הוועדה המוניטרית בתחילת השנה, והסכום הנותר נרכש בנובמבר-דצמבר, לאחר שהוועדה המוניטרית, בהודעותיה הודיעה לציבור על המשך ההתערבות בשוק.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת העידו כי קצב ההתאוששות של התוצר והתעסוקה מהיר יחסית, וכי התוצר מתקרב לרמות שהיו צפויות לולא פרץ משבר הקורונה. זאת לאחר התמודדות עם שלושת הסגרים אשר הוטלו במהלך 2020 ובמחצית הראשונה של 2021 ועם גל הקורונה הרביעי במחצית הנסקרת, שלווה במיעוט יחסי של מגבלות על הפעילות. יחד עם זאת, בסיום המחצית הנסקרת טרם הוסרו כל המגבלות – ובפרט נותרו מגבלות משמעותיות על התיירות הנכנסת; לאחר אישור מתווה, שהיה אמור לאפשר הגדלה משמעותית של התיירות הנכנסת, הביאה תפוצת הזן אומיקרון לסגירה משמעותית של השמיים באמצעות הטלת הגבלות ניכרות על פעילות נתב"ג.

שוק העבודה: נתוני סקר כוח האדם של חודש נובמבר (גילאי 15+) הצביעו על יציבות של שיעור האבטלה הרחבה² ברמה של כ-6.5%, וכן של שיעור התעסוקה המותאם³, שעמד על כ-60%, לעומת כ-61% טרם המשבר, ב-2019. מספר המשרות הפנויות במחצית הנסקרת הוסיף לעלות – המשך למגמה מתחילת שנת 2021. תופעה זו מאפיינת מדינות מפותחות נוספות שחוו גידול מהיר של מספר המובטלים על רקע מדיניות ממשלתית של חל"ת. עם ההקלה במגבלות והצמיחה המהירה של התוצר נוצרו משרות פנויות חדשות, והן מאוישות בקצב איטי יחסית, מה שעלול להעיד על עלייה של שיעור האבטלה המבנית.

סביבת האינפלציה: המחצית השנייה של שנת 2021 התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה ביחס לשנים האחרונות. בראשיתה שיעור האינפלציה השנתי נכנס לתחום היעד, במהלכה הוא הוסיף ועלה מעל למרכז היעד עד 2.5%, ולקראת סיומה התמתן מעט, ל-2.4%. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה לפי כל המקורות עלו, והן נמצאות בסביבת אמצע תחום היעד; עם זאת ניכר פער בין הציפיות הנגזרות משוק ההון לתחזיות של החזאים ולציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים, שהן נמוכות יותר. נראה שפער זה משקף את פרמיית הסיכון⁴. על פי התחזיות השונות קצב האינפלציה צפוי להתמתן מעט בהמשך, אך צפוי להישאר בתוך תחום היעד לכל הטווחים.

שער החליפין: עד סוף המחצית הראשונה של השנה נשמרה יציבותו של השקל הן מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי והן מול הדולר והאירו, על רקע הרכישות שביצע בנק ישראל – כ-25 מיליארדי דולרים. במחצית השנייה, המחצית הנסקרת, נרשמה מגמת ייסוף של השקל. גם במחצית זו נרשמו המרות מט"ח גבוהות של משקיעים מוסדיים ומשקיעים זרים, שפעלו לייסוף השקל, וקצב הרכישות של בנק ישראל הופחת.

¹ ההחלטות שהתקבלו ב-5 ביולי, ב-23 באוגוסט, ב-7 באוקטובר וב-22 בנובמבר 2021 וב-3 בינואר 2022.

² שיעור האבטלה הרחב כולל 3 קבוצות: הבלתי מועסקים (האבטלה בהגדרה הרגילה), המועסקים שנעדרו זמנית מעבודתם כל השבוע מסיבות הקשורות בנגיף הקורונה (כולל הנמצאים בחל"ת) והלא משתתפים בכוח העבודה שהפסיקו לעבוד בגלל פיטורים או סגירת מקום העבודה ממרץ 2020 – כולם מתוך המשתתפים בכוח העבודה בגילאים 15+.

³ שיעור התעסוקה ללא העובדים שנעדרו מהעבודה בשל נגיף הקורונה.

⁴ להרחבה ראו תיבה 2 בהמשך הדוח.

הכלכלה העולמית: במחצית הנסקרת המשיכה הכלכלה הגלובלית להתאושש, על רקע קצב תחלואה מתמתן ועלייה של שיעורי ההתחסנות, שלוותה בהסרת מגבלות על הפעילות הכלכלית. עם זאת נראה כי המומנטום נחלש בעקבות קשיים בשרשרת הייצור העולמית ועליית מחירי האנרגיה, המגדילים את סיכויי האינפלציה, והתפרצות מחודשת של המגפה. סביבת האינפלציה בעולם מוסיפה להיות גבוהה, וקצב האינפלציה במרבית המדינות גבוה מהיעדים. בתחזית הצמיחה העולמית של קרן המטבע נרשם בתחילת המחצית הנסקרת שיפור מסוים של קצב הצמיחה ב-2022 והתייצבות במהלכה, והתחזית לשנת 2021 הושארה במהלך המחצית ללא שינוי ניכר. העלאות ריבית בעולם ננקטו עד כה רק במדינות שבהן הייתה חריגה ניכרת מיעד האינפלציה.

שוק האשראי: במחצית הנסקרת נותרו הריביות יציבות ונמוכות. בחינת קשיי המימון לפי סקר המגמות של הלמ"ס הצביעה על רמות דומות לאלו של ערב המשבר – מצב שונה מאשר במחצית הקודמת, שבה הקושי של מגזר העסקים הקטנים והזעירים בגיוס אשראי היה רב יותר מאשר ערב המשבר. עם זאת בענף המלונאות מגבלות האשראי נותרו גבוהות גם במהלך המחצית הנסקרת. הריביות הבנקאיות נותרו יציבות בכל מגזרי הפעילות, לפיכך ועל רקע ההתאוששות הכלכלית הופסקו תוכניות בנק ישראל שהציעו מקורות זולים לבנקים לממן הלוואות לעסקים קטנים וזעירים, שסייעו להם לצלוח את משבר הקורונה.

ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים: בשוק ההון עלו מחירי המניות במחצית הנסקרת במגזרים השונים, ומרווחי אג"ח החברות עלו גם הם, אך במידה מתונה יותר. תשואות איגרות החוב הממשלתיות ל-10 שנים בישראל ירדו בתחילת המחצית הנסקרת ועלו בסופה – בדומה למגמה בעולם. ההערכות משוק התלבור באשר לציפיות ריבית בנק ישראל השתנו במהלך המחצית הנסקרת, וברבעון הרביעי הן עלו וגילמו סבירות של 100% שבשנה הקרובה תהיה לפחות העלאת ריבית אחת של 15 נקודות בסיס, לרמה של 0.25% – הסבירות הגבוהה ביותר מאז פרוץ משבר הקורונה, במרץ 2020. בשלהי המחצית נרשמה ירידה של ציפיות אלה, וזאת בדומה למגמה במדינות אחרות.

המדיניות הפיסקלית: הגירעון המצטבר המשיך לרדת במהלך המחצית הנסקרת והגיע ל-4.6%. זאת הודות להמשך הגידול המשמעותי בגביית המסים (אף ביחס למגמה ארוכת הטווח) וירידה של הוצאות הממשלה – תוצאה של צמצום הוצאות הקורונה לצד תת-ביצוע של מכסת התקציב ההמשכי וגידול איטי יחסית של ההוצאות גם לאחר אישור התקציב. הצעת התקציב לשנים 2021–2022 אושרה בכנסת באופן סופי בתחילת נובמבר ותרמה להקטנת אי-הוודאות הפיסקלית. יעדי הגירעון החדשים הם 6.8% בשנת 2021 ו-3.9% בשנת 2022, והתחזיות הנוכחיות לשנים אלו הן לגירעון נמוך יותר.

שוק הדיור: מגמת ההאצה של עליית מחירי הדירות, שהחלה לקראת סוף שנת 2020 וגברה בשנת 2021, נמשכה גם במחצית הנסקרת: מחירי הדירות עלו בשנים עשר החודשים האחרונים ב-10.3% (הנתון לספטמבר-אוקטובר). הוועדה דנה בעליות המחירים בשוק הדיור, שהתפתחו על רקע הורדת מס הרכישה למשקיעים ביולי 2020, והפסקת התוכנית "מחיר למשתכן". במהלך המחצית נכנסו לתוקף תוכניות חדשות של הממשלה, שנועדו לבלום את העלייה המשמעותית של מחירי הדיור, ביניהן העלאת שיעור מס הרכישה למשקיעים. לצד אלה נמשך ברוב המחצית הנסקרת קצב מתון יחסית של עליית מחירי השכירות, דומה לקצב במחצית הקודמת והמשך להתמתנות הניכרת שהייתה במהלך שנת 2020. לקראת סוף המחצית ניכרה האצה מסוימת: עד נובמבר עלה מדד שירותי הדיור בבעלות בשיעור שנתי של כ-2.9%.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמידות להודעות הריבית – ביולי ובספטמבר 2021 ובינואר 2022. לפי התחזית מחודש ינואר יצמח התוצר יצמח בשנת 2022 ב-5.5% (6.0% לפי תחזית יולי), ושיעור האבטלה ב-2022 צפוי להמשיך לרדת ולהגיע ברבעון האחרון שלה ל-4.8% – עדיין מעל לרמתו לפני המשבר (כ-3.8%). יחס החוב לתוצר צפוי להיות בשנת 2022 69% (לפי תחזית יולי 74%). האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (שהאחרון בהם הוא הרבעון הרביעי של 2022) צפויה להסתכם ב-1.6%.

צעדי המדיניות

במחצית השנייה של 2021 הושארה הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. במהלך המחצית החליטה הוועדה על הפסקת הפעלתם של כל הכלים המיוחדים שעליהם הכריזה בעיצומו של משבר הקורונה בשנת 2020. עד להחלטות על ההפסקה הופעלו, במחצית זו, חלק מהכלים. על רקע המשך השפעת הקורונה על המשק רכש בנק ישראל במהלך 2021 34.8 מיליארדי דולרים. 30 מיליארדי דולרים נרכשו בהתאם להחלטת הוועדה המוניתרית בתחילת השנה, והסכום הנותר נרכש בנובמבר-דצמבר, לאחר שהוועדה המוניתרית, בהודעותיה לציבור, הודיעה על המשך ההתערבות בשוק.

בסוף המחצית הראשונה של 2021 חזר שיעור האינפלציה השנתי לתחום היעד, לראשונה מאז אמצע 2019, ובסופה הוא עמד בסביבת אמצע תחום היעד. ההתפתחויות באינפלציה שבו להיות אחד הנושאים העיקריים שנידונו במהלך המחצית: הוועדה דנה בסיבות לעליית האינפלציה, בהערכות לגבי הרכיבים הזמניים והקבועים שבה ובמידת ההתמדה הצפויה שלה. חברי הוועדה ציינו בהחלטת נובמבר וינואר כי האינפלציה בישראל נמוכה משמעותית מאשר במדינות רבות בעולם, כי היא נמצאת בתוך תחום היעד וכך גם הציפיות. עוד ציינו כי עד כה נרשמו העלאות ריבית בעולם רק במדינות שבהן הייתה חריגה ניכרת מיעד האינפלציה, ואילו בישראל הציפיות מהשווקים מצויות בתוך תחום היעד ועל פי תחזיות חטיבת המחקר של בנק ישראל ושל החזאים האינפלציה צפויה להיות נמוכה יותר בעוד 12 חודשים. במשך המחצית דנה הוועדה גם במצב הפעילות הריאלית ובעליית נתוני התוצר והתעסוקה לסביבת הרמה שהייתה צפויה לולא פרץ משבר הקורונה; בשער חליפין; בהאצה של עליית מחירי הדירות; וכן במגמות בכלכלה העולמית.

בדיוני הריבית בחודש יולי 2021, לנוכח הסרת המגבלות והתאוששות המשק, סברו חברי הוועדה שהצורך בתוכנית של מתן הלוואות לטווח ארוך למערכת הבנקאית כנגד הלוואות שניתנו לעסקים קטנים וזעירים פחת, והחליטו פה אחד כי הפעלת כלי זה תופסק; נדבר אספקת הלוואות לבנקים בריבית של מינוס 0.1% הסתיים כמתוכנן בדיון, והנדבך של הלוואות בריבית של 0.1% הסתיים בסוף יולי 2021, בתום ניצול 40 מיליארדי השקלים שבתוכנית. (כזכור, קבעה הוועדה בהחלטת הריבית של 5 ביולי, שהנדבך יסתיים ב-1 באוקטובר או בתום ניצול 40 מיליארדי השקלים שבתוכנית.) חברי הוועדה ציינו שהוועדה תמשיך ותבחן בכל עת את תנאי השוק ותמשיך בהפעלת שאר הכלים שבהם נעשה שימוש במהלך המשבר לפי הצורך. בנוסף הוועדה דנה בעלייה של סביבת האינפלציה שמתבטאת בכניסת האינפלציה השנתית אל תחום היעד, לראשונה מאז אמצע 2019, וכן בעליית הציפיות לאינפלציה. כל ששת חברי הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. הם סברו שהרמה הנמוכה של הריבית תומכת בהמשך התאוששות הפעילות הכלכלית. הוועדה ציינה כי הוועדה תמשיך לנהל מדיניות מוניתרית מאוד מרחיבה לאורך זמן, תוך שימוש במגוון כלים ככל שיידרש, כולל כלי הריבית.

בדיוני הריבית באוגוסט 2021 עסקה הוועדה בעלייה של מספר החולים הקשים ובהתפשטות זן הדלתא של נגיף הקורונה, לצד המשך מבצע ההתחסנות במנת חיסון שלישית. הוועדה ציינה את אי-הוודאות הרבה ביחס להמשך ההתפשטות, ודנה בהשלכות האפשריות על הפעילות אם התחלואה תמשיך להתפשט, והממשלה תידרש להחמיר את ההגבלות. כל ששת חברי הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%, שכן לדעתם הרמה הנמוכה של הריבית תומכת בהמשך ההתאוששות של הפעילות הכלכלית. אחד מחברי הוועדה אמר שהנתונים החזקים של החשבונאות הלאומית, והעלייה בסביבת האינפלציה היו יכולים לאפשר התחלת צמצום הדרגתי במידת ההרחבה של המדיניות המוניתרית, אולם לנוכח התחדשות העלייה בתחלואה מוטב לנקוט משנה זהירות ולהותיר, לעת עתה, את המדיניות הנוכחית. הוועדה המשיכה להצהיר כי תמשיך לנהל מדיניות מוניתרית מאוד מרחיבה לאורך זמן, תוך שימוש במגוון כלים ככל שיידרש, כולל כלי הריבית.

בדיוני הריבית בחודש אוקטובר 2021 סברו חמישה מחברי הוועדה שיש להשאיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%, שכן הרמה הנמוכה של הריבית תומכת, לדבריהם, בהמשך ההתאוששות של הפעילות הכלכלית. החמישה סברו שלמרות התמודדות המשק עם גל התחלואה הנוכחי ללא הגבלות חמורות על הפעילות, עדיין שוררת אי-ודאות רבה לגבי הפעילות הכלכלית במשק בטווח הבינוני, בעיקר לנוכח הסיכון למחזוריות של גלי תחלואה נוספים וכן אי-ודאות לגבי מידת הזמניות של האינפלציה הנוכחית. הוועדה ציינה כי המשך הפעילות הכלכלית והצמיחה התקינה יאפשר את סיום התוכניות השונות של ההרחבה הכמותית בחודשים הקרובים. על רקע התאוששות המשק שינתה הוועדה במקצת את הצהרתה, והכריזה כי תמשיך לנהל מדיניות מוניתרית מרחיבה לאורך זמן. יצוין כי חבר ועדה אחד הצביע בעד העלאת הריבית לשיעור של 0.25%. הוא סבר שנתוני המשק מאפשרים זאת – הנתונים החזקים של החשבונאות הלאומית, העלייה של סביבת האינפלציה והציפיות, לכל הטווחים, המעוגנות ביעד, והתגברות הסיכונים הפיננסיים.

בדינוני הריבית בחודש נובמבר 2021⁵ סברו כל ששת חברי הוועדה שיש להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%, שכן הרמה הנמוכה של הריבית תומכת, לדעתם, בהמשך ההתאוששות של הפעילות הכלכלית. חברי הוועדה ציינו שלנוכח העלייה בציפיות לאינפלציה, הריביות הריאליות בישראל הן שליליות ודומות בסדר הגודל לאלה של כלכלות מרכזיות. הם העריכו שתהליך ההתאוששות של המשק הישראלי מהמשבר נמשך, ועם זאת עדיין קיימים אתגרים לפעילות הכלכלית. לכן החליטה הוועדה להמשיך לנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה לאורך זמן, בהתאם לקצב הצמיחה והתעסוקה ולתוואי האינפלציה. זאת כדי להמשיך ולתמוך בהשגת יעדי המדיניות ובהתאוששות הכלכלית מהמשבר ולהבטיח את המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים.

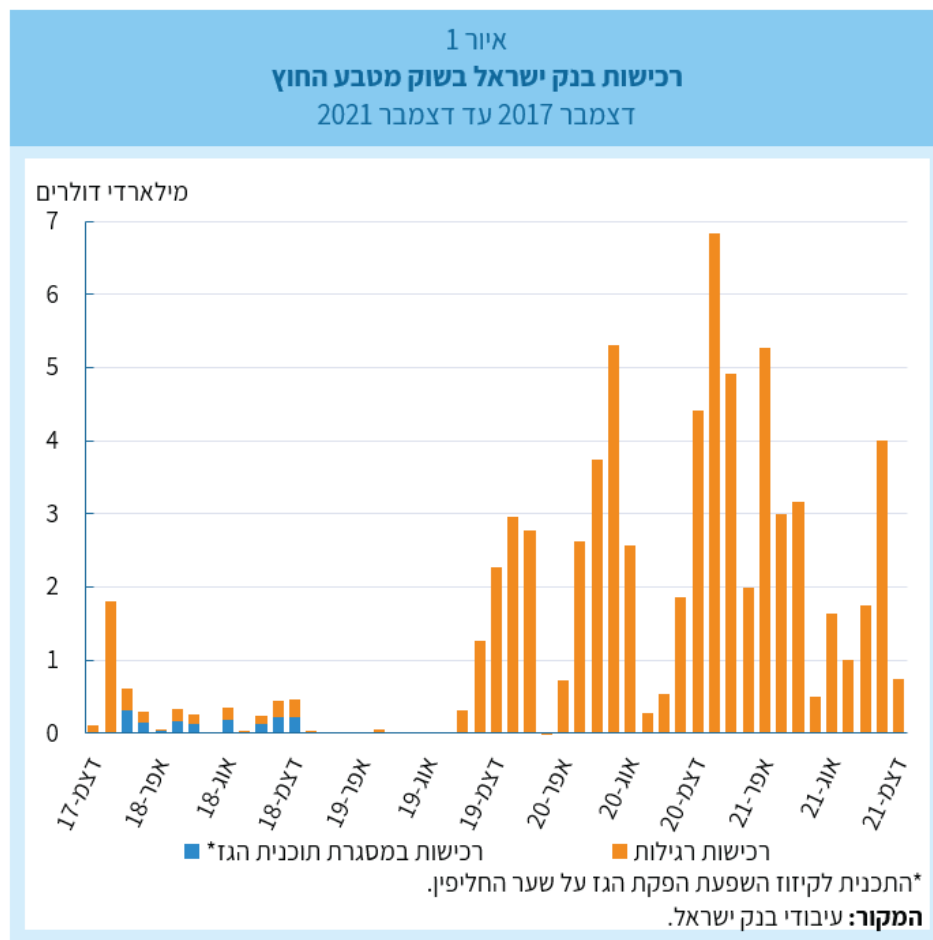
בדינוני הריבית בחודש ינואר 2022 סברו כל ששת חברי הוועדה שיש להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. לדבריהם המשק המשיך לתפקד באופן נאות, ונתוני שוק העבודה לחודש נובמבר ולמחצית הראשונה של חודש דצמבר הצביעו על שיפור במדדי התעסוקה. עם זאת הסכימו חברי הוועדה כי שיעורי התחלואה ומקדמי ההדבקה עם התפשטותו של זן האומיקרון הגדילו את הסיכון לפעילות, על פי היקפם אף עלולים להיות בעלי משמעות מקרו-כלכלית: התפתחויות אלו מביאות לעלייה באי-ודאות בטווח הקצר והבינוני לגבי עוצמת הפעילות הכלכלית במשק. בדיון על הכלכלה הגלובלית עסקו חברי הוועדה בקשיים בשרשראות הייצור והאספקה, ובמדדי האינפלציה – שבמרבית המדינות עלו לרמה גבוהה מיעדי הבנקים המרכזיים, ולפיכך נמשך במשקים רבים ההידוק המוניטרי.

במהלך שנת 2021 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1% – אך שלא כמו במחצית הראשונה של השנה, שבמהלכה אחד מחברי הוועדה הצביע בעד הורדת הריבית, במחצית השנייה, בהחלטת אוקטובר, הצביע חבר ועדה אחד בעד העלאתה. כזכור החליטה הוועדה באפריל 2020 להפחית את הריבית המוניטרית ב-0.15 נקודות אחוז, ל-0.1%, ומאז הריבית הושארה ללא שינוי. בארבע ההחלטות הריבית הראשונות של המחצית הראשונה של 2021 (ינואר עד מאי) סברו חמישה מחברי הוועדה שיש להשאיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%, וחבר אחד הצביע בעד הורדתה לשיעור של 0%; בהחלטות של החודשים ינואר ופברואר הוא הוסיף כי אינו שולל את האפשרות שבעתיד תידרש מדיניות מרחיבה יותר ואף הפחתה של הריבית המוניטרית לשיעור שלילי. **העלייה בסביבת האינפלציה בישראל, וביתר שאת בעולם, וכן השיפור במדדי הפעילות, הניעו את הוועדה להעריך שהמדיניות המוניטרית המרחיבה, הננקטת תקופה ארוכה ככל הנראה תימשך – אך תהיה פחות מרחיבה משחשבה קודם לכן. בהתאם לכך ניסחה הוועדה את ההודעה המתפרסמת לציבור.**

על רקע המשך השפעת הקורונה על המשק רכש בנק ישראל במהלך 2021 34.8 מיליארדי דולרים. 30 מיליארדי דולרים נרכשו על פי החלטת הוועדה המוניטרית בתחילת השנה, והסכום הנותר נרכש בנובמבר-דצמבר, לאחר שהוועדה, בהודעותיה לציבור, הודיעה על המשך ההתערבות בשוק. עד סוף המחצית הראשונה של השנה נשמרה יציבותו של השקל הן מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי והן מול הדולר והאירו, על רקע הרכישות שביצע בנק ישראל בסכום של כ-25 מיליארדי דולרים. במחצית השנייה, המחצית הנסקרת, נרשמה מגמת ייסוף של השקל. גם במחצית זו נרשמו המרות מט"ח גבוהות של משקיעים מוסדיים ומשקיעים זרים, שפעלו לייסוף השקל, וקצב הרכישות של בנק ישראל פחת. מטרת ההודעה מראש על היקף הרכישות, בינואר 2021, הייתה לספק לשוק ודאות בדבר מחויבות הבנק להתמודדות עם הייסוף החד שהיה באותה העת, בכך לתמוך בהמשך ההתמודדות של המשק עם ההשלכות הכלכליות של משבר הקורונה, ובפרט לתמוך בענפי הייצוא ותחליפי היבוא. בהחלטות הריבית של החודשים אפריל ומאי 2021 הוסיפה הוועדה כי התוכנית תורחב ככל שידרש בהתאם לתנאי הכלכלה והתפתחותה. במחצית השנייה של 2021, על רקע התאוששות המשק, צוין בהחלטות הריבית במהלך המחצית כי בנק ישראל אינו מוגבל להתערבות מרבית של 30 מיליארדי דולרים בשנת 2021, וכי בתום התוכנית הוא יפעל בשוק המט"ח על פי הצורך בהתחשב בפעילות הכלכלית. כך הוא אכן פעל – בשלהי המחצית: בחודשים נובמבר-דצמבר הואץ קצב הרכישות על רקע ייסוף השקל, וזאת מעבר למכסת 30 מיליארדי דולרים שנקבעו בתוכנית.

במהלך המחצית הנסקרת רכש בנק ישראל במצטבר כ-10 מיליארדי דולרים; ביולי כחצי מיליארד, באוגוסט כמיליארד וחצי, בספטמבר כמיליארד ובאוקטובר כ-2 מיליארד; בנובמבר, על רקע הייסוף בשקל, הואץ, כאמור, קצב הרכישות, ונרכשו כ-4 מיליארד, ובדצמבר נרכשו כ-0.7 מיליארד נוספים. זאת לעומת קצב גבוה של רכישות במרבית חודשי המחצית הראשונה של 2021, שבה בנק ישראל רכש במצטבר, במסגרת מדיניותו בשוק המט"ח, כ-25 מיליארדי דולרים (אזור).

⁵ בין ההחלטה של אוקטובר להחלטת נובמבר השתנה הרכב הוועדה: פרופ' ראובן גרונאו סיים את תפקידו כחבר ועדה מקרב הציבור, ופרופ' נעמי פלדמן החליפה אותו בתפקיד זה.



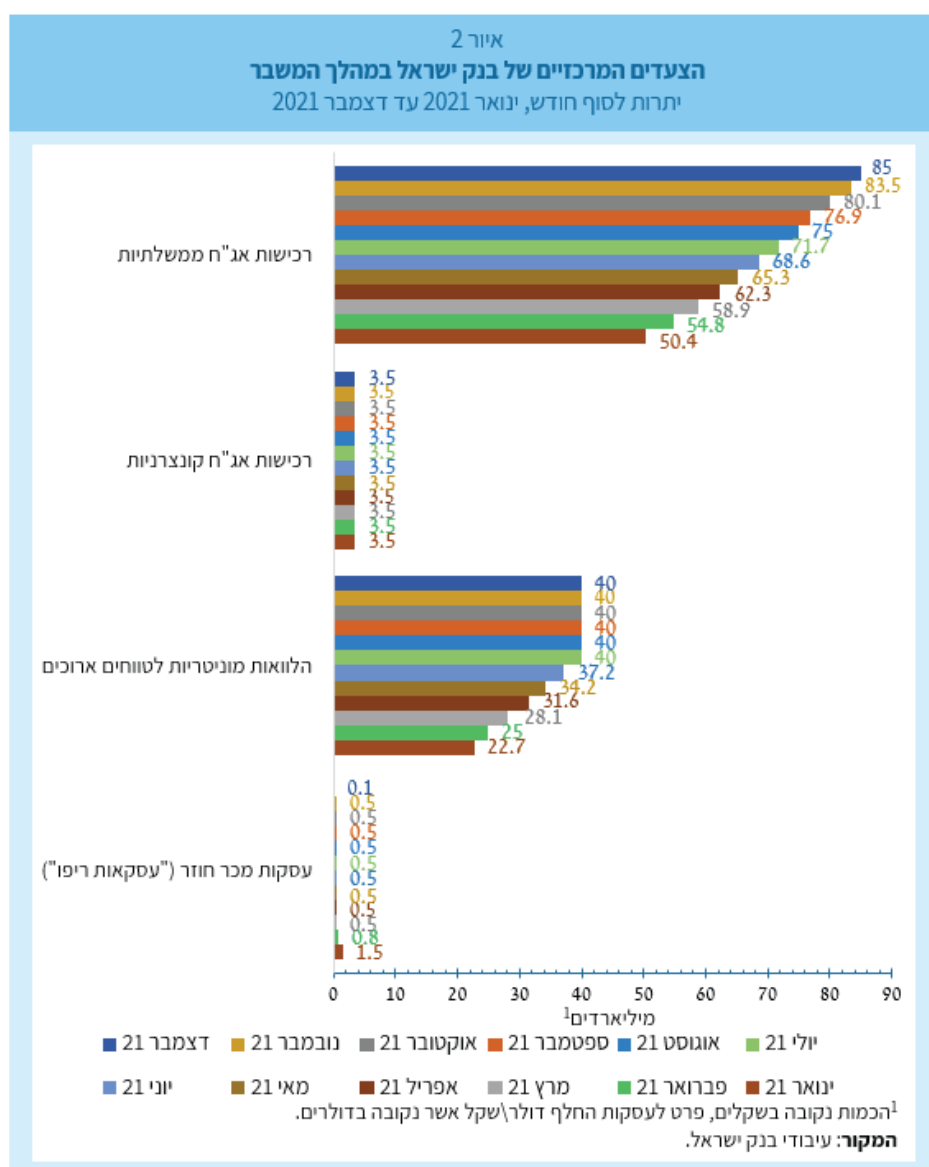
במהלך המחצית הנסקרת החליטה הוועדה על הפסקת הפעלתם של כל הכלים המיוחדים שעליהם הכריזה בעיצומו של משבר הקורונה בשנת 2020. עד להחלטות על ההפסקה הופעלו, במחצית זו, חלק מהכלים: תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות נמשכו עד חודש דצמבר, ועד אוגוסט גדל המלאי של תוכנית ההלוואות המוניטריות לטווחים ארוכים, ולאחר מכן הוא נותר ללא שינוי. בכלים האחרים – רכישת אג"ח חברות ועסקות מכר חוזר לגופים המוסדיים – לא גדל המלאי במהלך המחצית (איור 2). הפסקת התוכניות לרכישת אג"ח ממשלתיות ואג"ח חברות לא הביאה לעלייה בתשואות, כך שתנאי המימון הנוחים במשק נשמרו.

רכישת אג"ח ממשלתיות בשוק המשני: בנובמבר 2021 החליטה הוועדה המוניטרית כי תוכניות רכישות האג"ח הממשלתיות והתאגידיות בשווקים יופסקו במהלך דצמבר, ובכך יסתיימו תוכניות ההתערבות בשוקי האג"ח, שעליהן הוכרז במהלך 2020. התוכנית הושקה במרץ 2020, על רקע הערכת הוועדה באותה עת, שצורכי האשראי יישארו משמעותיים בגלל הימשכות המשבר, ועמו הצורך בצעדי מדיניות אשר ימנעו קשיים עתידיים אפשריים בשווקים. בחודש אוקטובר 2020 החליטה הוועדה להגדיל את תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות ב-35 מיליארדי ש"ח לסכום כולל של 85 מיליארד ש"ח. סכום הרכישות של בנק ישראל בתקופה הנסקרת עמד על כ-13.3 מיליארד ש"ח, ומתחילת התוכנית ועד סוף דצמבר 2021 הסתכמו הרכישות בכ-85 מיליארדי ש"ח (איור 2).

רכישת אג"ח חברות בשוק המשני: בנובמבר 2021 החליטה הוועדה המוניטרית, כאמור, שתוכניות רכישות האג"ח התאגידיות בשווקים יופסקו במהלך דצמבר. הכלי הושק ביולי 2020. דירוגן של אג"ח החברות שבנק ישראל החליט לרכוש הוא Ax. מינוס ומעלה בלבד. רכישותיו עד סוף נובמבר 2021 הסתכמו ב-3.5 מיליארדי ש"ח, ובמהלך המחצית הנסקרת לא נקשרו עסקאות חדשות (איור 2). מטרת הבנק בהפעלת כלי זה הייתה הרחבת האפשרות של חברות גדולות לגייס אשראי ולפנות אשראי בנקאי חוץ-בנקאי לעסקים קטנים יותר. על רקע ביצועה של התוכנית ירדו המרווחים, והגיוסים עלו.

עסקות מכר חוזר ("עסקאות ריפוי"): הכלי הושק בחודש מרץ 2020, ובמסגרתו ניתנו הלוואות לגופים המוסדיים כנגד העמדת בטוחה מצדם בצורת אג"ח. בשלב הראשוני התאפשר שימוש בבטוחות מסוג אג"ח ממשלתיות או מק"ם בלבד, ובאפריל 2020 הוחלט שגם אג"ח חברות יוכלו לשמש בטוחה. במחצית הנסקרת לא נקשרו עסקאות חדשות: בחודשים יולי עד נובמבר השימוש בכלי הושאר בסכום של 0.5 מיליארד ש"ח, כפי שהיה בסיום המחצית הראשונה של שנת 2021, ובדצמבר הוא אף ירד ל-0.1 מיליארד ש"ח (איור 2).

הלוואות מוניטריות לטווח ארוך: הכלי הושק באפריל 2020, ובאוקטובר 2020 הוחלט על נדבך נוסף של התוכנית. בגרסתו האחרונה של הכלי, שתוקפו נקבע לסוף יוני 2021, סיפק בנק ישראל למערכת הבנקאית הלוואות בריבית שלילית של 0.1% לתקופה של 4 שנים. הוועדה החליטה להפעיל כלי לא קונבנציונלי ממוקד זה כדי שהתמיכה אשר מספק בנק ישראל תתגלגל במידת האפשר ללווים שהם עסקים קטנים וזעירים; זאת במטרה להקל עליהם, מתוך הכרה בחשיבותם לתעסוקה ולפעילות המשק. הספקת הלוואות אלו למערכת הבנקאית בריבית שלילית של 0.1% הייתה אפוא כנגד הלוואות לעסקים קטנים וזעירים, ובתנאי שהריבית על ההלוואות תהיה נוחה ולא תעלה על פריים +1.3%. הנדבך שבו סופקו הלוואות לבנקים בריבית של מינוס 0.1% הסתיים כמתוכנן ביוני, והנדבך של הלוואות בריבית של 0.1% הסתיים בתום ניצול 40 מיליארדי השקלים שבתוכנית בסוף יולי 2021 (בהחלטת הריבית של 5 ביולי קבעה הוועדה שהנדבך יסתיים ב-1 באוקטובר או בתום ניצול 40 מיליארדי השקלים שבתוכנית). הסכום הכולל של ההלוואות המוניטריות שניתנו בשני המסלולים עד סוף נובמבר 2021 היה כ-40 מיליארדי ש"ח, ובמהלך המחצית הנסקרת לא נקשרו עסקאות חדשות (איור 2).



תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניתרית

1. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה

הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת העידו על קצב ההתאוששות המהיר יחסית של התוצר ושוק העבודה והתקרבות של התוצר והתעסוקה לסביבת הרמה שהייתה צפויה לולא פרץ משבר הקורונה. זאת לאחר התמודדות עם שלושת הסגרים שהוטלו במהלך 2020 ובמחצית הראשונה של 2021 ועם גל הקורונה הרביעי במחצית הנסקרת, שלושה במגבלות מעטות יחסית על הפעילות.

בשלהי המחצית הנסקרת דעיכת הגל הרביעי בישראל הייתה בעיצומה, תוך ירידה של שיעורי התחלואה, מקדמי ההדבקה ומספר החולים הקשים. התמודדות המשק עם גל זה הייתה שונה מהתמודדויות הקודמות, ולא כללה הגבלות חמורות על הפעילות. הדבר התאפשר בין היתר בזכות חיסון האוכלוסייה, ובכלל זה, כנראה, ההשפעה החיובית של תהליך חיסונה במנה השלישית. עדות ליכולת לנהל פעילות כלכלית רציפה לצד נגיף הקורונה ניתן לראות גם בנתוני הצמיחה המעודדים של המשק. יחד עם זאת, בסיום המחצית הנסקרת טרם הוסרו כל המגבלות – ובפרט נותרו מגבלות משמעותיות על התיירות הנכנסת; לאחר אישור מתווה שהיה אמור לאפשר הגדלה משמעותית בתיירות הנכנסת, הביאה הפצת הזן אומיקרון לסגירה משמעותית של השמיים באמצעות הטלת הגבלות ניכרות על פעילות נתב"ג. לפיכך עדיין שוררת אי-ודאות רבה לגבי הפעילות הכלכלית בטווח הבינוני, בעיקר לנוכח הסיכון למחזוריות של גלי תחלואה נוספים (לוח 1, לוח 2).

האינדיקטורים הזמינים לגבי הפעילות בשלהי המחצית מעידים כי חרף עליית התחלואה בגל הרביעי של מגפת הקורונה לא נרשמה ירידה משמעותית בפעילות הכלכלית ובביקושים. סך הרכישות בכרטיסי אשראי ירדו בשלהי המחצית הנסקרת על רקע התפשטות זן האומיקרון, אך הן עדיין גבוהות יותר לעומת רמתן ערב המשבר. בבחינת התיירות הנכנסת והיוצאת, האינדיקטורים מראים כי יבוא התיירות (נסיעות של ישראלים לחו"ל) מתאושש, ואילו יצוא התיירות (כניסת תיירים לישראל) נותר נמוך מאוד. לפי סקר המגמות בעסקים שעורכת הלמ"ס, מאזן הנטו הכולל של המגזר העסקי בחודש דצמבר עלה, רמתו חיובית גבוהה. יצוא הסחורות (ללא או"מ ויהלומים, בדולרים) ירד מעט בחודש נובמבר, אך רמתו נותרה גבוהה מזו ששררה ערב המשבר. ביצוא השירותים נמשכה מגמת העלייה, וכן גם ביבוא הסחורות, שרמתו גבוהה בכל רכיביו (לוח 1, לוח 2).

מאז היציאה מהסגר השלישי, בפברואר 2021, עלה שיעור התעסוקה המותאם (שלפיו נעדר קורונה אינם נחשבים למועסקים), וירד שיעור האבטלה הרחבה. השיפור נרשם על רקע צמצום התמיכה בנפגעי הקורונה. אולם מאז אוגוסט הואט השיפור במדדי התעסוקה. נתוני סקר כוח האדם של חודש נובמבר (גילי +15) הצביעו על יציבות של שיעור האבטלה הרחבה ברמה של כ-6.5%, ושל שיעור התעסוקה המותאם ברמה של כ-60%, לעומת כ-61% לפני המשבר, ב-2019 (איור 3). מספר המשרות הפנויות הוסיף לעלות במחצית הנסקרת, המשך למגמה מתחילת שנת 2021. תופעה זו מאפיינת מדינות מפותחות נוספות שחוו גידול מהיר של מספר המובטלים על רקע מדיניות ממשלתית של חל"ת. עם ההקלה במגבלות והצמיחה המהירה של התוצר נוצרו משרות פנויות חדשות, שמאוישות בקצב איטי יחסית, מה שעלול להעיד על עלייה של שיעור האבטלה המבנית. על פי סקר המגמות המחסור בעובדים ממשיך להעיב על התרחבות הפעילות, בפרט בענפי המלונאות, התעשייה (עובדים מקצועיים) והשירותים.

לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

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

3/1/22	21/11/21	7/10/21	23/8/21	5/7/21	ההחלטה לחודש
-1.9	-2.2	-1.4	-1.4	-6.2	2021Q1
14.2	13.7	16.6	15.4		2021Q2
2.5	2.4				2021Q3
-0.5	-1.0	-0.8	-0.6	-7.2	2021Q1
17.6	17.1	22.0	19.8		2021Q2
1.0	0.1				2021Q3
-1.0	-0.4	0.1	0.0	-3.4	2021Q1
34.2	33.5	39.2	36.3		2021Q2
0.7	0.7				2021Q3
-8.6	-8.8	-9.5	-10.3	-16.0	2021Q1
5.7	5.6	13.2	9.7		2021Q2
14.0	14.8				2021Q3
12.7	10.3	16.1	15.1	24.8	2021Q1
9.1	10.2	15.7	14.0		2021Q2
3.0	0.6				2021Q3
12.9	12.0	14.8	14.1	7.2	2021Q1
15.5	11.1	19.5	17.6		2021Q2
-0.8	-4.2				2021Q3

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

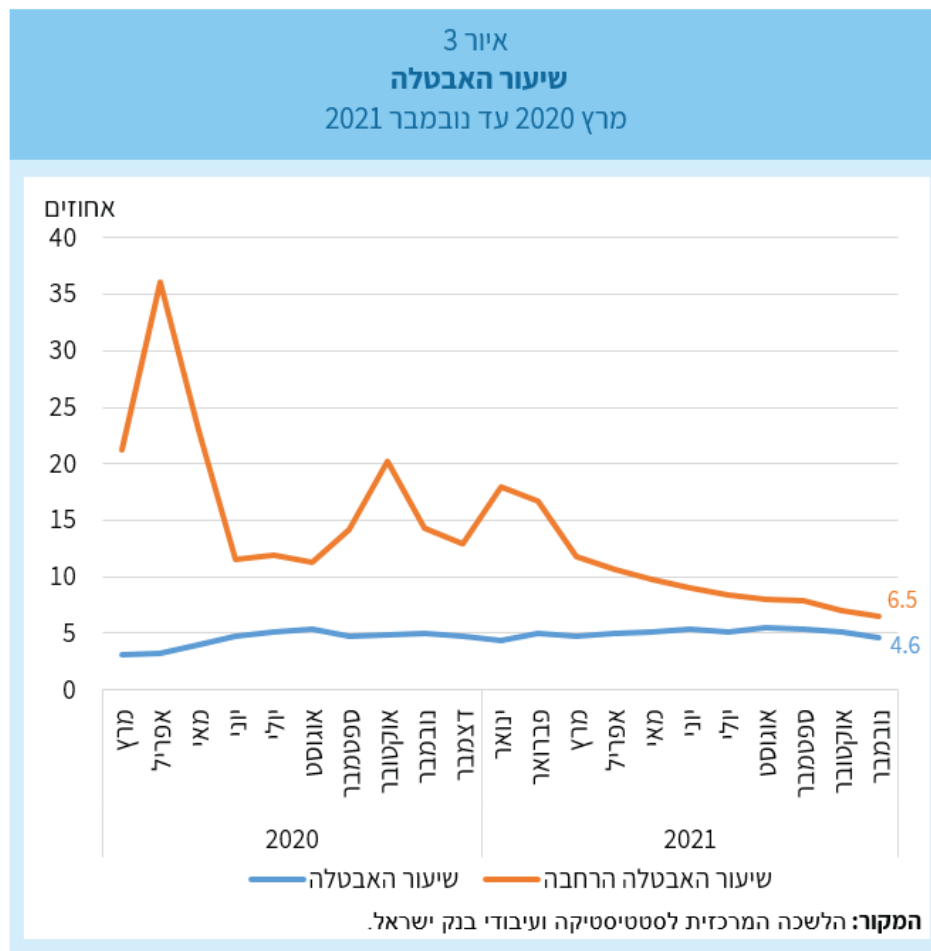
לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020	2019	2018	
2.7	14.3	-1.8	10.6	39.6	-31.8	-2.2	3.8	4.0	התוצר המקומי הגולמי
1.3	17.9	-0.4	11.0	46.1	-35.9	-2.7	4.3	4.4	התוצר של המגזר העסקי
-0.9	15.4	12.9	94.4	-3.4	-37.3	-7.3	2.9	5.5	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים
0.9	34.6	-1.0	20.7	37.4	-43.5	-9.2	3.9	3.5	הצריכה הפרטית
5.3	21.5	8.3	17.9	26.3	-46.8	-9.8	3.8	3.4	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
-3.6	0.8	-12.1	10.3	11.9	14.6	2.5	2.7	4.3	הצריכה הציבורית
-6.1	4.5	-15.4	13.0	18.6	7.9	2.7	2.6	4.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
15.4	4.2	-5.8	59.7	32.3	-50.0	1.0	3.8	7.0	ההשקעה המקומית הגולמית
13.8	5.9	-8.6	54.1	22.9	-33.6	-4.0	3.1	7.2	מזה: בנכסים קבועים
6.3	10.9	11.7	9.1	42.6	-29.2	-1.0	5.8	5.2	היצוא ללא יהלומים
3.2	9.3	13.0	5.5	45.7	-29.6	1.1	5.4	4.8	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



2. סביבת האינפלציה

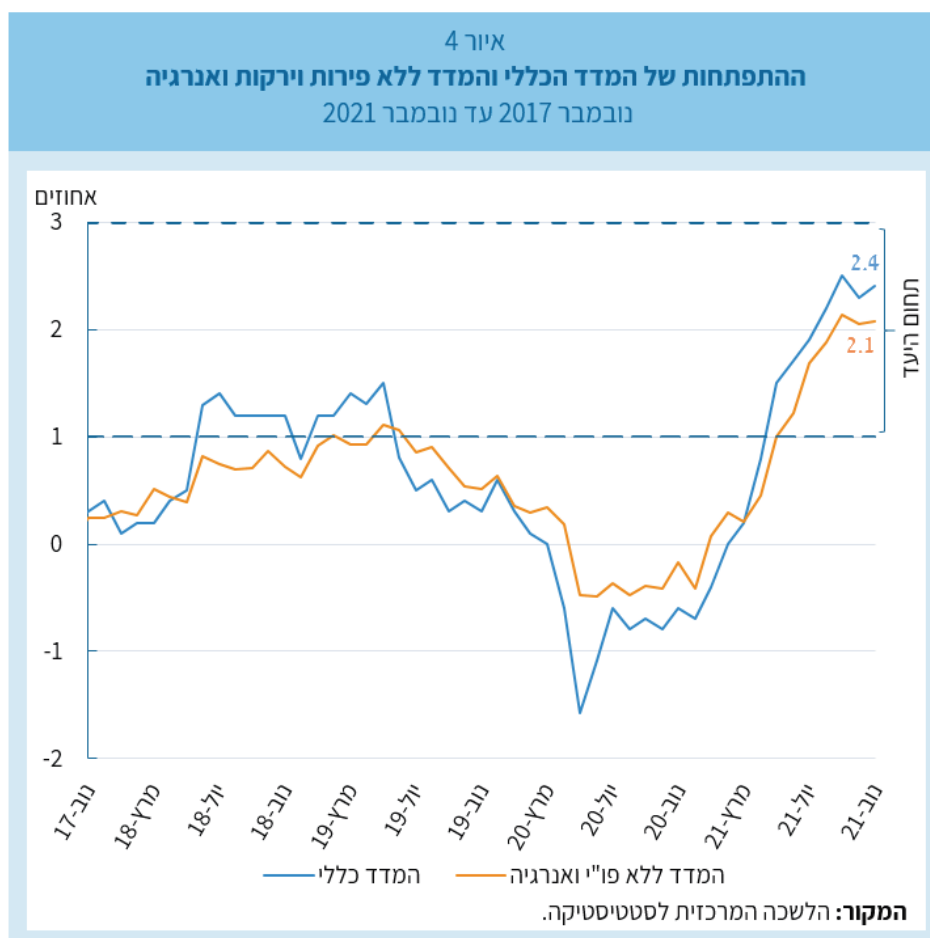
המחצית השנייה של שנת 2021 התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה ביחס לשנים האחרונות. בראשיתה שיעור האינפלציה השנתי נכנס לתחום היעד, במהלכה הוא הוסיף ועלה מעל למרכז היעד עד 2.5%, ולקראת סיומה הוא התמתן מעט, ל-2.4%.

במהלך המחצית הנסקרת דנה הוועדה בשאלה אם ובאיזו מידה עליית המחירים הייתה זמנית, או ביטאה התבססות של האינפלציה באופן קבוע יותר. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות עלו ונמצאו בסביבת אמצע תחום היעד; עם זאת ניכר פער בין הציפיות הנגזרות משוק ההון לתחזיות של החזאים ולציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים, שהן נמוכות יותר. נראה שפער זה משקף את פרמיית הסיכון⁶. על פי התחזיות השונות קצב האינפלציה צפוי להתמתן מעט בהמשך, אך צפוי להישאר בתוך תחום היעד בכל הטווחים. התנהל דיון בגורמים האינפלציוניים ובמידת הימשכותם: התאוששות הכלכלה העולמית, הסרת המגבלות וגידול ההכנסה הפנויה הביאו עמם גלי ביקושים משמעותיים. בה בעת צד ההיצע מתאושש לאט יותר, ועד כה טרם השתקם באופן מלא. כתוצאה מכך אנו עדים לשיבושים בפעילות הכלכלית בעולם, שמלווים בעלייה של מחירי האנרגיה ובעיכובים בשרשראות הייצור והאספקה השונות, שסביר להניח כי הם זמניים. שני התהליכים הללו – גידול חד של הביקוש וקשיים בצד ההיצע – מביאים ללחצים אינפלציוניים ברחבי העולם, ובמידה פחותה גם בישראל. חשוב להדגיש שעוצמתם ומידת הימשכותם עדיין אינם ברורים. עם זאת הדגישו חברי הוועדה כי סביבת האינפלציה בישראל אמנם עלתה, אך היא נמוכה משמעותית מאשר במדינות רבות, נמצאת בתוך תחום היעד, וכן גם הציפיות, ולפיכך אין חשש להתפרצות אינפלציונית. לאחרונה אף גברה הוודאות בתחום השכר, הודות ל"עסקת החבילה", המסדירה את עליית השכר בחלקים נרחבים במשק בהסתכלות קדימה.

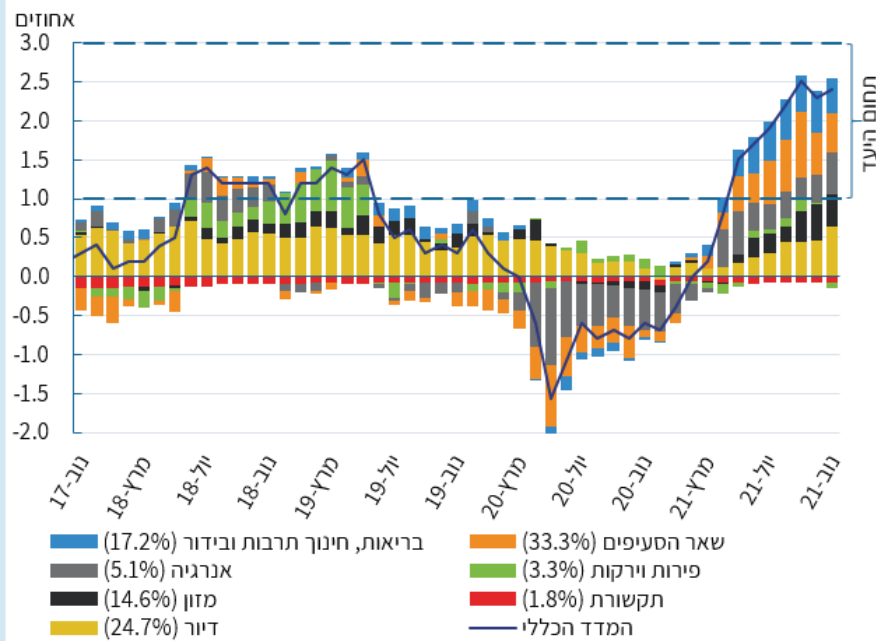
⁶ להרחבה ראו תיבה 2 בהמשך הדוח.

בניתוח שהוצג בפני הוועדה המוניתרית, נמצא שההאצה של האינפלציה בישראל נעוצה ברובה בגורמים גלובליים. ניתוח אחר הראה כי חלק משמעותי מעליית המחירים בארה"ב, אשר הביא לעלייה חדה של האינפלציה שם, ממוקד במספר מצומצם של רכיבים במדד. הוועדה העריכה כי למידת הזמניות של עליית האינפלציה בעולם תהיה השפעה על מידת הזמניות של עליית האינפלציה בישראל, אך יחד עם זאת ציינה כי האינפלציה בישראל – בפועל והצפויה – נמוכה בהרבה מזו שבארה"ב ובשאר הגושים העיקריים.

האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים עד נובמבר 2021 הייתה 2.4%. בניכוי אנרגיה ופוי"י היא עמדה על 2.1%. הפער בין שני המדדים הלך והצטמצם: בשיא המשבר, במאי 2020, הוא הגיע ל-1.1 נקודת אחוז, והמדד המנוכה היה גבוה מהמדד הכללי; עד סוף מרץ 2021 הפער נסגר והחליף את כיוונו (איור 4). זאת על רקע העלייה של מחירי הסחורות בעולם וההתאוששות במחירי האנרגיה – שהחלה במחצית השנייה של שנת 2020 ונמשכה בשנת 2021, אף כי בשלהי המחצית הנסקרת נרשמו ירידות של מחירי האנרגיה (איור 6).



איור 5
תרומת הרכיבים העיקריים של המדד לאינפלציה^{1,2}
נובמבר 2017 עד נובמבר 2021

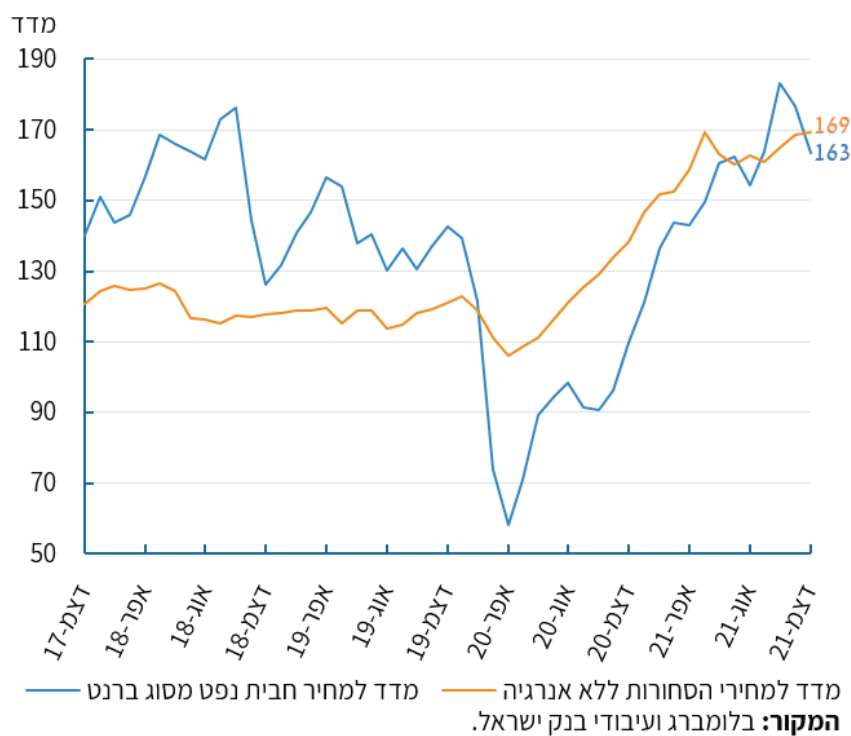


¹ בסוגריים מופיע משקל הסעיף הרלוונטי במדד הכולל (נכון לשנת 2021).

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

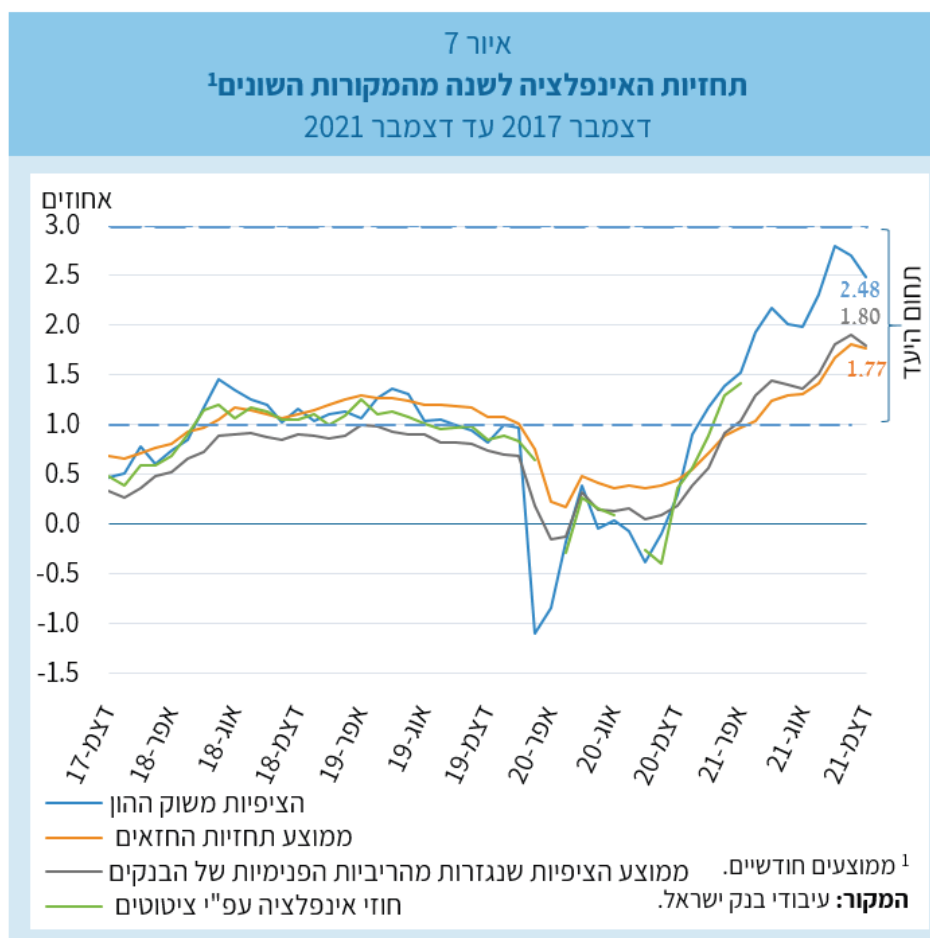
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

איור 6
מדדים למחירי הסחורות והנפט, ממוצע חודשי
דצמבר 2017 עד דצמבר 2021 (בסיס 2009=100)

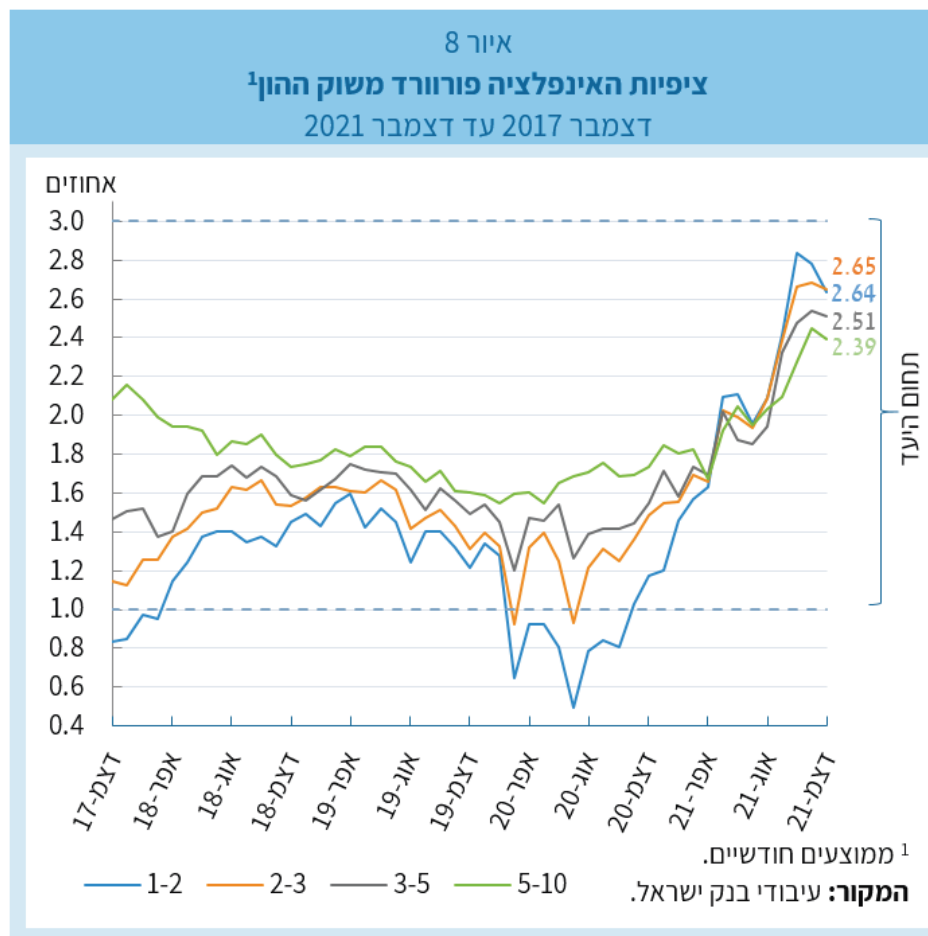


חברי הוועדה התייחסו למדדים השונים של הציפיות לאינפלציה, אשר מאופיינים במגמת עלייה בשנה וחצי האחרונות, ומשקפים צפי שהאינפלציה תחזור להיות מעוגנת ביעד לאורך זמן. חברי הוועדה העריכו כי העלייה בציפיות לאינפלציה ניתנת להסבר במגמת העלייה של האינפלציה בפועל, בהתאוששות המהירה של הפעילות הכלכלית בארץ, בשיפור בכלכלה העולמית, וכן בעליית הציפיות לאינפלציה בעולם, בהתייכרות חומרי הגלם וההובלה הימית ובמדיניות המוניטרית המרחיבה.

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מכל המקורות עלו במהלך המחצית ונמצאות בתחום היעד. הציפיות משוק ההון, שבמהלך המשבר, ב-2020, הגיעו לתחום השלילי, עלו במהלך המחצית והגיעו בחודש דצמבר ל-2.5%. הציפיות פורוורד לטווח הקצר (פורוורד 1-2) עלו מתחילת המחצית עד חודש דצמבר ב-0.5 נקודות אחוז, לרמה של 2.6%. ציפיות אלו לטווחים הבינוניים והארוכים עלו מתחילת המחצית עד חודש דצמבר בכ-0.6 נקודת אחוז, ונותרו מעוגנות מעל מרכז תחום היעד (איורים 7 ו-8). עם זאת הציפיות הנגזרות משוק ההון כוללות בתוכן את פרמיית הסיכון.⁷



⁷ להרחבה ראו תיבה 2 בהמשך הדוח.



3. שער החליפין

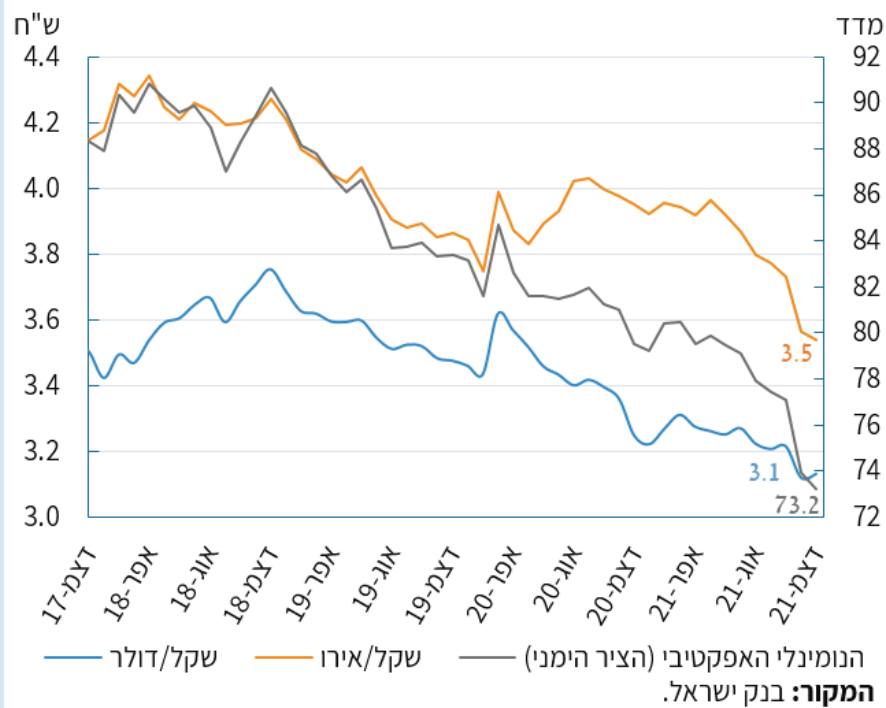
על רקע המשך השפעתו של נגיף הקורונה על המשק רכש בנק ישראל במהלך 2021 34.8 מיליארדי דולרים. עד סוף המחצית הראשונה של השנה נשמרה יציבותו של השקל הן מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי והן מול הדולר והאירו, על רקע הרכישות שביצע בנק ישראל, בסכום של כ-25 מיליארדי דולרים. במחצית השנייה, המחצית הנסקרת, נרשמה מגמת ייסוף של השקל. גם במחצית זו נרשמו המרות מט"ח גבוהות של משקיעים מוסדיים ומשקיעים זרים, שפעלו לייסוף השקל, וקצב הרכישות של בנק ישראל פחת. בסיכום המחצית יוסף השקל מול הדולר ב-4.6%, ומול האירו ושער החליפין הנומינלי האפקטיבי - ב-9.2% וב-7.9%, בהתאמה (איור 9).

4. הכלכלה העולמית

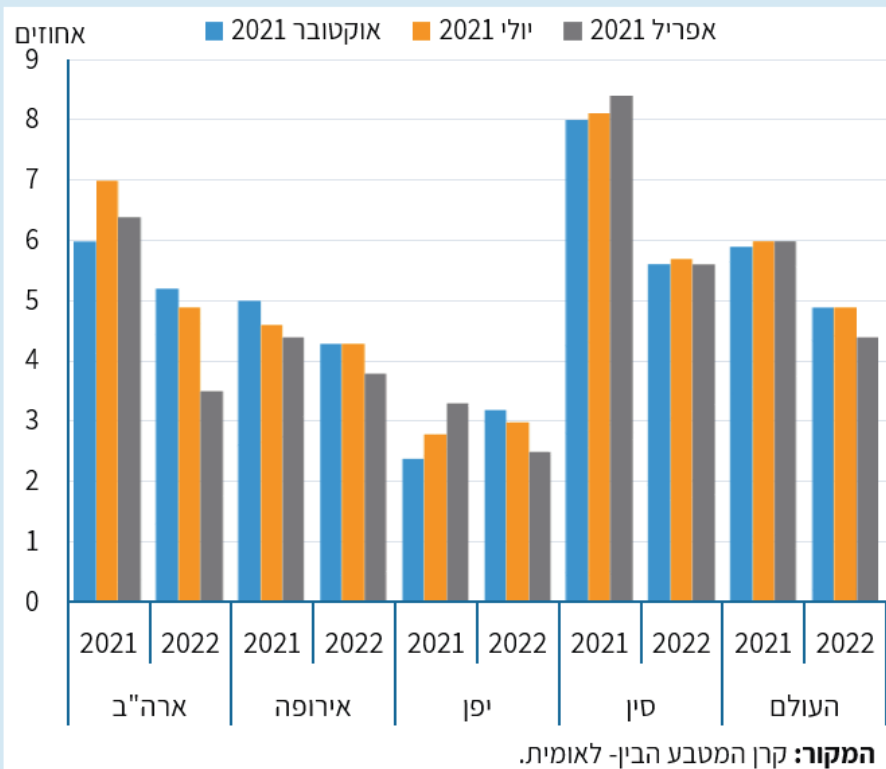
במחצית הנסקרת המשיכה הכלכלה הגלובלית להתאושש בזכות קצב תחלואה מתמתן ועלייה של שיעורי ההתחסנות, שלוותה בהסרת מגבלות על הפעילות הכלכלית. עם זאת נראה כי המומנטום נחלש, וזאת בשל קשיים בשרשרת הייצור העולמית ועליית מחירי האנרגיה, המגדילים את סיכויי האינפלציה, וכן התפרצות מחודשת של המגפה.

בתחזית הצמיחה העולמית של קרן המטבע נרשם בתחילת המחצית הנסקרת שיפור מסוים של קצב הצמיחה ב-2022 והתייצבות במהלכה, ואילו התחזית לשנת 2021 נותרה במהלך המחצית הנסקרת ללא שינוי ניכר. בפירוק תחזית הצמיחה לשנת 2021 לפי גושים נחזתה ירידה בארה"ב וביפן ועלייה באירופה (איור 10). מדד מנהלי הרכש של המדינות המפותחות התמתן במחצית הנסקרת, אך ממשיך להצביע על התרחבות כלכלית. היקף הסחר העולמי התמתן גם הוא, אבל רמות הפעילות נשארו גבוהות. מדדי המניות המרכזיים בארה"ב ובאירופה רשמו ירידות במהלך המחצית, לאחר עליות מתונות בתחילתה. מחירי הנפט והגז עלו משמעותית במהלך המחצית.

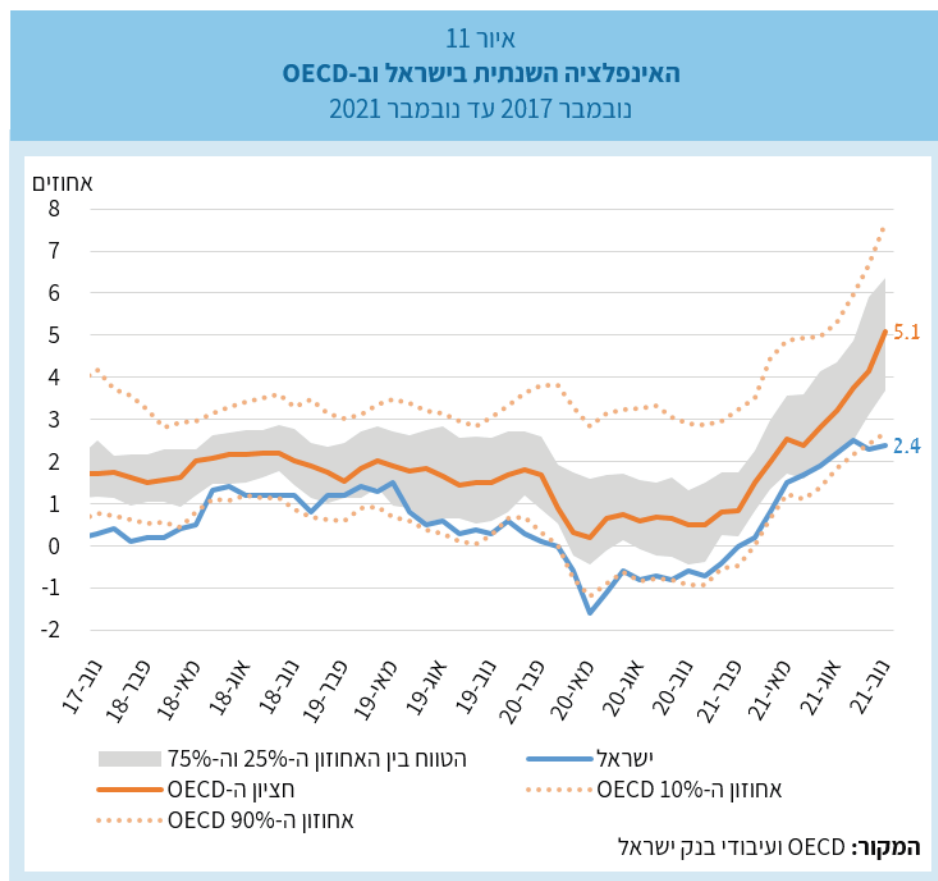
איור 9
שערי חליפין נבחרים, ממוצע חודשי
דצמבר 2017 עד דצמבר 2021



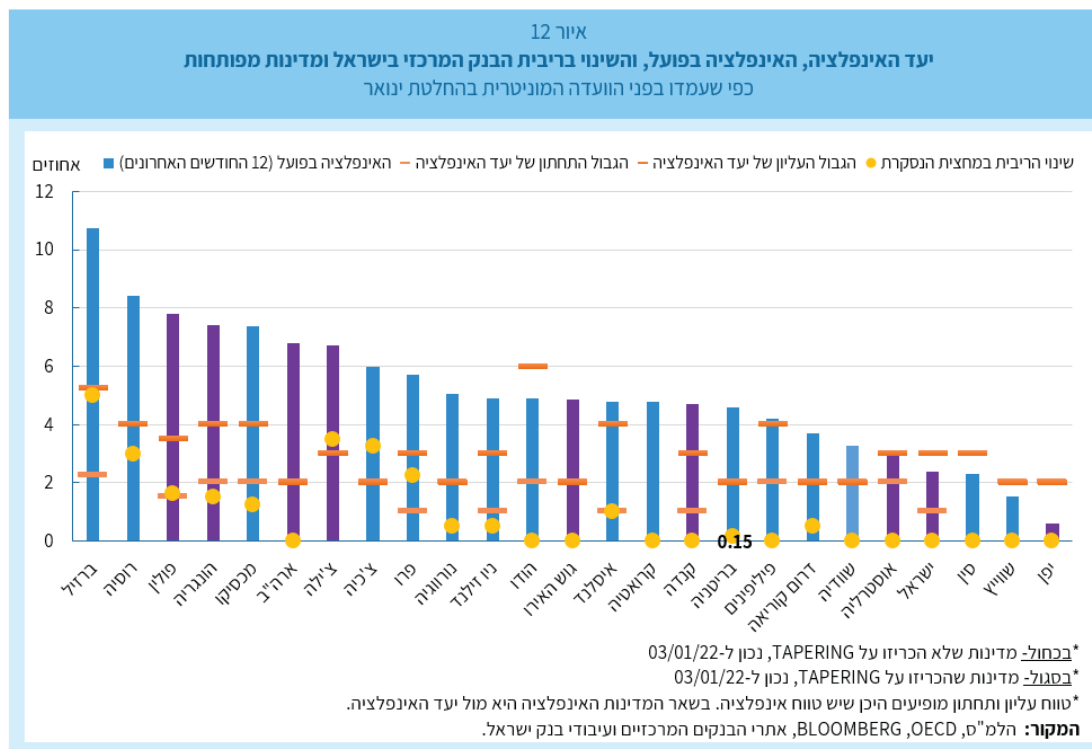
איור 10
תחזיות קרן המטבע לגבי הצמיחה השנתית ב-2021 וב-2022



סביבת האינפלציה בעולם מוסיפה להיות גבוהה (איור 11). מדדי האינפלציה במדינות רבות גבוהים, וקצב האינפלציה במרבית המדינות גבוה מיעדיה. בארה"ב עלה שיעור האינפלציה השנתי במהלך המחצית הנסקרת, ובחודש נובמבר 2021 עלה הממדד הכולל ב-6.8%, ומדד הליבה עלה ב-5%. בגוש האירו הגיע שיעור האינפלציה בנובמבר ל-4.9%, ומדד הליבה עלה ב-2.6%. בדומה לישראל, קיים גם בעולם פער בין תחזיות האינפלציה של החזאים לציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון, שהן גבוהות יותר.



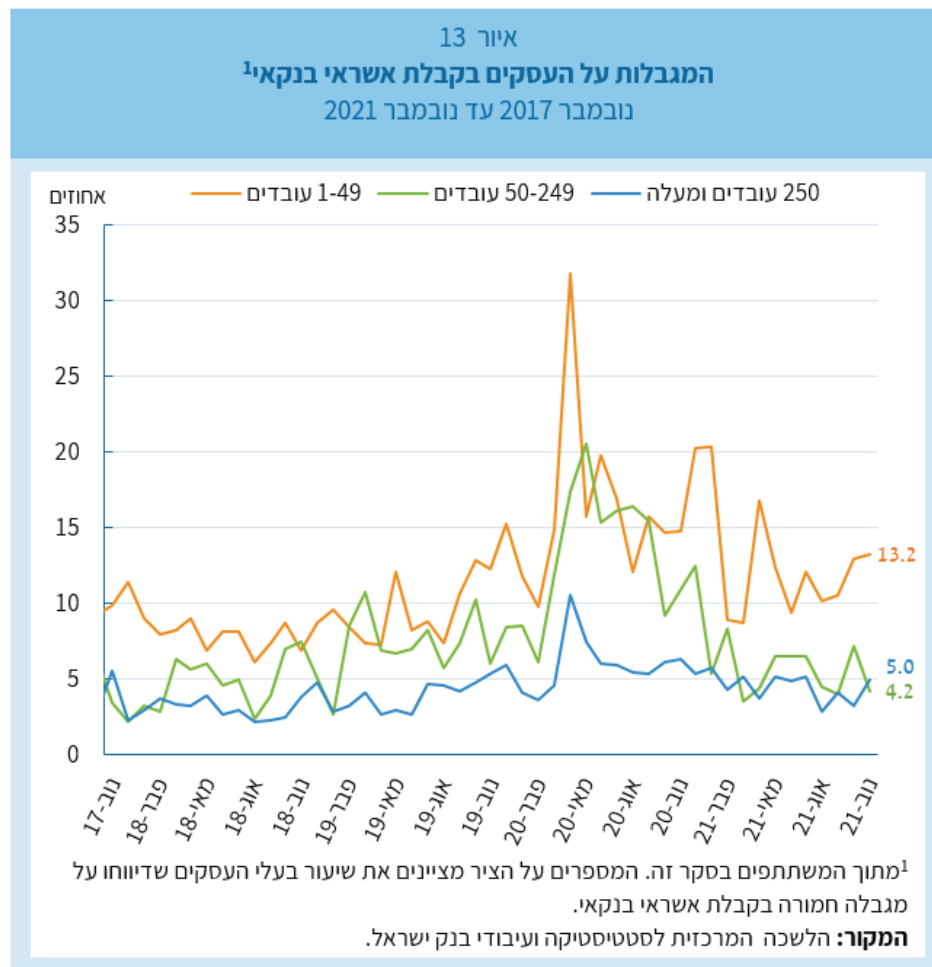
המדיניות המוניטרית המרחיבה, שאפיינה בשנת 2020 את מרבית הבנקים המרכזיים העיקריים בעולם, נשמרה גם במחציות הראשונה והשנייה של שנת 2021, אך לקראת סוף המחצית השנייה החלו הבנקים המרכזיים לאותת על צמצום מסוים של מדיניות זו. בארה"ב הותיר ה-Fed את הריבית ללא שינוי ו לקראת סיום המחצית הנסקרת צמצם את תוכנית הרכישות. בדצמבר פרסם ה-Fed כי צפויות שלוש העלאות ריבית ב-2022. זאת לאחר שבנובמבר הוא הודיע על העלאת ריבית אחת בלבד ב-2022, ובאוקטובר הוקדמה התחזית להעלאת ריבית ראשונה לסוף 2022. נוסף על כך נקט ה-Fed, על רקע משבר הקורונה, מדיניות של הרחבת הנזילות במערכת הפיננסית של ארה"ב באמצעות רכישות אג"ח. בנובמבר הכריזו ראשי ה-Fed על תוכנית של צמצום הרכישות בכ-15 מיליארד דולרים בכל חודש. ובדצמבר הודיעו כי רכישות האג"ח יצומצמו אף יותר – לקצב של 30 מיליארד דולרים בחודש. בגוש האירו הותיר ה-ECB את הריבית בעינה, אך הודיע על צמצום תוכנית הרכישות שלו. באנגליה, על רקע העלייה המשמעותית של האינפלציה, העלה הבנק המרכזי בדצמבר את הריבית ל-0.25%. חברי הוועדה ציינו כי עד כה נרשמו העלאות ריבית בעולם רק במדינות שבהן הייתה חריגה ניכרת מיעד האינפלציה, בעוד שב ישראל הציפיות מהשווקים מצויות בתוך תחום היעד (איור 12).



5. שוק האשראי

במחצית הנסקרת תפקד שוק האשראי היטב עם ריביות יציבות ונמוכות. בחינת קשיי המימון לפי סקר המגמות של הלמ"ס הצביעה על רמות דומות לאלו של ערב המשבר. הקושי בגיוס אשראי לעסקים הלך ופחת, והוא כעת ברמה של ערב המשבר (איור 13). זאת בניגוד למחצית הקודמת, שבה הקושי של מגזר העסקים הקטנים והזעירים בגיוס אשראי היה רב יותר מאשר ערב המשבר. יחד עם זאת גם במהלך המחצית הנסקרת מגבלות האשראי בענף המלונאות עדיין גבוהות. הריביות הבנקאיות על האשראי נותרו יציבות לכל המגזרים – האשראי הצרכני, לדיר, העסקי, המסחרי ולעסקים הקטנים. לפיכך ועל רקע ההתאוששות הכלכלית הופסקו תוכניות בנק ישראל שהציעו מקורות זולים לבנקים למתן הלוואות לעסקים קטנים וזעירים, שסייעו להם לצלוח את משבר הקורונה⁸. בקרנות הסיוע הממשלתיות משקלו של הענף "בתי מלון, הארחה ואוכל" בקרן לעסקים קטנים בסיכון גבוה גדול יותר מאשר בקרן לעסקים קטנים שאינם בסיכון. מדגם נתוני הדוחות הכספיים של חברות ציבוריות בענפי התעופה, המלונאות והתיירות לרבעון השני הצביע על הפסדים נמשכים בעקבות המשבר. שיעור האשראי הבנקאי שתשלומיו נדחו כחלק מהסדרי משבר הקורונה בסך האשראי לציבור (למגזרים הפרטי והעסקי) הוסיף לרדת במחצית הנסקרת, בהמשך למגמה. עיקר הדחיות שנותרו הן בחוב לדיר ולעסקים גדולים.

⁸ הרחבה ראו בחלק "המדיניות המוניטרית" בדוח זה.



6. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים

מחירי המניות עלו במחצית הנסקרת במגזרים השונים, ומרווחי אג"ח החברות עלו גם הם, אך במידה מתונה יותר. תשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים בישראל ירדו בתחילת המחצית הנסקרת ועלו בסופה – בדומה למגמה בעולם (לוח 3). בשוק אג"ח החברות החלו המרווחים לעלות קמעה מרמתם הנמוכה היסטורית ששררה בתחילת המחצית: משקיעים רכשו אג"ח חברות בתשואה ריאלית שלילית, ומרווחי הסיכון התקרבו לרמות של טרם המשבר. נמשך המומנטום החיובי בהנפקות מניות בהובלת מגזר הטכנולוגיה, ובשוק האג"ח קצב ההנפקות במגזר הריאלי עלה. בקרנות הנאמנות המשיכה הצבירה להתמקד בנכסים מסוכנים. גם החוב של המגזר העסקי המשיך להתרחב במחצית הנסקרת, המשך למגמה של המחצית הקודמת, וזאת בקצב גבוה. בכל ערוצי האשראי נרשמה חשיפה מתמשכת לענף הנדל"ן והבינוי.

הציפיות משוק התלבור באשר לריבית בנק ישראל השתנו במהלך המחצית הנסקרת, וברבעון הרביעי הן עלו וגילמו סבירות של 100% שבשנה הקרובה תהיה לפחות העלאת ריבית אחת של 15 נקודות בסיס, לרמה של 0.25% (איור 14) – הסבירות הגבוהה ביותר מאז פרוץ משבר הקורונה, במרץ 2020. בשלהי המחצית נרשמה בהן ירידה, בדומה למגמה במדינות אחרות. עלה גם ממוצע הערכות החזאים בישראל, אך במשך רוב המחצית הסבירות שהוא גילם להעלאת הריבית בשנה הקרובה הייתה נמוכה מן ההערכות משוק התלבור. בשלהי המחצית גילם גם הוא סבירות של כ-100% להעלאת ריבית אחת, של 15 נקודות בסיס, בשנה הקרובה, בדומה להערכות משוק התלבור.

לוח 3

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/21	11/21	10/21	09/21	08/21	07/21	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תשואת המק"ם ל-3 חודשים
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תשואת המק"ם לשנה
0.5	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-10 שנים
2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	תשואת האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-2.4	-2.6	-2.7	-2.2	-1.9	-2.0	תשואת האג"ח הצמודות לשנה
-2.0	-1.9	-1.9	-1.8	-1.6	-1.4	תשואת האג"ח הצמודות ל-5 שנים
-1.2	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	תשואת האג"ח הצמודות ל-10 שנים
1.3	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	פער התשואות בין אג"ח מממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
5.0	1.4	4.2	1.9	3.6	-0.4	מדד המניות הכללי
6.1	0.7	2.7	2.5	3.9	0.5	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-1.6	0.1	-2.2	0.7	-0.8	-0.8	השקל מול הדולר
-1.9	-2.6	-1.3	-1.6	-1.3	-0.7	השקל מול האירו
-1.6	-2.4	-1.8	-0.8	-1.0	-0.7	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

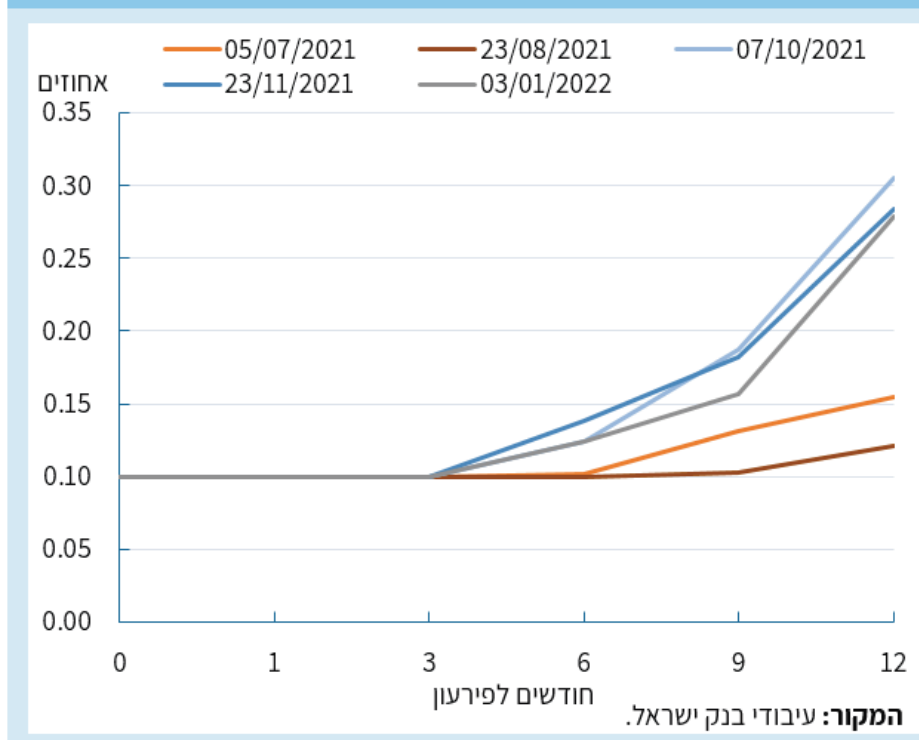
¹ נקודות אחוז, החישוב הוא לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה – ללא אג"ח להמרה ומובנות – ששיעור תשואתן עד 100% והטווח שלהן לפדיון ארוך משישה חודשים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 14

עקום התשואות פורוורד לפי נתוני שוק

התלבור במועדי החלטת הריבית

יולי 2021 עד ינואר 2022



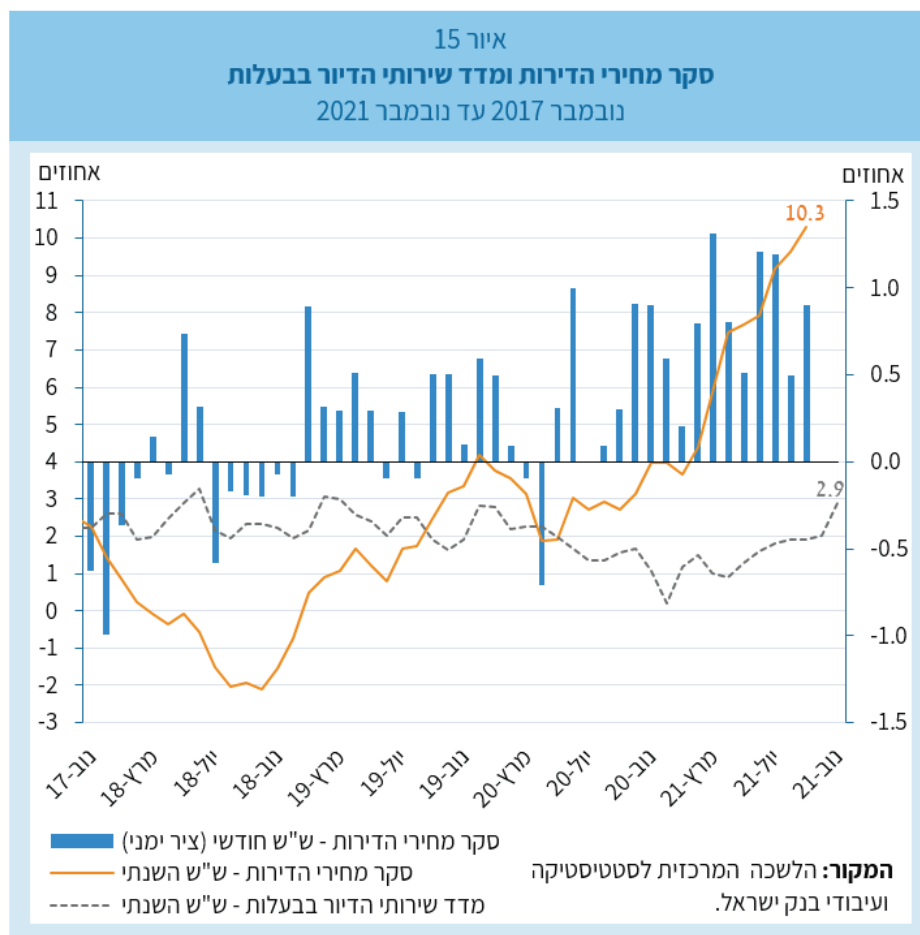
7. המדיניות הפיסקלית

הגירעון המצטבר המשיך לרדת במהלך המחצית הנסקרת והגיע ל-4.6%, הודות להמשך עלייה משמעותית בגביית המסים (אף ביחס למגמה ארוכת הטווח) לצד ירידה של הוצאות הממשלה – תוצאה של צמצום הוצאות הקורונה לצד תת-ביצוע של מכסת התקציב ההמשכי וגידול איטי יחסית של ההוצאות גם לאחר אישור התקציב. הצעת התקציב לשנים 2021-2022 אושרה בכנסת באופן סופי בתחילת נובמבר ותרמה להקטנת אי-הוודאות הפיסקלית. יעדי הגירעון החדשים הם 6.8% בשנת 2021 ו-3.9% בשנת 2022, והתחזיות הנוכחיות לגירעון בשנים אלו נמוכות יותר.

עקב סיום תוכניות התמיכה בעובדים בחל"ת ובעצמאיים ועסקים הצטמצמו הוצאות הקורונה משמעותית – מהוצאה חודשית ממוצעת של כ-6 מיליארדי ש"ח בחודשים ינואר-יוני 2021 להוצאה חודשית ממוצעת של 2 מיליארדי ש"ח באוגוסט-נובמבר. הוצאות הממשלה המקומיות עד כה נמוכות בכ-5 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי הצפוי על פי התקציב שאושר, וההכנסות המקומיות המצטברות מתחילת השנה גבוהות מהתוואי העונתי הצפוי על פי תחזית ההכנסות העדכנית של בנק ישראל בכ-5 מיליארדי ש"ח.

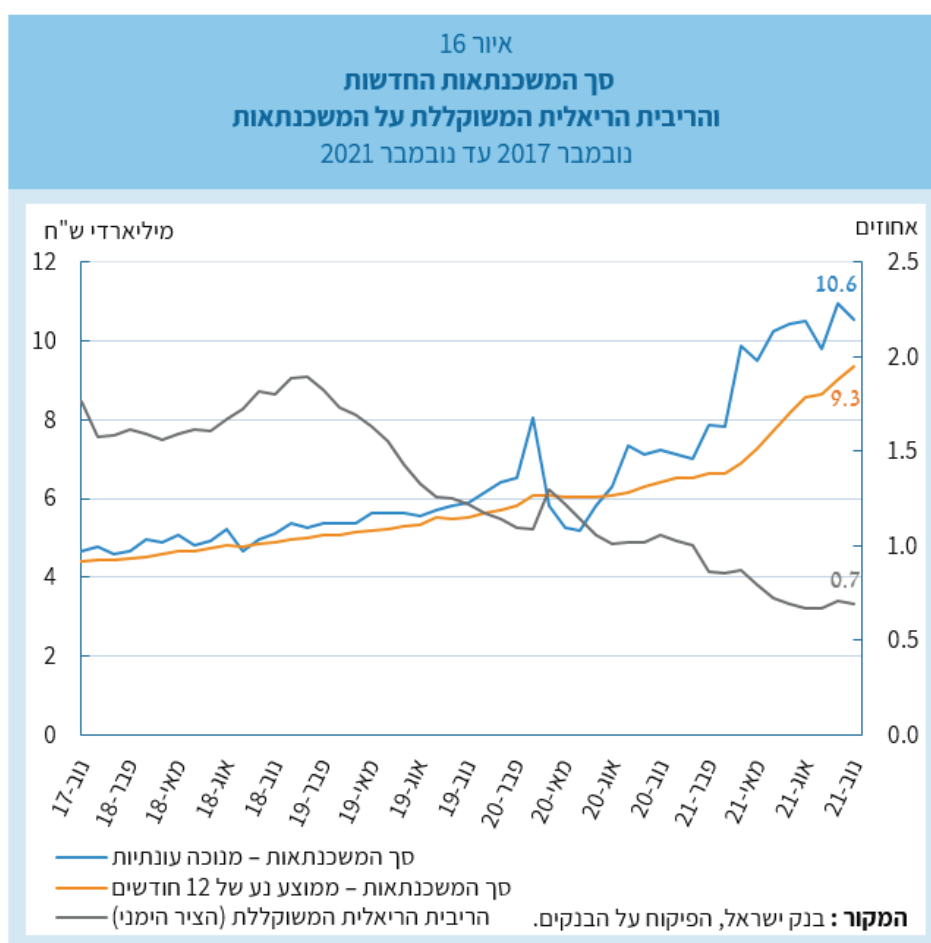
8. שוק הדיור

האצת העלייה של מחירי הדירות, מגמה שהחלה לקראת סוף שנת 2020 וגברה בשנת 2021, נמשכה גם במחצית הנסקרת. הוועדה דנה בעלויות המחירים בשוק הדיור, שהתפתחו על רקע הורדת מס הרכישה למשקיעים ביולי 2020 והפסקת התוכנית "מחיר למשתכן". במהלך המחצית הנסקרת נכנסו לתוקף תוכניות חדשות של הממשלה, שנועדו לבלום את העלייה המשמעותית של מחירי הדיור, ביניהן העלאת שיעור מס הרכישה למשקיעים. מחירי הדירות עלו בשנים עשר החודשים האחרונים ב-10.3% (נתון לספטמבר-אוקטובר) (איור 15), קצב מהיר משמעותית מאשר בשנים הקודמות, ונמשכה הירידה בסיומי הבנייה. במהלך המחצית ניכרה התייצבות מסוימת בהיקף העסקאות של כל סוגי הרוכשים, אך רמתן נותרה גבוהה. היקף המשכנתאות התייצב במחצית הנסקרת ברמה גבוהה, המשך להיקפי המשכנתאות הגבוהים מתחילת שנת 2021.



קצב עלייתם של מחירי השכירות נותר ברוב המחצית הנסקרת מתון יחסית, בדומה לקצב במחצית הקודמת – המשך להתמתנותו הניכרת במהלך שנת 2020 (איור 15)⁹. עם זאת ניכרה האצה מסוימת לקראת סוף המחצית: עד נובמבר עלה מדד שירותי הדיור בבעלות בשיעור שנתי של כ-2.9%. חברי הוועדה ציינו כי היציבות היחסית המאפיינת את קצב עלייתו של שכר הדירה מפחיתה את החשש שעליית מחירי הדירות תתגלגל לעליית שיעור האינפלציה.

במהלך המחצית הנסקרת המשיך להתגבר סיכון האשראי למשקי הבית, בייחוד זה של האשראי לדיור: עלה שיעור המשכנתאות החדשות שבהן יחס ההחזר הוא מעל 30% ועד 40% והמינוף (LTV) הוא מעל 60% ועד 75%. האומדן של גודל המשכנתה הממוצעת עלה במהלך המחצית הנסקרת בעקביות, וביחס ההחזר מההכנסה (PTI) נשמרה רמה גבוהה. המינוף (LTV) המשיך להיות גבוה, על רקע העלייה של מחירי הדירות. הריבית הריאלית המשוקללת ירדה במהלך המחצית הנסקרת, המשך למגמה של השנתיים האחרונות (איור 16). בינואר 2021 העריכה הוועדה המוניטרית כי הוראת הפיקוח על הבנקים בדבר ביטול מגבלת שיעורו של רכיב הפריים בתמהיל המשכנתה¹⁰ צפויה להוזיל את הריבית האפקטיבית על ההלוואות.



⁹ את עלות שכר הדירה משקף מדד שירותי הדיור בבעלות.

¹⁰ ביטול המגבלה על חלק ההלוואה בריבית הפריים לנוטלי ההלוואה חדשה לדיור נכנס לתוקף ב-17 בינואר 2021, ולצורך מיחזור ההלוואות דיור קיימת – ב-28 בפברואר. הושארה רק הגבלת הריבית המשנתה, שלפיה חלקה הכולל של ההלוואה לדיור בריבית משנתה מכל סוג, ובפרט פריים, יוגבל לכשני שלישים מסך ההלוואה.

התחזית המקרו-כלכלית ותוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים

1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמידות להודעות הריבית – ביולי ובספטמבר 2021 ובינואר 2022.

לוח 4 מציג את התפתחות התחזית למשתנים השונים במהלך המחצית הנסקרת. לפי התחזית מחודש ינואר התוצר יצמח בשנת 2022 ב-5.5% (לפי תחזית יולי ב-6.0%), ושיעור האבטלה ב-2022 ימשיך לרדת ולהגיע ברבעון האחרון שלה לכ-4.8% – עדיין מעל לרמתו לפני המשבר, שהייתה כ-3.8%. יחס החוב לתוצר צפוי להיות בשנת 2022 69% (לפי תחזית יולי 74%). האינפלציה במהלך ארבעת הרבעונים הקרובים (שהאחרון בהם הוא הרבעון הרביעי של 2022) צפויה להסתכם ב-1.6%. בתחזית ינואר 2022 נוספו תחזיות להתפתחות המשתנים השונים בשנת 2023, ואלה מתוארות גם הן בלוח 4.

לוח 4

תחזית חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2023	2022			2021			התחזית לשנים
01/22	01/22	09/21	07/21	01/22	09/21	07/21	תאריך התחזית
5.0	5.5	5.5	6.0	6.5	7.0	5.5	התמ"ג
5.0	8.0	7.0	8.0	10.5	11.5	10.5	הצריכה הפרטית
8.0	6.0	6.5	5.5	8.5	7.0	5.0	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים)
3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	4.0	4.0	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
5.5	3.0	4.0	4.0	8.5	7.5	6.0	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
6.5	8.0	7.5	4.5	15.5	15.0	15.0	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
4.5	5.4	5.8	6.4	10.2	10.4	10.8	האבטלה הרחבה (שיעור, גילי +15, ממוצע שנתי)
4.4	4.8	5.2	5.5	6.7	7.1	8.0	האבטלה הרחבה- סוף שנה (שיעור, גילי +15)
3.4	3.6	4.0	3.8	4.5	6.4	7.1	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
69.0	69.0	73.0	74.0	69.0	73.5	74.0	יחס חוב תוצר
2.0	1.6	1.6	1.2	2.4	2.5	1.7	האינפלציה ¹
				01/22	09/21	07/21	תאריך התחזית
				1.6	1.7	1.0	האינפלציה בשנה הקרובה ²
				0.1/0.25	0.1/0.25	0.1	ריבית בעוד שנה ³

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

² בארבעת הרביעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

³ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.

2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה

במהלך המחצית הנסקרת ולאחר היציאה מהסגר השלישי התאושש המשק הישראלי בקצב מהיר, ונראה היה שהמשק חוזר לשגרה. זאת על רקע יעילות החיסונים, שהביאה לירידה חדה של שיעורי התחלואה, ואפשרה הקלה נרחבת של המגבלות על הפעילות. בהמשך המחצית התפשט זן הדלתא של נגיף הקורונה, ועלה מספר החולים הקשים, לצד מבצע ההתחסנות במנת החיסון השלישית. התמודדות המשק עם גל תחלואה זה אופיינה במיעוט הגבלות לעומת גלי הקורונה הקודמים. עם זאת עדיין שוררת אי-ודאות רבה לגבי הפעילות הכלכלית במשק, בגלל ההשפעות של נגיף הקורונה, ובפרט התפשטות זן האומיקרון בשלהי המחצית. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר, העריכה הוועדה כי התוצר יצמח בשנת 2022 בקצב של 5.5%.

באשר לאינפלציה ציינו חברי הוועדה כי האינפלציה בישראל נמוכה משמעותית מאשר במדינות רבות בעולם, כי היא נמצאת בתוך תחום היעד וכך גם הציפיות. עוד ציינו כי עד כה נרשמו העלאות ריבית בעולם רק במדינות שבהן הייתה חריגה ניכרת מיעד האינפלציה, ואילו בישראל הציפיות מהשווקים מצויות בתוך תחום היעד, ועל פי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל ושל החזאים האינפלציה צפויה להיות נמוכה יותר בעוד 12 חודשים. הוועדה העריכה כי לא סביר שתהיה התפרצות אינפלציונית, וכי בהתאם לתחזית חטיבת המחקר שיעור האינפלציה הצפוי בשנת 2022 הוא 1.6%.

תיבה 1

השפעות גלובליות על האינפלציה בישראל

- עליית האינפלציה בישראל בחודשים האחרונים מוסברת כמעט במלואה במגמות גלובליות, הנובעות מהתאוששות הביקוש ובמגבלות מצד ההיצע. מבין המגבלות בצד ההיצע זיהינו מגבלות גלובליות הממוקדות בתחומים ספציפיים. אלה תרמו כשליש מעליית האינפלציה בישראל מאז חודש מרץ.

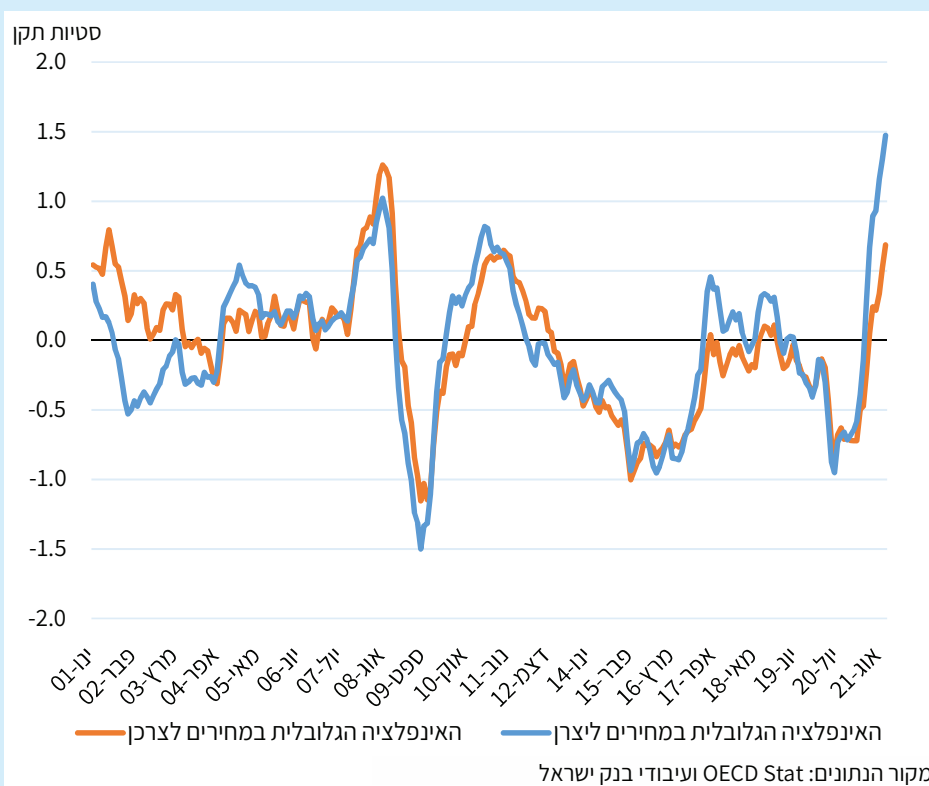
על רקע עליית מחירי הסחורות בעולם נשמעת הטענה כי מגמה זו נובעת מגורמי היצע גלובליים, בשל צווארי בקבוק שנוצרו עם התאוששות הביקוש העולמי. בתיבה זו אנו מבקשים לבדוק באיזו מידה ניתן לשייך את העלייה של סביבת האינפלציה בישראל למגמות גלובליות הנובעות ממגבלות מצד ההיצע.

ב-12 החודשים האחרונים נרשמה בישראל עלייה של כ-14% במדד המחירים ליצרן, המשקף את עלויות הייצור ליצרנים בתעשייה.¹ כעת מדד מחירי היצרן גבוה בכ-9% מרמתו לפני משבר הקורונה. עלייה דומה נרשמה גם במדינות מפותחות אחרות, וגם בהן עוצמתה בחודשים האחרונים חריגה ביחס לעבר. העלייה החדה של מחירי היצרן גבוהה גם ביחס לעלייתם של מחירי הצרכן. מבט ארוך טווח על האינפלציה במחירי היצרן ובמחירי הצרכן במדינות מפותחות (להלן האינפלציה הגלובלית) מגלה כי הם לרוב נוטים לנוע יחד (איור 1).

איור 1

האינפלציה הגלובלית השנתית של מחירי היצרן ומחירי הצרכן

ינואר 2001 עד אוקטובר 2021



* שיעורי האינפלציה הגלובלית במחירי הצרכן ובמחירי היצרן נמדדו באמצעות הרכיב העיקרי הראשון של ה-headline inflation ושל ה-Producer price index, בהתאמה, ב-19 מדינות OECD. האינפלציה מוצגת לאחר תקנון (ממוצע אפס וסטיית תקן 1).

¹ מדד מחירי היצרן שבמוקד ניתוח זה הוא מדד המחירים של תפוקת התעשייה ליעדים מקומיים.

פתיחת הפער בין המשתנים יכולה לשקף התפתחויות ייחודיות למחירים ליצרן, שייתכן כי טרם באו לידי ביטוי מלא במחירי הצריכה. כדי לשפוך אור על סוגיה זו בדקנו אם ההתפתחויות במחירים ליצרן הן תוצאה של תזוזה המשותפת למגוון רחב של סחורות, ומשקפת בין היתר את צד הביקוש, או ממוקדות בתחומים ספציפיים, שניתן לשייכם לצד ההיצע. לשם כך ניעזר במסגרת של Zussman and Zohar (2018) ו-Alquist et al. (2020), המניחים כי תזוזה משותפת של סוגי סחורות רבים באותו הכיוון נובעת משינויים בביקוש העולמי, ואת השארית ניתן לייחס לגורמי היצע. בתקופת משבר הקורונה הבחנה בין גורמי ביקוש לגורמי היצע על בסיס הנחה זו היא מורכבת במיוחד, שכן סביר כי ישנם שיבושים מצד ההיצע המשותפים לסחורות בתחומים שונים. השפעות משותפות אלו מקשות על ההבחנה בין גורמי היצע לגורמי ביקוש. לכן ננקוט גישה מצומצמת יותר: נניח כי תזוזה משותפת של מחירי סחורות משקפת את הביקוש העולמי והשפעות משותפות מצד ההיצע גם יחד. את השינוי במחירי היצרן שאינו מוסבר בתזוזה המשותפת של מחירי הסחורות נייחס לגורמי היצע הממוקדים בתחומים ספציפיים. אומדן זה יאפשר לחלץ סף תחתון להשפעת גורמי ההיצע הגלובליים על האינפלציה. כך יהיה ניתן לזהות את התרומה של האינפלציה הגלובלית לאינפלציה בישראל תוך הבחנה בין שני רכיביה – גורמי היצע ספציפיים, והשפעות גלובליות המשותפות גם לישראל כגון התאוששות הפעילות והשפעות רוחביות מצד ההיצע.

לשם כך זיהינו תחילה את גורמי ההיצע הספציפיים, וזאת באמצעות רגרסיה, שבה מחירי היצרן הגלובליים² מוסברים על ידי הגורם העיקרי הראשון של מגוון רחב של סחורות מתחומי האנרגיה, החקלאות והתעשייה.³ רגרסיה זו מאפשרת לבדוד תנודות של מחירי היצרן הנובעות מתנועה משותפת למגוון סחורות רחב, ואת השארית נייחס לתנודות הנובעות מגורמי ההיצע הספציפיים.⁴

בדיקה זו מוצגת באיור 2, המראה פירוק היסטורי של מחירי היצרן הגלובליים לחלק המוסבר על ידי הגורם העיקרי הראשון של מחירי הסחורות לבין השארית, שאותה אנו מייחסים לגורמי היצע ספציפיים.

מבדיקה זו עולה כי הגורם העיקרי הראשון של מחירי הסחורות, המשקף בין היתר גם את הביקוש העולמי, מסביר רק כמחצית מעליית מחירי היצרן בחודשים האחרונים. את השארית, שהיא משמעותית יחסית, נייחס, כאמור, לגורמי היצע ספציפיים.

² את מחירי היצרן הגלובליים הגדרנו כגורם העיקרי הראשון (Principal component) במדינות OECD נבחרות. ה-PC חושב לגבי השינוי החודשי מינואר 2000 עד פברואר 2020. ובאופן דומה גם לגבי המחירים לצרכן. לגבי כל מדינה ניכנו את העונתיות, כך שהגורם המשותף מתייחס לאינפלציה ללא הרכיב העונתי.

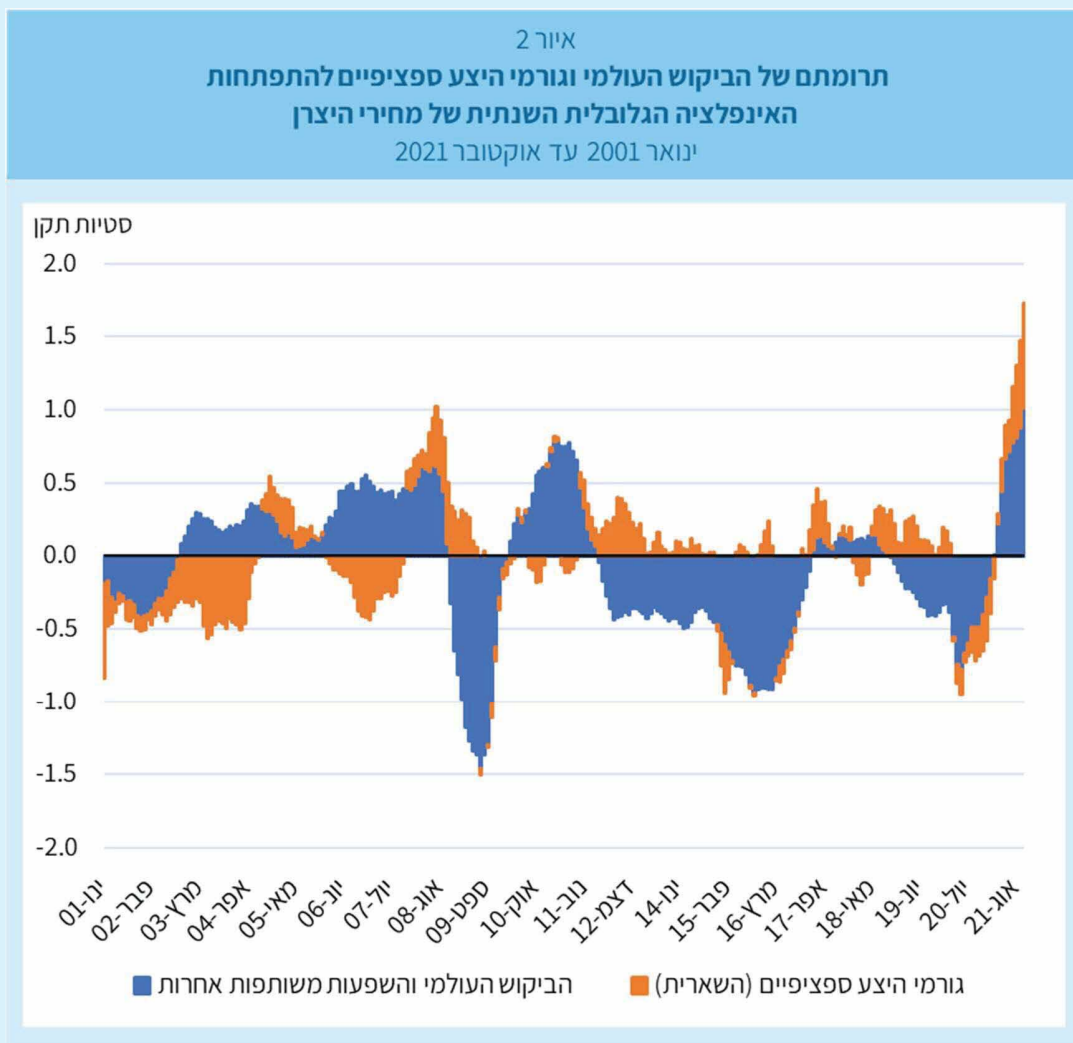
מדינות ה-OECD הנבחרות הן אוסטרליה, בלגיה, קנדה, דנמרק, אסטוניה, פינלנד, צרפת, גרמניה, אירלנד, איטליה, הולנד, פולין, פורטוגל, סלובניה, ספרד, שוודיה, שווייץ, בריטניה וארה"ב. לגבי ארה"ב מדד המחירים ליצרן אינו זמין, ולכן הגורם העיקרי הראשון חושב ללא מדינה זו.

³ ה-PCA [לעיל PC] חושב לגבי השינוי החודשי שחל משנת 1992 במחיריהן של 34 סחורות על פי רשימה המוצגת אצל Alquist et al. (2020) – ביניהן קפה, אורז, סוכר, בקר, פחם, אלומיניום, עץ, גומי וכותנה.

⁴ באופן ספציפי, הרצנו רגרסיה שבה מחירי היצרן הגלובליים מוסברים על ידי הגורם העיקרי הראשון במגוון רחב של סחורות מתחומי האנרגיה, החקלאות והתעשייה (במונחים חודשיים). בגרסה הבסיסית אנו אומדים את המשוואה הבאה:

$$(1) \pi_t^{pc(PPI)} = \alpha + \sum_{i=0}^{12} \beta_i pc_{t-i}^{cmd} + \varepsilon_t$$

כאשר $\pi_t^{pc(PPI)}$ הוא מחירי היצרן הגלובליים, ו- pc_t^{cmd} הוא הגורם העיקרי הראשון של השינוי החודשי במחירי הסחורות. בחנו גם ניסוחים מפורטים יותר כדי לאפשר זיהוי של השפעות שאינן לינאריות.



* האינפלציה במחירי היצרן הגלובליים מחושבת על בסיס הרכיב העיקרי הראשון של האינפלציה במחירים ליצרן ב-19 מדינות OECD. האינפלציה מוצגת לאחר תקנון (ממוצע אפס וסטיות תקן 1).

בשלב הבא בדקנו כיצד גורמי ההיצע הספציפיים באים לידי ביטוי באינפלציה הגלובלית של מחירי הצריכה. לשם כך הרצנו רגרסיה שבה האינפלציה הגלובלית מוסברת בגורמי ההיצע הספציפיים שאמדנו בשלב הקודם.⁵ בשלב האחרון הרצנו רגרסיה שבה האינפלציה במחירי הצריכה בישראל מוסברת על ידי שני הרכיבים של האינפלציה הגלובלית – החלק המוסבר על ידי גורמי ההיצע הספציפיים והשארית, המביאה לידי ביטוי את יתר ההשפעות הגלובליות, ובהן גם את הביקוש העולמי.⁶

⁵ בפרט, אנו אומדים:

$$(2) \pi_t^{pc(global)} = \alpha + \sum_{i=0}^{12} \beta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t$$

כאשר $\pi^{pc(global)}$ הם מחירי הצריכה הגלובליים ו- ε היא השארית מהאמידה בשלב הראשון, שאותה אנו מייחסים לגורמי היצע אידאוסניקריים.

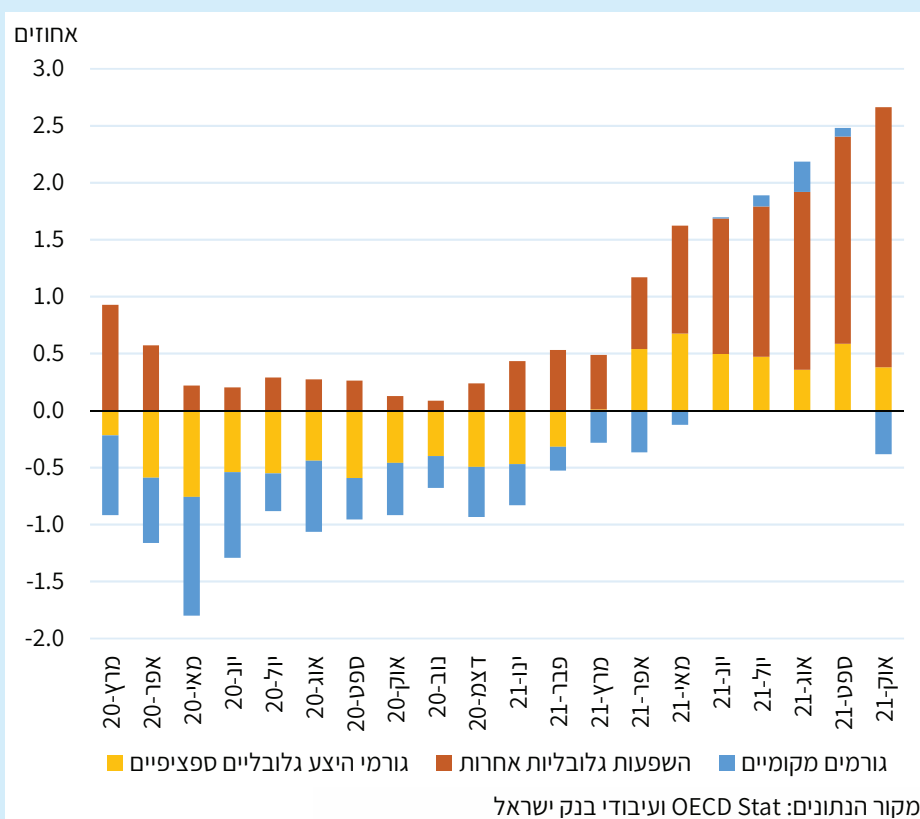
$$(3) \pi_t^{local} = \alpha + \sum_{i=0}^{12} \beta_i \varepsilon_{t-i} + \sum_{i=0}^{12} \delta_i \varepsilon_{t-i} + \tau_t$$

⁶ בשלב זה אנו אומדים:

כיוון שהאינפלציה בעולם היא גורם אקסוגני לאינפלציה המקומית, ואנו השמטנו גורמים מקומיים שעשויים לתווך את השפעת הרכיב הגלובלי על האינפלציה המקומית, הרי שהרכיב הגלובלי מבטא את השפעת האינפלציה בעולם על האינפלציה המקומית – הן את השפעתה הישירה והן את השפעתה על משתנים מקומיים אחרים המשפיעים עליה, (למשל שער החליפין, פער התוצר והציפיות לאינפלציה).

התוצאות מוצגות באיור 3, וממנו עולה כי ההאצה של האינפלציה בישראל בחודשים האחרונים מוסברת כמעט במלואה במגמות גלובליות המשותפות גם לישראל. עוד נמצא כי גורמים גלובליים ספציפיים מצד ההיצע תרמו כשליש מעליית האינפלציה בישראל מאז חודש מרץ האחרון. משמע שהתרומה של כלל גורמי ההיצע (הספציפיים והרוחביים) היא לפחות שליש מהתפתחות האינפלציה בתקופה זו. בדיקה זו תומכת בהשערה שעליית האינפלציה נובעת בין היתר ממגבלות מצד ההיצע. מבדיקות נוספות עולה כי גורמי ההיצע הספציפיים נוטים לבוא לידי ביטוי מלא ברמת המחירים המקומית כעבור תקופה של כשלושה חודשים.⁷ לכן סביר כי השפעתם תתמיד במידת מה גם לאחר התפוגגותן של מגבלות ההיצע.

איור 3
האינפלציה השנתית בישראל
מרץ 2020 עד אוקטובר 2021



ביבליוגרפיה

Alquist, R., S Bhattarai and Coibion, O. (2020). Commodity-price Co-movement and global economic activity. *Journal of Monetary Economics*, Volume 112, June 2020, Pages 41-56

Sussman, N. and Zohar, O. (2018). "Has inflation targeting become less credible? Oil prices, global aggregate demand and inflation expectations during the global financial crisis", BIS Working Paper No. 729.

⁷ מבדיקות שערכנו עולה כי התמסורת ממחירי היצור העולמיים למחירי הצריכה בישראל אורכת כשלושה חודשים. נראה כי גורמי ההיצע הייחודיים, שנאמדו מתוך מחירי היצור, מתאפיינים בתמסורת דומה.

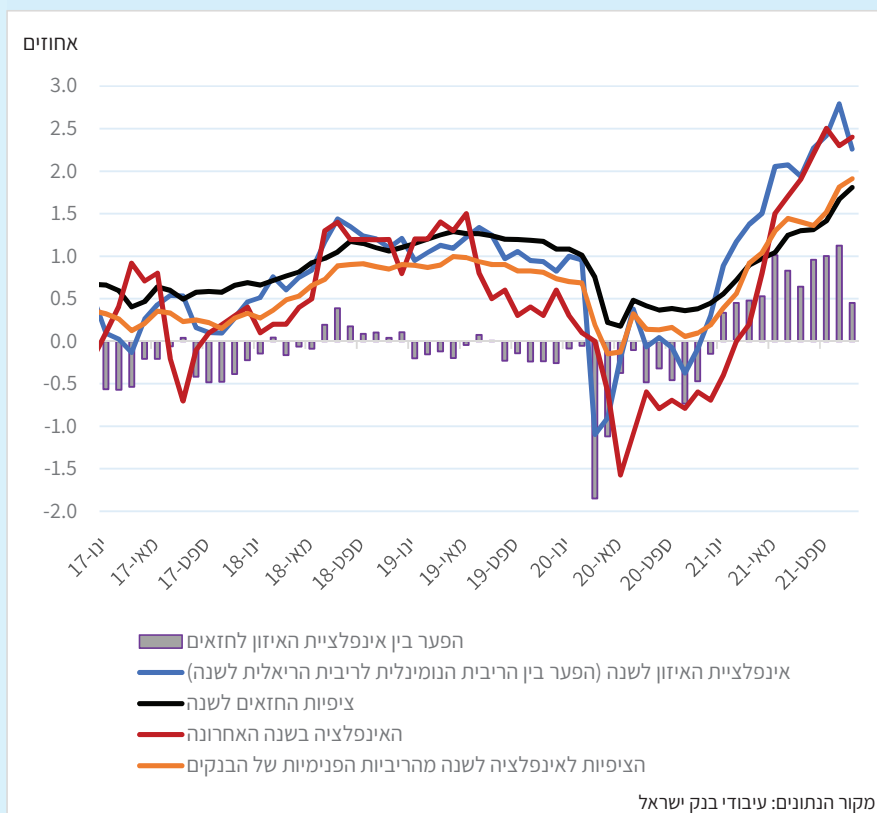
תיבה 2

על הפער בין ציפיות האינפלציה לשנה משוק ההון לאלה על פי חזאים

הממצאים העיקריים:

כדי לאמוד את ציפיות האינפלציה לשנה בנק ישראל עוקב אחרי מספר מקורות, ובכללם אינפלציית האיזון (Break-even inflation) הנגזרת משוק ההון¹, כלומר פערי התשואות בין איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות לצמודות, וציפיות החזאים. במהלך שנת 2021, על רקע העלייה של האינפלציה בפועל, היינו עדים לתופעה מעניינת: ציפיות האינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון עלו מעבר לתחזיות האינפלציה לשנה של החזאים (וגם של הצפייות לאינפלציה לשנה הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים), והפער ביניהן הגיע אף בסוף אוקטובר ל-1.1 נקודות אחוז (איור 1). שיערנו שגורם אשר יכול להסביר את הפער הוא פרמיית הסיכון האינפלציוני. כדי לבדוק זאת אמדנו מחדש את המודל של נתן (2021), שתוצריו הוצגו בדוח בנק ישראל של 2018 (פרק ג'), ואכן, על פי המודל, נמצא שהפער הגבוה בין אינפלציית האיזון לשנה לתחזיות החזאים נובע מפרמיית הסיכון האינפלציוני.

איור 1
אומדנים לציפיות לאינפלציה
ינואר 2017 עד נובמבר 2021



¹ המושג "אינפלציית האיזון" ידוע גם כציפיות לאינפלציה משוק ההון. כדי למנוע בלבול אנו משתמשים במושג אינפלציית האיזון כיוון שאנו עושים הפרדה בין הציפיות לאינפלציה ופרמיית הסיכון האינפלציוני.

התיאוריה הכלכלית וממצאים אמפיריים מהעולם² מלמדים כי אינפלציית האיזון לכל טווח מורכבת מסכום של שלושה רכיבים: הציפיות לאינפלציה, פערי הנזילות בין אגרת החוב הלא צמודה לצמודה, ופרמיית סיכון אינפלציוני לטווח זה.³ מכאן ששינוי באינפלציית האיזון יכול לנבוע משינוי בכל אחד מרכיבים אלו. מטרת התיבה היא, כאמור, להציג אומדן – שהוצג כבר, ואומץ בבנקים מרכזיים רבים, לרבות ה-Federal Reserve⁴ – של פירוק עקום התשואות לציפיות האינפלציה ופרמיית הסיכון, ובאמצעותו לבדוק אם הפער בין תחזיות החזאים לאינפלציית האיזון נובע מפרמיית הסיכון האינפלציוני.

פרמיית הסיכון האינפלציוני

מחירי איגרות החוב הממשלתיות הצמודות והלא צמודות בעתיד אינם ודאיים, אלא משתנים בהתאם לרמת הריבית שתשרור במשק בעתיד. ועל כן משקיעים דורשים עליהם פרמיית סיכון. באיגרת חוב ממשלתית לא צמודה כרוך חוסר ודאות נוסף: התקבולים הריאליים עבודה (בניכוי האינפלציה) אינם ודאיים, כי הם תלויים בשיעור האינפלציה; זאת בניגוד לאלה של איגרת חוב ממשלתית צמודה. מחזיקי איגרת חוב לא צמודה דורשים פיצוי על סיכון זה, המכונה בספרות פרמיית סיכון אינפלציוני.

פרמיית הסיכון האינפלציוני יכולה להיות חיובית או שלילית בהתאם למתאם הצפוי שלה עם הצריכה העתידית. אם האינפלציה העתידית תהיה מתואמת חיובית עם הצריכה העתידית, המשקיע יהיה מוכן לשלם על החזקת איגרת חוב לא צמודה יותר מאשר על החזקת איגרת צמודה לאותו טווח; משמע שפרמיית הסיכון האינפלציוני תהיה שלילית. זאת, משום שבמצב כזה איגרת החוב הלא צמודה מספקת ביטוח למצב עולם שבו הצריכה תהיה נמוכה. במקרה זה, התשלום הריאלי שהוא יקבל עבור האיגרת יהיה גבוה בדיוק כשהצריכה נמוכה, מצב שיאפשר לו לצרוך יותר. אם האינפלציה בעתיד תהיה מתואמת שלילית עם הצריכה בעתיד, הוא ידרוש פיצוי על החזקת איגרת החוב, משום שהיא אינה מספקת ביטוח לתקבולים העתידיים עבודה. במילים אחרות: פרמיית הסיכון האינפלציוני תהיה חיובית.

התוצאות

באור 2 מוצגות אינפלציית האיזון לשנה, אינפלציית האיזון בניכוי פרמיית הסיכון האינפלציוני המשקפת את הציפיות לאינפלציה, ציפיות החזאים לאינפלציה לשנה, ופרמיית הסיכון האינפלציוני לשנה, כפי שהן נגזרות מהמודל. ראשית, ניתן להבחין שפרמיית הסיכון האינפלציוני הייתה שלילית כמעט לכל אורך התקופה הנאמדת.⁵ נוסף על כך ניתן לראות ירידה משמעותית הן של הציפיות לאינפלציה והן של פרמיית הסיכון האינפלציוני במהלך משבר הקורונה.

עוד מעניין לראות כי העלייה של אינפלציית האיזון, שהחלה, על פי המודל, בתחילת 2021, מורכבת מעלייה של ציפיות האינפלציה מנוכות פרמיית הסיכון האינפלציוני, תוך עלייה משמעותית של פרמיית הסיכון האינפלציוני, שהפכה ב-2021 לחיובית לאחר שבשנים הקודמות היא הייתה שלילית. למעשה, בניכוי הפרמיה, ציפיות האינפלציה לשנה עלו לקראת סוף 2021 לכ-1.3 אחוז בלבד. המסקנה המתקבלת מהמודל היא אפוא שעלייתה של אינפלציית האיזון נובעת במידה ניכרת מפרמיית הסיכון האינפלציוני.

חיזוק לתוצאות המתקבלות מהמודל מתקבל כאשר מסתכלים על ציפיות החזאים לאינפלציה לשנה: אומדן, האמור לשקף את ציפיות האינפלציה משוק ההון, קרוב לאומדן של אינפלציית האיזון מנוכה פרמיית הסיכון האינפלציוני⁶ –

² לדוגמה, D'Amico, Kim and Wei (2018).

³ בישראל, פערי הנזילות נמוכים ולכן הם אינם נאמדים במסגרת המודל של נתן (2021).

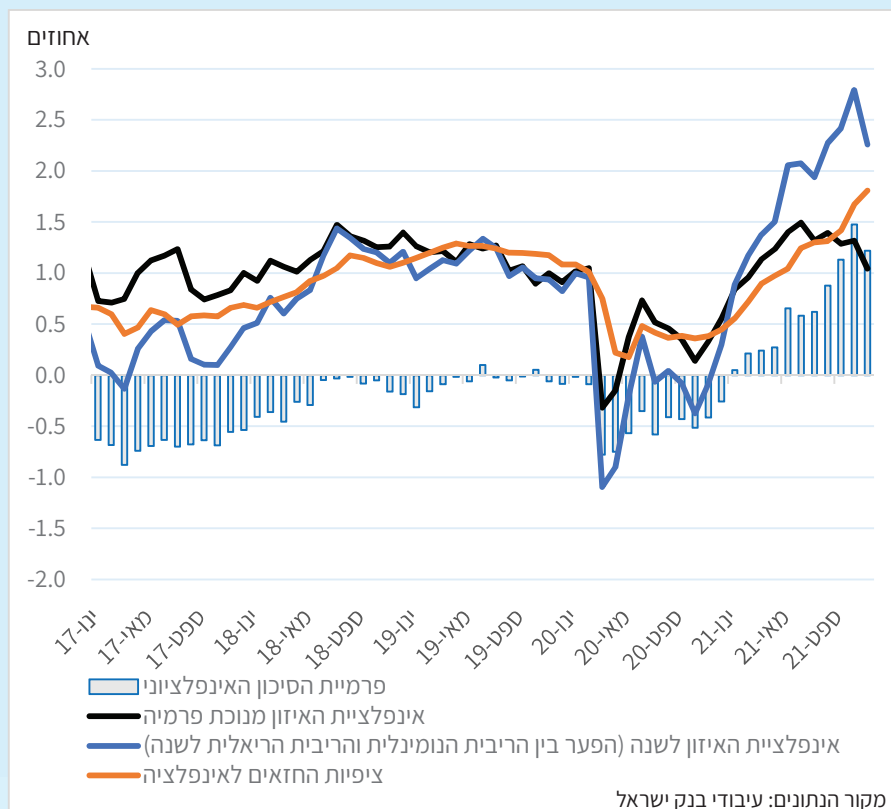
⁴ Fed-יש מספר מודלים העושים שימוש בסוג המודל המוצג כאן (לדוגמה Kim and Wright 2015 ו-D'Amico, Kim and Wei (2018)). הם נבדלים, בין היתר, בשיטת האמידה. המודל המוצג כאן דומה בשיטת אמידתו לזה של D'Amico, Kim and Wei.

⁵ לדיון על פרמיית הסיכון האינפלציוני בחלק מתקופה זו ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

⁶ נדגיש כי המודל אינו משתמש בציפיות החזאים לאינפלציה כדי לאמוד את פרמיית הסיכון האינפלציוני. המודל מקבל כקלט את תשואות עקום המ"ם, את עקום התשואות הריאליים והנומינליים הממשלתי (עקום האפס), את תחזיות החזאים לגבי ריבית בנק ישראל לחודש ולשנה ואת האינפלציה בפועל. כדי לאמוד את הפרמיות, המודל "בונה" תחזית להתפתחות הריביות והאינפלציה על סמך נתוני העבר (הקלט).

ממצא התומך בתוצאות המודל. בתקופה האחרונה שניהם מראים שעלייתן של ציפיות לאינפלציה לשנה הרבה יותר מתונה מאינפלציית האיזון.

איור 2
אינפלציית האיזון, אינפלציה מנוכת פרמיה, תחזיות החזאים ופרמיית סיכון אינפלציוני
ינואר 2017 עד נובמבר 2021



מה יכול להסביר את העלייה של פרמיית הסיכון האינפלציוני לשנה, והפיכתה לחיובית במהלך 2021? העלייה העקבית של הפרמיה מלמדת אותנו שהמשקיעים צופים כי המתאם בין הצריכה לאינפלציה בעתיד צפוי להיות שלילי – וכי הוא גדל במהלך 2021. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם עליית הדומיננטיות של זעזועי היצע: המשקיעים צופים עליות מחירים, שינבעו מצמצום ההיצע וילוו בצריכה נמוכה, וזאת גם לנוכח דיווחים על פגיעה בשרשראות האספקה.

ביבליוגרפיה

בנק ישראל (2019). דוח לשנת 2018.

D'Amico, S., D. H Kim & M. Wei (2018). Tips from TIPS: “the informational content of Treasury Inflation-Protected Security prices”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 53(1), 395–436.

Nathan, Daniel (2021). Decomposing the Israeli term structure of interest rates. Bank of Israel working paper.