

פרק א'

המשק והמדיניות הכלכלית

- המשק הישראלי צמח ב-2019 ב-3.5%, בדומה לקצב הצמיחה בשנתיים הקודמות ונמוך מאשר ב-2016. הצמיחה הובלה על ידי היצוא והצריכה הפרטית, וסך השימושים המקומיים התרחב בהתאם לקצב הצמיחה של השנתיים האחרונות.
- המשק פעל בסביבת תעסוקה מלאה. שיעור האבטלה ירד לרמתו הנמוכה ביותר זה עשרות שנים, ושיעור התעסוקה גבוה. עם זאת שיעור המשרות הפנויות, שרמתו גבוהה, ירד, וכך גם מספר השעות למועסק. כמו כן התמתן קצב עליית השכר, וגידול חלקה של העבודה בתוצר נבלם.
- במהלך 2019 הואטה ההתרחבות של הסחר העולמי, וחלק מהבנקים המרכזיים העמיק את המדיניות המרחיבה. לקראת סוף השנה פחתו במקצת הסיכונים להתמתנות הפעילות, אך בתחילת 2020 נפגעה הפעילות העולמית במידה משמעותית עקב התפשטות נגיף הקורונה.
- ההאטה בסחר העולמי והייסוף תרמו להמשך הדשדוש של יצוא ענף התעשייה (ללא תעשיית העילית). ואולם הפגיעה בצמיחה בישראל התקדזה בזכות התרחבות הצריכה (הפרטית והממשלתית), יצוא התעשייה העילית והמשך ההתרחבות של יצוא ענף השירותים, שמשקלו בתוצר עולה בהתמדה בשנים האחרונות, והסחר העולמי בו נפגע פחות.
- סביבת האינפלציה ירדה במהלך 2019 אל מתחת לגבול התחתון של היעד, ובתום השנה שיעור האינפלציה השנתי היה 0.6%. ירידת האינפלציה נבעה בעיקר מייסוף ניכר של השקל מתחילת השנה, על רקע עודפים בחשבון הבסיסי ובחשבון השוטף של מאזן התשלומים וגידול בתנועות ההון. סיבות נוספות לירידתה של סביבת האינפלציה הן ירידה מתונה של מחירי המוצרים בעולם על רקע ההאטה העולמית והתגברות התחרות.
- הריבית המוניטרית נותרה ברמה של 0.25% במהלך כל השנה, אולם סביבת המדיניות השתנתה: במחצית הראשונה של השנה ההסתברות להעלאת ריבית הייתה גבוהה, ואילו במחצית השנייה עלתה ההסתברות להפחתת הריבית, לנוכח סביבת האינפלציה שירדה, ההאטה בעולם והמדיניות המרחיבה במדינות רבות.
- לאורך מרבית שנת 2019 רכש בנק ישראל מט"ח בהיקפים קטנים, ואילו ברבעון הרביעי של השנה הוא רכש מט"ח בהיקף נרחב; זאת משום שהוועדה המוניטרית העריכה כי שער החליפין סטה מהחלון הדינמי של מערך שערי חליפין העקבי עם הפעילות הנאותה ועם יציבות המחירים.
- סביבת האינפלציה והריבית הנמוכות בעולם בשנים האחרונות הביאו לחשיבה על כלי מדיניות מוניטרית לא שגרתיים, ובחלק ממדינות העולם אף נעשה בהם שימוש נרחב. בנק ישראל השתמש בשנים האחרונות ב"הכוונה קדימה" (Forward Guidance) ובהתערבות בשוק המט"ח.
- המדיניות הפיסקלית הייתה מרחיבה בארבע השנים האחרונות: גירעון הממשלה המרכזית היה 3.7 אחוזי תוצר, וגירעון הממשלה הרחבה היה גבוה מ-4 אחוזי תוצר זה שנתיים ברציפות. הגדלת הוצאות הממשלה ביטאה שינוי במדיניות, שהחל עם הקמת הממשלה ב-2015, לאחר שהממשלה הקודמת נאלצה לבצע קונסולידציה פיסקלית, ונועד לשפר את רמת השירותים הציבוריים ולהעלות את תשלומי ההעברה.
- מחירי הדירות שבו לעלות ב-2019, לאחר שהתייצבו, לראשונה מזה כעשור, בשנתיים הקודמות. לעליית המחירים תרמו המשך הגידול של משקי הבית הרוכשים דירה ראשונה, חוסר הוודאות לגבי מדיניות הממשלה ביחס לשוק הדיור וסביבת הריבית הנמוכה.
- על רקע מדיניות של תמריצים להשתלבות בשוק העבודה הצטמצמו ממדי העוני ואי-השוויון בישראל בעשור האחרון, לעומת עלייה בעשור הקודם, ויציבות בשנתיים האחרונות. ואולם גידול התעסוקה לבדו אינו מספיק כדי להביא לירידה משמעותית בהיקף העוני.

משבר הקורונה, המטלטל בימים אלה את הכלכלה העולמית, ובכללה את המשק הישראלי, התפרץ בסין והתפשט בתחילת 2020 בעולם כולו. הפעילות הריאלית והיציבות הפיננסית נפגעו משמעותית, ובתחילת מארס 2020 בנקים מרכזיים רבים, ובהם גם בנק ישראל, נקטו אמצעים להתמודדות של המשק עם השלכות המגפה. על פי הנתונים המעודכנים הנגישים והתחזית המעודכנת של בנק ישראל המשבר צפוי לפגוע משמעותית בצמיחה ולהגדיל את האבטלה במידה ניכרת. דוח זה מנתח את ההתפתחויות השונות במשקים העולמי והמקומי עד סוף 2019. ההתפתחויות בתחילת 2020 בשל התפרצות מגפת נגיף ה-COVID-19 (נגיף ה"קורונה") הן מעבר לתקופה שעליה נסב דוח זה, והשלכותיהן ותגובות המדיניות עליהן¹ לא מנותחות כאן.

1. ההתפתחויות העיקריות

התמונה הכוללת

המשק הישראלי פעל בשנים האחרונות בסביבת תעסוקה מלאה, בתמיכת מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרחיבות. שיעור האבטלה ירד לרמה הנמוכה ביותר זה כמה עשורים, שיעור התעסוקה עלה והתייצב ברמת שיא, ונמשכה עליית השכר. לצד אלה התרחב העודף בחשבון הבסיסי ובחשבון השוטף של מאזן התשלומים. עם זאת, במהלך 2019 התמתן קצב עליית השכר, שיעור המשרות הפנויות, שרמתו גבוהה, ירד, וכך גם מספר שעות העבודה למועסק.

שיעור האינפלציה במרבית חמש השנים האחרונות היה נמוך מהגבול התחתון של היעד. ואולם האינפלציה הנמוכה בשנת 2019 נבעה מייסוף מתמשך, המסביר את שיעורה הנמוך יחסית בהשוואה בין-לאומית, ולא ביטאה רפיון בביקושים המקומיים. שני גורמים נוספים המסבירים את שיעור האינפלציה הנמוך הם: (1) שינויים בהתנהגות הצרכנית בעקבות המחאה החברתית של תחילת העשור ושיפורים טכנולוגיים שתמכו בעלייה של רכישת מוצרים מקוונת (גם מחו"ל). אלו, יחד עם צעדי התערבות של הממשלה לשם הורדת יוקר המחיה (בעיקר בשנים הקודמות) ופעולות נוספות שלה, תמכו בהגברת התחרות במשק. (2) ירידה של מחירי הסחורות בעולם.

לנוכח התפתחויות אלו ובדומה למרבית המדינות בעולם, ננקטה בישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה. ריבית בנק ישראל נקבעה ברמת שפל החל מ-2015, ונעשה שימוש ברכישות מט"ח ובהכוונה קדימה (Forward Guidance) לגבי מדיניות הריבית העתידית. המדיניות הזאת תמכה בפעילות ובשוק העבודה, אך גם תרמה לעלייתם של מחירי הנכסים. במקביל ננקטו בשנים קודמות צעדים מקרר-יציבותיים כדי לצמצם את הסיכונים למשק הנובעים מהריבית הנמוכה. גם המדיניות הפיסקלית הייתה מרחיבה, והתבטאה בגידול ההוצאה הממשלתית ובהפחתת המסים.

במהלך שנת 2019 ובעיקר במחציתה השנייה הייתה האטה בסחר העולמי, והסיכונים לפעילות עלו, תוך עליית אי-הוודאות סביב מלחמות הסחר ויציאת בריטניה מהאיחוד האירופי. על רקע התפתחויות אלו המדיניות בחלק מהבנקים המרכזיים – ביניהם בארה"ב ובאירופה – חזרה להיות מרחיבה יותר.

ההאטה בפעילות העולמית, הירידה בסחר העולמי והמשך הייסוף פגעו בעיקר ביצוא הסחורות. ואולם היתרון היחסי של המשק הישראלי בענף השירותים המתקדמים, שהביקוש העולמי לו נפגע פחות, וסיום הקמת מפעל נוסף של "אינטל" ותחילת היצוא ממנו התבטאו בצמיחה של סך

¹ למידע שפרסם בנק ישראל על רקע מגיפת הקורונה, ראו:

<https://www.boi.org.il/he/Pages/CoronaUpdates.aspx>

היצוא. היצוא הוא שהוביל, יחד עם הצריכה הפרטית, את עליית התוצר בדומה לקצב עלייתו בשנתיים הקודמות. השיפור בתנאי הסחר והמדיניות המרחיבה תמכו בהמשך ההתרחבות של הביקושים המקומיים, תוך גידול החיסכון הפרטי.

במהלך שנת 2019 נוצר ייסוף ריאלי משמעותי, שנבע בעיקר מלחצי ביקוש בסביבת התעסוקה המלאה. אחד הכוחות שהזינו את גידול הביקוש היה גידולן של ההכנסות מיצוא, למרות ההאטה בסחר העולמי, והוא פעל לייסוף נומינלי. הייסוף הנומינלי, ירידת המחירים העולמיים והתגברות התחרות מיתנו את עליית המחירים המקומית.

הריבית המוניטרית בישראל נותרה ב-2019 ללא שינוי ברמה של 0.25% (מנובמבר 2018). ואולם לאחר שעד אמצע 2019 התוואי הצפוי של הריבית – לפי השוק והחזאים המקצועיים – הצביע על העלאה מדודה וזהירה, התהפך תוואי זה במהלך המחצית השנייה של השנה וביטא הסתברות להפחתת הריבית בעתיד. שינוי זה נבע מהשינוי בסביבה העולמית, מהאטה לא צפויה באינפלציה בישראל ומהתגברות אי-הוודאות הפוליטית. במקביל להותרת הריבית ברמתה שינה בנק ישראל את משפטי ההכוונה קדימה וציין כי ייתכנו הורדת ריבית בעתיד ו/או שימוש בכלים נוספים. ברבעון הרביעי של 2019 נקט בנק ישראל הרחבה מוניטרית גם באמצעות חידוש רכישות המט"ח; אלו חודשו בהיקפים משמעותיים, על רקע המשך הייסוף, משום שהוועדה המוניטרית העריכה ששער החליפין סטה מהחלון הדינמי של מערך שערי חליפין העקבי עם הפעילות הנאותה ועם יציבות המחירים.

רמת התוצר לנפש בישראל עלתה בשנים האחרונות בקצב דומה לזה שבמדינות ה-OECD, וממדי העוני הצטמצמו בעשור האחרון לנוכח גידולו של שיעור ההשתתפות בשוק העבודה וצעדי מדיניות כמתן מענק עבודה לעובדים בשכר נמוך, העלאת שכר מינימום והעלאה הדרגתית של הקצבאות. ואולם רמת התוצר לנפש ופריון העבודה בישראל נמוכים בהשוואה למדינות המפותחות, ותחולת העוני בכלל האוכלוסייה, ואף בקרב משקי בית שיש בהם עובדים, גבוהה בהשוואה בין-לאומית. כדי להעלות את רמת התוצר לנפש ואת פריון העבודה ולצמצם את ממדי העוני הוקמה ב-2017 ועדה ציבורית לקידום התעסוקה, וב-2019 פרסמה חטיבת המחקר של בנק ישראל המלצות בתחומי החינוך, התשתיות והבירוקרטיה². להלן סקירה של ההתפתחויות השונות בהרחבה.

א. הפעילות ושוק העבודה

המשק צמח ב-2019 ב-3.5%, בדומה לקצב הצמיחה בשנתיים הקודמות, ונמוך מקצב הצמיחה הגבוה ב-2016, בעידוד מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרחיבות. השימושים המקומיים הוסיפו להתרחב (ריאלית) בשנתיים האחרונות בשיעור דומה לזה של התוצר, ובדומה לקצב התרחבותם ארוך הטווח. קצבי הגידול של היבוא והצריכה בחו"ל התמתנו בשנתיים האחרונות, אך נותרו גבוהים ואפשרו, יחד עם הייסוף, את המשך הגידול של השימושים ללא עלייה באינפלציה.

היצוא, ובמידה פחותה הצריכה, הן הפרטית והן הציבורית האזרחית, הובילו את הצמיחה ב-2019. למרות ההאטה העולמית, הביקוש העולמי לשירותים מתקדמים לא נפגע, ונמשכה מגמת ההתרחבות של יצוא השירותים הישראלי, שרגישותו לייסוף פחותה מזו של יצוא הסחורות³. היצוא גדל גם הודות לסיום הקמת מפעל "אינטל" ותחילת יצוא הרכיבים האלקטרוניים ממנו, אך תוך תרומה שולית בלבד לתעסוקה⁴. הצריכה הפרטית נתמכה בעליית השכר הריאלי וההכנסה

² ראו: דוח מיוחד של חטיבת המחקר: העלאת רמת החיים בישראל באמצעות הגדלת פריון העבודה, אוגוסט 2019.

³ להרחבה ראו תיבה ב'-2 בדוח זה.

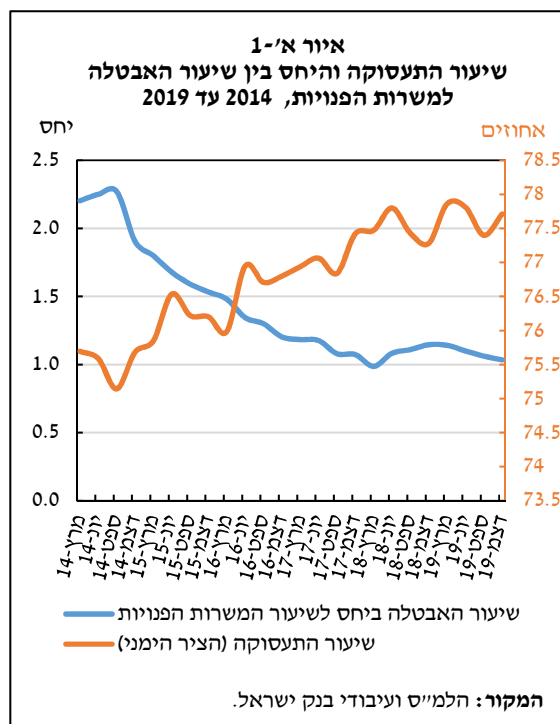
⁴ להרחבה ראו תיבה ב'-1 בדוח זה.

המשק נמצא בשנים
האחרונות בסביבת
תעסוקה מלאה, בתמיכת
מדיניות פיסקלית
ומוניטרית מרחיבות.

הפנויה על רקע סביבת התעסוקה המלאה. ההשקעה המקומית הגולמית התרחבה בשיעור מתון בעקבות סיום הקמת מפעל "אינטל" וגמר עבודות הפיתוח של מאגר "לויתן". ענפי המסחר והשירותים הובילו את גידול ההשקעה (במבנים ובקניין רוחני – תוכנה ומו"פ), ובמידה פחותה גם ההשקעה בבנייה למגורים, עם ההתעוררות בשוק הדיור.

מגמת הייסוף הריאלי של השקל נמשכת זה כעשור וחצי. בשנים הראשונות שלאחר פרוץ המשבר הפיננסי העולמי נבע חלק מהייסוף מהצמיחה הגבוהה לנפש בישראל בהשוואה למדינות המתקדמות, אולם בשנים האחרונות שיעור הצמיחה לנפש בישראל דומה לזה שבשאר המדינות. הגורמים התומכים בהמשך הייסוף הניכר, שהתחדש במהלך 2019 לאחר הפיחות אשתקד, הם העודף בחשבון הבסיסי, הכולל את החשבון השוטף של מאזן התשלומים ואת זרם ההשקעות הזרות הישירות נטו. העודף בחשבון השוטף עלה במקביל לשיפור בתנאי הסחר, הודות להמשך העלייה ביצוא השירותים⁵, ובראשם יצוא שירותי ההייטק, שגדל מעבר לגידול הסחר העולמי הודות להתמחות המשק בהם⁶. הייסוף נתמך גם באשרור דירוג האשראי של המשק הישראלי למרות אי-הוודאות הפוליטית, ולנוכח ההצטרפות הצפויה של המשק למדד WGBI באפריל 2020. גורם נוסף שעשוי להסביר את

הייסוף הנומינלי והריאלי
התחדש ב-2019.



התחדשות הייסוף מאמצע השנה הוא הפער בריבית המוניטרית בין ישראל לעולם, ובפרט ביחס לריבית של ה-FED. לנוכח ההאטה הורידו חלק מהמדינות, ובעיקר ארה"ב, את הריביות המוניטריות, בעוד שבישראל הריבית לא הורדה, אף כי גם בה חל מפנה במדיניות: בתחילת המחצית השנייה של 2019 הודיעה הוועדה המוניטרית כי הריבית לא צפויה לעלות, ואילו בהמשך המחצית הודיעה כי תיתכן הורדה של הריבית בעתיד, ועמה שימוש בכלי מדיניות נוספים.

שוק העבודה אופיין השנה בסביבה של תעסוקה מלאה, תוצאת עלייה מתמשכת של שיעור התעסוקה ושל שיעור ההשתתפות תוך ירידה של שיעור האבטלה⁷. עדות לכך היא מגמת הירידה של היחס בין מספר

בשנתיים האחרונות
מוצה ככל הנראה תהליך
ההתחדשות בשוק
העבודה, התפתחות
העולה בקנה אחד עם
התייצבותו של המשק
בסביבת תעסוקה מלאה.

⁵ ניתוח של שיעור האינפלציה הנמוך בישראל באמצעות המודל המבני של חטיבת המחקר מצביע על הייסוף המתמשך כתוצאה מהשינוי המבני במשק, ובפרט המעבר לעודף בחשבון הבסיס והשוטף, כגורם מרכזי לאינפלציה הנמוכה.

⁶ להרחבה ראו גם פרק ד' בדוח זה.

⁷ שיעור האבטלה הנמוך ירד בשנים האחרונות גם בזכות השיפור של תהליכי ההתאמה בין מחפשי העבודה למעסיקים. (להרחבה ראו פרק ה'). שיפור תהליכי ההתאמה מביא לירידה של שיעור האבטלה הטבעי. ראו לדוגמה:

D. Elkayam and A. Ilek (2013). Estimating the NAIRU using both the Phillips and the Beveridge Curves, Research Department Discussion paper No. 2013.10, Bank of Israel.

לוח א'-1
ההתפתחויות העיקריות, 2014 עד 2019

2019	2018	2017	2016	2015	2014	
9.1	8.9	8.7	8.5	8.4	8.2	האוכלוסייה (ממוצע שנתי במיליונים)
1,408	1,331	1,272	1,225	1,165	1,108	התוצר הנומינלי (במיליארדי ש"ח במחירים שוטפים)
155.6	149.8	146.0	143.4	139.1	134.9	התוצר לנפש (באלפי ש"ח במחירים שוטפים)
763.0	728.5	695.0	670.9	635.0	611.7	הצריכה הפרטית (במיליארדי ש"ח במחירים שוטפים)
297.6	290.1	273.4	260.1	233.2	226.9	ההשקעה הגולמית המקומית (במיליארדי ש"ח במחירים שוטפים)
322.2	306.3	288.4	274.7	261.8	251.7	הצריכה הציבורית (במיליארדי ש"ח במחירים שוטפים)
379.5	358.9	334.2	328.7	333.6	321.1	יצוא הסחורות והשירותים (במיליארדי ש"ח במחירים שוטפים) ¹
353.4	351.3	318.2	305.4	291.7	295.6	יבוא הסחורות והשירותים (במיליארדי ש"ח במחירים שוטפים) ²
3.5	3.4	3.6	4.0	2.3	3.8	התוצר המקומי הגולמי (שיעור השינוי באחוזים)
3.9	3.7	3.4	6.3	4.1	4.1	הצריכה הפרטית (שיעור השינוי באחוזים)
1.8	3.2	5.4	10.6	1.7	5.5	ההשקעה הגולמית המקומית (שיעור השינוי באחוזים)
3.6	4.0	3.4	4.4	2.7	3.9	הצריכה הציבורית (שיעור השינוי באחוזים)
5.7	5.1	6.2	-0.7	-1.1	3.7	יצוא הסחורות והשירותים (שיעור השינוי באחוזים) ¹
4.5	5.1	7.1	8.8	1.8	2.3	יבוא הסחורות והשירותים (שיעור השינוי באחוזים) ²
14.3	9.5	8.3	11.4	15.5	12.6	החשבון השוטף של מאזן התשלומים (העודף, במיליארדי דולרים)
4.5	4.3	2.1	1.9	1.4	2.5	הגירעון הכולל של הממשלה הרחבה (כאחוז מהתוצר)
59.9	60.9	60.4	62.0	63.9	65.8	החוב הציבורי (כאחוז מהתוצר)
3,967	3,905	3,825	3,737	3,644	3,556	המועסקים הישראלים (באלפים)
2.0	2.7	2.8	2.8	2.9	1.1	השכר הריאלי למשרת שכיר (ממוצע שנתי, שיעור השינוי באחוזים)
3.4	3.5	3.7	4.1	4.5	5.0	שיעור האבטלה, גילאי 25-64 (ממוצע שנתי באחוזים)
0.6	0.8	0.4	-0.2	-1.0	-0.2	האינפלציה (דצמבר לעומת דצמבר אשתקד, באחוזים)
0.25	0.11	0.10	0.10	0.12	0.60	ריבית בנק ישראל (ממוצע שנתי באחוזים)
-0.81	-0.77	-0.11	-0.12	-0.49	-0.65	הריבית הריאלית לשנה (ממוצע שנתי באחוזים)
1.59	2.16	2.11	2.00	2.18	3.10	התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי באחוזים)
-0.01	0.51	0.57	0.43	0.50	1.01	התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים (ממוצע שנתי באחוזים)
-2.6	2.1	-4.4	-1.5	0.4	-1.3	שער החליפין הריאלי האפקטיבי (ממוצע שנתי, שיעור השינוי באחוזים)
3.56	3.59	3.60	3.84	3.89	3.58	שער החליפין של השקל מול הדולר (ממוצע שנתי)
21.3	-2.3	6.4	-2.5	2.0	6.7	מדד ת"א 125 ³
1.1	3.6	5.7	2.3	2.8	3.9	הסחר העולמי (שיעור השינוי באחוזים)

¹ ללא יהלומים וחברות הזנק.

² ללא יבוא ביטחוני, אוניות ומטוסים ויהלומים.

³ שיעור השינוי הנומינלי – 31 בדצמבר השנה לעומת 31 בדצמבר אשתקד.
המקור: הלמ"ס, קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל.

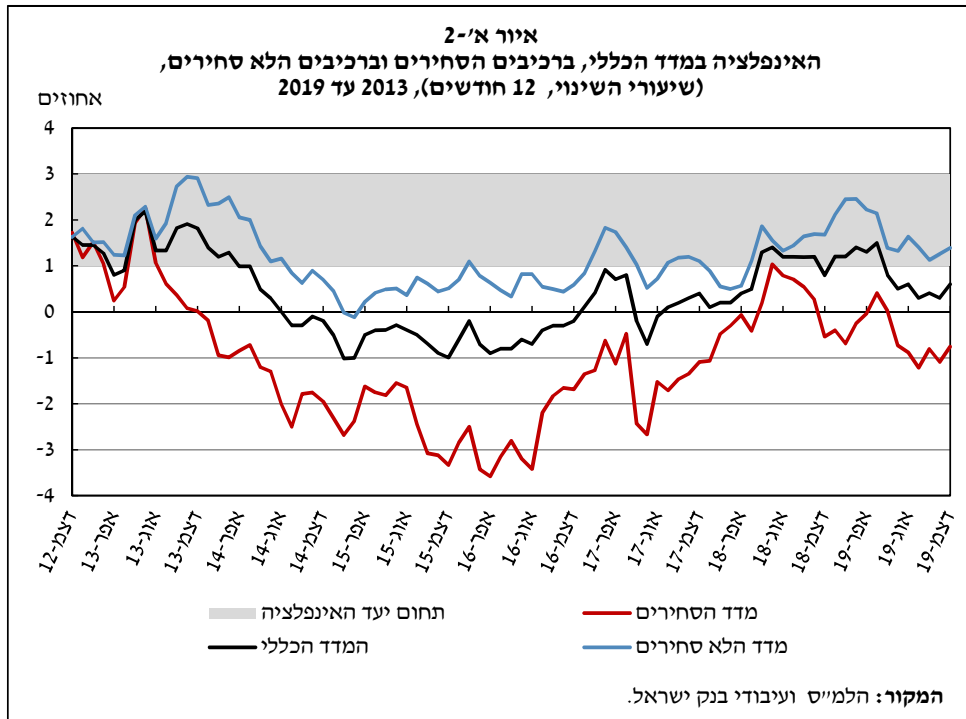
המובטלים למספר המשרות הפנויות בשנים האחרונות (איור א'-1). ההתייצבות של יחס זה בשנתיים האחרונות מעידה ככל הנראה על מיצוי תהליך ההתחדקות בשוק העבודה, התפתחות העולה בקנה אחד עם התייצבותו של המשק בסביבת תעסוקה מלאה; קצב ההתרחבות של היצע העבודה מתמתן על רקע שינויים מבניים במשק, ובפרט הצטמצמות שיעור האוכלוסייה בגילי העבודה העיקריים ומיצוי ההשפעה של העלייה במספר שנות ההשכלה ושל העלאת גיל הפרישה⁸. מתמתנים גם שיעורי הגידול של מספר המועסקים, משרות השכיר והשכר (לוח א'-1), אף כי שיעור האבטלה נותר נמוך – עדות לגמישותו של שוק העבודה. יוצא דופן גידולו של הביקוש לעובדים בענפי המידע והתקשורת, שנהנים מביקוש גבוה לתוצרתם בחו"ל, ומובילים את היצוא.

⁸ זאת עד שיתחדש הדיון בהעלאת גיל הפרישה לנשים, לנוכח העלייה בתוחלת החיים והירידה בריביות.

ב. סביבת האינפלציה ושער החליפין

למרות סביבת התעסוקה המלאה והמשך ההתרחבות של השימושים המקומיים ב-2019 בדומה לקצב התרחבותם אשתקד ולקצב הצמיחה הפוטנציאלי, התמתן שיעור האינפלציה השנתי (12 החודשים האחרונים) במדד המחירים לצרכן במחצית השנייה של השנה, ובסופה הוא היה 0.6%, מתחת לגבול התחתון של היעד. בחמש השנים האחרונות האינפלציה השנתית נעה רוב הזמן מתחת לגבול התחתון של טווח יעד יציבות המחירים – 1%–3% (איור א'-2)⁹. התמתנות האינפלציה ב-2019 נבעה בעיקר מייסוף השקל.

שיעור האינפלציה השנתי התמתן במחצית השנייה של 2019, ובסופה הוא היה 0.6%. עיקר ההתמתנות נבע מייסוף השקל.



מאמצע 2018, למשך כשנה, האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה על פי המקורות השונים נעו ביציבות מעט מעל לגבול התחתון של היעד, אולם מדדי המחירים לצרכן ליוני וליוני 2019 הפתיעו בירידתם, ועמם ירדה סביבת האינפלציה. האינפלציה בפועל ירדה אל מתחת לגבול התחתון של היעד, וירדו גם מדדי ליבה, שבשנתיים האחרונות נעו מעט מתחת לגבול התחתון של היעד. כמו כן ירדו הציפיות לאינפלציה לטווחים של עד חמש שנים, וזאת תוך ציפיות להורדת הריבית ולהעלאת מסים עתידית לשם צמצום הגירעון הממשלתי.

שיעור האינפלציה הנמוך בשנים האחרונות נבע בעיקר מגורמי היצע ומהייסוף המתמשך על רקע שינויים מבניים במשק הישראלי, ולא ביטא ירידה של הביקושים המקומיים. שיעור האינפלציה מושפע מהציפיות לאינפלציה (ומשפיע עליהן), מהפעילות, ממחירי המוצרים המיובאים

⁹ המדיניות מכוונת לעמידה מתמשכת ביעד בטווח של עד כשנתיים קדימה, ולא לעמידה בסוף שנה קלנדרית.

שיעור הנמוך של
האינפלציה בשנים
האחרונות נבע בעיקר
משינויים מבניים
במשק הישראלי,
שתמכו במגמת הייסוף
המתמשכת, ומגורמי
היצע.

ושער החליפין ומשינויים מבניים וזעזועים למשק¹⁰. הפעילות הגבוהה במשק הישראלי, שנתמכה במדיניות המוניטרית והפיסקלית המרחיבות, תרמה לעלייה של האינפלציה. תהליך ההתהדקות בשוק העבודה לוה בעלייה מתמשכת של השכר מעבר לעלייה של פריון העבודה, ותרם לעלייה באינפלציה. ב-2019 פסק תהליך ההתהדקות על רקע סביבת התעסוקה המלאה והתרחבות ההאטה העולמית. קצב הגידול של השכר במגזר העסקי¹¹ התמתן, ושיעור התמורה לעבודה במגזר זה ירד מעט לאחר עלייה בשלוש השנים הקודמות. ואולם המשך ההתרחבות של השימושים המקומיים, בפרט של כל רכיבי הצריכה הפרטית, והעלייה ההדרגתית של מדד מחירי המוצרים הבלתי סחירים (ללא דיור ופירות וירקות) מעידים על המשך ביקושים מקומיים גבוהים.

תרומה מרכזית לירידתה של האינפלציה בשנים האחרונות נובעת משינויים מבניים בסחר החוץ של המשק – ובפרט צמצום היבוא של מוצרי אנרגיה ולאחרונה גם יצוא הגז, והתמחות המשק בשירותי הייטק תוך גידול חלקם בפעילות וביצוא¹². אלה תרמו להתרחבות העודף בחשבון הבסיסי של המשק, ודרכו – למגמת הייסוף הנומינלי ולירידה באינפלציה. הייסוף הוא הגורם המסביר את האינפלציה הנמוכה בישראל גם בהשוואה בין-לאומית. אומדן שמרני של התמסורת משער החליפין לאינפלציה מעלה כי הייסוף הנומינלי בשיעור של כ-8 אחוזים ב-2019 תרם משמעותית לירידה באינפלציה.

ירידת האינפלציה בישראל נבעה גם משינוי מבני בהתנהגות הצרכנים, על רקע המחאה החברתית של קיץ 2011¹³, שינוי שפעל להגברת התחרות ולהורדת המחירים. שינוי זה נתמך גם בהתקדמות הטכנולוגית, המקלה על חיפוש מוצרים, השוואת מחירים ורכישה מקוונת של חלק מהם. נוסף על אלה נקטה הממשלה צעדים להורדת יוקר המחיה והגברת התחרות במשק¹⁴, בפרט הפחתת מכסים והרחבת יבוא (צעדים ייחודיים למשק הישראלי)¹⁵.

סביבת הריבית הנמוכה והמרחב המצומצם של מדיניות הריבית בעת הנוכחית מקשים על השגת יעד האינפלציה, על רקע הייסוף המתמשך והירידה בציפיות האינפלציה בשנים האחרונות. הציפיות לשנה ירדו מעט בשנת 2019, לאחר מגמת עלייה שהחלה בראשית 2017, והתייצבו בסביבת הגבול התחתון של היעד. תמונה דומה אפיינה גם את תחזיות החזאים לאינפלציה הצפויה ליותר משנה, המצויות אף הן מתחת למרכז של טווח היעד, וחלקן אף מתחת לגבול התחתון.

נשאלת השאלה מהי המשמעות של הימצאות הציפיות לאורך זמן מתחת למרכז יעד האינפלציה. הפער בין התשואה הנומינלית לריאלית כולל בתוכו רכיב של פרמיה, המתווספת לתשואה הנומינלית של האג"ח הלא צמודות בגין סיכון האינפלציה (רכיב שאינו קיים בתחזיות החזאים), אשר אותו יש לנכות כדי לחשב את אומדן הציפיות לאינפלציה. מאמצע 2012 הציפיות לאינפלציה לטווחים עד חמש שנים בניכוי אומדן הפרמיה ירדו בהדרגה, ומ-2015 – אף אל מתחת לגבול התחתון של היעד. ואולם בשנתיים האחרונות הציפיות הללו עלו, וב-2019 הן נעו בסביבת הגבול התחתון (הציפיות עד 3 שנים קדימה) או מעט מעל לגבול התחתון (ל-3 עד 5 שנים). אומדני הציפיות לטווחים שבין 5 ל-10 שנים, שאף הם עלו בשנתיים האחרונות, מצויים מעט מעל למרכז

למרות הקושי הצפוי
בהחזרת האינפלציה
למרכז היעד בשנים
הקרובות נראה כי לא
נפגעה האמינות של
המדיניות המוניטרית,
ובפרט האמון בחתירתה
למרכז טווח היעד בתוך
5 עד 10 שנים.

¹⁰ על פי התיאוריה הניאו-קיינסיאנית, שמהווה בסיס נרחב למודלים מקרו-כלכליים, הדינמיקה בין האינפלציה למשתנים הנוכחים מתוארת על ידי משוואת פיליפס, והדינמיקה של הפעילות (פער התוצר) מתוארת על ידי משוואת IS, לדוגמה, ראו: J. Gali and T. Monacelli (2005). "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy", *Review of Economic Studies* (72), 707–734.

¹¹ הסכמי השכר במגזר הציבורי נותרו ללא שינוי ב-2019, בהעדר ממשלה נבחרת.

¹² להרחבה ראו פרק ב' ופרק ד' בדוח זה.

¹³ להרחבה ראו דוחות בנק ישראל לשנים 2016 ו-2017.

¹⁴ להרחבה ראו פרק א' ופרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2017 ופרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2016.

¹⁵ להרחבה ראו תיבה א'-1 בפרק א' בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

היעד. זאת משום שבשנים האחרונות האומדן של פרמיית הסיכון האינפלציוני לטווחים הארוכים (5 עד 10 שנים) במשק הישראלי הוא שלילי¹⁶. סיבה אפשרית לפרמיה השלילית היא ציפיות לצמיחה נמוכה, המלווה באינפלציה נמוכה (secular stagnation) בעתיד. במצב כזה איגרת החוב הלא צמודה נושאת תשואה ריאלית גבוהה מהצפוי (בגלל האינפלציה הנמוכה). על כן המשקיעים מוכנים לשלם פרמיה על החזקת האיגרת מעל ומעבר להחזקת איגרת צמודה, ובניכוי ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון נעות, כאמור, מעט מעל למרכז תחום היעד, מה שמעיד ככל הנראה כי האמינות של המדיניות המוניטרית לא נפגעה בשנתיים האחרונות, בפרט לגבי חתירתה למרכז טווח היעד, למרות קושי בהשגתו בטווח הקצר.

ג. ההתפתחויות בעולם¹⁷

ההאטה והאינפלציה הנמוכה תוך התגברות הסיכונים להתמתנות בפעילות הניעו בנקים מרכזיים רבים בעולם להעמיק את המדיניות המרחיבה ב-2019 (לוח א'-2). זאת הן באמצעות הורדה של הריבית המוניטרית במהלך השנה¹⁸ והן באמצעות כלים אחרים. (לדיון בכלים אלו ראו סעיף 4 בפרק זה) בסוף 2019 נראה היה שהסיכונים האמורים פחתו – בהשפעת המדיניות שנקטה, הרגיעה סביב מלחמת הסחר ועליית ההסתברות ליציאתה של בריטניה מהאיחוד האירופי ("ברקזיט").

שיעור הצמיחה העולמי ב-2019 היה הנמוך ביותר מאז 2009, תוך ירידה בהשקעות, בייצור התעשייתי ובסחר העולמי. חלק מההאטה יוחס לסיכונים במשק העולמי, תוצאת אי-הוודאות הגוברת סביב מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין ולשותפות סחר אחרות שלה, וסביב ה"ברקזיט". אי-הוודאות סביב תנאי תוכנית ה"ברקזיט" ומועד מימושה הובילה לחילופי ראשות הממשלה בבריטניה ב-2019 ואף לבחירות בסופן. חלק אחר מההאטה נבע מצמצום ההרחבה המוניטרית ב-2018 בחלק מהמדינות וירידת ביקושים, בעיקר במדינות המתפתחות. תחזית קרן המטבע הבין-לאומית לגבי הצמיחה העולמית בשנים 2019–2020 עודכנה כמה פעמים כלפי מטה והייתה הנמוכה ביותר מאז המשבר הפיננסי הגלובלי לפני כעשור. ארגון ה-OECD עדכן אף הוא כלפי מטה את תחזית הסחר העולמי, מחשש כי מלחמת הסחר תפגע בהשקעות המגזר העסקי בארה"ב, בגוש האירו, ביפן ובסין ותביא לירידה בסחר העולמי.

ההאטה העולמית ונטיית מאזן הסיכונים כלפי מטה הובילו בחלק מהמדינות לתפנית במדיניות במהלך 2019. ב-2018 נמשכה ההתאוששות במשק האמריקאי, וה-Fed העלה את הריבית בנקודת אחוז במצטבר בארבע החלטות. במחצית הראשונה של 2019 השאיר ה-Fed את הריבית בעינה (ברמה של 2.25%–2.5%), לנוכח מצבו האיתן של המשק האמריקאי ובפרט של התעסוקה, וסביבת האינפלציה, שנעה בקרבת היעד של 2%. אולם על רקע החמרה מהירה בהתפתחות העולמית, בפועל וזו הצפויה, וירידת האינפלציה בארה"ב, הוריד ה-Fed את הריבית בסוף יולי, לראשונה מזה מספר שנים, ב-0.25 נקודת אחוז, ושב והוריד אותה באותו שיעור בספטמבר ובאוקטובר. בסוף 2019 חלה תפנית גם במדיניות המוניטרית בגוש האירו. עד ספטמבר ריבית ה-ECB לא שונתה, ולא הייתה צפויה להשתנות לפחות עד המחצית הראשונה של 2020. אולם בהחלטת הריבית בספטמבר הורדה הריבית על פיקדונות הבנקים המסחריים מ-0.4% ל-0.5%, ובמקביל הודיע הבנק על תוכנית רכישות בהיקף של 20 מיליארד אירו בחודש החל מנובמבר 2019. כן הודיע

ההאטה בפעילות
העולמית ב-2019
והאינפלציה הנמוכה
הובילו להעמקת
המדיניות המרחיבה
בעולם.

בסוף 2019 נראה היה
שמאזן הסיכונים העולמי
פחת, וההערכות בשווקים
הצביעו על מיצוי הורדות
הריבית. אולם בתחילת
2020 טולטלה הפעי-
לות הריאלית העולמית
בעקבות התפרצות נגיף
ה-COVID-19.

¹⁶ להרחבה ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2018.

¹⁷ סעיף זה מתאר את ההתפתחויות בעולם בשנת 2019. ההתפתחויות בתחילת 2020 בשל התפרצות מגפת נגיף ה-COVID-19 (נגיף ה"קורונה") הן מעבר לתקופה שעליה נסב דוח זה, ואנו לא מתייחסים אליהן כאן.

¹⁸ לפירוט ראו אזור 13, דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2019, ינואר 2020, בנק ישראל.

טמונים כלכליים: השוואה בין-לאומית¹, 2010 עד 2019
לוח א'-2

	2019				2018				ממוצע 2010-2017				
	מדינות OECD	גוש האירו	ארצ"ב	ישראל	מדינות OECD	גוש האירו	ארצ"ב	ישראל	מדינות OECD	גוש האירו	ארצ"ב	ישראל	
שיעור גידול התוצר	1.7	1.2	2.3	3.5	2.3	1.9	2.9	3.4	2.2	1.3	2.2	3.8	שיעור גידול התוצר
שיעור גידול התוצר לנפש	1.0	1.0	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.4	1.5	1.1	1.4	1.9	שיעור גידול התוצר לנפש
התוצר לנפש (נאמצי דולרים במחירים שוטפים)	-	-	65.1	42.8	40.4	46.2	62.9	41.7	37.8	39.8	54.1	35.6	התוצר לנפש (נאמצי דולרים במחירים שוטפים)
שיעור גידול האוכלוסייה	0.5	0.2	0.6	1.9	0.5	0.2	0.6	1.9	0.6	0.4	0.7	1.9	שיעור גידול האוכלוסייה
שיעור ההשתתפות בכוח העבודה האזרחי, בני 64-25	-	-	-	80.4	78.1	80.5	77.8	80.3	76.7	79.0	77.3	78.9	שיעור ההשתתפות בכוח העבודה האזרחי, בני 64-25
שיעור האבטלה	5.2	7.6	3.7	3.8	5.3	8.2	3.9	4.0	7.4	10.7	6.8	6.1	שיעור האבטלה
שיעור האינפלציה (במשך השנה)	2.0	1.2	1.8	0.8	2.6	1.8	2.4	0.8	1.8	1.3	1.7	1.1	שיעור האינפלציה (במשך השנה)
היצוא (כאחוז מהתוצר) ²	-	48.1	-	27.7	30.1	48.0	12.2	27.6	28.4	44.0	12.9	29.7	היצוא (כאחוז מהתוצר) ²
ההשקעה הכוללת (כאחוז מהתוצר)	23.0	21.7	21.1	21.1	23.1	21.6	21.0	21.8	22.2	20.7	20.1	20.6	ההשקעה הכוללת (כאחוז מהתוצר)
החסכון הלאומי (כאחוז מהתוצר)	24.2	25.0	18.5	24.7	24.2	25.1	18.4	24.4	22.9	23.1	18.4	23.5	החסכון הלאומי (כאחוז מהתוצר)
החשבון השוטף (כאחוז מהתוצר)	0.2	3.2	-2.5	3.6	0.3	3.6	-2.4	2.6	-0.1	2.5	-2.4	3.0	החשבון השוטף (כאחוז מהתוצר)
משקל הדוצאה הצבורית בתוצר ³	42.5	-	36.2	39.7	42.4	-	35.1	40.2	44.6	48.6	36.7	39.6	משקל הדוצאה הצבורית בתוצר ³
משקל המסים בתוצר ⁴	-	37.6	25.1	30.3	34.6	37.8	24.9	30.8	33.5	36.9	25.0	30.9	משקל המסים בתוצר ⁴
החוב הציבורי ברנטו (כאחוז מהתוצר) ²	80.3	-	106.2	59.9	81.3	85.9	104.3	60.8	81.6	89.8	103.1	65.9	החוב הציבורי ברנטו (כאחוז מהתוצר) ²

¹ נתוני גוש האירו וה-OECD הם ממוצעים משוקללים של נתונים שה-OECD Economic Outlook מפרסם לגבי המדינות שמשתייכות לכל קבוצה.

² בישראל – היצוא ללא יחלומים.

³ נתוני תוצרת התוצאה של ישראל והתאמה להגדרה הבין-לאומית המקובלת.

⁴ נתוני גוש האירו הם ממוצע פשוט של נתוני המדינות שמשתייכות אליו, למעט לטביה, מלטה וקפריסין. נתוני ה-OECD הם ממוצע פשוט של המדינות שמשתייכות לארגון.

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, OECD ובנק ישראל.

הבנק כי הריבית צפויה להישאר ללא שינוי ואף לרדת כל עוד האינפלציה לא תחזור לסביבה של 2%. הצמיחה בסין הואטה על רקע מלחמת הסחר המתמשכת עם ארה"ב, וההאטה הייתה צפויה להימשך¹⁹, בשל צעדים רגולטוריים שנועדו לצמצם סיכונים פיננסיים. בתום השנה הצביעו ההערכות של השווקים בעולם על מיצוי של הורדות הריבית בארה"ב ובאירופה. לכך תרמו הצהרות ראשי הבנקים המרכזיים וכן הדיווחים בדבר חתימה קרובה על חלקו הראשון של הסכם סחר בין ארה"ב לסין (שאכן נחתם בינואר 2020), וניצחון השמרנים בבחירות בבריטניה בדצמבר, שהעלה את הסבירות למימוש ה"ברקזיט" בתחילת 2020.

ד. האשראי ושוק הדירות

החוב של המגזר הפרטי (המגזר העסקי הלא-פיננסי ומשקי הבית) גדל ב-2019 ב-3.1%, התמתנות לעומת אשתקד. בקצב הגידול של חוב משקי הבית לדירור נמשכה ההאצה (מעבר לעליית התוצר) על רקע ההתעוררות בשוק הדירות, בשעה שקצב הגידול של החוב העסקי התמתן. גיוס החוב בחו"ל (ששיעורו בסך החוב העסקי הלא-פיננסי עלה לתשיעית) גדל כמותית, אך עקב הייסוף ערכו השקלי גדל רק במתינות.

בחמש השנים האחרונות התייצב שיעור החוב העסקי הלא פיננסי בתוצר. זאת לאחר ירידה משמעותית של שיעורו בשנים הקודמות, על רקע שינויים מבניים ורגולטוריים במשק הישראלי²⁰ – עליית משקלו של מגזר ההייטק בפעילות המשק והצטמצמות פעילותן של חברות ההחזקה, לצד הסטה של האשראי הבנקאי אל משקי הבית. התמתנות העלייה בחוב העסקי ב-2019 נבעה בעיקר מירידה בקצב ההנפקות של אג"ח סחירות, זו השנה השנייה, ולמרות רמה נמוכה של המרווח על האג"ח הממוצעת של המגזר העסקי.

בשנתיים האחרונות עלה קצב הגידול של האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים, בעוד שקצב הגידול של אשראי זה לעסקים הקטנים והבינוניים ירד. זאת על רקע הקלת מגבלות רגולטוריות והגעה לדרישות יחסי ההון הרגולטוריים, שהקלו על מתן אשראי לעסקים הגדולים. שינוי זה בהרכב האשראי הבנקאי עלול לפגוע בהמשך במימון פעילותם של העסקים הקטנים.

החוב של משקי הבית עלה ב-2019 ב-7.1%, מעבר לעליית התוצר, על רקע ההתעוררות בשוק הדירות, ותוך גידול של שיעור האשראי הבנקאי לדירור מסך האשראי הבנקאי; זאת כתוצאה מרגולציה, שנועדה להקטין את הסיכון של המערכת הפיננסית תוך תיאום בהיצע האשראי בין השימושים השונים. לאחר שמחירי הדירות התייצבו ב-2017–2018, לראשונה מזה עשור, תוך רמות גבוהות של התחלות הבנייה, סיומי הבנייה והבנייה הפעילה²¹ הודות לצעדי הממשלה בשנים הקודמות, שבו מחיריהן ועלו ב-2019 ב-3%, עלייה שעיקרה במחצית השנייה של השנה. מחיריהן של הדירות בתוכנית "מחיר למשתכן", שרובן צפויות להימסר לרוכשים כשנתיים-שלוש לאחר הרכישה, כוללים הנחה משמעותית, אולם עליית המחירים של שאר הדירות מעידה על עלייה בביקושים מעבר להיצע. זאת על רקע אי-הוודאות ביחס למדיניות הממשלה עקב קיומן של שלוש מערכות בחירות, וירידת הריבית המשוקלת על המשכנתאות. האחרונה הושפעה מירידת התשואות בעולם, וגם מן התוואי הצפוי של הריבית המוניטרית, שהפך במחצית השנייה של השנה מעולה ליורד. מחירי שכר הדירה²² עלו ב-2019 ב-2.8%.

שיעור גידולו של חוב המגזר הפרטי היה ב-2019 מתון יותר מאשר בקודמתה.

קצב הגידול של חוב משקי הבית לדירור הוסיף והואץ על רקע ההתעוררות בשוק הדירות.

¹⁹ ראו World Economic Outlook, קרן המטבע הבין-לאומית, אוקטובר 2019.

²⁰ להרחבה ראו פרק ד' בדוח זה, ובדוח בנק ישראל לשנת 2018.

²¹ להרחבה ראו פרקי ט' בדוח בנק ישראל לשנת 2018 ובפרק ח' בדוח זה.

²² על פי רכיב "שירותי הדירור בבעלות" בסעיף מחירי הדירור במדד המחירים לצרכן, המשקף את מחירי שכר הדירה בחוזים חדשים ומתחדשים.

היקף המשכנתאות החדשות התרחב, וגובה המשכנתה הממוצעת עלה אף הוא. עם זאת לא גדל שיעורו של החזר המשכנתה בהכנסה. אמנם עלייתו של השכר הממוצע הייתה מתונה מעליית מחירי הדירות, אך כאמור, הריבית על המשכנתאות ירדה, ותקופת הפירעון הממוצעת הוארכה. על רקע גידולה של הצריכה הפרטית וההתעוררות בשוק הדירות התרחב היקף האשראי הצרכני שלא לדויר ביחס לאשתקד, אך זאת בשיעור מתון מזה של עליית הצריכה. התרחבותו של אשראי זה ביטאה גידול של האשראי החוץ-בנקאי, בעוד שהאשראי הבנקאי דרך במקום, זה שלוש שנים²³. על אף התרחבות החוב במשק, רמות החוב של המגזר הפרטי ביחס לתוצר נמוכות בהשוואה בין-לאומית, וניתוח ההסתברות לחדלות פירעון של החברות הציבוריות מעיד כי זו יציבה ונמוכה בפרספקטיבה היסטורית. בהתאם לכך אשררו חברות דירוג האשראי העולמיות את הדירוג של המשק הישראלי²⁴.

רמות החוב של המגזר
הפרטי ביחס לתוצר
נמוכות בהשוואה בין-
לאומית.

2. המדיניות הכלכלית

א. המדיניות המוניטרית

הריבית המוניטרית היא כלי המדיניות המרכזי של בנק ישראל. לאחר כארבע שנים בריבית נמוכה היסטורית, 0.1%, העלה הבנק את הריבית בנובמבר 2018 ל-0.25%, והשאיר אותה ברמה זו לאורך 2019 כולה. רמה נמוכה זו של הריבית נועדה לתמוך במילוי תפקידיו של בנק ישראל, שהם השגת יציבות מחירים, המוגדרת כשיעור אינפלציה שנתית בתחום שבין 1% ל-3%; תמיכה בצמיחה, בתעסוקה, בצמצום פערים וביציבותה של המערכת הפיננסית. התוואי העולה של הריבית החזויה בתחילת 2019 (על ידי הפעילים בשוק ההון והחזאים המקצועיים) הפך באמצע השנה לתוואי יורד. הסיבות לשינוי בתוואי החזוי היו ירידה בלתי צפויה של סביבת האינפלציה בישראל, האטה משמעותית של הפעילות בעולם (בפועל והצפויה) וכן התגברות אי-הוודאות הפוליטית בישראל והשלכותיה על המדיניות הפיסקלית, הן ב-2019 והן זו הצפויה ב-2020. למרות הציפיות להורדת הריבית ברבעון הרביעי של 2019 הוחלט (ללא תמימות דעים של חברי הוועדה המוניטרית²⁵) שלא להורידה. ההחלטה נתמכה במצבו הריאלי הטוב של המשק, המשתקף ברמה גבוהה של הפעילות ובשוק העבודה ההדוק; זאת, על רקע קרבת רמת הריבית לאפס.

במקביל נעשה שימוש פעיל בכלי ה"הכוונה קדימה", באמצעות משפטי "הכוונה קדימה" בהודעות החלטת הריבית ובמסיבות עיתונאים בעת פרסום החלטות הריבית. כך הוסיפה הוועדה המוניטרית להודעותיה במחצית השנייה של 2019 כי ייתכן שהיא תנקוט צעדים נוספים להעמקת ההרחבה המוניטרית, תוך שימוש בכלים נוספים במידת הצורך. בהודעת הריבית באוקטובר הוסיפה הוועדה כי תיתכן הורדה של הריבית בשנה הקרובה.

יחד עם ה"הכוונה קדימה", ההתערבות בשוק המט"ח היא אחד מהכלים שבהם בנקים מרכזיים עושים שימוש על רקע ריבית בסביבת האפס. בסעיף 4 של פרק זה נציג את הסוגיה הזו בהרחבה תוך ניתוח היתרונות והחסרונות של הכלים השונים. לנוכח התחדשות הייסוף והתחזקתו

²³ באפריל 2019 הושקה "מערכת נתוני האשראי". מערכת זו, שהוקמה על ידי בנק ישראל בליווי משרד האוצר ומשרד המשפטים, עשויה להגביר את התחרות בתחום האשראי הן בתוך המערכת הבנקאית והן מצד שחקנים חוץ-בנקאיים ולתמוך בהרחבה של היצע האשראי הצרכני במשק.

²⁴ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית, דצמבר 2019, בנק ישראל.

²⁵ ראו דוחות המדיניות המוניטרית לשתי המחציות של שנת 2019.

בנובמבר 2018 העלה
בנק ישראל את הריבית
ל-0.25%, והותיר אותה
ברמה זו לאורך שנת
2019 כולה.

התוואי העולה של הריבית
החזויה בתחילת 2019
הפך באמצע השנה לתוואי
יורד.

בשנת 2019 נעשה שימוש פעיל בכלי ה"הכוונה קדימה", וברבעון הרביעי של 2019 חידש הבנק את התערבותו בשוק המט"ח ורכש מט"ח בהיקף נרחב.

ב-2019 – לאחר כשנתיים של יציבות בשער החליפין האפקטיבי – חידש הבנק, ברבעון הרביעי של 2019, את התערבותו בשוק המט"ח ורכש, לראשונה מזה מספר שנים, 3.8 מיליארדי דולרים. זאת לאור ההערכה ששער החליפין האפקטיבי סטה מ"חלון" שבעיני הוועדה המוניתרית תאם את הפעילות הכלכלית הנאותה ויציבות המחירים.

הריבית הריאלית לשנה, שמושפעת מהמדיניות המוניתרית (ותלויה בציפיות האינפלציה)²⁶ הייתה לאורך מרבית העשור האחרון ברמה שלילית נמוכה ותמכה בהשקעות ובצריכה; בשנה ומחצית השנה האחרונות נעה הריבית הריאלית לשנה סביב רמה שלילית של כ-0.9%-²⁷ בתקופה זו הפער בין הריבית בישראל לריבית בארה"ב, שהייתה גבוהה יותר, הצטמצם, ובסוף 2019 אף התאפס, ואילו הפער בין הריבית בישראל לריבית המקבילה באירופה (הנמוכה יותר) גדל. אינדיקטור מקובל למידת ההרחבה או הריסון של המדיניות המוניתרית בהשפעתה על הפעילות ועל המחירים במשק (monetary stance) הוא הפער בין הריבית הריאלית (בפועל) לריבית הטבעית²⁸. הריבית (הריאלית) הטבעית היא ריבית תיאורטית (לא נצפית), המתיישבת עם שיווי משקל של יציבות מחירים ופעילות ברמה הפוטנציאלית של המשק (פער תוצר אפס). במשק פתוח תנאי נוסף לשיווי משקל כזה הוא ששער החליפין הריאלי יהיה ברמתו הבסיסית. (ראו דיון להלן). כשהריבית הריאלית (המוניתרית) נמוכה מהריבית הטבעית, כלומר פער הריביות שלילי, המדיניות פועלת להרחבת הפעילות ועליית האינפלציה, ולהפך.

הואיל והריבית הטבעית אינה נצפית, אומדים אותה. איור א'-3 מציג טווח של חמישה אומדנים שונים לריבית הטבעית בישראל שחושבו בחטיבת המחקר של בנק ישראל²⁹. בדומה לאומדנים שונים בעולם, גם בישראל ירדה הריבית הטבעית, במיוחד אחרי המשבר הפיננסי העולמי שפרץ לפני כעשור. סיבות אפשריות לירידה הן ירידה של קצב הצמיחה המקומי והעולמי, הן בגלל זעזועים שונים והן על רקע שינויים דמוגרפיים ממושכים יותר, ובפרט הזדקנות האוכלוסייה והצטמצמות חלק האוכלוסייה בגילי העבודה (בישראל לנוכח מיצוי של השפעת העלייה במספר שנות ההשכלה ושל העלאת גיל הפרישה וירידת הביקוש להשקעות. העלייה המתמשכת של תוחלת החיים מעלה את שיעור החיסכון (בקרב האוכלוסייה בגילי העבודה) בשל התארכות תקופת הפרישה, מעלה את היצע האשראי ובכך פועלת לירידת הריבית. ירידת הריבית כשלעצמה מעצימה אפקט

²⁶ הריבית הריאלית בפרק ג' מתייחסת לריבית המוניתרית בניכוי האינפלציה שהייתה – אקס-פוסט; לעומת זאת הריבית הריאלית הנדונה כאן היא הריבית בניכוי ציפיות האינפלציה – אקס-אנטה.

²⁷ הריבית הריאלית הייתה לפרקים קצרים אף נמוכה יותר, בהם אמצע 2009.

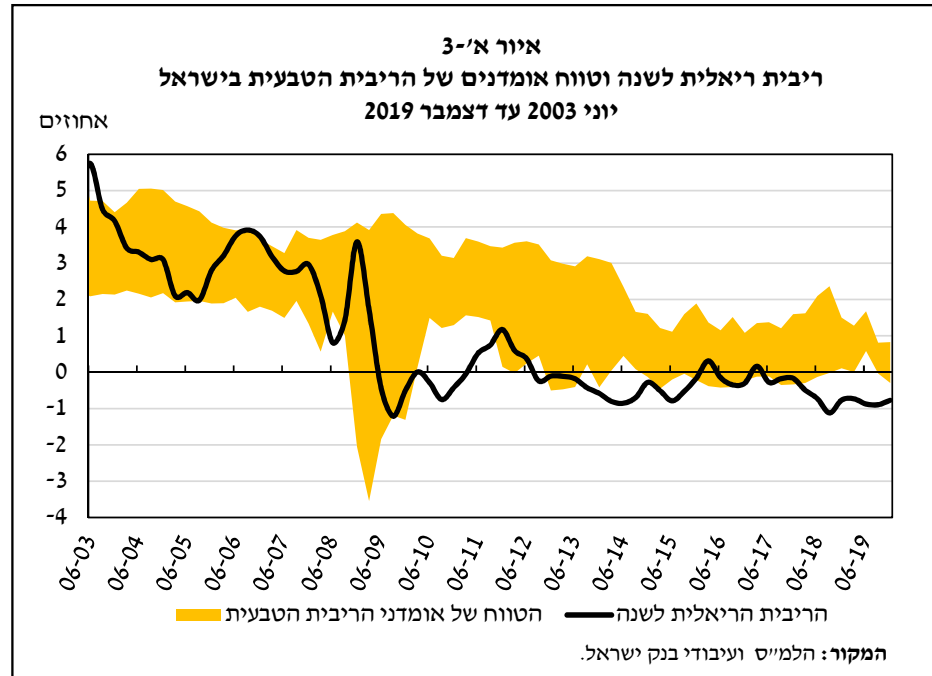
²⁸ ראו לדוגמה:

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.

²⁹ ראו:

E. Argov, A. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam and I. Rozenshtrom (2012). A DSGE Model for Analysis of the Israeli Economy (MOISE), Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper 2012.06; M. Beenstock and A. Ilek (2010). "Wicksell's Classical Dichotomy: Is the Natural Rate of Interest Independent of the Money Rate of Interest?", *Journal of Macroeconomics* 32(1), 366–377; R.H. Clarida (2009). "Reflections on Monetary Policy in the Open Economy" In: NBER International Seminar on Macroeconomics 2008, J. Frankel and C. Pissarides (eds.), National Bureau of Economic Research, 121–141; D. Elkayam and G. Segal (2018). Estimated Natural Rate of Interest in an Open Economy: The Case of Israel" Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper 2018.05.

ר' שטיין (2011). "אמידת הריבית הריאלית הטבעית בעזרת מודל לעקום תשואות", חטיבת המחקר, בנק ישראל, נייר לדיון 2011.03. האומדן של שטיין (2011), הנכלל בטווח האומדנים באיור א'-3, הוא זה המבוסס על עקום התשואה הריאלי לטווח של 10 שנים.



זה ומועצמת על ידו. ירידת אומדני הריביות הטבעיות בעולם תומכת גם בהיפותזת ה-secular stagnation, שלפיה עלייה בנטייה השולית לחסוך במקביל לירידה בהשקעות מביאה לירידה של הריבית הריאלית ולהתמתנות של הצמיחה ושל עליית המחירים³⁰.

אומדן של מידת ההרחבה המוניטרית בישראל נגזר כאמור מהפער בין הריבית הריאלית לבין הטווח של אומדני הריבית הטבעית³¹ (להלן פער הריביות). פער הריביות מעיד על מדיניות מוניטרית מרחיבה במרבית העשור האחרון (למעט השנים 2016–2017), ובפרט בשנתיים האחרונות, אף כי ייתכן שהמדיניות לא הייתה מרחיבה דיה, כפי שמתבטא בשיעור האינפלציה הנמוך מהיעד בתקופה זו. נראה כי חלק מההסבר נעוץ בהימצאותה של הריבית המוניטרית הנומינלית במה שנתפס כמחסום (Effective Lower Bound); ממארכ 2015 עד נובמבר 2018 הריבית הושארה ברמה של 0.1%, אף שהאינפלציה הייתה שלילית בשנים 2014 עד 2016, ורק במהלך 2017 החלה האינפלציה לנוע לאזור החיובי תוך התקרבות לגבול התחתון של היעד.

אינדיקטור נוסף למידת ההרחבה של המדיניות המוניטרית, שאינו תלוי בפער הריביות המוצג לעיל, הוא הקשר שבין הפעילות הריאלית, שער החליפין הריאלי והריבית הריאלית: על פי התיאוריה הניאו-קיינסיאנית במשק פתוח כדוגמת ישראל, פער התוצר גדול יותר ככל שפער

³⁰ ראו: L.H. Summers (2015). "Demand Side Secular stagnation", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105(5): 60–65.

³¹ מידת ההרחבה המוניטרית, המשתקפת בפער הריביות המוצג לעיל, מגלמת ככל הנראה גם את השימוש בכלי מדיניות נוספים מעבר לריבית, ובפרט צעדי "הכוונה קדימה" (forward guidance) והתערבות בשוק המט"ח. זאת משום שהאומדנים השונים כוללים בתוכם גם רכיבים של ציפיות, המושפעים מצעדי המדיניות הנוספים (ערוצי האיתות, ראו סעיף 4). עם זאת, אומדני הריבית הטבעית מאופיינים באי-וודאות גבוהה מאוד.

המדיניות המוניטרית
הייתה מרחיבה במרבית
העשור האחרון (למעט
השנים 2016–2017).

הימצאות האינפלציה
מתחת ליעד בלבד אין בה
כדי להעיד שהמדיניות
לא הייתה מרחיבה, שכן
הפעילות במשק הייתה
בקרבת הפוטנציאל לצד
ייסוף.

שער החליפין הריאלי גדול יותר וככל שפער הריביות קטן יותר³². ההערכה הרווחת היא שהמשק הישראלי מאופיין בשנים האחרונות ברמת פעילות הקרובה לפוטנציאל (פער תוצר בקרבת האפס) ובפער שער חליפין שלילי, דהיינו ייסוף יתר, שאף הוביל לחלק מההתערבויות של הבנק בשוק המט"ח. התפתחויות אלו תומכות אפוא, על פי התיאוריה, בהערכה שלפיה השילוב של כלי הריבית והשימוש בהכוונה קדימה ורכישות המט"ח אכן היה מרחיב בשנים האחרונות, הערכה התואמת גם את פער הריביות המוזכר לעיל.

ב. המדיניות הפיסקלית

בדומה למדיניות המוניטרית, גם המדיניות הפיסקלית הייתה מרחיבה בארבע השנים האחרונות. השינויים בגירעון המבני של הממשלות השונות בעשור האחרון משקפים את השינוי במדיניות מממשלה לממשלה. בעקבות המחאה החברתית של 2011 הגדילה הממשלה את ההוצאה הציבורית ואת משקלה בתוצר, וכתוצאה מכך התרחב מאוד הגירעון המבני – הגירעון בניכוי השפעת מחזור העסקים והכנסות חד-פעמיות – בשנים 2011 עד 2013. הממשלה שנכנסה לתפקידה ב-2013 פעלה לצמצום הגירעון המבני, אולם זו שנכנסה לתפקידה ב-2015 האיצה שוב את ההוצאה הציבורית, ואיפשרה את המשך השיפור של השירותים הציבוריים, שרמתם נמוכה בהשוואה בין-לאומית. בשנים 2016–2017 היה גירעון הממשלה נמוך יחסית, הודות להכנסות חריגות, אולם בהעדר הכנסות חריגות ב-2018–2019 נסק הגירעון המבני בשנים אלו ב-2.6 אחוזי תוצר במצטבר, ל-4.3 ול-4.4 אחוזי תוצר, בהתאמה. ואולם, למרות עליית הגירעון יחס החוב לתוצר ירד מעט, לרמה של כ-60 אחוזי תוצר, תוצאת הגידול המהיר של התוצר הנומינלי, ייסוף השקל והפחתת יתרות הממשלה בבנק ישראל.

אף שהממשלה ב-2019 הייתה ממשלת מעבר, המדיניות הפיסקלית פעלה במסגרת תקציב מאושר, הודות לאישור מוקדם של התקציב במאסר 2018. בעת אישור התקציב העלתה הממשלה היוצאת את התקרה של מגבלת ההוצאה אל מעבר לכלל ההוצאה. בהעדר תקציב מאושר פועלת הממשלה מתחילת 2020 לפי תקציב המשכי, המאפשר להוציא בכל חודש 1/12 מסך התקציב של השנה הקודמת – תקציב שמשמעותו מדיניות פיסקלית מרסנת. התפרצות משבר ה"קורונה" חייבה את הממשלה להגיב בזמן אמת להתפתחויות תוך עלייה בתקציבי הבריאות והפעלת כלי מדיניות למזעור הפגיעה במשק. בשלב זה ברור כי מתחייבת דחייה של הטיפול בגירעון המבני לתקופה שלאחר סיום המשבר.

3. התוצר לנפש, אי-השוויון והצמיחה ארוכת הטווח

רמת התוצר לנפש בישראל נמוכה בהשוואה למדינות מתקדמות, והפער אף התרחב מעט בשנים האחרונות (השוואה במונחי שוויון כוח הקנייה, PPP, איור א'-4). אמנם העלייה של שיעור התעסוקה במשק הישראלי פעלה לצמצום הפער, אך הירידה ההדרגתית של שיעור האוכלוסייה בגילי העבודה בסך האוכלוסייה (יחס התלות, שהוא בישראל גבוה יחסית), ופריון עבודה נמוך יחסית (התוצר לשעת עבודה נמוך בכרבע מהממוצע במדינות ה-OECD) פעלו להרחבתו.

המדיניות הפיסקלית
הייתה מרחיבה בארבע
השנים האחרונות.

רמת התוצר לנפש
בישראל נמוכה בהשוואה
למדינות מתקדמות
אחרות.

³² תימוכין תיאורטיים לכך נגזרים ממשוואת אוילר, שנגזרת מאופטימיזציה של משקי הבית, לדוגמה ראו: A. Berg, P. Karam and D. Laxton (2006). "Practical Model-Based Monetary Policy Analysis—A How-To Guide," IMF Working Paper 06/81; J. Gali and T. Monacelli (2005). "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy", *Review of Economic Studies* (72), 707–734.



שיעור התעסוקה במשק
 עלה, אך תעסוקה לבדה
 לא חילצה מעוני.

שיפור התחבורה הציבורית, לצד ייקור הנסיעה ברכב פרטי. בפרט, הצעדים המוזכרים כוללים השקעה במיזם הקמת מטרו במרכז הארץ ושיפורים נוספים במערכי התחבורה הציבורית ונגישותה, לצד שימוש באמצעים טכנולוגיים לגביית אגרות גודש בשעות העומס והעלאת מחיר השימוש בחנייה פרטית.

ממדי העוני³⁴ ואי-השוויון פחתו בישראל בעשור האחרון (והתייצבו בשנתיים האחרונות – הניתוח מתייחס עד לשנת 2018), לאחר שעלו בקודמו³⁵. לתוצאה זו תרמו העלייה בשיעור התעסוקה וצעדי מדיניות כמתן מענק עבודה לעובדים בשכר נמוך, העלאת שכר המינימום והעלאת הדרגתיות של הקצבאות. ואולם ניתוח של התפלגות ההכנסות במשק מעלה כי שיעור העוני בקרב עובדים בישראל גבוה בהשוואה למדינות מפותחות אחרות, וכי העובדים העניים הם בעיקר כאלה שעבדו באופן מתמשך. ממצאים אלה מעידים כי תעסוקה לבדה אינה מספיקה כדי להיחלץ מעוני, ומחדדים את החשיבות של צבירת הון אנושי המתאים לשוק העבודה ומאפשר תעסוקה יציבה בשכר נאות. ממדי העוני בישראל גבוהים במיוחד באוכלוסייה החרדית ובחברה הערבית, שכמחציתן מצויה מתחת לקו העוני.

פער ההכנסות בין האוכלוסיות השונות מתבטא גם בשיעור משקי הבית השייכים למעמד הביניים³⁶. בחברה הערבית שיעור זה נמוך במידה ניכרת מאשר ביתר האוכלוסייה, ולעומת זאת

³³ ראו: דו"ח מיוחד של חטיבת המחקר: העלאת רמת החיים בישראל באמצעות הגדלת פריון העבודה, אוגוסט 2019.

³⁴ משקי בית עניים מוגדרים ככאלו שהכנסתם הפנויה לנפש תקנית נמוכה ממחצית ההכנסה החציונית, משמע שהגדרה זו היא הגדרה יחסית לכלל האוכלוסייה.

³⁵ להרחבה ראו פרק ז' בדוח זה.

³⁶ מעמד הביניים כולל, בהגדרתו בניתוח המובא בפרק ז' של דוח זה, את משקי הבית שבהם ההכנסה הפנויה לנפש תקנית גבוהה מ-75% מההכנסה החציונית ונמוכה מ-200% מההכנסה החציונית.

משקל משקי הבית הפגיעים גדול יותר בקרבה³⁷. המאפיינים העיקריים המתואמים עם מיעוט משקי הבית הערביים במעמד הביניים הם היקפי תעסוקה מצומצמים יותר (בעיקר בשל שיעור התעסוקה הנמוך בקרב הנשים הערביות), רמה נמוכה יותר של השכלה ומיומנויות, משקי בית גדולים יותר ומשקל גבוה יותר של משקי הבית שבפריפריה. בעשור האחרון אמנם עלה משמעותית שיעור הנשים הערביות בעלות השכלה אקדמית, אך קצב עלייתו נמוך מאשר בקרב הנשים באוכלוסייה היהודית-לא-חרדית, כך שהפער הוסיף להתרחב.

4. סוגיה: כלי מדיניות מוניטרית לא קונוונציונליים בסביבת ריבית אפס

לנוכח סביבת אינפלציה ורמת ריביות נמוכות והאטה בפעילות בחלק מהמדינות בשנים האחרונות, השתמשו מדינות רבות במגוון כלים, נוספים על הריבית, לניהול מדיניות מוניטרית מרחיבה. בנק ישראל משתמש בשנים האחרונות ב"הכוונה קדימה" (forward guidance) וכן בהתערבות בשוק המט"ח על פי הצורך, כחלק ממדיניותו המרחיבה. להלן אנו מציגים ומנתחים את היתרונות והחסרונות של כלים עיקריים אשר שימוש בהם נעשה או נשקל בבנקים מרכזיים שונים במצב של ריבית קרובה לאפס. הכלים הנסקרים הם: התערבות בשוק מטבע החוץ, "הכוונה קדימה", הרחבה כמותית וריבית שלילית.

אנו לא מתייחסים לשימוש בכלים אלו במקרה של משבר או בעת חירום. באשר לשימוש בזמן משבר נציין כי בראשית 2020, על רקע התפרצות נגיף ה"קורונה" והשלכותיו הדרמטיות על הנזילות ועל התשואות בשווקים, ביצע בנק ישראל עסקות החלף במטבע חוץ מול מערכת הבנקאות המקומית, כדי לצמצם את הלחצים לנזילות דולרית. בנק ישראל פעל גם בשוק הפתוח ורכש בשוק המשני אג"ח ממשלתיות מסוגים שונים ולתקופות שונות לפדיון כדי להבטיח תפקוד נאות של שוק האג"ח הממשלתי, וביצע עסקות ריפו באג"ח ממשלתיות כבטוחה מול מוסדות פיננסיים^{38,39}.

א. רכישת מטבע חוץ/או קביעת רצפה לשער החליפין הנומינלי

במדיניות של יעד אינפלציה הריבית היא הכלי המרכזי להשגת היעד, כאשר שער החליפין נקבע בהתאם לתנאי השוק, והתפתחותו מובאת בחשבון על ידי קובעי המדיניות. עם זאת, התערבות משמעותית של בנקים מרכזיים⁴⁰ בשוק המט"ח במשטר של יעד אינפלציה לאחר משבר 2008, וכחלק ממלחמת המטבעות, תרמה להתפתחותה של גישה חדשה: בתנאים מסוימים שימוש בכלי

³⁷ משקי הבית שבהם ההכנסה הפנויה לנפש תקנית גבוהה מ-50% מההכנסה החציונית ונמוכה מ-75% מההכנסה החציונית.

³⁸ למידע שפרסם בנק ישראל על רקע מגיפת הקורונה, ראו: <https://www.boi.org.il/he/CoronaUpdates/Pages/asp.aspx>.

³⁹ יודגש כי הסוגיה מוצגת כאן כסקירה של הידע והניסיון שהצטבר בעולם, ואינה משקפת את עמדות הוועדה המוניתרית של בנק ישראל.

⁴⁰ זאת גם בסביבת ריבית חיובית.

הריבית ובכלי ההתערבות בשוק המט"ח גם יחד יהיה אופטימלי⁴¹. שער החליפין משפיע הן על הפעילות (ומושפע ממנה), דרך היקפי היצוא והיבוא, השקעות תושבי חוץ בשוק המקומי והשקעות התושבים המקומיים בחו"ל, והן על האינפלציה המקומית דרך השפעתו על מחירי המוצרים הסחירים⁴². הבנק המרכזי עשוי להשפיע על שער החליפין הנומנלי דרך ערוץ האיתות או דרך ערוץ תיק הנכסים. בערוץ האיתות הבנק משפיע על ציפיות הציבור לגבי התוואים העתידיים של שער החליפין והריבית. השפעה זו תלויה באמינות של הבנק וביכולתו לעמוד מאחורי הצהרותיו. בערוץ תיק הנכסים הבנק משנה את פרמיית הסיכון של שער החליפין באמצעות שינויים בהרכב תיק הנכסים של הציבור כתוצאה מהתערבותו בשוק המט"ח⁴³.

מחקרים שונים מראים כי יעילותן של רכישות מט"ח על ידי הבנק המרכזי גוברת בתנאים אלו: כאשר הרכישות מלוות במדיניות מוניטרית מרחיבה; ככל שהמטבע המקומי מיוסף לעומת שער שיווי המשקל⁴⁴; עם עלייה במגבלות על תנועות הון; וכאשר השווקים הפיננסיים אינם מפותחים⁴⁵. הבנק המרכזי יכול להשפיע על שער החליפין הנומנלי על ידי: 1. התחייבות לתוואי שער חליפין מוכרז ושמירה עליו באמצעות התערבות בשוק המט"ח ככל הנדרש — בהתאם לביקוש ולהיצע בשוק, אך ללא שיקול דעת. מדיניות כזו ננקטה בצ'כיה, בדנמרק ובשווייץ; 2. התערבות בשוק המט"ח ללא התחייבות לתוואי מסוים, כפי שנעשה בישראל במקרה של התערבויות מעוקרות, כלומר תוך ספיגה של כמות הכסף על ידי הבנק כדי לשמר את רמת הריבית המוניטרית.

הכרזה על שער חליפין או תוואי שער חליפין שעליו הבנק יגן בכל מחיר (נגד ייסוף)

יכולתו של הבנק המרכזי לרכוש מט"ח כמעט ללא הגבלה והכרזה על רמת/סביבת שער חליפין רצויה מחזקות את האמינות של צעד כזה. אולם קשה לקבוע מהי הרמה הנכונה של ה"רצפה" שיש לקבוע, משום שזו תלויה בגורמים רבים – תנאי הסחר, מאזן התשלומים, המדיניות המוניטרית והפיסקלית, פרמיית הסיכון של המשק ועוד. בעיה נוספת בקביעת "רצפה" לשער החליפין היא שהיא חסרה היזון חוזר ממצב המשק, כלומר אינה עוקבת אחרי ההתפתחויות השונות במשק.

⁴¹ לגישה זו ראו למשל

A.R. Ghosh, J.D. Ostry and M. Chamon (2016). "Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies", *Journal of International Money and Finance*, 60, 172–196. J. Benes, A. Berg, R.A. Portillo and D. Vavra (2015). "Modeling sterilized interventions and balance sheet effects of monetary policy in a New-Keynesian framework", *Open Economies Review*, 26(1), 81–108. A. Korinek and L. Servén (2016). "Undervaluation through foreign reserve accumulation: Static losses, dynamic gains", *Journal of International Money and Finance*, 64, 104–136.

את הכדאיות של השפעה על שער החליפין באמצעות צבירת יתרות מט"ח מסבירים בהשפעות החיצוניות שיש להשקעות במשק.

⁴² להשפעות השונות של הגורמים לשינוי בשער החליפין והשפעתם על האינפלציה ראו תיבה בדוח הוועדה המוניטרית למחצית השנייה של 2019.

⁴³ שינויים בפרמיית סיכון שער החליפין כתוצאה מהתערבות בשוק המט"ח ללא שינוי בריבית מחייבים תחליפות לא מלאה בין נכסים במטבע מקומי לנכסים במטבע זר, וכן מחייבים שהנכסים וההתחייבויות של הממשלה (והבנק המרכזי) אינם חלק מתיק הנכסים של הציבור. ראו למשל

K.M. Dominguez and J.A. Frankel (1993). "Does foreign-exchange intervention matter? The portfolio effect", *The American Economic Review*, 83(5), 1356–1369.

⁴⁴ G. Adler and C.E. Tovar Mora (2011). "Foreign exchange intervention: a shield against appreciation winds?", IMF Working Papers, 1–29. P. Disyatat and G. Galati (2007). "The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries: Evidence from the Czech koruna", *Journal of International Money and Finance*, 26(3), 383–402.

⁴⁵ J. Benes, A. Berg, R.A. Portillo and D. Vavra (2015). "Modeling sterilized interventions and balance sheet effects of monetary policy in a New-Keynesian framework", *Open Economies Review*, 26(1), 81–108; M. B. Devereux and J. Yetman (2014). "Globalisation, pass-through and the optimal policy response to exchange rates", *Journal of International Money and Finance*, 49, 104–128.

ההיסטוריה מספקת דוגמאות רבות לקביעת תוואי מוכרז וידוע מראש של שער החליפין, אך רק דוגמאות ספורות של התחייבות הבנק המרכזי לשער חליפין כשכלי הריבית היה בקרבת האפס.⁴⁶ הבנק המרכזי של שווייץ הכריז בספטמבר 2011 על שער רצפה תוך הורדת הריבית לסביבת האפס. כתוצאה מכך עלו יתרות המט"ח מכ-50 אחוזי תוצר ליותר מ-80 אחוזי תוצר בסוף 2014. אולם עם נטישת מדיניות הרצפה בתחילת 2015 ולמרות הורדה של הריבית המונית לסביבת שלילית, נוצר ייסוף נומינלי אפקטיבי מיידי של 10% ביחס לשער הרצפה. דנמרק מנהלת באופן מסורתי מדיניות של שער חליפין קבוע ביחס לאירו. בתחילת 2015 נוצר לחץ משמעותי לייסוף הקרונה הדנית בעקבות ביטול הרצפה לשער הפרנק השוויצרי, וכתוצאה ממדיניות שער החליפין גדלו יתרות המט"ח בתוך חודשיים ב-15 אחוזי תוצר, לכ-40 אחוזי תוצר, בלוויית הפחתה של הריבית המונית ל-0.75%. בצ'כיה, שבה הבנק המרכזי התחייב לסביבת של שער חליפין, עלו היתרות מכ-20 אחוזי תוצר בסוף 2013 לכ-70 אחוזי תוצר באמצע 2017, במקביל לריבית מונית אפס.

התערבות בשוק המט"ח לשם צמצום ייסוף/יצירת פיחות ללא הכרזה על מדיניות מחייבת

התערבות על פי שיקול דעת מאפשרת גמישות במידת ההתערבות של הבנק, אך זאת תוך תנודתיות בשער החליפין. מחקרים רבים מצאו עדויות שלפיהן התערבות בתנאים הנדונים כאן⁴⁷ משפיעה על שער החליפין, אך עוצמת ההשפעה ומשכה אינם ברורים. Ribon (2017) מוצאת שרכישות מט"ח על ידי בנק ישראל בהיקף השווה לממוצע החודשי מספטמבר 2009 עד דצמבר 2015 תרמו לפיחות שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בשיעור של 0.6% בחודש ההתערבות.⁴⁸ מהאומדנים של ריבון לא ניתן ללמוד על משך זמן ההשפעה שיש להתערבות בשוק המט"ח ובאיזו מידה היא מצטברת. לגבי שאלה זו מצאו Caspi et al. (2018) שהשפעת ההתערבות בשוק המט"ח בישראל דועכת כעבור כ-40–60 ימים.⁴⁹

ב. הכוונה קדימה (Forward Guidance)

ההשפעה של הבנק המרכזי על המשק תלויה לא רק בריבית הקצרה אלא בתוואי הריבית הצפוי בכללותו, ולכן מידע על הריביות העתידיות שהבנק המרכזי מעביר לציבור עשוי להגביר את יעילותה של המדיניות המונית. פירוש רחב ומקובל בספרות המונית קדימה (Forward Guidance, FG) הוא כל המידע שמעביר הבנק המרכזי המשפיע על הציפיות לגבי תוואי הריבית המונית בעתיד⁵⁰. עם זאת מקובלת גם פרשנות מצמצמת יותר, שלפיה רק מסרים הכוללים התייחסות מפורשת לתוואי הריבית המונית, ואף לכלל הריבית של הבנק, מוגדרים כהכוונה קדימה.

⁴⁶ כאשר הריבית אינה בגבול מחסום האפס הבנק המרכזי יכול להשתמש בריבית להתאמת הביקוש וההיצע של מט"ח כך ששער החליפין ייקבע ברמה שאלה הוא מכוון. זה למעשה המצב הרגיל במדינות שבהן המשטר הוא של שער חליפין קבוע או מנוהל.

⁴⁷ הכוונה להתערבות בשוק המט"ח במצב שבו כלי הריבית מוצה, שמדיניות הריבית אינה פועלת בכיוון מנוגד להתערבות, וכן שההתערבות עצמה אינה משפיעה על הריבית לטווח הקצר (התערבות סטרילית).

⁴⁸ S. Ribon (2017). "Why the Bank of Israel intervenes in the foreign exchange market, and what happens to the exchange rate" (No. 2017.04). Bank of Israel.

⁴⁹ תקופת המדגם היא מ-2009 עד 2017 – כלומר בסביבת ריבית שאינה אפס, אך בקרבתה – ממרץ 2015. I. Caspi, A. Friedman and S. Ribon (2018). "The Immediate Impact and Persistent Effect of FX Purchases on the Exchange Rate" (No. 2018.04). Bank of Israel.

⁵⁰ ראו:

E.T. Swanson (2017). "Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets". National Bureau of Economic Research (No. 23311).

Campbell et al. (2012) מבחינים בין שני סוגים של הכוונה קדימה, "Delphic" ו-"Odyssean"⁵¹. בהכוונה מהסוג הראשון הבנק המרכזי מספק לציבור אינפורמציה ישירה או עקיפה לגבי תוואי הריבית שהוא צופה. דוגמה לכך היא פרסום של תחזית מותנית במצבו של המשק לגבי משתנים מרכזיים בכלכלה, כגון תחזית לאינפלציה ולפער התוצר (מידע עקיף) ולעיתים גם תחזית לריבית (מידע ישיר). בסוג השני, שקשור באופן הדוק יותר להימצאותה של הריבית במחסום האפס – "Odyssean" – ניתנת התחייבות מפורשת של הבנק המרכזי לתוואי ריבית עתידי מרחיב, אשר יסטה מהתוואי שהיה נגזר מכלל הריבית ה"רגיל", אך אינו אופטימלי באותה העת⁵². לדוגמה, Eggertsson and Woodford (2003)⁵³ ו-Jung et al. (2005) הראו שבכפיפות למגבלת אפס על הריבית, התחייבות כזאת מובילה לירידה של הריבית הריאלית בהווה לאינפלציה גבוהה יותר בעתיד.

הכוונה קדימה מהסוג האודיסיאי, אם היא נתפסת כאמינה, צפויה להמריץ את הפעילות הכלכלית באמצעות הורדה של הציפיות לריבית הקצרה בעתיד, ואילו כיוון ההשפעה של הכוונה מהסוג הדלפי איננו ברור. מחד גיסא, המידע שהבנק מפרסם לגבי התמתנות צפויה של הפעילות הכלכלית, וכתוצאה מכך תוואי ריבית צפוי נמוך יותר, תורם להורדת אי-הוודאות של הפרטים ועשוי לשפר את הרווחה, בין היתר באמצעות הורדת הפרמיות על התשואות הארוכות. מאידך, עצם פרסום האינפורמציה השלילית עלול להביא לירידה בביקושים ולהשפעה מרסנת.

מאז המשבר הפיננסי השימוש בהכוונה קדימה נעשה שכיח יותר, והמסרים השונים לגבי תוואי הריבית הועברו בדרך כלל במסגרת ההודעות על החלטות הריבית של הבנקים המרכזיים ובמסיבות העיתונאים התקופתיות. המסרים כללו ניסוחים איכותיים וכללים, ניסוחים תלויי זמן, תוך הגדרת התקופה שבמהלכה תיקבע הריבית ברמה מסוימת, וניסוחים תלויי מצב שהתייחסו למצב המשק, למשל תוך התייחסות לשיעור האבטלה והאינפלציה. כך, לדוגמה, בדצמבר 2012 כלל ה-Fed בהכוונתו מעבר מתנאי של זמן לתנאי (סף) כמותיים: "לכל הפחות עד שהאבטלה תישאר מעל 6.5%, והאינפלציה פורוורד מעוד שנה לעוד שנתיים תהיה צפויה להיות לא יותר מ-2.5%, והציפיות הארוכות יוותרו מעוגנות". בנק ישראל השתמש בנוסחים: "מרחיבה למשך זמן רב" (אוקטובר 2015), "הריבית לא תעלה למשך זמן ממושך" (אוגוסט 2019), ו"...יהיה צורך להותיר את הריבית ברמתה לזמן ממושך או להפחיתה... צעדים נוספים כדי להרחיב עוד יותר את המדיניות המוניטרית" (אוקטובר 2019).

בשנים האחרונות הצטברו מחקרים המצביעים על ההשפעה של ההכוונה קדימה על עקום התשואות הארוכות. זאת באמצעות ניתוח ההשפעה ב"חלון" קצר (בן יומיים, יומי או תוך-יומי)

⁵¹ J.R. Campbell, C.L. Evans, J.D. Fisher, A. Justiniano, C.W. Calomiris and M. Woodford (2012). "Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance" [with comments and discussion]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-80.

⁵² תוכנית כזו אינה עקיבה בזמן ("time inconsistent plan").

⁵³ G.B. Eggertsson and M. Woodford (2003). "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy". *BPEA*, no. 1: 139–211. T. Jung, Y. Teranishi and T. Watanabe (2005). "Optimal monetary policy at the zero-interest-rate bound", *Journal of Money, credit, and Banking*, 37(5), 813–835.

סביב החלטות הריבית כדי לזהות את ההשפעה המיידית על העקום⁵⁴. Swanson (2017) מוצא השפעה מובהקת של ההכוונה לטווח של עד 35 ימי עסקים בארה"ב. מחקר שנערך בחטיבת המחקר של בנק ישראל מראה תוצאות דומות לגבי המשק הישראלי, הן על התשואות השקליות והן על התשואות הריאליות⁵⁵.

ג. רכישת נכסים מקומיים (אג"ח ממשלתיות או פרטיות)

מאז המשבר הפיננסי ב-2008 בנקים מרכזיים שונים רכשו נכסים נקובים במטבע מקומי כתחליף להורדה של הריבית המוניטרית, שהגיעה לגבולה התחתון - APP (Asset Purchases Program), או QE⁵⁶. להפעלת APP שתי סיבות עיקריות. הראשונה היא טיפול בכשלים של השווקים הפיננסיים והמתווכים הפיננסיים, שמתבטאים במחסור בנזילות ובהיצע אשראי. סיבה שנייה היא הרצון לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה (יותר), כשהריבית נמצאת במחסום האפקטיבי שלה, תוך השפעה גם על התשואות לטווחים ארוכים יותר.

הבנק המרכזי יכול להשפיע על תוואי הריביות לטווחים השונים באמצעות השפעה על הציפיות לגבי הריביות הקצרות בעתיד וכן על ידי השפעה על פרמיית הסיכון, ודרך על הביקושים ועל שער החליפין – גם כאשר הריבית המוניטרית חסומה בגבול תחתון. השאלה המרכזית היא אם ובאילו תנאים ניתן לעשות זאת באמצעות רכישת נכסים, בהתחשב ברמת השפל של הריביות הארוכות כיום⁵⁷.

ניתן להבחין בין שני סוגי רכישות: מעוקרות ולא מעוקרות. במקרה הראשון הבנק המרכזי מוכר לציבור נכס קצר טווח (למשל מק"ם) ורוכש תמורתו נכס (אג"ח) לטווח ארוך. במקרה זה המדיניות פועלת לירידת התשואות הארוכות ללא הזרמת נזילות, תוך שינוי הרכב האשראי – למשל אם גדל הביקוש לאשראי ארוך טווח עקב הצטמצמות המרווח בין הריביות הקצרות לתשואות הארוכות. שינוי התשואות לטווחים השונים תלוי במידה שבה הציבור משנה את ציפיותיו ביחס למדיניות המוניטרית בעתיד, וכן בשאלה אם ובאיזו מידה משתנות פרמיית הסיכון והנזילות שהציבור דורש על נכסים אלו. מדיניות כזאת ננקטה במסגרת השלב השני של הרחבה כמותית בארה"ב (QE2) ובישראל ב-2008 למשך כשמונה חודשים. במקרה של רכישות

⁵⁴ Gürkaynak et al. (2005) אמדו את ההשפעה בארה"ב תוך הפרדה בין השפעת הריבית הקצרה ו-FG.

R.S. Gürkaynak, B. Sack and E.T. Swanson (2005). "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements", *International Journal of Central Banking* (1), 55-93.

Swanson הרחיב את שיטתו ואמד גם את ההשפעה של QE: E.T. Swanson. "Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets" (No. w23311). National Bureau of Economic Research.

בחנו את ההשפעה בגוש האירו:

C. Brand, D. Buncic and J. Turunen (2010). "The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve", *Journal of the European Economic Association*, 8(6), 1266-1298

⁵⁵ A. Kutai (2018). "Measuring the effect of forward guidance in small open economies: The case of Israel". (Work in progress).

⁵⁶ אחדים מהבנקים המרכזיים פעלו גם באמצעות הלוואות למתווכים הפיננסיים. לא נתייחס כאן לפעולות אלו.

⁵⁷ הימצאות הריבית הארוכה ברמה נמוכה מאוד היסטורית פועלת לא רק להרחבת הביקושים בערוץ התחלופה אלא גם עלולה לצמצם ביקושים בגלל אי-הוודאות לגבי עיתוי התפנית בריבית; חוסכים, ובמיוחד גמלאים, חוששים שהריבית לא תועלה בעתיד הקרוב, והם יישארו לאורך זמן ממושך בהכנסה נמוכה, ואילו בעלי משכנתאות בריבית שקלית נומינלית חוששים מהעלאת הריבית דווקא. אלה גם אלה מגיבים על המשך רמתה הנמוכה של הריבית באותה דרך – הגדלת החיסכון וצמצום הצריכה.

לא מעוקרות מתווסף אל ההשפעה על התשואות הארוכות גידול של הנזילות במשק, שיכול לשמש מקור מימון להתרחבות האשראי.

קביעת תקרה לתשואות

הבנק המרכזי יכול לפעול להורדה של התשואות באמצעות קביעת רמה של תשואות מקסימום על אג"ח ממשלתיות לאופק מסוים, תוך התחייבות כי ירכוש כל כמות שתידרש כדי להבטיח זאת (Yield Curve Control, YCC)^{59,58}. ואולם התחייבות כזאת טומנת בחובה סיכון להשפעה משמעותית על מאזן הבנק המרכזי – כלומר על יכולתו לעמוד בהתחייבותו ולכן לשמור על אמינותו – אם תידרש התערבות מתמשכת בהיקפים גדולים, בדומה לקושי להתחייב לרצפה לשער החליפין. האמינות תלויה כמובן גם במידה שבה התוואי העתידי של הריביות הקצרות המתיישב עם התשואות הארוכות הוא אפשרי.

הניסיון בעולם

בנקים מרכזיים בולטים שנקטו בשנים האחרונות מדיניות של APP הם ה-ECB, ה-FED, ה-BOE והבנקים של יפן (שגם נקט YCC), שוודיה, שווייץ ומקסיקו. דוח של ה-BIS⁶⁰ סיכם 37 מחקרים שבחנו את האפקטיביות של ה-APP במדינות השונות, ועל פיהם ניתן לזהות ירידה של התשואות על אג"ח ממשלתיות ועל אג"ח פרטיות, אף כי השונות של ההשפעה המתקבלת גדולה יחסית. כנגד זאת, לרכישת נכסים רחבה על ידי הבנק המרכזי עלולות להיות השפעות שליליות, כגון פגיעה בהיצע של נכסים מסוגים שונים כאשר רכישות הבנק המרכזי גדולות יחסית למלאי הקיים בשוק ופגיעה בנזילות בשוק אם הבנק אינו מחויב לרמת ריבית קצרה. תוצאה מרכזית בהפעלה רחבה של APP, שיש להתייחס אליה, והיא נידונה בהרחבה ב-BIS, היא הגידול המשמעותי של מאזן הבנק המרכזי.

בישראל רכש הבנק המרכזי ב-2009 אג"ח ממשלתיות בשוק המשני כדי למתן את שיפוע עקום התשואות על ידי הורדה של התשואות הארוכות, לטפל במשבר נזילות בשוק האג"ח ולמתן את העלייה של פרמיית הסיכון על החוב הסחיר⁶¹. עם ההודעה על תחילת ההתערבות ירדו התשואות ל-10 שנים בכ-30 עד 40 נקודות בסיס, אך קשה להעריך באיזו מידה הירידה בתשואות התמידה לאחר מכן. אפקטיביות הרכישות תלויה במרחב הקיים להורדת התשואות על האג"ח הממשלתיות, וכן בהורדה של התשואה על האג"ח הפרטיות מעבר לכך, על ידי צמצום פרמיית הסיכון. האפשרות לתשואה שלילית, שכבר קיימת היום, מגדילה אך מעט את מרחב הפעולה הפוטנציאלי.

⁵⁸ כלי מדיניות זה כבר היה בשימוש בארה"ב בשנות ה-50 של המאה הקודמת. Bernanke מתייחס לאפשרות לעשות בו שימוש בנאום מ-2002, <https://www.bis.org/review/r021126d.pdf>. ראו גם התייחסות קצרה מ-2019 אצל L. Brainard <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20190508a.htm>

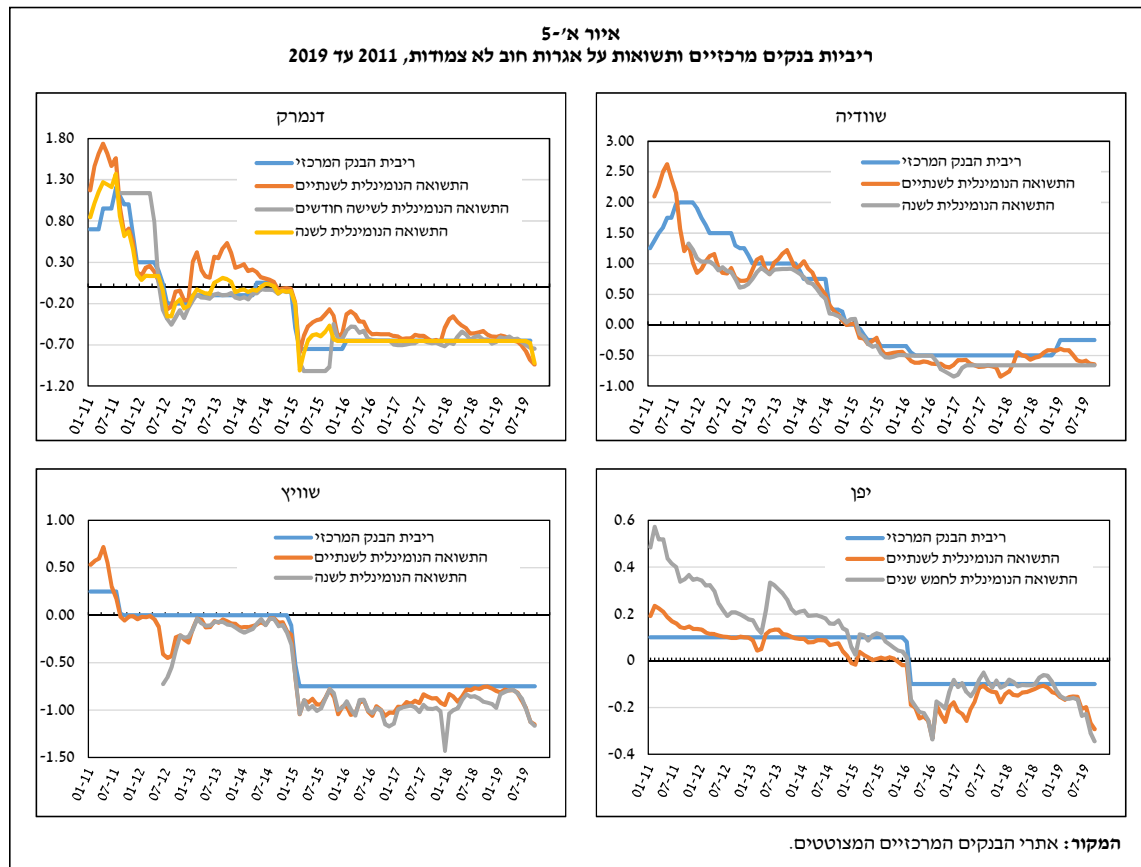
⁵⁹ דומה לקביעת רצפה לשער החליפין והתחייבות לרכוש כל כמות של מטבע חוץ, לעומת קביעה (גם אם ללא התחייבות פומבית) של כמות מטבע החוץ שמעוניינים לרכוש.

⁶⁰ BIS (2019). "Unconventional monetary policy tools: A cross-country analysis", report prepared by the CGFS, October.

⁶¹ בנק ישראל התערב בשוק האג"ח הממשלתיות גם בראשית 2020, על רקע משבר הקורונה.

ד. ריבית שלילית

בשנים האחרונות⁶² הבנקים המרכזיים של גוש האירו, דנמרק, שוודיה⁶³, שווייץ ויפן הנהיגו ריביות שליליות (איור א'-5). מבחינה מסוימת הפחתת ריבית הבנק המרכזי מעבר ל-0 נראית צעד "טבעי" לשם העמקת ההרחבה המוניטרית, כהמשך השימוש בכלי המדיניות הרגיל. אך עולות השאלות אם התמסורת מהריבית לשווקים השונים ומהם לפעילות דומה לתמסורת כשהריבית חיובית, ואם יש עלויות או סיכונים ייחודיים הכרוכים בריבית שלילית.



במצב רגיל הריבית שהבנקים המסחריים מקבלים על פיקדונותיהם בבנק המרכזי מיתרגמת לריביות שהבנקים משלמים על הפיקדונות שהציבור מפקיד אצלם (ייתכן שעם מרווח מסוים). ריבית הבנק המרכזי משפיעה על עלות המקורות העיקריים של הבנקים למימון הלוואות, וכך גם על הריבית שהם גובים על הלוואות. החיכוך הכרוך במעבר לריבית שלילית על פיקדונות הציבור בבנקים נובע מהעובדה שהריבית על פיקדונות הציבור חסומה מלמטה; לנוכח האפשרות להחזיק כסף מזומן שהריבית הנומינלית עליו היא אפס, הריבית המקסימלית שהציבור מוכן לשלם תמורת שמירה על חסכוניותו היא העלות הכרוכה בהחזקה של כסף מזומן (עלויות אחסון, סכנת גניבה או אובדן וכדומה). כתוצאה מכך התמסורת מריבית שלילית על פיקדונות הבנקים בבנק המרכזי לריבית על פיקדונות הציבור בבנקים נחלשת (ואף נפסקת לגמרי בסף מסוים) כשהריבית הבנק

⁶² שוודיה הנהיגה בשנות ה-70 של המאה הקודמת ריבית שלילית כדי להילחם בייסוס.

⁶³ בסוף 2019 העלה הבנק השוודי את הריבית לאפס.

המרכזי יורדת לרמות נמוכות; הניסיון בעולם מראה כי הריביות על חלק מפיקדונות הציבור בבנקים – במיוחד של משקי הבית – נותרו סביב ריבית אפס⁶⁴. אם הפיקדונות הם מקורות המימון המרכזיים להלוואות של הבנקים, התמסורת לריבית על הלוואות עלולה להיחלש ולפגוע באפקטיביות של "ערוץ הלוואות הבנקים" במדיניות המוניטרית ובהרחבה המוניטרית. אשר לרווחי הבנקים המסחריים, על פי הניסיון עד כה אלו לא נפגעו במידה משמעותית במדינות שבהן הונהגה ריבית שלילית. ההשפעה הישירה של הריבית השלילית על הרווחים של בנק מסחרי תלויה בשיעור הנכסים של אותו בנק שמוחזקים כזרבות בבנק המרכזי. לכן, במקביל להורדת הריבית לסביבה השלילית ננקטו צעדים שצמצמו את מידת הפגיעה הישירה ברווחי הבנקים, כגון קביעת פטור מריבית שלילית על חלק מרזרבות הבנקים ועל עודפי הנזילות⁶⁵. סביבה של ריביות נמוכות, ובפרט ריביות שליליות, מחדדת את הצורך להביא בחשבון את ההשלכות של הפחתת הריבית על היציבות הפיננסית, ובכלל זה על מחירי הנכסים הפיננסיים, מחירי הדירות ורמת המינוף של משקי הבית והחברות. בהתאם לכך ייתכן שיהיה צורך להשתמש בכלים מקרו-יציבותיים מתאימים במקביל לקביעה של ריבית שלילית.

⁶⁴ במדינות אחדות (שווייץ, גרמניה ודנמרק) היו בנקים שקבעו ריביות שליליות על פיקדונות (בעיקר של חברות) מעל סכום מסוים. ככל שהתקופה של ריביות שליליות תתמשך ניתן לצפות שבנקים נוספים יגבו ריביות על פיקדונות מסוימים. כך מצא מחקר כי בנקים "חזקים"/"יציבים" (sound) באזור האירו העבירו את הריביות השליליות לפיקדונות מסחריים אצלם בלי שהדבר גרם לירידה במקורות המימון שלהם, והנטייה לעשות זאת גברה ככל שהריבית השלילית העמיקה. בממוצע, בנקים באזור האירו קבעו ריבית שלילית על כ-5% מסך הפיקדונות וכ-20% מהפיקדונות המסחריים, תוך שונות בין מדינות שונות ובין בנקים שונים באותה מדינה. ראו:

C. Altavilla, L. Burlon, M. Giannetti and S. Holton (2019). "Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms", CEPR discussion paper.

⁶⁵ צעדים כאלו נקטו הבנקים המרכזיים של שווייץ, דנמרק, יפן וה-ECB. לדוגמה, ה-ECB, לצד העמקת שיעור הריבית השלילית בספטמבר 2019 (הפחתת הריבית על הפיקדונות מ-0.4% ל-0.5%), הבנק הודיע על הנהגת שיטה של שתי שכבות/מדרגות (two-tier system), שבה חלק מעודפי הנזילות פטורים מהריבית השלילית. הריבית על החלק הפטור נקבעה להיות 0%. התכנון של שיטת השכבות (tier system) במדינות השונות תלוי בין השאר בהיקף הרזרבות של הבנקים בבנק המרכזי.

