

פרק ג'

האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2023 ב-3% – הגבול העליון של יעד האינפלציה. האינפלציה בשנה זו הקיפה מוצרים ושירותים רבים, בהובלת המוצרים והשירותים הבלתי סחירים.
- בחודש ינואר 2023 הגיעה האינפלציה השנתית לשיא של 5.4%, ומאז ירדה בהדרגה. האינפלציה התמתנה בעקבות המדיניות המוניטרית המצמצמת בישראל, ירידת האינפלציה בעולם והנורמליזציה בשרשראות האספקה, ובתמיכת המדיניות הפיסקלית.
- היחלשות השקל ביחס למטבעות המרכזיים בעולם פעלה לעליית האינפלציה. היחלשותו עד ספטמבר הייתה מתואמת עם מועדי ההתפתחויות בתהליכי החקיקה לגבי מערכת המשפט, שהממשלה קידמה.
- אנו מוצאים עדויות כי מאז שהאינפלציה השנתית חרגה מהגבול העליון של היעד, החל להתבסס בישראל קשר בין שינויי המחירים בפועל לבין ציפיות משקי הבית לאינפלציה בשנה הקרובה, התפתחות שעלולה לתרום להשתרשות האינפלציה.
- במהלך השנה העלה בנק ישראל את הריבית ב-1.5 נק' אחוז, עד לרמה של 4.75% במאי – המשך לעלייה של 3.25 נק' אחוז בשנת 2022. החשש להשתרשות האינפלציה היה גורם מרכזי שהניע את הוועדה המוניטרית להמשיך ולהעלות את הריבית השנה.
- קצב העלאות הריבית הואט במהלך השנה, לנוכח הגעת הריבית לרמה מרסנת, ובעקבות סימנים להתמתנות סביבת האינפלציה. אחרי ההעלאה במאי הותירה הוועדה את הריבית ללא שינוי וברמה מרסנת דיה, כדי לתמוך בהמשך התכנסותה של האינפלציה ליעד.
- מלחמת "חרבות ברזל", שפרצה בשבעה באוקטובר, פגעה משמעותית בפעילות הכלכלית, הגבירה את הסיכונים הפיננסיים והביאה בתחילתה לפיחות חד של השקל. לצד התפתחויות אלה האטה האינפלציה ברבעון האחרון של השנה, והציפיות לאינפלציה לטווחים שמעל שנה ועד שלוש שנים ירדו.
- עם פרוץ המלחמה התמקדה הוועדה המוניטרית בייצוב השווקים ובשמירה על היציבות הפיננסית. עוד לפני פתיחת המסחר במטבע חוץ ביום המסחר הראשון שאחרי פרוץ המלחמה, הכריז בנק ישראל על תוכנית התערבות בשוק המט"ח באמצעות מכירה של עד 30 מיליארדי דולרים ובאמצעות מנגנוני SWAP בהיקף של עד 15 מיליארדי דולרים. לאחר שהיציבות בשווקים התבססה, והאינפלציה השנתית המשיכה לרדת, הפחיתה הוועדה את הריבית בחודש ינואר 2024 ב-0.25 נק' אחוז לרמה של 4.5%.
- כדי למתן את הפגיעה במשקי הבית ובעסקים שנפגעו במידה רבה מהמלחמה הוביל בנק ישראל מתווה סיוע רוחבי למשקי בית ועסקים קטנים וזעירים, וזה אומץ בידי המערכת הבנקאית. בהמשך הציע הבנק מקורות מוניטריים מוזלים כנגד מתן אשראי בריבית נמוכה לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו מהמלחמה.

יעדי המדיניות המוניטרית

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כמטרה מרכזית. הממשלה קבעה כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. עוד נקבע כי כאשר האינפלציה סוטה מתחום היעד על הבנק לנקוט מדיניות שלהערכתו תחזיר אותה אליו בתוך תקופה שלא תעלה על שנתיים. (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים לאורך זמן. ו- (3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בידי הוועדה המוניטרית.

התפיסה שלבנק המרכזי יש מספר מטרות, ובראשן שמירה על יציבות המחירים, נקראת בספרות "משטר גמיש של יעד אינפלציה" (flexible inflation targeting). במשטר זה, כשהאינפלציה סוטה מתחום היעד קובעי המדיניות פועלים להשבתה אליו, אך מתאפשרת גמישות מסוימת: הם יכולים לאפשר סטייה זמנית מהיעד כדי להשיג את מטרותיו האחרות של הבנק תוך שמירה על יציבות המחירים בטווחים הבינוניים והארוך. לרשות הבנק עומד מגוון כלים להשגת מטרותיו, והוא נהנה מעצמאות בהפעלתם.

חלקו הראשון של פרק זה מנתח את השינויים שחלו השנה בסביבת האינפלציה בתקופה שלפני מלחמת "חרבות ברזל", אשר פרצה בשבעה באוקטובר, ואת ההשלכות המשמעותיות של המלחמה. בחלקו השני של הפרק מתוארת המדיניות המוניטרית שננקטה השנה בתגובה לשינויים בסביבת האינפלציה ובפעילות, בהתייחסות נפרדת לצעדים שנקטו לפני המלחמה ואחרי שפרצה. לבסוף, בחלקו השלישי של הפרק, מתוארת ההתפתחות של מצרפי הכסף במהלך השנה.

1. האינפלציה

בשנת 2023 הסתכמה האינפלציה השנתית ב-3%, הגבול העליון של יעד האינפלציה. האינפלציה הקיפה מוצרים ושירותים רבים והובלה על ידי ביקושים חזקים למוצרים ולשירותים בלתי סחירים. האינפלציה השנתית הגיעה לשיא בחודש ינואר – 5.4%, השיעור הגבוה ביותר מאז המשבר הפיננסי שפרץ ב-2008, ומאז היא ירדה בהדרגה, בהובלת מחירי המוצרים והשירותים הסחירים. גורם מרכזי להתמתנות האינפלציה היה המדיניות המוניטרית המרסנת, שתרמה להאטת גידולו של הביקוש המקומי ונתמכה על ידי המדיניות הפיסקלית. לצד אלו תרמו להתמתנות האינפלציה גורמים גלובליים, שהעיקריים ביניהם היו ירידה של האינפלציה בעולם, ובפרט של מחירי המזון והאנרגיה, לצד הנורמליזציה בשרשראות האספקה. כנגד זאת פעלו לעליית המחירים היחלשות השקל, על רקע ההתפתחויות הפוליטיות המקומיות, והאצה בעליית שכר הדירה (עד יוני). השפעתה של מלחמת "חרבות ברזל", שפרצה בשבעה באוקטובר, על המשק התבטאה בפגיעה משמעותית בפעילות, בעליית הסיכונים הפיננסיים, ובתחילתה – גם בפחות חד של השקל. התפתחויות אלו לוו בירידה חדה של האינפלציה הרבעונית ברבעון האחרון (לוח ג'-1).¹ על פי הציפיות משוק ההון לטווח שמעל שנה ועד שלוש שנים העריך השוק בסוף 2023 כי השפעת המלחמה והשלכותיה בטווחי זמן אלה על האינפלציה תהיה ממתנת. הירידה של הציפיות לאינפלציה לוותה בירידה משמעותית של תוואי הריבית המוניטרית הצפוי.

האינפלציה בשנת 2023 הייתה 3%, והקיפה מוצרים ושירותים רבים, בהובלת הבלתי סחירים.

מלחמת "חרבות ברזל" הביאה לפגיעה משמעותית בפעילות ולעלייה בסיכונים.

¹ הציפיות לאינפלציה לשנה ברבעון האחרון התאפיינו בתנודתיות, וביחס לרבעון הקודם נותרו בעינין. להרחבה ראו סעיף א'5 להלן: הכוחות המרכזיים להתפתחות האינפלציה בישראל – מלחמת "חרבות ברזל" והאינפלציה.

לוח ג'-1

האינדיקטורים העיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2019 עד 2023

2023				2023	2022	2021	2020	2019	
Q4	Q3	Q2	Q1						
א. האינפלציה (אחוזים)									
0.1	0.7	1.0	1.2	3.0	5.3	2.8	-0.7	0.6	1. האינפלציה בפועל ¹
1.5	3.1	3.1	4.0						2. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ²
2.6	2.7	3.0	2.8	2.8	3.1	1.9	0.0	1.1	3. הציפיות משוק ההון לאינפלציה לשנה ³
3.0	3.0	2.9	2.9	3.0	2.3	2.0	1.6	1.6	4. הציפיות משוק ההון לאינפלציה ל-10 שנים ³
2.5	2.8	3.0	2.9	2.8	2.8	1.2	0.5	1.2	5. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ³
ב. שיעורי התשואה (אחוזים) ³									
4.75	4.75	4.59	3.93	4.50	1.25	0.10	0.14	0.25	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
1.4	1.9	1.5	1.3	1.6	-1.4	-1.9	0.1	-0.8	2. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה ⁴
4.3	3.9	3.8	3.6	3.9	2.6	1.2	0.8	1.6	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁵
1.7	1.2	1.1	0.9	1.2	0.1	-0.8	-0.5	0.0	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁵
ג. שיעור השינוי בשער החליפין (אחוזים) ⁶									
-2.9	2.6	-0.5	5.1	4.3	4.0	-8.4	-4.8	-8.0	1. הנומינלי האפקטיבי
-3.9	4.8	0.7	4.9	6.4	10.2	-3.6	-6.6	-7.4	2. מול הדולר
-1.9	3.4	1.8	6.2	9.6	3.2	-10.4	2.3	-9.6	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
1.1	4.7	4.8	-5.4	4.9	-15.5	30.9	-0.4	17.8	1. התשואה הנומינלית הכוללת על מניות (מדד המניות הכללי) ⁷
1.4	-0.5	-1.3	-0.2	-0.6	14.7	13.1	4.0	4.2	2. שיעור השינוי במחירי הדירות ⁸

¹ מדד המחירים לצרכן במשך התקופה.² במונחים שנתיים, כפי שמחושב בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.³ ממוצע תקופתי.⁴ על פי עקום התשואות, ממוצע תקופתי.⁵ שיעור התשואה ברוטו על פי עקום התשואות, ממוצע תקופתי.⁶ הממוצע בחודש האחרון מול הממוצע בחודש האחרון בתקופה הקודמת.⁷ היום האחרון בתקופה מול היום האחרון בתקופה הקודמת.⁸ החודש האחרון בתקופה מול החודש האחרון בתקופה הקודמת.**המקור:** בנק ישראל, נתוני הבורסה לניירות ערך והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.**א. הכוחות המרכזיים שהשפיעו על התפתחות האינפלציה בישראל****1. ההתפתחויות הגלובליות**

האינפלציה בעולם התמתנה השנה ביחס לשיאים שנרשמו בשנת 2022, והכלכלה העולמית המשיכה להתאושש – תהליך שקיבל את הכינוי "נחיתה רכה" (Soft Landing). עם זאת, האינפלציה במרבית המדינות נותרה גבוהה מיעדי הבנקים המרכזיים (איור ג'-1). עם הגורמים לירידת האינפלציה בעולם במחצית הראשונה של השנה נמנות ירידות של מחירי האנרגיה ושל מחירי מוצרי המזון – בין היתר בזכות היחלשותן של מגבלות בצד ההיצע, שנבעו מהשלכות של מלחמת רוסיה ואוקראינה, ונורמליזציה בשרשראות האספקה.

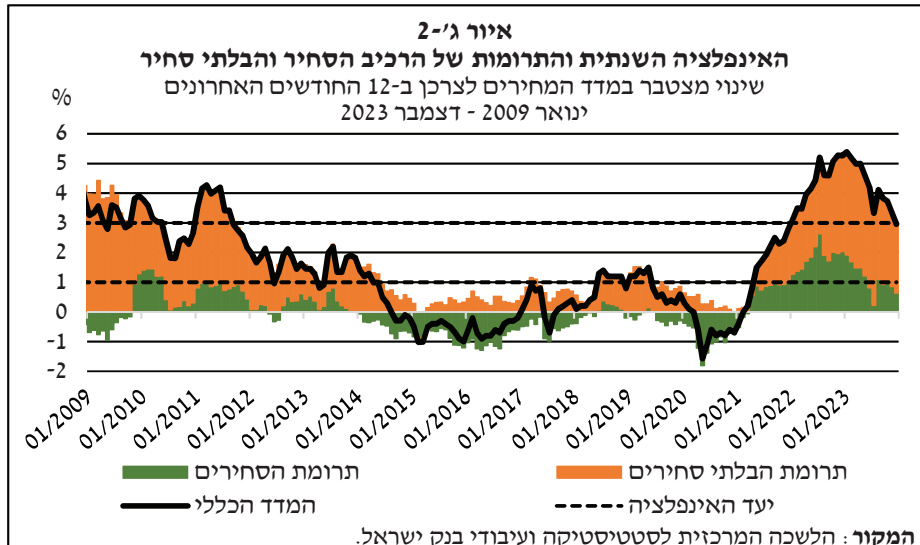
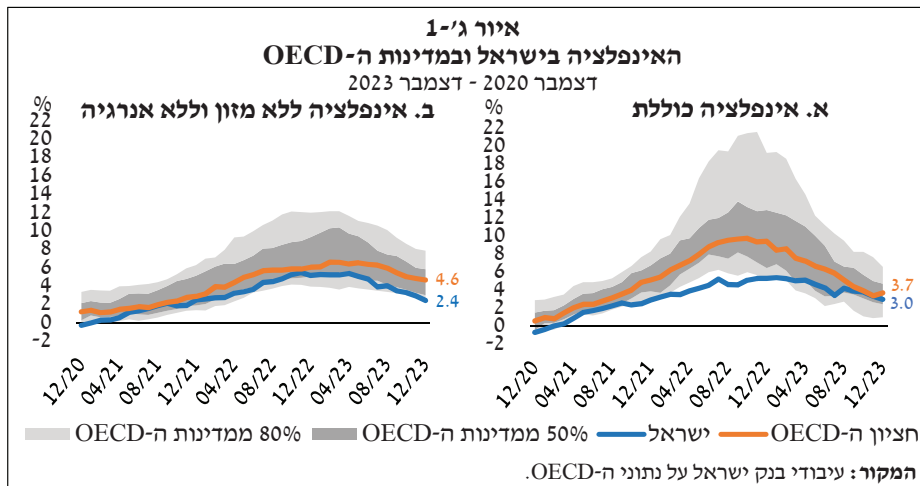
האינפלציה ללא מזון ואנרגיה, המשמשת אינדיקטור מרכזי לאינפלציית הליבה, התמתנה בעולם אף היא, אך פחות מאשר המדד הכללי (איור ג'-1). אחד המנועים המרכזיים של אינפלציית הליבה בעולם היה לחצי ביקוש על רקע שוק עבודה הדוק. בין הכוחות שפעלו לצמצום לחצי

האינפלציה בעולם
התמתנה השנה
משמעותית, והכלכלה
העולמית המשיכה
להתאושש. תהליך זה
קיבל את הכינוי "נחיתה
רכה". האינפלציה
במרבית המדינות בעולם
נותרה גבוהה.

הביקוש היו מדיניות מוניטרית מרסנת, שנקטו הבנקים המרכזיים כדי לגדוע את התהליכים האינפלציוניים, כמו גם התפוגגות השפעתה של המדיניות הפיסקלית המרחיבה שנקטה במדינות רבות בעקבות משבר הקורונה. הציפיות לאינפלציה בעולם, לטווחים ארוכים, נותרו מעוגנות ופעלו גם הן ככוח מייצב.

בשנתיים האחרונות נותרה האינפלציה בישראל מתונה יותר באופן עקבי מאשר במרבית מדינות ה-OECD. האינפלציה העולמית מחלחלת לאינפלציה המקומית דרך כמה ערוצים: המנגנון הראשון פועל ישירות דרך התייקרות המוצרים הסחירים הסופיים במונחי מט"ח. המנגנון השני פועל דרך התייקרות התשומות המיובאות במונחי מט"ח, המניעה את הפירמות המקומיות להעלות מחירים.

האינפלציה בישראל הייתה בשנתיים האחרונות מתונה באופן עקבי ביחס לרמתה במרבית מדינות ה-OECD.



במחצית הראשונה של השנה הירידה באינפלציה הובלה על ידי המוצרים הסחירים, וביניהם הנפט, וקוזה חלקית על ידי פחות השקל.

אשר למנגנון הראשון, איור ג'-2 מראה כי הירידה של האינפלציה בישראל במחצית הראשונה של השנה הובלה על ידי התמתנות העלייה של מחירי המוצרים הסחירים. הירידה נבעה מההוזלה, בדולרים, של המוצרים המיובאים (ביניהם הנפט), שקוזה חלקית על ידי פחות השקל מול הדולר. התפוגגות התרומה החיובית של מחירי האנרגיה היוותה כוח משמעותי לירידת האינפלציה בחו"ל, אך השפעתה בישראל הייתה קטנה יותר, בזכות עצמאות אנרגטית גדולה יותר מאשר במדינות אחרות.² מחירי האנרגיה עלו בישראל פחות גם בגלל התערבות מוסדית – הפחתה זמנית של מס הבלו על הדלק והפחם.

המנגנון השני של השפעת האינפלציה בחו"ל פועל דרך שינויים במחירי התשומות המיובאות. מלבד הנפט, שהוא רכיב תשומה משמעותי, ירד גם מדד הסחורות ללא אנרגיה, וזאת בכ-7% (ממוצע דצמבר 2022 מול ממוצע דצמבר 2022), מה שתורם להוזלה של התשומות המיובאות לאורך כל השנה. השיבושים בשרשראות האספקה, שפעלו להתייקרות התשומות (והמוצרים הסופיים) בשנים הקודמות, התמתנו משמעותית, ואלה חזרו לרמתן השגרתית.³

2. שער החליפין

השקל פוחת השנה ב-8% במונחי שער חליפין הנומינלי האפקטיבי, ולכן התמתנות קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים הייתה איטית יחסית.

התמתנות קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 הייתה איטית מזו של המחירים בחו"ל, בגלל היחלשות משמעותית של השקל. במהלך תקופה זו פוחת השקל במונחים של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-8% (ממוצע חודש ספטמבר 2023 לעומת ממוצע חודש דצמבר 2022), מול הדולר בכ-11%, ומול האירו בכ-12%. לפי ניתוח שנערך בבנק ישראל התמסורת משער השקל-אירו לאינפלציה נמוכה במידה רבה מזו של שער השקל-דולר.⁴ לכן כדי לבחון את השפעת שער החליפין על האינפלציה בישראל יש להתמקד בהתפתחות שער הדולר.

היחלשות השקל בשנת 2023 הייתה חריגה ביחס למטבעות מרכזיים בעולם, ושיקפה בעיקר גורמים מקומיים.

נקודת מוצא מקובלת לניתוח התפתחות שער החליפין היא משוואת שקילות פער הריביות הבלתי מכוסה (UIP), שלפיה שער החליפין מגיב על הפער שבין ריבית חו"ל לריבית המקומית – התפתחותה בפועל וזו הצפויה – ושינויים בפרמיות: שינויים בפער שבין המדינות בפרמיות הסיכון או בפרמיות אחרות, למשל כתוצאה של חיכוכים בשווקים הפיננסיים. ניתוח התפתחותו של שער החליפין השנה עד למלחמה מלמד כי היחלשות השקל אינה מוסברת בהתפתחות פער הריביות של הבנקים המרכזיים בין ישראל לארה"ב. השינוי בריבית בנק ישראל, מעבר לשינוי שהיה צפוי בשנת 2022, היה דווקא גבוה במקצת מן ההתפתחות המקבילה בארה"ב.⁵ מכאן שהיחלשות השקל נבעה מהתפתחותן של הפרמיות או מהציפיות לתוואי פערי הריביות בעתיד. בשנת 2022 היחלשות השקל מול הדולר הייתה דומה להיחלשות של מטבעות מרכזיים בעולם מולו, כפי שהשתקף בשערי החליפין הצולבים של הדולר. לעומת זאת היחלשותו של השקל ב-2023 הייתה חריגה ביחס להיחלשות המטבעות המרכזיים, ושיקפה בעיקר גורמים מקומיים ולא

² עליות מחירי האנרגיה בעולם נרשמו בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה. בישראל, חלק ניכר ממחירי האנרגיה נקבע בהסכמים ארוכי טווח בין יצרניות החשמל לספקיות הגז. להרחבה ראו פרקים א' ו-ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

³ להרחבה ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

⁴ אורי אנוז, עדן ענבים וארי קוטאי, "התמסורת משער החליפין למחירים", לקט ניתוחי מחקר ומדיניות, דצמבר 2023, בנק ישראל.

⁵ שינויים צפויים בפערי הריביות כבר אמורים להיות מגולמים בשער החליפין. השינוי הלא צפוי בריבית בארה"ב במהלך השנה – כ-0.65 נק' האחוז לפי החוזים העתידיים (Federal funds futures) – היה נמוך במקצת מהשינוי המקביל בישראל, כ-0.8 נק' האחוז לפי ריביות הפורוורד בשוק התלבור. מכאן שהשינויים בריביות הקצרות עשויים לעלות בקנה אחד עם התחזקות השקל יותר מאשר עם היחלשותו.

גלובליים – רק רבע מהחלשות השקל מוסברת על ידי התחזקות הדולר בעולם.⁶ בחינת התפתחות הגורם המקומי במשך השנה מעלה כי שינויים משמעותיים בשער החליפין התרחשו סביב מועדי ההתפתחויות בתהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט, שקידמה הממשלה.⁷ ההשפעות הגלובליות באות לידי ביטוי במתאם בין מדדי המניות בארה"ב לשערי החליפין של מטבעות שונים בעולם מול הדולר. מתאם זה מתקיים, בעוצמות שונות, במדינות רבות, וגם בישראל. (להרחבה ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2022). המנגנון המרכזי שמוביל לקשר הסטטיסטי נוצר מחשיפה משמעותית של הגופים המוסדיים בישראל ושל משקיעים נוספים לנכסים זרים, ומבחירתם לגדר שיעור גדול מההשקעה נגד תנודות בשער החליפין. כתוצאה מאסטרטגיית השקעה זו עליות וירידות בשוק המניות העולמי מניעות משקיעים לבצע התאמות בתיקי הנכסים שלהם. פוזיציות הגידור שלהם מאלצת אותם לבצע גם עסקאות החלף, כדי להתאים את הגידור בתיק. כל אלה פועלים לייסוף השקל כאשר מדדי המניות בארה"ב עולים, ולהפך. בשנת 2022 המתאם (השלילי) בין שוק המניות בארה"ב לשער החליפין היה גבוה מאוד (0.94-). אולם במהלך 2023 ועד תחילת המלחמה הקשר התרופף, וסטיות חדות מהקשר הסטטיסטי התרחשו סביב מועדים הקשורים להתקדמות תהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט. כך, לדוגמה, ניכרו פחות חד לאחר אישור החוק לביטול עילת הסבירות וייסוף לאחר הצגת מתווה הנשיא.⁸

ב-2023 נחלש הקשר בין שוק המניות בארה"ב לבין שער החליפין. הסבר מרכזי הוא עליית הסיכון הכרוך בהשקעה במשק.

הסבר מרכזי להתרופפות הזמנית של המתאם, עד המלחמה, הוא שהתהליכים הפוליטיים ב-2023 הביאו להתגברות אי-הוודאות לגבי המוסדות בישראל ולהערכה שהסיכונים ארוכי הטווח הכרוכים בהשקעה במשק עלו. כתוצאה מכך משקיעים מקומיים בחרו להגדיל את שיעור השקעתם בחו"ל ולהקטין את שיעור החשיפה המגודר.⁹ פרשנות זו עולה בקנה אחד עם אינדיקציות רבות לעלייה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל במהלך המחצית הראשונה של השנה, שהשתקפה במידה מסויימת, גם בשוק ביטוחי האג"ח (CDS), ועם הערכות בדבר סיכונים משמעותיים ליציבות הכלכלית והחברתית של ישראל, שבאו לידי ביטוי בשלל פרסומים של סוכנויות הדירוג, בתי השקעות, קרן המטבע וה-OECD.¹⁰ הביקוש למט"ח הוביל לאורך השנה על ידי הגופים המוסדיים, שקצב רכישתם התגבר ביחס לשנה הקודמת, ובמידה פחותה על ידי משקי הבית. במהלך השנה, התנודות בשער החליפין היו מתואמות במידה רבה עם המרות המט"ח של הגופים הפיננסיים הזרים, ובפרט הפחותות בתחילת המלחמה והייסוף בסוף השנה.¹¹

⁶ אומדן השינוי בשער כתוצאה מהשפעה גלובלית מחושב לפי ממוצע משוקלל של השינויים ב-12 המטבעות הסחירים ביותר מול הדולר, המהווים כ-98% מסך הסחר מול הדולר. אומדן ההשפעה המקומית הוא ההפרש בין השינוי בשער היציג להשפעה הגלובלית.

⁷ ראו הרצאת נגיד בנק ישראל, פרופ' אמיר ירון, בכנס השנתי של "מכון אהרן למדיניות כלכלית" באוניברסיטת רייכמן בהרצליה, קישור: <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/63908>.

⁸ ראו גם הרצאת נגיד בנק ישראל, פרופ' אמיר ירון, בכנס השנתי של "מכון אהרן למדיניות כלכלית" באוניברסיטת רייכמן בהרצליה, קישור: <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/63908>. ממצאים דומים נמצאו ב-"ההשלכות הכלכליות של יוזמות החקיקה של הקואליציה" איתי אטר, צחי רז, יניי שפיצר, עילי גבאי, ודולב קולקה-גלבר, דוח מחקר של המכון הישראלי לדמוקרטיה, אוגוסט 2023.

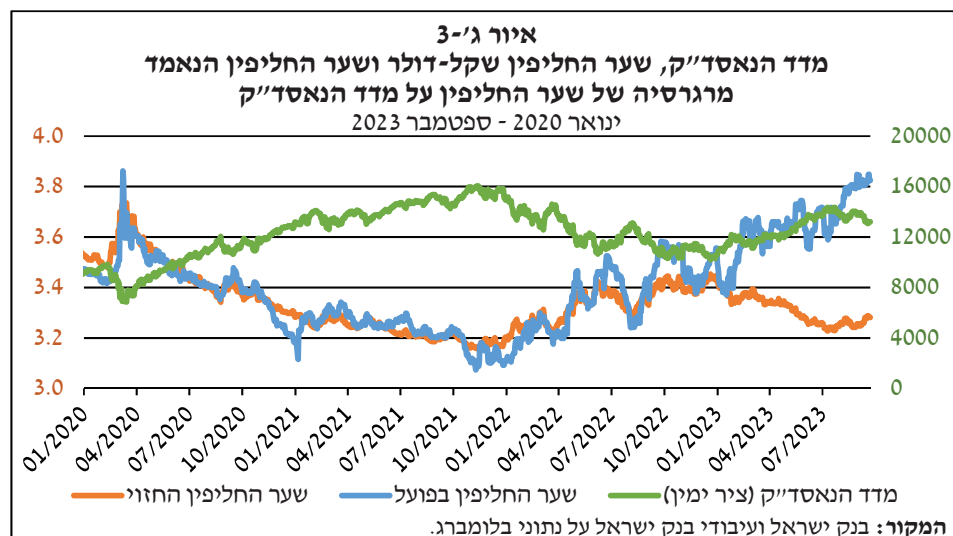
⁹ בתקופת משבר הקורונה שיעור החשיפה למט"ח עלה ושיעור הגידור הלך וירד, מגמה שהתעצמה השנה. להרחבה בנושא מגמות בתיק ההשקעות של הגופים המוסדיים, ובפרט שיעור החשיפה למט"ח ושיעור הגידור, ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023.

¹⁰ להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2023.

¹¹ מאמר של הרקוביץ ופרידמן (2022) מציג עדות, שלפיה הגופים הפיננסיים הזרים הם גורם דומיננטי בהתפתחות שער השקל-דולר (צבי הרקוביץ, ועמית פרידמן, (2022) "השפעת הפעולות בשוק מטבע חוץ של המגזרים השונים ובנק ישראל על שער החליפין", בתוך: מדיניות מוניטרית בתקופת יציבות מחירים, בנק ישראל).

ניתוח שנערך בבנק ישראל מלמד שהפיחות מתחילת השנה ועד המלחמה, שסטח מהקשרים ההיסטוריים, נאמד בשיעור של כ-10%-15%, ותרם לאינפלציה השנתית כ-3 נק' אחוז.

ניתוחים שנערכו בבנק ישראל בהתבסס על הקשר הסטטיסטי בין שער החליפין לשוק המניות, כפי שהיה עד שנת 2022, מלמדים שהפיחות אשר חל מחודש ינואר עד חודש ספטמבר 2023 סטה מהקשרים ההיסטוריים בשיעור של כ-10%-15% (איור ג'-3).¹² על פי אמידה עדכנית של התמסורת משער החליפין למחירים פיחות של השקל מול הדולר ב-1% תורם לאינפלציה כ-0.25 נק' אחוז.¹³ מאמידה זו עולה כי הפיחות מעבר לזה שהיה צפוי על פי הקשרים ההיסטוריים עד המלחמה תרם לאינפלציה השנתית כ-3 נק' אחוז ועיכב את חזרת האינפלציה ליעדה.¹⁴



המדיניות המוניטרית המרסנת שנקט בנק ישראל השנה פעלה נגד לחצי הפיחות. אומדן של השפעת הריבית על שער החליפין מלמד שלולא העלה בנק ישראל את הריבית השנה בנקודת אחוז וחצי, השקל היה נחלש עוד בכ-2%-3%.

כנגד ההתפתחויות המקומיות שגרמו ללחצי פיחות, אחד הכוחות המרכזיים שתורמו לייסוף השקל הוא המדיניות המוניטרית המרסנת שנקט בנק ישראל, ובראשה העלאת הריבית בנקודת אחוז וחצי במחצית הראשונה של 2023. (להרחבה ראו סעיף המדיניות המוניטרית). שוק המט"ח הוא צופה פני עתיד; לכן כדי לקבל אומדן להשפעת הריבית על שער החליפין אמדנו את ההשפעה של שינוי לא צפוי בריבית בנק ישראל על שער החליפין שקל-דולר בחלונות צרים סביב מועדי החלטות הריבית (לוח ג'-2).¹⁵ על פי אמידה זו עלייה של הריבית בנקודת אחוז, כאשר יתר המשתנים הכלכליים קבועים, ובפרט עליית ריבית שמצמצמת את פער הריביות בהתאם לשיעור עלייתה,

¹² המודל הנאמד: $\log(S_t) = \beta_0 + \beta_1 \log(NDX_t) + \varepsilon$, כאשר S_t הוא שער החליפין של השקל-דולר, NDX_t הוא מדד הנאסד"ק, והמודגם הנאמד הוא מינואר 2020 עד דצמבר 2022. מקדמי האמידה הם: $\beta_1 = -0.2$ ו- $\beta_0 = 3.1$. הפיחות העודף מוגדר כשינוי בין שיעור השינוי בפועל (9%) לבין שיעור השינוי החזוי (4%). במבחן עמידות, שבו הוספנו פיקוח על תשואת אג"ח של ארה"ב לעשר שנים התקבלה תוצאה דומה. המתאם בין שער החליפין למדד הנאסד"ק בשנים 2019–2022 עמד על -0.93. לעומת זאת המתאם עם תשואת אג"ח של ממשלת ארה"ב לעשר שנים עמד על כ-0.25 בלבד.

¹³ ראו: אורי אנזל, עדן ענבים וארי קוטאי "התמסורת משער החליפין למחירים", לקט ניתוחי מחקר ומדיניות, דצמבר 2023, בנק ישראל.

¹⁴ הערכות שמרניות מעט יותר של התמסורת, בין 0.1 ל-0.2, מביאות לאומדן נמוך מעט יותר של התרומה לאינפלציה השנתית – 1.0–3.0 נק' אחוז.

¹⁵ המודל הנאמד: $\Delta \log(S_t) = \alpha + \beta_1 \Delta i_t + u_t$, כאשר $\log(S_t)$ הוא השינוי של לוג שער השקל-דולר בין רבע שעה טרם ההחלטה לשעה או יום אחריה (השער הרשמי), Δi_t הוא השינוי הלא צפוי בריבית המוניטרית או בתוואי הריבית לשלושת החודשים הקרובים על בסיס הנתונים היומיים משוק התלבור ובהתאם לשיטה המתוארת ב-Kutai, A., 2023. "Measuring the Effect of Forward Guidance in Small Open Economies: The Case of Israel." *Israel Economic Review* 21(1), pp. 75–142. המדגם מבוסס על החלטות הריבית שבין ינואר 2008 לנובמבר 2023.

תורמת לייסוף מידי של 1.5%–2.1%. המשמעות היא שלולא העלה בנק ישראל את הריבית השנה בנקודת אחוז וחצי, השקל היה נחלש עוד בכ-2.3%–3.2%.^{16, 17}

לוח-ג'-2: השפעת השינוי של ריבית בנק ישראל על שער הדולר

ינואר 2008 - נובמבר 2023

חלון שעי	חלון יומי	חלון שעי	חלון יומי
[1]	[2]	[3]	[4]
-0.017*** [0.004]	-0.015** [0.007]		
שינוי לא צפוי בריבית			
		-0.021*** [0.004]	-0.016** [0.008]
שינוי בתוואי הריבית ל-3 חודשים			
151	145	151	145
מספר תצפיות			
0.192	0.054	0.229	0.049
Adjusted R²			

*p<0.05; **p<0.01; ***p<0.001. בסוגריים: סטיות תקן (white).

המקור: עיבודי בנק ישראל. לפירוט על המודל הנאמד ראו הערת שוליים 15.

3. הביקוש המקומי

הביקוש המקומי החזק היה רכיב משמעותי בעליית האינפלציה בשנים האחרונות. בעקבות התאוששות המשק ממשבר הקורונה, בתמיכת המדיניות המוניטרית והפיסקלית המרחיבה שננקטה במהלך המשבר, נרשמו בישראל ביקושים חזקים, שפעלו לעליית האינפלציה, בדומה למצב בעולם. העלייה המתונה בצריכה הפרטית השנה ועד המלחמה, 1.7%, המבטאת ירידה של 0.5% בצריכה לנפש, יחד עם התמתנות האינפלציה, מרמזות על התמתנות של לחצי הביקוש, הנובעת בין היתר מהתייקרות עלויות המימון בשל עליית הריבית, שהביאה לירידה של ההכנסה הפנויה. (להרחבה ראו פרק ב' ותיבה ד'-2).

איור ג'-4 מציג פירוק של האינפלציה השנתית באמצעות מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר לתרומות לאינפלציה לפי הזעזועים שהתרחשו מאז שהאינפלציה התחילה לעלות בשנת 2021.¹⁸ ניכר כי תרומתו של הביקוש המקומי התמתנה במשך השנה. לעומת זאת הצטמצמה השפעתם השלילית של זעזועי ההיצע שאפיינו את המשק בשנת 2022.¹⁹

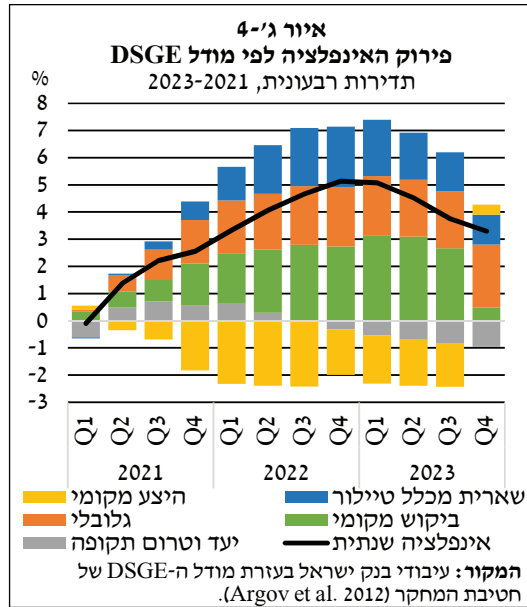
העלייה המתונה של הצריכה הפרטית השנה, יחד עם התמתנות האינפלציה, מרמזות על התמתנות של לחצי הביקוש, הנובעת בין היתר מהתייקרות עלויות המימון.

¹⁶ הממצאים עמידים להוספת פיקוח על שינוי מדד המניות האמריקאי (S&P 500) ולקיצור המדגם – משנת 2014 ואילך.

¹⁷ שוק ההון צפה בסוף שנת 2022 כי בנק ישראל יעלה משמעותית את הריבית בשנת 2023, אולם הוא צפה עלייה מתונה מזו שהתרחשה בפועל, כ-0.7 נק' האחוז. זאת אומרת שכמחצית מהשפעת המדיניות הייתה מגולמת בשער השקל-דולר בסוף 2022.

¹⁸ להרחבה בנושא מתודולוגיית הפירוק ראו תיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

¹⁹ להרחבה בנושא זעזועי ההיצע ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2022. הניתוח באיור ג'-4 מציג בכחול את תרומת המדיניות המוניטרית, הנגזרת מהפער בין ריבית בנק ישראל לכלל הריבית ("כלל טיילור"), שנקבע לפי התאמה היסטורית של הריבית במשק הישראלי למשתנים שונים. התרומות החיוביות במהלך 2023 נובעות במידה רבה מהעובדה שהשפעת המדיניות המרחיבה, אשר ננקטה בעבר, פועלת בחלקה בפיגור. להרחבה ראו פרק א'. הניתוח מציג באפור את תרומת הזעזועים שהתרחשו לפני שנת 2021 והובילו לסטייה ממרכז יעד האינפלציה (2%).



ביקוש מקומי יכול להשפיע על המחירים בשני ערוצים עיקריים: ראשית, הביקוש החזק מאפשר לפירמות להעלות את המחירים מעבר לגידול עלויות הייצור שלהן, דבר שיגדיל את רווחיותן. שנית, עלייה בביקוש המצרפי מגדילה את הביקוש לתשומת עבודה, וגידול זה יוצר לחץ להעלאת שכר העובדים; עלייה של השכר מייקרת את עלויות גורמי הייצור של הפירמה ולכן מביאה להעלאת המחירים לצרכנים.

בשנת 2023, עד המלחמה עלות העבודה ליחידת תוצר (שיעור התמורה לעבודה) המשיכה לרדת בדומה לשנים האחרונות. (להרחבה ראו פרק ב').

בהנחות מקובלות ירידה כזאת מתואמת עם ירידה בעלות השולית הריאלית

ליצרנים המקומיים. משמע שהלחצים אשר מקורם בשוק העבודה – שבו שוררת תעסוקה מלאה – לא התגברו, על אף שהשכר הריאלי עלה במתינות, לאחר שנשחק בשנת 2022. (להרחבה ראו פרק ה'). זו אינדיקציה שלא הייתה עלייה בלחצים האינפלציוניים מכיוון שכר העובדים.

עם עליית האינפלציה במדינות רבות בעולם לאחר היציאה ממשבר הקורונה עלה בבנקים מרכזיים ובגופים בין-לאומיים חשש להיווצרות "ספירלת שכר-אינפלציה" – עלייה משמעותית של האינפלציה בגלל היזון חוזר גבוה בין עלויות שכר לאינפלציה.²⁰ בישראל, לעת עתה, מסתמן כי סיכון זה לא התממש. מחקר שפורסם לאחרונה מצא שהשפעת השכר על המחירים בישראל לאחר המשבר הייתה מתונה, משתי סיבות עיקריות:²¹ ראשית, עלויות השכר התמקדו בענפים שהמוצרים והשירותים שלהם אינם מיועדים ברובם לשוק המקומי; שנית, על פי הסכם השכר בין הסתדרות העובדים הכללית למשרד האוצר נדחו חלק מעלויות השכר במגזר הציבורי, מה שסייע להקלה של לחצי השכר במשק.

ניתוח שנערך בבנק ישראל אמד את הקשר בין השכר לאינפלציה בישראל ומצא אף הוא כי אין אינדיקציה לספירלת שכר-אינפלציה בישראל בשנים 2006–2022. אולם נמצא בניתוח כי מסתמנת התחזקות של הקשרים בין השכר למחירים מאז משבר הקורונה. תוצאה זו מצביעה על גידול הסיכון ללחצים אינפלציוניים מכיוון שוק העבודה. לפי ממצאי הניתוח, לאחר משבר הקורונה עליית שכר מביאה בממוצע לעליית מחירים גבוהה יותר ביחס לשנים 2006–2019, תקופה שהתאפיינה ביציבות יחסית של המחירים, ובמהלכה נאמד קשר נמוך בין השכר למחירים. גורם שתורם משמעותית לביקוש המקומי בשנים שלפני שנת 2023, ובפרט בתקופת הקורונה, היה המדיניות המוניטרית והפיסקלית המרחיבה. השנה, עד למלחמה, המדיניות הפיסקלית הייתה לא מרחיבה, ובכך סייעה למדיניות המוניטרית המרסנת לייצב את הסביבה המקרו-כלכלית ולמתן את הלחצים האינפלציוניים. התקציב המקורי שחוקק בחודש מאי 2023 היה תקציב א-מחזורי:

מסתמנת התחזקות של הקשרים בין השכר למחירים מאז משבר הקורונה. הדבר מצביע על גידול הסיכון ללחצים אינפלציוניים מכיוון שוק העבודה.

²⁰ Bank for International Settlements (2022), "Inflation: a Look Under the Hood", Annual Economic Report, Ch. 2, June 2022 (pp. 41-73).

²¹ Abir, Andrew, Eyal Argov, and Itamar Caspi. "Labour Market Tightness and Inflation in the Aftermath of Covid-19: the Case of Israel". BIS Working paper, 2023.

כזה שלא הרחיב את הוצאות הממשלה במידה ניכרת ביחס לתוצר, אך גם לא קיצץ בהן. באותה העת, הגירעון הצפוי בשנים 2023 ו-2024 עמד על 0.9 אחוז תוצר בלבד. להרחבה ראו פרק ו'.

4. הציפיות לאינפלציה

הציפיות לאינפלציה הן רכיב מרכזי בעיצוב הדינמיקה האינפלציונית: ציפייה לעליות מחירים בעתיד מעלה את האינפלציה כבר בהווה.²² לכן השפעה על ציפיות הציבור היא ערוץ חשוב של המדיניות.

אחד האלמנטים המרכזיים המשפיעים על אפקטיביות המדיניות המוניטרית הוא האופן שבו הפרטים במשק מגבשים את ציפיותיהם – אם הם לומדים רק מהעבר או צופים פני עתיד. כאשר הפרטים צופים פני עתיד ניתן להקטין את העלות הכלכלית של ריסון האינפלציה על ידי מחויבות של המדיניות המוניטרית לתואי ריבית – בין היתר, באמצעות תקשורת מהבנק המרכזי שתפעל לעיגון הציפיות ביעד יציבות המחירים ובכך תתרום להחזרת האינפלציה ליעדה במהירות רבה יותר. כנגד זאת, כאשר הפרטים מגבשים את ציפיותיהם על סמך האינפלציה בעבר בלבד, קשה יותר למגר את האינפלציה, כי ריסונה פועל רק דרך ההשפעה הישירה של המדיניות על הפעילות הריאלית (פער התוצר), השפעה הפועלת בפיגור, ודרך שער החליפין.

יכולתו של הבנק המרכזי להשפיע על ציפיות הציבור תלויה גם במידת הקשב (attention), כלומר המודעות, תשומת הלב וההפנמה של הפרטים לגבי האינפלציה והמדיניות המוניטרית. בספרות הכלכלית האמפירית נמצא כי ישנם במשק גורמים שמתאפיינים תמיד בקשב גבוה לשיעור האינפלציה ולמדיניות המוניטרית (למשל השווקים הפיננסיים והחזאים המקצועיים), וגורמים שלעיתים הקשב שלהם לאלה נמוך. במדינות בעלות היסטוריה ארוכה של אינפלציה נמוכה ויציבה חברות ומשקי בית מתאפיינים בקשב נמוך לאינפלציה (Candia et al., 2023),²³ ולא תמיד יודעים מהם שיעורי האינפלציה השנתית, יעד האינפלציה ושיעור ריבית הבנק המרכזי.

אחד ההסברים המרכזיים לקשב הנמוך הוא הצלחת המדיניות המוניטרית בשמירה על אינפלציה נמוכה ויציבה, אשר בזכותה העלות של מעקב אחר האינפלציה, שהיא ממילא נמוכה ויציבה יחסית, עולה על התועלת מהמידע. לעומת זאת, כשהאינפלציה עולה מעל סף מסוים, הקשב הציבורי עולה.²⁴ תיבה ג'-2 מצביעה על עלייה בקשב של משקי הבית בישראל מאז שהאינפלציה חצתה את הגבול העליון של היעד. כאשר פרטים אינם קשובים לאינפלציה הם אינם מביאים אותה בחשבון בקבלת החלטות כלכליות. אם במשק קשובים לאינפלציה, ואם היא ממשיכה לעלות, יתכן שיחצה סף האינפלציה שממנו ואילך היא מובאת בחשבון בהחלטות כלכליות. במצב כזה ייתכן שעליות מחירים, גם אם זמניות במהותן, יובילו להיזון חוזר ולהשתרשות תהליכים אינפלציוניים, ואלה יקשו על החזרה לסביבה של יציבות מחירים. להרחבה ראו סעיף מאפייני האינפלציה בישראל בפרק זה.

התפתחות הציפיות לאינפלציה בשנה הנסקרת בקרב הגורמים שמתאפיינים בקשב גבוה בכל עת (שוק ההון, החזאים והבנקים), הצביעה על המשך העיגון של הציפיות. זאת על אף התארכותה

עד למלחמה, המדיניות הפיסקלית הייתה לא מרחיבה, ובכך סייעה למדיניות המוניטרית המרסנת למתן את הלחצים האינפלציוניים.

ככל שהפרטים במשק מגבשים את ציפיותיהם על סמך האינפלציה בעבר בלבד, קשה יותר למגר את האינפלציה.

ישנן עדויות לעלייה בקשב של משקי הבית בישראל לאינפלציה מאז שהיא חצתה את הגבול העליון של היעד.

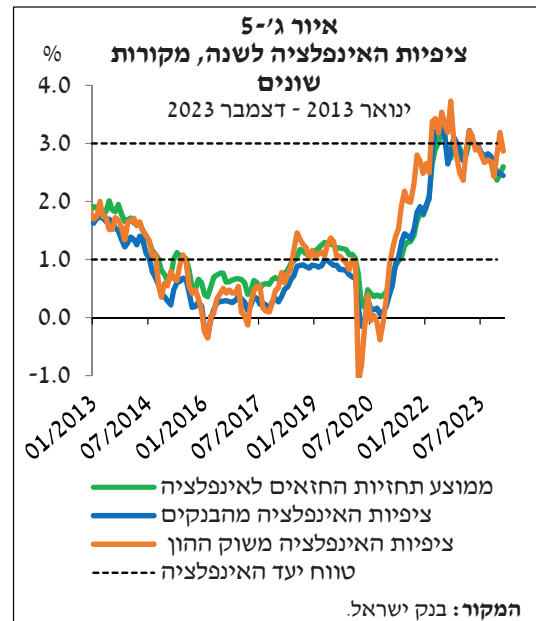
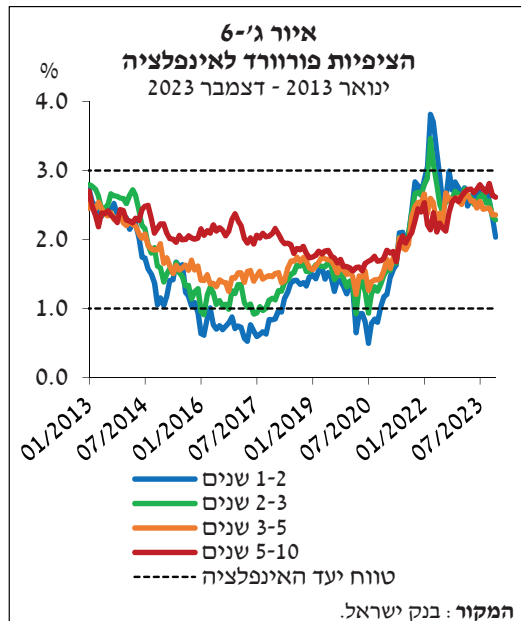
²² הדיון התיאורטי בהשפעת הציפיות על הדינמיקה האינפלציונית מבוסס בחלקו על פרק 2 בדוח של קרן המטבע מאוקטובר 2023. הדוח בחן את הקשר הסיבתי בין הציפיות לאינפלציה בפועל, ומצא שעלייה בציפיות לאינפלציה לשנה בנקודת אחוז מעלה את האינפלציה ב-0.8 נק' האחוז בממוצע במדינות מפותחות וב-0.4 נק' האחוז במדינות מתפתחות, "The Role of Expectations in Inflation Dynamics", International Monetary Fund (2023). World Economic Outlook, Ch. 2, October 2023 (pp. 55–58).

²³ Candia, Bernardo, Olivier Coibion and Yuriy Gorodnichenko (2023). "The Macroeconomic Expectations of Firms" Handbook of Economic Expectations. Academic Press, pp. 321–353.

²⁴ קשב נמוך למדיניות המוניטרית פוגע באפקטיביות של חלק מהכלים המוניטריים. בפרט, כלי ה"הכוונה לעתיד" דורש מידה מסוימת של קשב. לעומת זאת, כאשר הקשב נמוך שינוי הריבית ללא שינוי בציפיות משפיע ביתר עוצמה על הריבית הריאלית. בפרט, פרטים מגיבים לשינויי הריבית הנומינלית במשק, ולא לריאלית.

הציפיות משוק ההון
לטווחים שמעל שנה
נותרו לאורך השנה בתוך
תחום היעד, והעידו כי
הציבור ראה את הסטייה
מהיעד כזמנית.

של התקופה שבה האינפלציה בישראל סטתה מתחום היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון עלו בסוף הרבעון הראשון לרמה של כ-3%-3.2%, אך בהמשך השנה ועד תחילת המלחמה הן התמתנו לרמה של 2.7%-2.8%, בסביבת החלק העליון של תחום יעד האינפלציה (איור ג'-5). הציפיות לשנה בעוד שנה והציפיות פרוורד לטווחים הארוכים יותר נותרו לאורך השנה בתוך תחום היעד, והעידו כי הציבור ראה את הסטייה מהיעד כזמנית (איור ג'-6). הישארותן של הציפיות בסביבת תחום היעד אף על פי שהאינפלציה בפועל חרגה ממנו היוותה כוח מייצב לאינפלציה.



5. מלחמת "חרבות ברזל" והאינפלציה

מלחמת "חרבות ברזל" התבטאה בפגיעה משמעותית בפעילות – פגיעה מצד ההיצע שנבעה בעיקר מהעדרות עובדים: גיוס מילואים, פינויים מאזורים שנפגעו ומאזורים בסיכון, פעילות חלקית של מערכת החינוך בתחילת המלחמה, שאילצה הורים רבים להישאר בבית, ומחסור בעובדים לא-ישראלים. (להרחבה פרק ב'). במקביל נפגעה הפעילות, ובפרט הצריכה הפרטית, גם מצד הביקוש. הירידה בביקוש נבעה מעלייה של אי-הודאות (הכלכלית והביטחונית), ומסנטימנט שלילי של הצרכנים.

לפני תחילת המלחמה, ההתפתחויות במשק, בדומה למשקים רבים בעולם, הצביעו על "נחיתה רכה", כלומר על התכנסות של האינפלציה ליעד ללא פגיעה חמורה בפעילות. לעת עתה, מוקדם לקבוע מה יהיו השפעות המלחמה בטווח הבינוני, אך על פי הציפיות הנגזרות משוק ההון, צפויה להיות לה השפעה ממתנת על האינפלציה. הציפיות לשנה רשמו תנודתיות גבוהה מאז השבעה באוקטובר, ונותרו בסוף השנה ללא שינוי ניכר ביחס לרמתן לפני המלחמה. לעומתן הציפיות לאינפלציה לשנה בעוד שנה ובעוד שנתיים ירדו ב-70 ו-30 נקודות בסיס, בהתאמה. התפתחות הציפיות מעל שנה מתיישבת עם פרשנות של ירידה בביקושים, בעוד שהתפתחות הציפיות לטווח קצר (שנה) תואמת את התפתחות שער החליפין במהלך התקופה – פיחות חד בתחילת הלחימה ובהמשך ייסוף אל מעבר לרמתו טרם המלחמה – והתמסורת ממנו למחירים המקומיים. הירידה בציפיות לאינפלציה התרחשה במקביל לשינוי חד בציפיות לריבית – הפחתה של כ-125 נקודות בסיס בתוך שנה לעומת ציפייה לעלייה קלה לפני המלחמה.

לפני המלחמה, הצביעו
ההתפתחויות במשק על
התכנסות של האינפלציה
ליעד ללא פגיעה חמורה
בפעילות. על פי הציפיות
הנגזרות משוק ההון,
צפויה להיות למלחמה
השפעה ממתנת על
האינפלציה.

לעת עתה ההתפתחות הצפויה של האינפלציה לפי השווקים הפיננסיים חורגת מההתפתחות ההיסטורית האופיינית שמתרחשת לאחר זעזועים גיאופוליטיים, בישראל ובעולם. בעבר, בתגובה לזעזוע גיאופוליטי רמת המחירים בישראל לכל הפחות לא ירדה, והשקל פוחת. באירועים קודמים ריבית בנק ישראל הושארה בהתחלה ללא שינוי, או אף הורדה, אך בהמשך היא הועלתה אל מעבר לרמתה ההתחלתית. להרחבה ראו תיבה ג'-1.

ניתוח של תרומת הזעזועים שהתרחשו ברבעון האחרון של השנה לפי מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר, בדומה למסגרת הניתוח שהוצעה באיור ג'-4, לשם קבלת אומדן להשפעתה של המלחמה, מצביע על זעזוע ביקוש שלילי, שפעל לירידת מחירים, וזעזוע היצע שלילי, שפעל לעלייתם. מבחינה כמותית הפגיעה בביקוש הייתה דומה לזעזוע ההיצע, אך דומיננטית מעט יותר, ולכן, לעת עתה, השפעת המלחמה על המחירים קטנה מאוד.

בעבר, בתגובה לזעזוע גיאופוליטי, רמת המחירים בישראל לפחות לא ירדה. לעת עתה ההתפתחות הצפויה של האינפלציה לפי השווקים חורגת מההתפתחות ההיסטורית האופיינית.

תיבה ג'-1 – ההשפעה של זעזועים גיאופוליטיים על האינפלציה בשנים 1995–2022

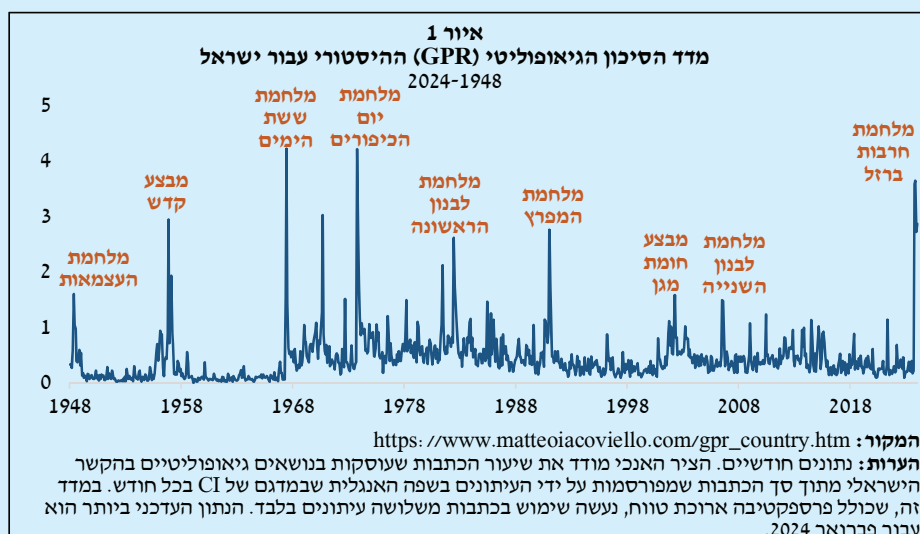
- התיבה בוחנת כיצד השפיעו זעזועים גיאופוליטיים שהתרחשו בישראל בשנים 1995–2022 על האינפלציה, שער החליפין והריבית המוניטרית.
- הממצאים מראים שלזעזועים אלו הייתה השפעה זמנית בלבד על רמת המחירים, במקביל לעלייה קלה וזמנית של הריבית המוניטרית ופיחות זמני של השקל.

1. הקדמה

תיבה זו דנה בהשלכות הצפויות של מלחמת "חרבות ברזל" שפרצה בשבעה באוקטובר על משתנים מקרו-כלכליים מרכזיים, ובראשם האינפלציה. מספר כוחות עלולים לתרום לעלייה באינפלציה: הפגיעה בהיצע כתוצאה מגיוס מילואים והיעדרות עובדים; הגידול של ההוצאה הביטחונית ושל עלויות השיקום; לחץ לפיחות השקל; וכן בעיות בשרשראות האספקה. לעומת זאת, פועלים ברקע גם כוחות העשויים לתרום לירידת האינפלציה: אי-הוודאות הנלווית למלחמה והפגיעה בהכנסות חלקים מהציבור תורמות לירידה בביקוש המצרפי. בהינתן השפעות מנוגדות אלה לא ברור אם המלחמה תביא בסופו של דבר לעליה של האינפלציה או לירידתה.

כרקע לבחינת ההשפעה של המלחמה, אנו בוחנים בתיבה זו את ההשפעה של זעזועים גיאופוליטיים על האינפלציה ועל משתנים מקרו-כלכליים מרכזיים בישראל בשנים 1995–2022. הניתוח עושה שימוש במדד שפותח אצל Caldara and Iacoviello (2022) (להלן CI), ונועד לכמת סיכונים גיאופוליטיים על פני זמן: "Geopolitical Risk Index" (GPR). המדד מתייחס לכל איום, התממשות, או החמרה של אירועים שליליים הקשורים לטרור, מלחמה או מתחים אחרים. הוא נבנה על בסיס ניתוח טקסטואלי של ידיעות בתקשורת ומחושב על פי שיעור הכתבות בעיתונות בשפה האנגלית שעוסקות בנושאים ביטחוניים מתוך סך הכתבות.¹ המדד חושב על ידי CI עבור מדינות רבות, ואנו עושים שימוש במדד שחושב על ידם עבור ישראל. עיתוי תחילתו של המדגם נבחר על בסיס שני שיקולים: ראשית, האירועים הגיאופוליטיים שקדמו ל-1995 התרחשו על רקע של אינפלציה גבוהה יחסית; שנית, מבנה הכלכלה השתנה מאוד באופן משמעותי.

¹ הכתבות שנכללות הן אלו שמופיעות בהן מילים הקשורות למלחמה, טרור או גרעין, בצמידות למילים המציינות איום או פעולה כלשהי.



איור 1 מציג את מדד GPR ההיסטורי עבור ישראל. כפי שניתן לראות, העלייה בחודש אוקטובר 2023 משמעותית ומאפילה על האירועים שהתרחשו בישראל לאחר מלחמת המפרץ הראשונה ב-1991.² המדד גבוה במידה ניכרת – הגבוה ביותר מאז מלחמת יום הכיפורים – והוא נותר גבוה היסטורית גם בחודש פברואר 2024.

2. הבדיקה האמפירית ותוצאותיה

כדי לאמוד את ההשפעה הדינמית של זעזוע גיאופוליטי מקומי על משתני המקרו של ישראל, נשתמש בשיטת local projections.³ המשתנים המוסברים ברגרסיה כוללים את המדד הכללי של המחירים לצרכן והמדד ללא אנרגיה ומזון, שער החליפין שקל-דולר וריבית בנק ישראל.⁴ משתני הבקרה כוללים את הפיגורים העצמיים של המשתנה המוסבר, פיגורים של מדד GPR ופיגורים של יתר המשתנים שמופיעים בכל אחת מהרגרסיות. איור 2 מציג את מדד ה-GPR ויתר המשתנים המקרו-כלכליים בתקופת המדגם.

תוצאות האמידה מובאות באיור 3 ובו פונקציות התגובה הדינמית של המשתנים המאקרו כלכליים בתגובה לזעזוע בטחוני החל מזמן 0 ועד לאופק של שנתיים (24 חודשים). הקו בכל איור מציג את β^h , והשטחים המוצללים מציגים רווח בר סמך של 68%.⁵

² בדיעבד ניתן לומר שאירועים כדוגמת מלחמת המפרץ, ספטמבר השחור והמשט לעזה הם למעשה – false positives – מצבים של סיכון גיאופוליטי צפוי שלא התממש.

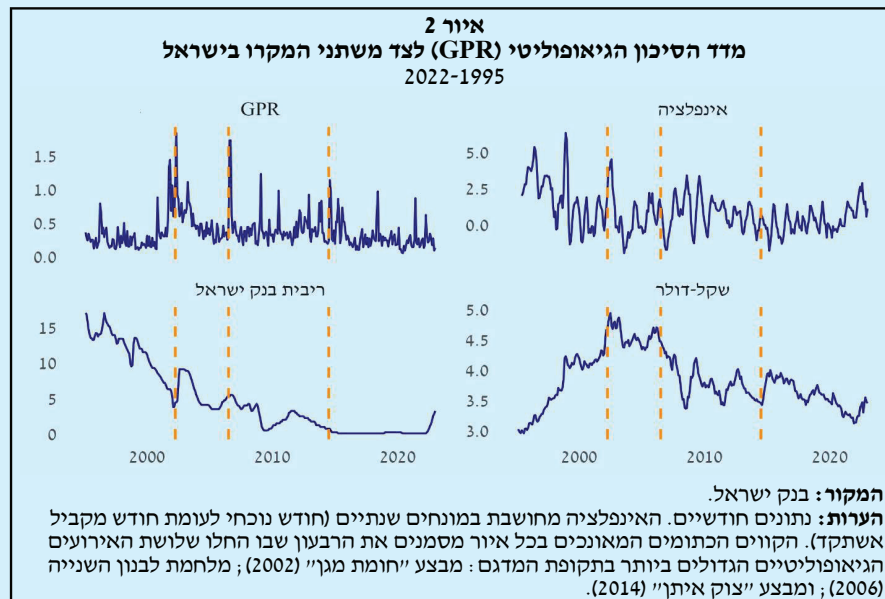
³ בגישה זו (ראו (Jordà (2005) אומדים סדרת רגרסיות של משתנה מוסבר מסוים עבור סדרת אופקים (h) לאחר זמן t על משתנה הזעזוע הגיאופוליטי בזמן t ועל משתני בקרה, לרבות המשתנה המוסבר בפיגור. במקרה שלנו, אמדנו את סדרת הרגרסיות הבאה עבור ערכים שונים של h :

$$\Delta_h Y_{t+h} = \alpha^h + \beta^h GPR_t + \sum_{k=1}^K \theta_k^h X_{t-k} + e_t^h$$

כאשר $\Delta_h Y_{t+h} = Y_{t+h} - Y_{t-l}$ הוא הפער בין המשתנה המוסבר בזמן $t+h$ ובנקודת הבסיס $t-l$, GPR_t הוא המדד לאירועים גיאופוליטיים בישראל, ו- X הוא וקטור של משתני בקרה שכולל בין היתר פיגורים של GPR . עבור משתנה מסביר Y , סט האומדנים ל- β^h עבור ערכים שונים של h מניב את האומדן לפונקציית התגובה של המשתנה המוסבר לזעזוע גיאופוליטי לאורך זמן.

⁴ לשם נוחות הפרשנות, מדדי המחירים ושער החליפין הומרו ללוגריתם והוכפלו ב-100 (כדי להציג את הנתונים באחוזים).

⁵ סטיות התקן מחושבות בשיטת Newey-West (עם אופק פיגורים שתואם את אופק המשתנה המוסבר) שעמידה בפני נוכחות מתאם סדרתי והטרנסקסטיות.



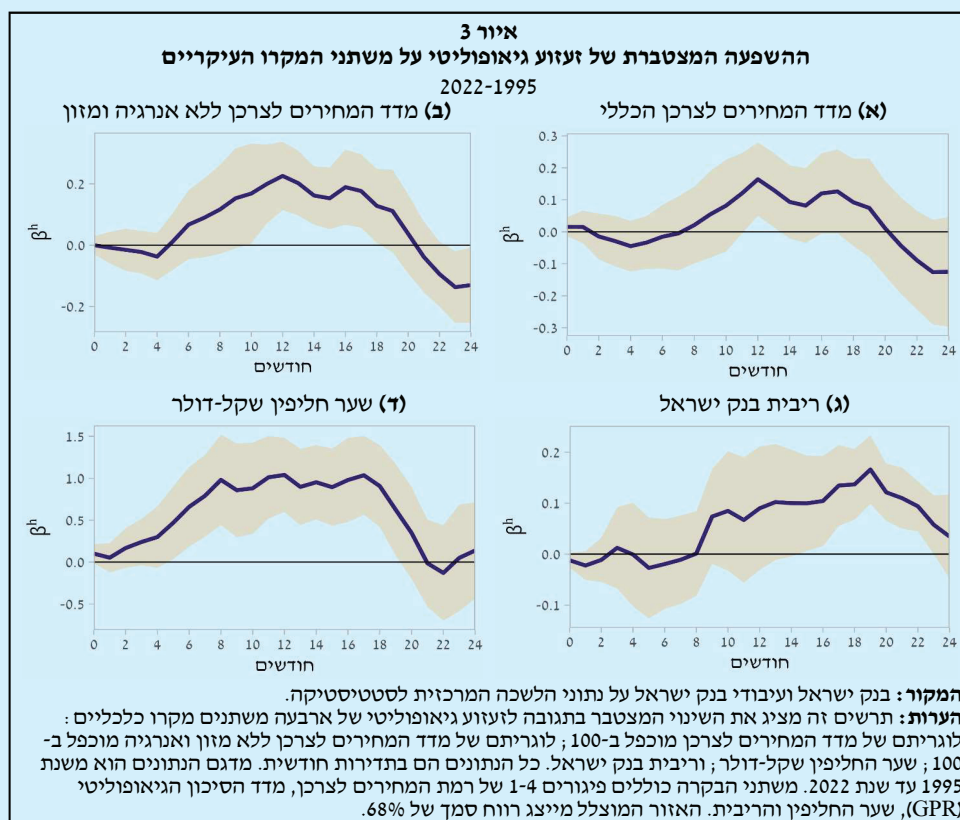
נתחיל מתיאור התגובה של מדד המחירים לצרכן (פאנלים א' ו-ב' באיור 3). האמידה נערכה עבור שני מדדים – המדד הכללי של המחירים לצרכן והמדד ללא אנרגיה ומזון ("מדד הליבה"). המסקנות שעולות משני האיורים דומות: לאירועים הגיאופוליטיים שנכללו במדגם הייתה השפעה קטנה מאוד על המחירים. בששת החודשים הראשונים שלאחר הזעזוע, התגובה של רמת המחירים לזעזוע חלשה ושלילית. לאחר מכן המגמה מתהפכת, וכעבור שנה רמת המחירים עולה אל מעבר לרמה הנקודת המוצא עד לשיא של כ-0.2 נק' אחוז ביחס לנקודת המוצא. לאחר שנתיים האפקט דועך, ורמת המחירים יורדת אל מתחת לרמת המוצא.^{6,7}

בפאנלים ג' וד' מוצגת התגובה של ריבית בנק ישראל ושער החליפין שקל-דולר. תגובת ריבית בנק ישראל גם היא מזערית – הריבית אינה משתנה, בממוצע, בחודשים הראשונים; ולאחר כ-8 חודשים היא מתחילה לעלות ונותרת גבוהה מרמתה ההתחלתית בכ-15 נקודות בסיס עד לשובה לאותה רמה אחרי כשנתיים.⁸ שער החליפין שקל-דולר נותר ללא שינוי מהותי בחודשיים הראשונים שלאחר הזעזוע, ולאחר מכן השקל מתאפיין בפיחות שמגיע בשיאו לאחוז אחד כעבור כשנה. לאחר כשנה וחצי הפיחות מתמתן, כך שבסוף השנתיים שער החליפין חוזר פחות או יותר לרמתו ההתחלתית.

⁶ בנייר עבודה חדש אומדים (Caldara et al. (2022 את ההשפעה של זעזועים גיאופוליטיים על האינפלציה ועל משתני מקרו נוספים על בסיס מדגם של 44 מדינות בשנים 1900-2021. המחקר מוצא כי בתגובה לזעזועים גיאופוליטיים האינפלציה עולה משמעותית בשלוש השנים הראשונות, ובהמשך דועכת בהדרגה.

⁷ תוצאות דומות התקבלו גם עבור מדד המחירים ללא רכיב הדיר, אשר שיקף שינויים בשער החליפין בעקבות הפעלת מנגנון ההצמדה של שכר הדירה לדולר עד שנת 2008.

⁸ בהקשר זה חשוב להזכיר שהתפתחות המחירים שתוארה לעיל מתקבלת במקביל לתוואי ריבית גבוה יותר. ללא התגובה המרסנת של הריבית סביר שתגובתה של רמת המחירים הייתה חזקה יותר.



סיכום

ניתוח ההשפעה של זעזועים גיאופוליטיים על המשק הישראלי בשנים 1995–2022 העלה שהשפעתם על האינפלציה הייתה זמנית ולא גדולה. עם זאת, הסקת מסקנות מהבדיקה האמפירית המוצגת לגבי המלחמה הנוכחית מחייבת זהירות, שכן האירוע הנוכחי הוא הגדול והמתמיד ביותר מאז מלחמת יום הכיפורים. זאת ועוד, הממצאים הושפעו מהתגובה הממוצעת של המדיניות המוניטרית והפיסקלית לאירועים הגיאופוליטיים; תגובות מדיניות שונות מההתנהגות ההיסטורית – למשל מדיניות מוניטרית ופיסקלית מרחיבה יותר מאשר בעבר, שמתאפשרת בזכות חוסנו של המשק בכניסה למלחמה הנוכחית – עשויות כמובן להוביל להתפתחות שונה של האינפלציה ושל יתר המשתנים. נכון לעת כתיבתן של שורות אלו, התפתחות ציפיות האינפלציה בשוק ההון ובקרב החזאים הפיננסיים מתחילת המלחמה, ועמן הערכות הריבית הצפויה, מראות שהמלחמה לא צפויה להביא ללחצי אינפלציה.

מקורות

- Caldara, D. & M. Iacoviello (2022). "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, 112 (4): 1194-1225.
- Caldara, D., S. Conlisk, M. Iacoviello & M. Penn (2022). "Do Geopolitical Risks Raise or Lower Inflation?", Federal Reserve Board of Governors.
- Jordà, Ò. (2005). "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, 95(1), 161-182.

6. מחירי הדיור²⁵

סעיף הדיור, המודד את עלויות שירותי הדיור (שכר דירה), מהווה כרבע ממדד המחירים לצרכן, ועל כן להתפתחויות בו השפעה גדולה על האינפלציה הכוללת. בחודש מאי 2023 הקצב השנתי של עליית מחיר שירותי הדיור הגיע לשיא (7.5%), לאחר שגם בשנת 2022 הם עלו בקצב מואץ (6.3%). מאז מאי ועד המלחמה קצב עלייתו של סעיף הדיור התמתן וחזר לסביבה בה שהה בתחילת שנת 2022.

ניתוח שנערך בבנק ישראל מראה, כי עליית הריבית במשק תרמה תרומה משמעותית לעליית שכר הדירה (שירותי הדיור בבעלות) עד המלחמה.²⁶ במסגרת מנגנון התמסורת הסטנדרטי של המדיניות המוניטרית העלאת ריבית מביאה לצמצום הביקוש המצרפי, ובהמשך זה ממתן את שיעור עליית המחירים במשק. עם זאת, עבור שכר הדירה קיים מנגנון תמסורת נוסף, הפועל בכיוון ההפוך: הידוק מוניטרי מביא לייקור המשכנתאות, דבר המקשה על רכישת דירות; על כן חלק מהביקוש לרכישת דירות מוסט אל שוק השכירות, וכתוצאה מכך שכר הדירה עולה בטווח הקצר.²⁷ בטווח הבינוני, ההשפעה הסטנדרטית של העלאת הריבית על שכר הדירה הופכת לדומיננטית ופועלת להתמתנותו. העובדה שהשנה ירידות המחירים התמקדו בעיקר באזורי הביקוש במרכז הארץ, ולו בעלייה של מלאי הדירות החדשות הלא מכורות (להרחבה ראו פרק ח'), תומכת בהשערה בדבר ירידת הביקוש לרכישת דירות. בהתאם לממצאי הניתוח, עליית הריבית השנה תרמה לעלייה מצטברת של כ-2% בשכר הדירה עד סוף חודש ספטמבר, כמחצית מקצב העלייה השנתי של שכר הדירה באותה העת. גורם נוסף שפעל לעליית שכר הדירה הוא גידול העלייה לישראל מאז פרוץ מלחמת רוסיה-אוקראינה.

מאז תחילת מלחמת "חרבות ברזל" נרשמו ירידות של מחיר שירותי הדיור, 0.4% בכל אחד מהחודשים אוקטובר ונובמבר, מה שהביא לירידה משמעותית של קצב העלייה השנתי (3.9%). רכיב שירותי הדיור בבעלות הדיירים, הנאמד באמצעות חוזי שכירות חדשים ומתחדשים, ירד יותר, 0.7% במדד חודש נובמבר. הירידה, ככל הנראה, נבעה מסנטימנט שלילי של משקי הבית בעקבות המלחמה, ירידה (זמנית) בביקוש של אנשים שגויסו למילואים ושל סטודנטים שדחו את מעבר הדירה עקב הדחייה בפתיחת שנת הלימודים באוניברסיטאות, וייתכן שבחלק מהערים – גם מגידול היצע הדירות עקב הסטה של דירות מהשכרה לטווח קצר לתיירים אל שוק השכירות למגורים. אינדיקציה לעלייה של החיכוכים בשוק השכירות בזמן המלחמה התקבלה ממספר המודעות המקוונות. עם פרוץ המלחמה ירד מספר המודעות במרבית האזורים בארץ, אך בהמשך הייתה עלייה, ומספרן חזר לרמה האופיינית לפני המלחמה. בחודש דצמבר סעיף הדיור בבעלות שב לעלות, אך בהסתכלות שנתיית קצב העלייה, המשיך להתמתן והגיע ל-3.1% בלבד.

הקצב השנתי של עליית מחיר שירותי הדיור הגיע במאי לשיא (7.5%), מאז מאי ועד המלחמה הקצב התמתן.

מאז תחילת מלחמת "חרבות ברזל" נרשמו ירידות של מחיר שירותי הדיור בכל אחד מהחודשים אוקטובר ונובמבר, מה שהביא לירידה משמעותית של קצב העלייה השנתי.

²⁵ סעיף זה סוקר את התפתחות עלויות שירותי הדיור (שכר דירה) שבמדד המחירים לצרכן. לניתוח התפתחות מחירי הדירות ראו פרק ח' בדוח זה.

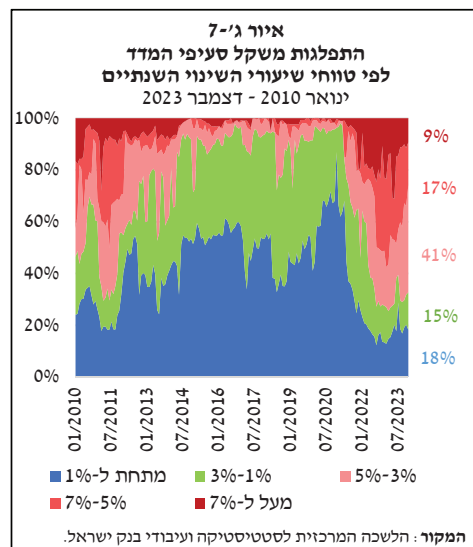
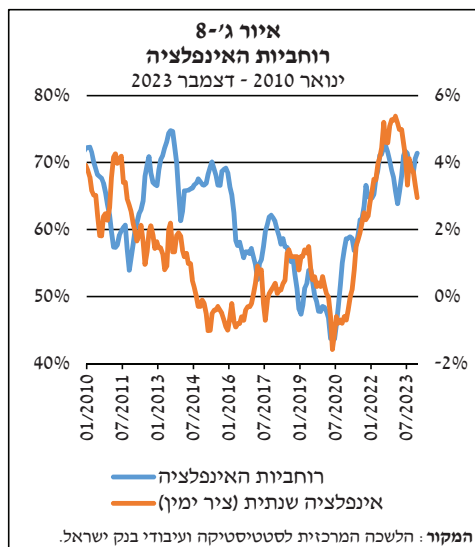
²⁶ רכיב שירותי הדיור בבעלות מהווה כ-70% מסעיף הדיור וזוקף את שכר הדירה שבעלי דירות היו מקבלים בשוק השכירות בהתבסס על חוזי שכירות חדשים ומתחדשים.

²⁷ ישנן עדויות שהידוק מוניטרי בארה"ב מעלה את שכר הדירה ומוביל לאפקט התחלופה בין דיור בבעלות לדיור בשכירות ראו: Dias, D. A., Duarte, J. B., 2019. "Monetary Policy, Housing Rents, and Inflation Dynamics", Journal of Applied Econometrics 34(5), pp. 673-687. בין שוק השכירות והדיור בבעלות לאחר הידוק מוניטרי נמצאו גם עבור איטליה, גרמניה ושווייץ: Koeniger, W., Lennartz, B., Ramelet, M. A., 2022. "On the Transmission of Monetary Policy to the Housing Market," European Economic Review 145(3). מנגד, מאמר אחר מצא שהידוק מוניטרי מוריד את שכר הדירה בארה"ב: FRBSF, Liu, Z., Pepper, M., 2023. "Can Monetary Policy Tame Rent Inflation?" Economic Letter, 2023-04.

ב. מאפייני האינפלציה בישראל

בשנת 2023 האינפלציה
כבר הקיפה מוצרים
ושירותים רבים, והובלה
על ידי ביקושים חזקים
למוצרים ושירותים בלתי
סחירים.

כשהאינפלציה בישראל החלה לעלות, בשנת 2021, עלייתה התבטאה בעיקר במחירי המוצרים הסחירים (איור ג'-2) ונבעה בעיקר מהתפתחויות גלובליות.²⁸ במהלך 2021 ו-2022 האינפלציה בישראל ניכרה יותר ויותר בסעיפי המוצרים והשירותים הבלתי סחירים. בשנת 2023 האינפלציה כבר הקיפה מוצרים ושירותים רבים והובלה על ידי ביקושים חזקים למוצרים ושירותים בלתי סחירים. משקל סעיפי המדד שעלו בקצב גבוה מהגבול העליון של היעד היה בממוצע כ-70%, עלייה משמעותית בהשוואה לתחילת שנת 2022 – 36% (איור ג'-7). התפתחות זו בלטה יותר במדד הבלתי סחירים: משקל הסעיפים שקצב התייקרותם היה גבוה מתחום היעד עמד בממוצע על 80%.



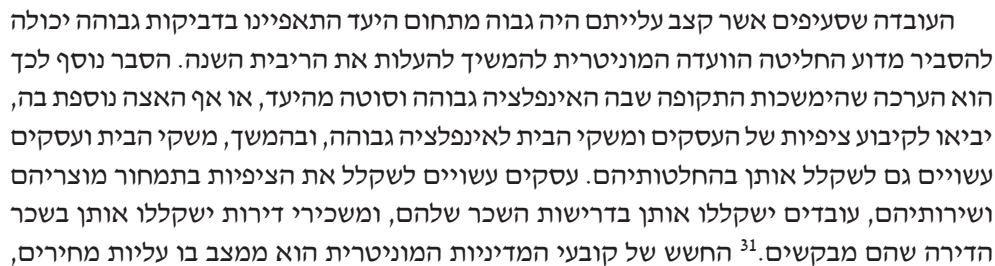
אינפלציה רוחבית נוטה להיות קשה יותר לייצוב, שכן היא נוטה להיתפס כמקיפה ומתמשכת, ולהביא לעליות שכר ולהיזון חוזר למחירים. כדי לאמוד את מידת רוחביותה של האינפלציה ואת השתנותה על פני זמן, בחנו את ההתפתחות המשותפת של סעיפי המדד הראשיים (38) באמצעות ניתוח גורמים ראשיים (Principal Component Analysis) לפי מדגם של חלון נע בן 24 תצפיות חודשיות. האינדיקטור לרוחביות שבו התמקדנו הוא שיעור ההסבר של שני הגורמים הראשיים הראשונים – הגורמים שמסבירים את מרב השונות המשותפת של סעיפי המדד (להלן: "רוחביות האינפלציה").

במהלך 2023 האינפלציה
נותרה רוחבית מאוד.

הניתוח מלמד שבשנת 2016 התחילה מגמת ירידה ברוחביות האינפלציה, ושיעור ההסבר של שני הגורמים הראשונים התמתן מ-65% לפחות מ-50% (איור ג'-8). בסוף המחצית השנייה של 2020, המועד בו האינפלציה התחילה לעלות, רוחביות האינפלציה הגיעה לשפל של כ-45% בלבד. יחד עם העלייה בסביבת אינפלציה, הרוחביות שבה ועלתה, ובמחצית השנייה של 2022 היא הגיעה ל-70% בממוצע. במהלך 2023 האינפלציה נותרה רוחבית מאוד.

²⁸ להרחבה ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2021.

בתחילת שנת 2023
התגלו סימנים שלפיהם
האינפלציה בישראל
"דביקה".



הסימנים שלפיהם
האינפלציה "דביקה"
יכולים להסביר מדוע
הוועדה המוניתרית
המשיכה להעלות
את הריבית השנה.
הסבר נוסף הוא חשש
מקיבוע ציפיות גבוהות
לאינפלציה.

31 בחינה של שיעור חוזי שכר הדירה הצמודים למדד המחירים, שאותו אומדת הלמ"ס, מראה כי לעת עתה שיעורם של אלה נזיח, כ-1.2% מתוך מלאי החוזים בספטמבר 2023, בהשוואה ל-0.55% לפני האצת האינפלציה.

גם אם זמניות במהותן, מובילות להיזון חוזר ולעליות מחירים נוספות.³² כתוצאה מכך עלות מיגור האינפלציה, במונחי פגיעה בפעילות, תהיה גבוהה יותר. לכן חשוב למגר את האינפלציה לפני שהיא מתקבעת.

בתיבה ג'-2 אנו מציגים עדויות שלפיהן מאז שהאינפלציה בישראל חרגה מתחום היעד עלה הקשב של משקי הבית לאינפלציה, מה שמעלה חשש כי הדבר יתבטא בהפנמת האינפלציה הגבוהה בציפיות ובהתגברות ערוץ ההיזון החוזר של האינפלציה.

תיבה ג'-2: הקשב של משקי הבית בישראל לאינפלציה והשפעתו על ציפיותיהם¹

- אחת ההשלכות של אינפלציה גבוהה וממושכת היא עלייה של הקשב לשינויי מחירים, ולכן מתן משקל גדול יותר לאינפלציה בקבלת החלטות.
- אנו מוצאים עדויות מסוימות אשר לפיהן מאז שהאינפלציה השנתית חרגה מהגבול העליון של היעד, עלה הקשב של משקי הבית לאינפלציה, והחל להתבסס קשר בין שינויי המחירים במהלך החודש לבין ציפיות משקי הבית לאינפלציה.

1. מבוא

אחת ההשלכות של אינפלציה גבוהה וממושכת היא עלייה של הקשב (Attention), כלומר עלייה של המודעות ותשומת הלב של משקי בית ופירמות לשינויי המחירים בכלכלה ושל הפנמתם.² המונח "קשב לאינפלציה" במובן הכלכלי מתייחס למצב שבו הפרטים במשק עוקבים מקרוב אחר מידע על האינפלציה ועל האינפלציה הצפויה. ניתן להניח שככל שתקופת האינפלציה הגבוהה מתארכת עולה ההסתברות לעלייה בקשב של משקי הבית לאינפלציה.³ עוד ניתן להניח שכאשר הקשב חוצה סף מסוים, האינפלציה תובא בחשבון בקבלת החלטות, וכתוצאה מכך עליות מחירים, גם אם זמניות במהותן, יובילו להתמדתם של תהליכים אינפלציוניים.

תיבה זו בודקת אם הקשב של הציבור בישראל לאינפלציה גבר בשנתיים האחרונות, שבהן האינפלציה השנתית חרגה כלפי מעלה מתחום היעד.⁴ בפרט, אנו בודקים אם יש קשר בין שינויי המחירים החודשי ופרסומו לציבור לבין ציפיות משקי הבית לשנה.

2. סקירת ספרות ומוטיבציה

בספרות הכלכלית האמפירית נמצא כי במדינות בעלות היסטוריה ארוכה של אינפלציה נמוכה ויציבה עסקים ומשקי בית מתאפיינים בקשב נמוך (inattention) לשיעור האינפלציה ולמדיניות המוניטרית (Candia et al., 2023). בפרט

¹ תודה לנורית דוברין ואיילת מזרחי, מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה על הסיוע והכנת הנתונים הפרטניים של סקר אמון הצרכנים.

² להרחבה ראו (Blinder et al. (2024), Weber et al. (2023).

³ ראו נאום יו"ר הפד ג'רום פאוול מכנס ג'קסון הול 2022 – לינק:

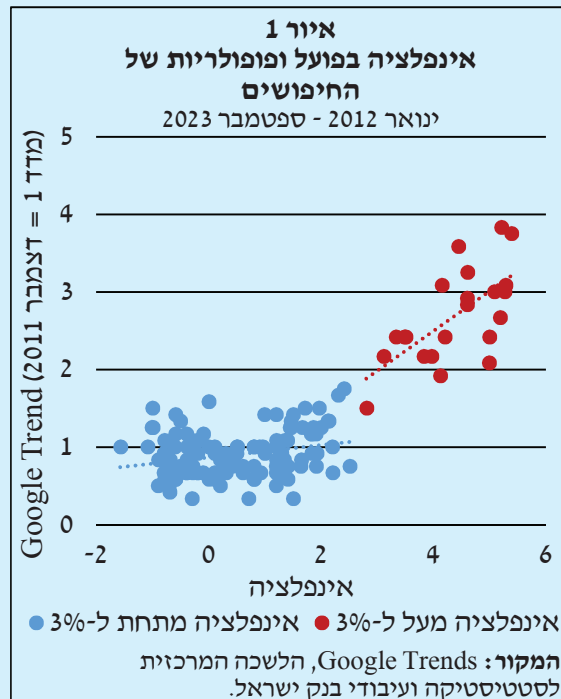
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

⁴ Gorodnichenko, Kutai, and Melnick (2023) מוצאים עדות לקשב אצל פירמות בישראל בשנים 2001–2018 – לפני גל האינפלציה האחרון. הם מוצאים שפירמות מעדכנות את ציפיותיהן לאינפלציה בעקבות הפתעות במדד המחירים.

³² לדיון תיאורטי ראו תיבה א'-2 בפרק א' של דוח בנק ישראל לשנת 2022.

נמצא כי במקרים רבים הם אינם יודעים מהם שיעורי האינפלציה השנתית, יעד האינפלציה ושיעור הריבית של הבנק המרכזי. אחד ההסברים המרכזיים לקשב הנמוך הוא הצלחת המדיניות המוניטרית בשמירה על אינפלציה נמוכה ויציבה, שמייתרת את המעקב אחריה. לפי מודלים תיאורטיים של קשב רציונלי (Sims, 2003; Mackowiak and Wiederholt, 2009; ו-Sims, 2010), כאשר האינפלציה נמוכה, יהיה זה אופטימלי לא להקדיש תשומת לב לשינויי מחירים במשק, בשל העלויות הכרוכות במעקב אחר המידע, באיסופו ובניטורו לעומת התועלת הקטנה בכך. לעומת זאת כשהאינפלציה עולה מעל סף מסוים, משתלם לעקוב אחריה.

במצב שבו משקי הבית מגלים רמה גבוהה של קשב לאינפלציה, הדינמיקה של התפתחות המחירים עשויה להשתנות בשלל דרכים. לדוגמה, עלולה להתפתח רגישות של דרישות השכר שמציבים העובדים ושל משכירי הדירות לשינויי המחירים. בין היתר, יכול להתרחב השימוש במנגנוני הצמדה להגנה מהאינפלציה, כלומר מנגנונים לעדכון מחירים בהתאם לאינפלציה בתקופה הקודמת. התפתחויות כאלה עלולות להביא להשתרשות האינפלציה.⁵



מספר מאמרים מצאו עדויות לקשר בין שיעור האינפלציה למידת הקשב לאינפלציה. (Weber et al. (2023 מדווחים כי בסקר משקי הבית (CES) של הבנק המרכזי האירופי (ECB), שנערך בינואר השנה, כ-60% ממשקי הבית דיווחו שהם עוקבים אחרי האינפלציה יותר מאשר בעבר; נמצאו עדויות שלפיהן עליית האינפלציה בשנים האחרונות הובילה לעלייה בקשב.⁶ (Korenok et al. (2023 נוקטים במאמרם גישה אחרת ובודקים את המתאם בין רמת האינפלציה לבין מדד לפופולריות של חיפושים באינטרנט (Google Trend) – הפופולריות היחסית על פני זמן, של המונח "אינפלציה" ושל ציוצים ברשת החברתית X (לשעבר טוויטר). הם מוצאים שבמרבית המדינות קיים שיעור סף לאינפלציה, שמעליו יש קשר חיובי בין האינפלציה לחיפושים באינטרנט, ומתחתיו הקשר לא קיים או חלש יותר. במילים אחרות: הם מוצאים תימוכין להשערה שמשקי בית אינם מגלים קשב לאינפלציה כשהיא נמוכה, ומגלים קשב לאחר שהיא חוצה סף מסוים. במרבית המדינות הסף נע בין 2% ל-4%.

בהתאם לממצאים של Korenok et al. (2023) בחנו את הקשר בישראל בין האינפלציה השנתית לפופולריות החיפושים באינטרנט (Google Trend), וקיבלנו ממצאים

דומים: כשהאינפלציה נמוכה מ-3%, הגבול העליון של יעד האינפלציה, הקשר בין המדדים חלש או אפסי (איור 1), ואילו כשהאינפלציה סוטה מסביבת הגבול העליון, הקשר חיובי וחזק.⁷

⁵ להרחבה ראו תיבה א'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2022.

⁶ הם משלבים סדרה של ניסויים באמצעות סקרים (RCT), על פני מדינות וזמן, בהם חלק מהפרטים מקבלים מידע ציבורי זמין לגבי האינפלציה ומוזהים עדויות לקשב גבוה יותר, שמבטא בעדכון קטן בציפיות כאשר האינפלציה גבוהה יותר. מסקנות דומות התקבלו ב-Cavallo, Cruces and Bracha and Tang (2019) ו-Pfäuti (2023) ו-Perez-Truglia (2017).

⁷ קיבלנו תוצאה דומה ביחס לקשב למדיניות המוניטרית: קשר בין חיפוש באינטרנט של המונח "ריבית בנק ישראל" לשיעור האינפלציה כשהאינפלציה חוצה את הרף של 3%. כנגד זאת, ובהתאם לצפוי, לא נמצא מתאם ביחס למונחים כלכליים אחרים כמו "אבטלה" ו"צמיחה". בדיקה זהה לשנים 2008 עד 2019, מצביעה על תוצאות דומות – קשר חיובי וחלש כשהאינפלציה נמוכה וקשר חזק כשהאינפלציה חוצה את הרף ה-3%.

3. התפתחות המחירים על פני החודש וציפיות משקי הבית לשנה

בסעיף זה אנו בודקים אם העלייה של הקשב לאינפלציה בישראל הגיעה אל הרמה שבה התבסס קשר בין התפתחויות המחירים במשך החודש (שינוי המדד החודשי), או בין פרסומי מדד המחירים לצרכן, לבין ציפיות משקי הבית לאינפלציה לשנה. כדי להשיב על שאלה זו אנו משתמשים בנתוני פרט של "סקר אמון הצרכנים", שעורכת הלמ"ס, לתקופה שמינואר 2012 עד ספטמבר 2023. מדגם הסקר הוא תושבי ישראל אשר נדגמו על ידי הלמ"ס כדי לייצג את כלל האוכלוסייה מעל גיל 21.⁸ הסקר מוזג עם נתונים ממרשם האוכלוסין והסקר החברתי כדי לקבל תמונה רחבה יותר של המשיבים לו. המיקוד שלנו בסקר אמון הצרכנים הוא בשאלה הכמותית על הציפיות לאינפלציה.⁹

סקר אמון הצרכנים הוא סקר חודשי, והמענה עליו נמשך לאורך כל החודש. לכן תשובותיהם של המשיבים בימים שונים לאורך החודש מבוססות על מידע שונה: פרטים שענו על הסקר במועד מאוחר גישתם למידע על התפתחות המחירים באותו החודש – כפי שהם חווים אותם – ועל מדד החודש הקודם רבה מזו של פרטים שענו בשלב מוקדם יותר. אם הקשב של הפרטים לשינויי המחירים נמוך, לא צפויים הבדלים משמעותיים בין פרטים שענו בימים הראשונים של החודש לאלה שענו בימים האחרונים שלו. לעומת זאת אם הקשב גבוה נצפה למצוא הבדלים בין קבוצות משיבים בהלימה להתפתחויות המחירים בתקופה שבה ניתנו התשובות ולמידע החדש שהיה גלום במדד המחירים של החודש החולף; זאת מפני שקבוצת המשיבים בחלקו המאוחר של החודש נהנתה מגישה למידע שלא היה ידוע לקבוצה הראשונה. לצורך הניתוח אנו מפרקים את שינוי מדד המחירים לצרכן בפועל בכל חודש לשני רכיבים. הרכיב שבאמצעותו אנו מתארים את תוספת המידע הפוטנציאלית שעומדת לרשות המשיבים בחלק המאוחר של החודש הוא הפער בין המדד הרשמי לאותו החודש, כפי שיפורסם ב-15 בחודש העוקב, לבין התחזיות לגביו, שהיו ידועות באמצע החודש הנוכחי.¹⁰ רכיב זה הוא אומדן לשינויי המחירים שחלו בחלקו השני של החודש¹¹ ולא היו ידועים למשיבים בתחילתו.¹² נוסף על כך, לשם זיהוי השפעת מדד החודש החולף אנחנו משתמשים בפער בין שינוי המדד שפורסם לחודש החולף לממוצע תחזיות החזאים לפני פרסום המדד. אם הפרטים במשך קשובים לשינויי המחירים, הרכיבים המתארים את תוספת המידע הפוטנציאלית צפויים להשפיע על ציפיותיהם של המשיבים בקבוצה המאוחרת ולא על אלו של הקבוצה המוקדמת. אנו אומדים את המשוואה הבאה:

$$(1) \pi_{i,t}^e = \beta_0 + \beta_1 T_{i,t}^{15} + \beta_2 T_{i,t}^c + \beta_3 T_{i,t} \cdot LastCPI Unexp_t + \beta_4 T_{i,t}^c \cdot PriceSecondHalf_t + \gamma_t + \bar{X}_i + \varepsilon_{i,t}$$

הן ציפיות האינפלציה לשנה של פרט i בחודש t .¹³ $T_{i,t}^{15}$ הוא משתנה דמי לזמינות המידע על המדד החולף, כלומר לשייכות לקבוצה שענתה במחצית השנייה של החודש. $T_{i,t}^c$ הוא משתנה רציף בין 0 ל-1 שמשקף את שיעור המידע, שינוי המחירים במחצית השנייה, שזמין לו: מי שענה במחצית הראשונה של החודש מקבל ערך 0, וככל שהפרט עונה

⁸ <https://www.cbs.gov.il/he/Surveys/Pages.aspx> סקר-אמון-צרכנים

⁹ המשיבים נשאלים כיצד ישתנו המחירים במשך 12 החודשים הקרובים (יעלו/יירדו, לא ישתנו/ לא ידוע/מסרב). אם נשאל עונה יעלו או יירדו, הוא מתבקש לתת ערך מספרי. שיעור המשיבים שענו תשובה מספרית בטווח "סביר" - מעל 1- ומתחת ל-15% - עלה מ-71% בסוף המחצית הראשונה של שנת 2021 כשהאינפלציה השנתית הייתה קרובה למרכז תחום היעד, ל-82% בסוף שנת 2022 כשהאינפלציה השנתית עלתה מעל ל-5%.

¹⁰ תחזית החזאים למדד המחירים של אותו חודש קלנדרי שדווחו לבנק ישראל זמן קצר לאחר ה-15 של אותו החודש, מועד פרסומו של מדד החודש החולף. הנחת הזיהוי היא שהשינוי במדד שלא השתקף בתחזיות החזאים באמצע החודש מבטא מידע שלא היה זמין למי שענה במחצית הראשונה של החודש.

¹¹ למעשה, השינוי הלא צפוי כולל גם רכיב של הפתעת מדד שתגלה לציבור רק במועד פרסום המדד, ב-15 בחודש הבא, ולכן לא צפוי להשפיע על אף אחת מקבוצות.

¹² שימוש בפער בין תחזיות לפרסום בפועל כאומדן לאינפורמציה מקובל בספרות. לדוגמה (Gürkaynak et al. (2005).

¹³ הציפיות לאחר השמטת תצפיות חריגות (מעל 70% או מתחת ל-70%), וקיטום התצפיות בחמשת האחוזונים העליונים והתחתונים בכל חודש (winsorizing). תוצאות הניתוח ללא קיטום, קיטום של 10% או 1% דומות.

במועד מאוחר יותר במחצית השנייה הערך עולה, בצורה לינארית, עד לערך 1 לפרט שעונה בסוף החודש. $LastCPI_t$ ו- $PriceSecond_t$ הם האומדנים לשינוי הלא צפוי במדד החודש החולף ולהתפתחות המחירים במחצית השנייה של החודש, בהתאמה. הרגרסיות כוללות פיקוח על השפעה קבועה (fixed-effect) לחודש (γ_i) , X_i , הוא וקטור של משתנים מפקחים (המין, המצב המשפחתי, ההשכלה, הדת והגיל). $\varepsilon_{i,t}$ הוא הטעות המקרית. כדי לבדוק אם הקשרים תלויים בשיעור האינפלציה, אנו אומדים את משוואה 1 כאשר מאפשרים השפעות שונות בתקופות שבהן האינפלציה השנתית מעל ל-3% ($high$) ומתחת ל-3% (Low).

לוח 1 - תוצאות			
	(1)	(2)	(3)
$T^c \cdot PriceSecond \cdot high$ (השפעת שינויי מחירים - אינפלציה גבוהה)	5.729*** (2.209)	5.474** (2.208)	
$T^c \cdot PriceSecond \cdot low$ (השפעת שינויי מחירים - אינפלציה נמוכה)	0.226 (0.832)	0.186 (0.830)	
$T^{15} \cdot LastCPI \cdot high$ (השפעת פרסום המדד - אינפלציה גבוהה)	1.402 (1.279)		1.019 (1.280)
$T^{15} \cdot LastCPI \cdot low$ (השפעת פרסום המדד - אינפלציה נמוכה)	0.022 (0.593)		0.016 (0.594)
T^c (שיעור המידע הזמין על המחירים)	-0.503* (0.269)	-0.237 (0.163)	
T^{15} (זמינות למידע על מדד החודש החולף)	0.191 (0.152)		-0.022 (0.093)
$T^c \cdot high$ - שיעור מידע נגיש - אינפלציה גבוהה	0.886 (0.752)	0.430 (0.491)	
$T^{15} \cdot high$ - זמינות מידע על מדד החודש החולף - אינפלציה גבוהה	-0.424 (0.433)		0.013 (0.285)
מספר תצפיות	33,371	33,371	33,371
Adj. R ²	0.196	0.196	0.196
Controls & Time FE	+	+	+

Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

התוצאות שקיבלנו מלמדות שכאשר האינפלציה השנתית גבוהה מ-3%, עלייה בלתי צפויה של מדד החודש הנוכחי, שאנו מניחים כי היא משקפת עליית מחירים במחציתו השנייה של החודש, מביאה לעלייה חיובית ומובהקת סטטיסטית של הציפיות לשנה. עליית מחירים חודשית בשיעור של 0.1 נק' אחוז מביאה לעלייה של כחצי נק' אחוז בציפיות לשנה, כלומר משקפת ציפייה לעליות נוספות בחודשים הבאים (עמודה 1). לעומת זאת, ההשפעה של פרסום מדד החודש החולף אינה מובהקת. התוצאות נותרות דומות כאשר נערכת בחינה נפרדת של שתי ההשפעות (עמודות 2 ו-3). בסיכום, התוצאות מראות שבישראל פרטים קשובים לאינפלציה כאשר זו סוטה מהגבול העליון של היעד, בדומה לממצאים בעולם. אנו מוצאים כי

בשנתיים האחרונות התקופה שבה האינפלציה סתה מתחום היעד, התפתחויות המחירים במשך החודש השפיעו על ציפיות האינפלציה של משקי הבית: עלייה במחירים הביאה לעלייה בציפיות, ולהפך. במצב שבו האינפלציה נמוכה לא נמצא קשר כזה. הימשכותם של תהליכים אלה יכולה לגרום ששיעור האינפלציה בפועל יובא בחשבון בהחלטות כלכליות, מצב שבעטיו עליות מחירים, גם אם זמניות במהותן, עלולות להביא להיזון חוזר ולהאצה של התהליכים האינפלציוניים.

מקורות

Bracha, Anat, and Jenny Tang (2019). "Inflation Levels and (In)Attention", Federal Reserve Bank of Boston Working Paper 2019–14.

Candia, Bernardo, Olivier Coibion and Yuriy Gorodnichenko (2023). "The Macroeconomic Expectations of Firms" Handbook of Economic Expectations. Academic Press, pp. 321–353.

Cavallo, Alberto, Guillermo Cruces and Ricardo Perez-Truglia (2017). "Inflation Expectations, Learning, and Supermarket Prices: Evidence from Survey Experiments" *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9 (3): 1–35.

Gorodnichenko, Yuriy, Ari Kutai, and Rafi Melnick (2023). "Information and the Formation of Inflation Expectations by Firms: Evidence from a Survey of Israeli Firms". No. w31507. *National Bureau of Economic Research*.

Gürkaynak, Refet S., et al. (2005). "The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models", *The American Economic Review*, 95, no. 1, 425–436.

Korenok, Oleg, David Munro and Jiayi Chen (2023). "Inflation and Attention Thresholds", *Review of Economics and Statistics* (2023): 1-28.

Mackowiak, Bartosz and Mirko Wiederholt (2009). "Optimal Sticky Prices under Rational Inattention", *American Economic Review* 99 (3): 769–803.

Pfauti, Oliver (2023). "Inflation – Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention", Manuscript.

Sims, Christopher A. (2003). "Implications of Rational Inattention" *Journal of Monetary Economics*, 50(3): 665–690.

Sims, Christopher A. (2010). "Rational Inattention and Monetary Economics" in *Handbook of Monetary Economics*, ed. by B. M. Friedman and M. Woodford, Amsterdam: Elsevier, vol. 3.

Weber, M., B. Candia, T. Ropele, R. Lluberas, S. Frache, B.H. Meyer, S. Kumar, Y. Gorodnichenko, D. Georgarakos, O. Coibion and G. Kenny (2023). "Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low and High-Inflation Settings", (No. w31485). *National Bureau of Economic Research*.

2. המדיניות המוניטרית

א. צעדי המדיניות עד תחילת המלחמה

במהלך שנת 2023 המשיכה המדיניות המוניטרית להתמודד עם אינפלציה מעל תחום היעד על רקע רמת פעילות איתנה של המשק ושוק עבודה הדוק, בדומה למרבית הבנקים המרכזיים בעולם. כדי לרסן את האינפלציה העלתה הוועדה המוניטרית את הריבית מינואר עד מאי בארבע פעימות: שתי פעימות של 0.5 נק' האחוז ושתי פעימות נוספות של 0.25 נק' האחוז, מרמה של 3.25% בסוף שנת 2022 עד לרמה של 4.75% במאי 2023. מאז חודש מאי ועד סוף השנה הושארה הריבית ללא שינוי. העלאות הריבית השנה, בישראל ובעולם, היו המשך ישיר של תהליך הריסון המוניטרי בשנת 2022, ובמהלכה ריבית בנק ישראל הועלתה משיעור של 0.1% בחודש אפריל 2022 ועד ל-3.25% בדצמבר. זאת בהמשך לצעדים שננקטו בישראל בשנת 2021, שבה הופסקו התוכנית לרכישות אג"ח והשימוש בשאר הכלים המיוחדים שהופעלו במהלך משבר הקורונה. תהליך העלאת הריבית בישראל החל מוקדם יותר ביחס למועד חריגת האינפלציה מיעדה בהשוואה לתחילתו במדינות אחרות (ראו איור א'-7 בפרק א').

קצב העלאות הריבית הואט בשנת 2023 על רקע רמת הריבית הגבוהה והתבססותה ברמה מרסנת דיה והתרבות הסימנים להתמתנות קצב האינפלציה. בפרט, קצב עלייתו של מדד הבלתי סחירים לשישה חודשים, מנוכה עונתיות, ירד בהתמדה מאז סוף 2022. הואיל והשפעת הצמצום המוניטרי מתבטאת בפיגור, העריכה הוועדה שהשפעת תהליך ההידוק המוניטרי נמשכה, במיוחד לאור העלייה של הריבית הריאלית. כנגד זאת, התרבות האינדיקציות כי האינפלציה נתמכת בגורמי

קצב העלאות הריבית
הואט בשנת 2023,
על רקע רמת הריבית
הגבוהה והתבססותה
ברמה מרסנת דיה יחד
עם התרבות הסימנים
להתמתנות קצב
האינפלציה.

ביקוש מקומיים חזקים, כי היא מסתמנת כ"דייקה" ורוחבית, היחלשותו של השקל, שפעלה לעליית המחירים המקומיים, והחשש להתערערות היציבות בשווקים הפיננסיים כתוצאה מעלייה משמעותית בפרמיית הסיכון של המדינה מסבירים מדוע בחרה הוועדה המוניתרית להותיר את הריבית ברמה גבוהה.³³ יתירה מזאת, בהחלטות הריבית בחודשים יולי וספטמבר ציינה הוועדה כי היא רואה היתכנות לא מבוטלת להמשך ההעלאה של הריבית בהחלטותיה הבאות. במקביל ועד המלחמה נמשכה הפעילות הריאלית ברמה גבוהה, והתוצר צמח בקצב נאה; אלה הצביעו על "נחיתה רכה" – התכנסות של האינפלציה ליעד ללא פגיעה חמורה בפעילות – בדומה למצב במדינות רבות בעולם. שוק העבודה היה בסביבת תעסוקה מלאה, והשכר הריאלי עלה. נוסף על כך פעלה המדיניות התקציבית של הממשלה בהלימה למדיניות המוניתרית המצמצמת, ובפרט, הסכמי השכר שנחתמו במגזר הציבורי עלו בקנה אחד עם ריסון האינפלציה והחזרתה לתחום היעד. הערכת המצב במהלך השנה הייתה שמגמת הפיחות בשקל, וההאצה בסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן מעכבות את התכנסות האינפלציה לתחום היעד. לאורך השנה, עד המלחמה, עלו התשואות הדולריות של אג"ח ממשלת ישראל לעומת אלה של ארה"ב, ושוק ההון הישראלי אופייני בביצועי חסר לעומת שוקי ההון בחו"ל. כמו כן, תחזית דירוג האשראי של מודייס הופחתה, ופרסומים בדבר אי-הוודאות והסיכונים בישראל הופצו מצד סוכנויות דירוג אחרות, קרן המטבע וה-OECD. אלה, לצד אינדיקציות נוספות, חיזקו את תפיסת הוועדה המוניתרית כי פיחות השקל שיקף עלייה בפרמיית הסיכון של ישראל. זאת על רקע האפשרות לשינויי חקיקה משמעותיים הנוגעים למערכת המשפט, אשר עלולים להשפיע על הכלכלה.

הערכת המצב במהלך השנה הייתה שמגמת הפיחות בשקל מעכבת את התכנסות האינפלציה לתחום היעד. תפיסת הוועדה המוניתרית הייתה כי הפיחות שיקף עלייה בפרמיית הסיכון, על רקע התקדמות בשינויי חקיקה משמעותיים הנוגעים למערכת המשפט.

ב. צעדי המדיניות לאחר תחילת המלחמה

עם פרוץ המלחמה התמקדה מדיניות הוועדה המוניתרית בייצוב השווקים והפחתת האי-וודאות, כדי למנוע חוסר יציבות פיננסית, שעלול לפגוע בפעילות הכלכלית ולגרום לעלייה חדה של האינפלציה. זאת לצד הקלות ממוקדות בתנאי האשראי למשקי בית ועסקים שנפגעו באופן חמור מהמשבר. הוועדה המוניתרית בחרה להפעיל שילוב של כלים מוניתריים כדי להתמודד עם האתגרים שמציבה המלחמה.

עם פרוץ המלחמה התמקדה הוועדה המוניתרית בייצוב השווקים ובהפחתת האי-וודאות, לצד הקלות ממוקדות בתנאי האשראי למשקי בית ועסקים שנפגעו באופן חמור מהמשבר.

מייד עם תחילת המלחמה נרשם פיחות חד בשקל. לצורך ייצוב השווקים הכריז בנק ישראל, עוד לפני שעות המסחר העיקריות בבוקרו של ה-9 באוקטובר, יום המסחר הראשון במט"ח לאחר תחילת המלחמה, על תוכנית למכירת מט"ח בהיקף של עד 30 מיליארדי דולרים מתוך יתרות המט"ח, שעמדו על כ-200 מיליארדי דולרים. במסגרת התוכנית הצהיר הבנק כי יפעל בשוק ככל שיירש כדי למתן את התנודות בשער השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים הפיננסיים. נוסף על כך הודיע הבנק על אספקת נזילות לשוק, באמצעות מנגנוני עסקאות SWAP בשוק המט"ח בסכום של עד 15 מיליארדי דולרים, בהתאם לצורך. לפירוט צעדי בנק ישראל ראו פרק א' בדוח זה.

בסוף אוקטובר, על רקע פעילות בנק ישראל בשוק המט"ח – מכירת מט"ח ועסקאות החלף בהיקף נרחב של כ-8.2 ו-0.4 מיליארדי דולרים, בהתאמה – וההערכה דאז שלא תיפתחנה חזיתות משמעותיות נוספות במלחמה, התייצב שער החליפין של השקל, ובהמשך התחזק השקל אל מעבר לרמתו לפני המלחמה. בנובמבר מכר בנק ישראל מט"ח בהיקף מצומצם יותר של 338 מיליוני דולרים, ובדצמבר לא מכר מט"ח, ויחס היתרות לתוצר המקומי עמד בסוף השנה על 39.5%. נוסף

³³ להרחבה לגבי החשש מעלייה בפרמיית הסיכון, ראו ניתוח ההשלכות הכלכליות האפשריות שפורסם במסגרת תחזית חטיבת המחקר בחודש אפריל. התרחיש בחן את ההשפעה במידה שתהליכי החקיקה בעניין מערכת המשפט אשר קידמה הממשלה ילוו בעליית פרמיית הסיכון של המדינה, בפגיעה ביצוא, ובירידה של ההשקעות המקומיות ושל הביקוש לצריכה פרטית.

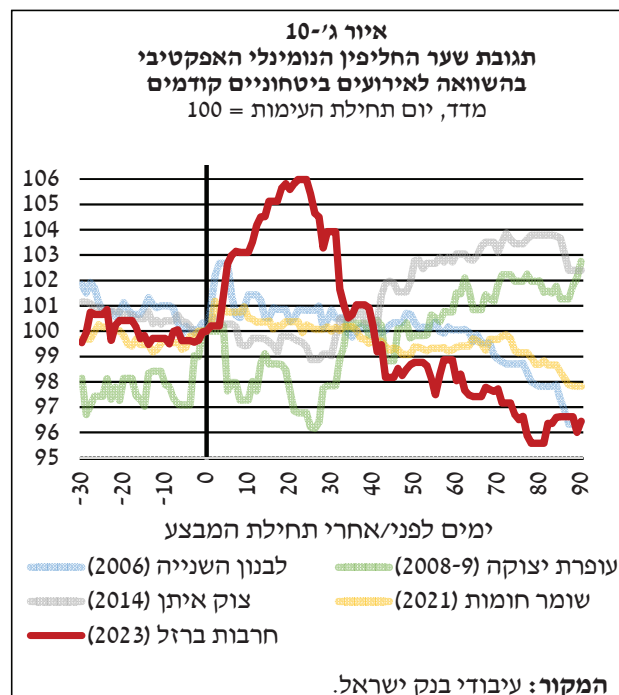
על הצעדים שננקטו בשוק המט"ח הפעיל בנק ישראל תוכנית של עסקות ריפו לאג"ח ממשלתיות וקונצרניות, שמטרתן אספקת נזילות שקלית לגופים מוסדיים ולקרנות נאמנות.³⁴ צעדים אלו סייעו לייצוב השווקים הפיננסיים, מעבר לייצוב שוק המט"ח.

לאחר תחילת המלחמה עמדו בפני הוועדה המוניטרית שיקולים התומכים בהפחתת הריבית ושיקולים התומכים בהותרת הריבית בעינה. פגיעת המלחמה בפעילות הכלכלית, החשש מקריסת עסקים והצורך באספקת אשראי זמין בריבית נמוכה כדי לסייע לעסקים ולמשקי הבית היו שיקולים התומכים בהורדת הריבית. כנגד זאת עמדו השיקול של שמירה על היציבות בשווקים, ובפרט בשוק המט"ח, וכן חשש מהאצה נוספת באינפלציה, בשל הפיחות הניכר בתחילת המלחמה, שתרים לעלייה נוספת של המחירים. יתר על כן, משבר פיננסי – אילו התפתח – היה עלול לפגוע באופן משמעותי ומתמשך בפעילות הכלכלית. אלה היוו שיקולים שתמכו בהותרת הריבית בעינה. נוסף על כך, ככל שמגבלות ההיצע שנבעו מהמלחמה נעשו כובלות, לא היה מקום, באותו שלב, לעודד את הביקושים באמצעות הפחתת הריבית. לכן החליטה הוועדה לתת משקל מכריע לשיקולים היציבותיים בתחילת המלחמה ולפעול בכלי מדיניות אחרים כדי לתת מענה נקודתי לצורכי האשראי.

מספר אינדיקטורים הצביעו על עלייה באי-הוודאות והרעה בסיכונים ליציבות הפיננסית לאחר השבעה באוקטובר: ירידות שערים חדות במדדי המניות, פיחות ניכר של השקל ועלייה של סטיית התקן הגלומה באופציות מט"ח. נוסף על כך עלו תשואות האג"ח הממשלתיות הארוכות ומרווחי איגרות החוב הקונצרניות במקביל להתגברות של תנודתיות המחירים ומרווחי הקנייה-מכירה בשוקי האג"ח, וכן נרשמה עלייה חדה במספר אינדיקטורים לסיכון המדינה: מחיר ה-CDS של מדינת ישראל לעשר שנים עלה בכ-60 נקודות בסיס (ממוצע אוקטובר לעומת ממוצע ספטמבר), ופער התשואות הדולריות בין אג"ח של ממשלות ישראל וארה"ב לעשר שנים עלה בכחצי נק' האחוז. תגובת השווקים הפיננסיים למלחמה הייתה עוצמתית גם בהשוואה לאירועים ביטחוניים

קודמים בשני העשורים האחרונים (איור ג'-10). בעוד שהאינדיקטורים לסיכון המדינה נותרו גבוהים, מרבית האינדיקטורים מהשווקים הפיננסיים שבו לרמתם לפני המלחמה. להרחבה ראו דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2023.

כאמור, החליטה הוועדה המוניטרית באוקטובר ובנובמבר לא להוריד את הריבית במטרה לשמור על היציבות ולהחזיר את הוודאות לשווקים, ואולם במקביל הוחלט על הפעלת כלים מוניטריים ממוקדים כדי להתמודד עם האתגרים. הוועדה המוניטרית החליטה לסייע



³⁴ באוקטובר בוצעו עסקות ריפו בהיקף של 95 מיליוני שקלים. בחודשים נובמבר ודצמבר לא בוצעו עסקאות.

לעסקים קטנים וזעירים שנפגעו כתוצאה מהמלחמה, ולאפשר להם לקבל אשראי בתנאי ריבית משופרים, על אף הסיכון הגלום במתן אשראי לעסקים אלו באותה העת.³⁵ צעד זה התווסף על מתווה רוחבי, אשר קידם הפיקוח על הבנקים שבבנק ישראל, לדחיית החזרי הלוואות של משקי בית לבנקים ולחברות כרטיסי האשראי ועל צעדי הממשלה כדוגמת הפעלת קרנות הלוואות בערבות המדינה. להרחבה בנושא הצעדים שנקטו בשוק האשראי והשפעתם ראו פרק א' ופרק ד' בדוח זה ודוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של שנת 2023.

במבט לעתיד הצהירה הוועדה בחודש נובמבר כי ככל שהיציבות בשווקים הפיננסיים תתבסס, וסביבת האינפלציה תוסיף להתמתן אל עבר טווח היעד, תוכל המדיניות המוניטרית להתמקד יותר בתמיכה בפעילות הכלכלית. הצהרה זו תאמה את הירידה של תוואי הריבית הצפוי מאז תחילת המלחמה. ביחס לציפיות לפני המלחמה ירדו הציפיות לגבי תוואי הריבית ירידה חדה – נצפתה הפחתת ריבית של 125 נקודות בסיס במהלך השנה הקרובה. חלק מהירידה הצפויה של הריבית אינו קשור, כנראה, להשפעות המלחמה, ונבע מהתפתחויות גלובליות, כפי שעולה מירידת הריביות הצפויות של הבנקים המרכזיים בעולם. אולם אנו מעריכים כי ההשפעות המקומיות מסבירות את חלק הארי של הירידה הצפויה בריבית.³⁶ בחודש ינואר 2024, על רקע ההשלכות הכלכליות המשמעותיות של המלחמה על הפעילות והמשך הירידה של קצב האינפלציה לתחום היעד, הורידה הוועדה את הריבית בשיעור של 0.25 נק' האחוז, לרמה של 4.5%.

במבט לעתיד הצהירה הוועדה המוניטרית בנובמבר כי אם היציבות בשווקים הפיננסיים תתבסס, וסביבת האינפלציה תוסיף להתמתן, תוכל המדיניות להתמקד יותר בתמיכה בפעילות הכלכלית. בחודש ינואר 2024 הורידה הוועדה את הריבית לרמה של 4.5%.

ג. מידת הריסון המוניטרי

כפי שתואר לעיל העלתה הוועדה המוניטרית את ריבית בנק ישראל השנה בשיעור ניכר, מ-3.25% בתחילתה ל-4.75% בסופה, המשך להעלאות הריבית ב-2022. כדי לבחון את מידת הריסון המוניטרי שנגזר מצעדי המדיניות ניתן להסתכל על שיפוע עקום התשואות הריאליות (פורורד) בטווח הקצר-בינוני; ככל שהשיפוע שלילי יותר המדיניות מרסנת יותר.³⁷ התשואות הריאליות לטווחים אלה משפיעות על החלטות הצריכה וההשקעה של הציבור, וגם מושפעות מצעדי המדיניות המוניטרית, הן באופן ישיר, דרך ההשפעה על התשואות הנומינליות, והן באופן עקיף, דרך ההשפעה על ציפיות הציבור לאינפלציה. עם זאת יש לסייג ולציין שהעקום מושפע מפרמיית סיכון, שוודאי עלתה בטווח הקצר בשל המלחמה.

איור ג'-11 א' מראה כי עד המלחמה עקומי התשואות הנומינליות והריאליות עלו בחצי נק' אחוז עד נק' אחוז ביחס לעקומים של סוף 2022.³⁸ הציפיות לאינפלציה, שמשתקפות בפער בין העקום הנומינלי לריאלי, לא השתנו משמעותית, ועמדו על כ-2.5% בטווח של שנה עד עשר שנים.³⁹ השיפוע השלילי של עקום התשואות הריאלי הפך, עד המלחמה, לתלול יותר במידה ניכרת, לאחר שהיה מתון בסוף שנת 2022. משמע שסביבת הריבית בסוף ספטמבר 2023 הייתה מרסנת יותר מאשר בסוף שנת 2022, בהלימה להתמתנות הביקושים והאינפלציה. אומדן נוסף

סביבת הריבית לפני המלחמה, בסוף ספטמבר 2023, הייתה מרסנת יותר מאשר בסוף שנת 2022.

³⁵ להרחבה ראו: <https://www.boi.org.il/publications/pressreleases/06-11-23/>

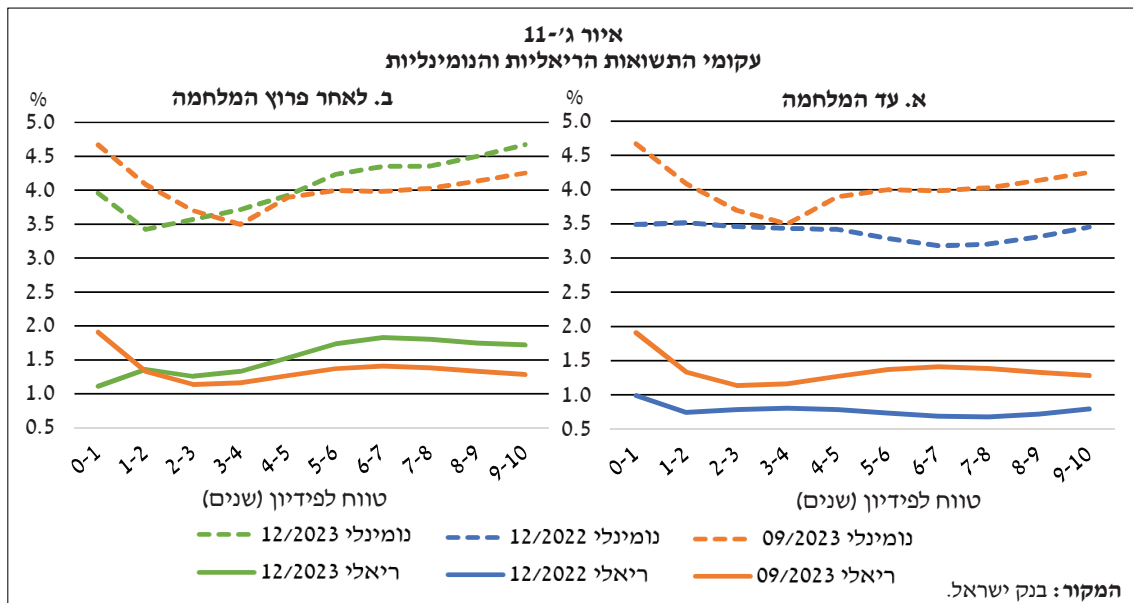
³⁶ בסוף חודש ספטמבר 2023 עמדה ריבית ה-Fed הצפויה לחודש דצמבר 2024 לפי החווים העתידיים על 4.8%, ולכן שיקפה ירידת ריבית של כ-60 נקודות בסיס. בסוף נובמבר הייתה ציפייה לירידה גדולה יותר של כ-100 נקודות בסיס. משמע שבין ספטמבר לנובמבר התעדכנו הציפיות וביטאו ירידה של כ-40 נקודות בסיס – כשליש מהירידה בישראל.

³⁷ בהתאם למסגרת המודל הניאו-קיינסיאני מידת ההרחבה נקבעת כפער בין הריבית לריבית הטבעית – הריבית שהייתה מתקבלת במצב ההיפותטי שבו המחירים והשכר גמישים לחלוטין. (ראו פרק א'). אומדן מקובל לריבית הטבעית היא הריבית הריאלית בטווח הבינוני-ארוך.

³⁸ נציין כי הריביות הנומינליות והריאליות כוללות פרמיית סיכון עתידית.

³⁹ שיטת החישוב של עקומי התשואות שנוקט בנק ישראל מפורטת במאמרם של אנה ברודסקי ונדב שטיינברג (2011). "שדרוג המודל לאמידת עקום התשואות המיושם בבנק ישראל", ניירות תקופתיים 2011.01, בנק ישראל.

לריבית הטבעית מצביע על ממצאים דומים – עלייה משמעותית בריסון המוניטרי מאז סוף שנת 2022 עד המלחמה. (להרחבה ראו פרק א').



לאחר פרוץ המלחמה
סביבת הריבית נהייתה
פחות מרסנת, או אף
מרחיבה.

איור ג'-11-ב' מראה כי מאז תחילת המלחמה ירדו עקומי התשואות בטווח הקצר, והתשואה הריאלית לשנה ירדה בכנקודת אחוז (דצמבר לעומת ספטמבר). שיפוע העקום הפך חיובי מעט; משמע שסביבת הריבית לאחר פרוץ המלחמה פחות מרסנת או אף מרחיבה. בהסתכלות על פני זמן התשואות הריאליות בשוק ההון עלו לרמה חיובית בתחילת 2022, במקביל למגמת העלייה של התשואות בארה"ב. העלאות הריבית בישראל ובארה"ב בשנת 2023 הביאו להמשך העלייה של התשואות הריאליות ולעלייה של עלות האשראי במשק. להרחבה בנושא תרומת המדיניות המוניטרית המרסנת להאטה של גידול האשראי למשקי הבית ולעסקים ראו פרק ד'.

3. בסיס הכסף ומצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף – העלות האלטרנטיבית של החזקת נזילות – ולכן שינויים בה, נוסף על שינויים בפעילות, משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית משמשת כלי מדיניות, הבנק קובע היצע כסף גמיש לחלוטין בריבית שהוא מצהיר עליה, ובסיס הכסף – דהיינו סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל⁴⁰ – נקבע על פי הביקוש שיש לנזילות בריבית של הבנק המרכזי. בסיס הכסף מושפע הן מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל, כגון חשבונות הממשלה, והן מזרמים שהם בשליטתו, כגון רכישת מט"ח ואג"ח והנפקת מק"ם. הבנק סופג נזילות או מזרים אותה כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לשיעור ריבית בנק ישראל.⁴¹

⁴⁰ הבנקים מחויבים להפקיד בפיקדונות עו"ש בבנק ישראל כחלק מחובת הנזילות שלהם.

⁴¹ הוא מתאים את בסיס הכסף לריבית בהתחשב בסך ההזרמות האחרות, וזאת באמצעות פיקדונות נושאי ריבית שהוא מציע לבנקים במרכז, והם אינם נכללים בבסיס הכסף, ובאמצעות הנפקת מק"ם.

בסיס הכסף נותר בסוף שנת 2023 ללא שינוי משמעותי ביחס ליתרה בסוף שנת 2022 – עלייה קלה של כ-60 מיליון ש"ח. קצב הגידול בין חודש דצמבר 2023 לדצמבר 2022 היה 1.6% (לוח ג'-3), נמוך מאוד ביחס לעשור האחרון, אך זאת לאחר גידול משמעותי בשנים 2020 ו-2021.

כמות הכסף, המצרף M1, היא המזומן שבידי הציבור ופיקדונות העו"ש של הציבור בבנקים. המצרף M1 ירד ב-2023 בכ-15%, המשך לירידה מהשנה הקודמת (10%), לאחר שעלה בעקביות בשנים הקודמות (לוח ג'-3). הירידה ב-M1 היא תוצאה הצטמצמות פיקדונות העו"ש של הציבור, בעוד שהמזומן הוסיף לצמוח בקצב גבוה במקצת מזה ששרר לפני משבר הקורונה. במקביל לירידה בפיקדונות העו"ש התרחבו הפיקדונות הנושאים ריבית לטווח של עד שנה בשיעור משמעותי של 17%, לנוכח המשך העלאתה של ריבית בנק ישראל. התפתחות פיקדונות העו"ש ברבעון האחרון מצביעה על האטה בקצב הצמצום – אולי על רקע המלחמה, שהביאה לעלייה בצורכי הנזילות.

לנוכח המשך העלאתה של ריבית בנק ישראל המשיכו פיקדונות העו"ש של הציבור להצטמצם השנה, ובמקביל התרחבו הפיקדונות הנושאים ריבית לטווח של עד שנה.

לוח ג'-3							
שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2019 עד 2023							
3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1	0
M1+פח"ק+ פיקדונות עד שנה בשקלים	פח"ק ⁴	פז"ק ³ עד שנה	פז"ק ³ עד 3 חודשים	M1 ²	עו"ש	המזומן שבידי הציבור	בסיס הכסף ¹
הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד							
6.3	7.0	33.2	-4.0	5.1	5.8	1.8	2.9
26.0	25.9	12.2	24.7	29.4	30.7	23.3	25.8
17.5	23.8	12.6	-3.6	22.0	25.2	6.9	12.6
4.9	-7.9	85.0	34.6	-10.0	-12.9	6.0	3.0
-3.1	-15.5	17.3	24.9	-14.6	-19.8	8.8	1.6
הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם							
2023							
-5.5	-14.4	16.0	3.5	-11.1	-13.5	0.4	-3.1
-1.9	-6.8	4.6	5.8	-5.3	-7.3	3.1	0.4
0.0	-0.7	3.3	7.4	-4.5	-6.2	2.1	0.4
1.6	1.0	-0.3	6.0	0.6	-0.1	2.7	2.8

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

² M1 - המזומן ופיקדונות העו"ש.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי – פיקדון יומי נזיל.

המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.