

# פרק ג'

## האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- « מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2025 ב-2.6 אחוזים – בתוך תחום יעד האינפלציה. זאת לאחר שב-2024 עמדה האינפלציה על 3.2 אחוזים - מעל הגבול העליון של היעד. בניכוי סעיפים תנודתיים והשפעות חד-פעמיות הייתה ההתמתנות חדה יותר. תהליך ההתמתנות היה תנודתי וברוב השנה שהתה האינפלציה מעל הגבול העליון של היעד.
- « על רקע אינפלציה גבוהה מהגבול העליון של היעד בחלק ניכר מהשנה, מגבלות היצע ואיזודאות גיאופוליטית ניכרת, שמרה הוועדה המוניטרית במרבית השנה על הריבית ללא שינוי – ברמה של 4.5 אחוזים. בהינתן מגבלות ההיצע, הייתה הפחתת ריבית מהירה יותר צפויה לתרום רק מעט, אם בכלל, לצמיחה אך להעלות את האינפלציה באופן ניכר.
- « יציבות הריבית במהלך רוב השנה, במקביל לירידה בציפיות לאינפלציה, התבטאה בעליית התשואות הריאליות ובכך תרמה לריסון הביקוש המצרפי ולהתמתנות האינפלציה. בנובמבר, בעקבות התמתנות האינפלציה והציפיות לה ועל רקע הסכם הפסקת האש, הפחיתה הוועדה את הריבית ל-4.25 אחוזים. ייסוף השקל, המשך הרגיעה הביטחונית וסימנים להקלה בהדיקות שוק העבודה הובילו להפחתה נוספת של הריבית בינואר 2026 ל-4.0 אחוזים.
- « להתמתנות האינפלציה תרם במידה רבה הייסוף של השקל, שהושפע מהירידה בפרמיית הסיכון של ישראל בעקבות ההתפתחויות הגיאופוליטיות וצעדי הריסון הפיסקלי שקיזזו חלק מעלויות המלחמה, ומהקצב המתון של הפחתת הריבית. חלק מהייסוף מיוחס גם להיחלשות הדולר בעולם.
- « הציפיות לאינפלציה התכנסו במהלך השנה למרכז תחום היעד ותמכו במיתון האינפלציה בפועל.
- « מגבלות ההיצע בשוק העבודה, לצד הדחף הפיסקלי שנבע בעיקר מהוצאות הביטחון הגבוהות, המשיכו לפעול לעליית האינפלציה ולקזז חלק מהשפעת הגורמים הממתנים. למרות אינדיקציות ראשוניות להקלה מסוימת לקראת סוף השנה, בסופה עדיין הצביעו האינדיקטורים השונים על שוק עבודה הדוק.

4.5%

**רמת הריבית נשמרה**  
במרבית השנה, ולאחר  
הפסקת האש הופחתה



**שוק העבודה**  
**ההדוק** האט את  
ירידת האינפלציה



**התחזקות השקל**  
סייעה להתמתנות  
האינפלציה



**האינפלציה ירדה**  
**השנה ל-2.6%**  
בתוך טווח היעד

## 1. מבוא

בשנת 2025 חזרה האינפלציה לתוך תחום יעד יציבות המחירים – 2.6 אחוזים, לעומת 3.2 אחוזים ב-2024. גורם מרכזי להתמתנות היה הייסוף הניכר של השקל, שנבע במידה רבה מהירידה בפרמיית הסיכון בעקבות ההתפתחויות הגיאופוליטיות וצעדי הריסון הפיסקלי, ומהיחלשות הדולר בעולם. אל מול הייסוף המשיכו לפעול כוחות אינפלציוניים כבדי משקל ובפרט עודף ביקוש על רקע מגבלות ההיצע שיצרה המלחמה, במיוחד בשוק העבודה שנותר הדוק, והדחף הפיסקלי מהוצאות הביטחון. בסביבה כזו, שבה היצע גורמי הייצור מוגבל, הייתה הפחתת ריבית מהירה צפויה לתרום רק מעט לצמיחה, אם בכלל, אך להעלות את האינפלציה באופן ניכר. הוועדה המוניתרית שמרה אפוא על הריבית ברמה מרסנת של 4.5 אחוזים במרבית השנה. הותרת הריבית באותה רמה, במקביל לירידה בציפיות האינפלציה, הביאה לעליית התשואות הריאליות ובכך תרמה לריסון עודפי הביקוש, תמכה בייסוף ומנעה את התממשותם של לחצי הביקוש המקומיים לכדי אינפלציה גבוהה יותר. רק לאחר שהתבססה האינפלציה בתוך תחום היעד, פרמיית הסיכון ירדה והסכם הפסקת האש סימן הקלה אפשרית במגבלות ההיצע החלה הוועדה להפחית את הריבית בהדרגה.

פרק זה פותח בסקירת התפתחות האינפלציה ומכמת את תרומת הכוחות השונים שהשפיעו עליה: שער החליפין, עודף הביקוש, הדיקות שוק העבודה והציפיות לאינפלציה. לאחר מכן דן הפרק במדיניות המוניתרית: בשיקולים שהנחו את הוועדה להותיר את הריבית ללא שינוי במרבית השנה, באופן שבו העלייה בתשואות הריאליות תרמה לריסון הביקושים ולמיתון האינפלציה, ובנסיבות שהובילו להפחתת הריבית לקראת סוף השנה ותחילת 2026. הפרק מסתיים בסקירת ההתפתחויות בבסיס הכסף ובמצרפי הכסף.

## 2. האינפלציה

### א. רקע

בשנת 2025 המשיכה האינפלציה להיות מושפעת במידה רבה מהמלחמה שפרצה באוקטובר 2023. גם השנה נמשכה הפגיעה בהיצע העבודה, בעיקר בשל גיוס המילואים שנותר גבוה עד חתימת הפסקת האש ברצועת עזה (אוקטובר 2025) ובשל המשך העצירה של כניסת פועלים

האינפלציה המשיכה להיות מושפעת במידה רבה מהמלחמה שפרצה באוקטובר 2023.

פלטטינים, שהחלפתם בעובדים זרים הייתה חלקית והדרגתית. השפעת המלחמה על הביקוש המצרפי הייתה ברורה פחות, שכן הוא נפגע ככל הנראה בגלל פרמיית הסיכון הגבוהה אך מנגד גדלו מאוד הוצאות הביטחון, לרבות העברות ממשלתיות נרחבות לאנשי המילואים וקניות מקומיות של הממשלה, שהגדילו את הביקוש המצרפי (ראו תיבה ב-1 בפרק ב'). נוסף על כך, העלייה החדה בשוק המניות תרמה לביקוש דרך השפעתה על רכוש הציבור ("אפקט העושר")<sup>1</sup>.

בעקבות הפגיעה החדה יותר בצד ההיצע היה שוק העבודה הדוק והמשק אופייני בעודף ביקוש מצרפי. במהלך השנה התמתנה פרמיית הסיכון של המשק, עד לרמה הקרובה לרמתה ערב המלחמה. עובדה זו תרמה לייסוף חד של השקל, שנתמך גם בהיחלשות כללית של הדולר בעולם. לוח ג-1 מרכז את האינדיקטורים העיקריים הקשורים לאינפלציה ולמדיניות המוניטרית, בדגש על שנת 2025.

## ב. סקירת התפתחות האינפלציה

בשנת 2025 הסתכמה האינפלציה ב-2.6 אחוזים - בתוך תחום יעד האינפלציה (אזור ג-1). זאת לאחר שבשנת 2024 הסתכמה האינפלציה ב-3.2 אחוזים. התמתנות האינפלציה נבעה בעיקר מהתמתנות הרכיב הסחיר, שמושפע במיוחד משער החליפין וממחיר הנפט ועלה השנה ב-1.4 אחוזים בלבד, בהשוואה ל-2.8 אחוזים ב-2024. לעומתו, הרכיב הבלתי־סחיר עלה בשיעור דומה ל-2024 - 3.4 אחוזים ב-2025 בהשוואה ל-3.5 אחוזים ב-2024.

התפתחות האינפלציה השנתית הושפעה גם מצעדי מיסוי ואסדרה (רגולציה) של הממשלה, ובפרט מעליית המע"מ בנקודת אחוז בינואר 2025. עלייה זו הובילה בינואר להאצה זמנית של האינפלציה השנתית (לרמה של 3.8 אחוזים)<sup>2</sup>, אך מאז ועד לסוף השנה התמתנה האינפלציה בהדרגה. בניכוי מיסוי ואסדרה הסתכמה האינפלציה השנה ב-2.2 אחוזים, בהשוואה ל-2.8 אחוזים ב-2024 (אזור ג-2)<sup>3</sup>. ההתמתנות ניכרה גם במדדים המנכים את הרכיבים התנודתיים: האנרגיה, הפירות והירקות והטיסות (רכיב שהיה תנודתי במיוחד במהלך השנה על רקע מגבלות על היצע חברות התעופה והשפיע על התנודתיות במדד כולו).

התמתנות האינפלציה ניכרה כמעט בכל סעיפי מדד המחירים לצרכן. אזור ג-3 מציג את השינוי השנתי באינפלציה השנתית ואת תרומות סעיפי המדד הראשיים לשינוי זה. מהאיור ניכרת השפעתו של הייסוף, הפועל להוזלת הייבוא, על האינפלציה השנה: התרומות העיקריות להתמתנות הקצב השנתי של האינפלציה במהלך 2025 הגיעו מסעיפים המאופיינים בחלק סחיר ניכר: הלבשה והנעלה, מזון, שונות וריהוט וציוד לבית. בין הרכיבים הבלתי־סחירים בלט סעיף הדיור - הרכיב הגדול ביותר במדד - שתרם להתמתנות האינפלציה על רקע הגידול שחל ביחס שבין היצע הדירות לאוכלוסייה (להרחבה על הכוחות שהביאו להתמתנות קצב עליית שכר הדירה ראו פרק ח' - שוק הדיור)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> לעדויות באשר להשפעת שינויים בשווי הנכסים הפיננסיים של הציבור על הצריכה הפרטית ראו: ארנון ברק (2017), פונקציית הצריכה הפרטית בישראל, סדרת מאמרים לדיון 2017.04, בנק ישראל.

<sup>2</sup> להערכתנו, עליית המע"מ בינואר תרמה כ-0.4 נקודות אחוז לאינפלציה השנתית.

<sup>3</sup> מעקב אחר מדד המחירים בניכוי צעדי מיסוי ואסדרה מאפשר להבחין בין השפעות אסדרתיות זמניות על האינפלציה לבין תהליכים אינפלציוניים בסיסיים במשק. להרחבה ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל 2024.

<sup>4</sup> אומנם, במהלך חודשים רבים אופיין סעיף הירקות והפירות בקצבי עלייה מתונים בהשוואה לחודשים המקבילים ב-2024, אך בהסתכלות קלנדרית הוא לא תרם להתמתנות האינפלציה שכן שיעור העלייה שלו במהלך 2025 כולה היה גבוה מעט יותר משיעור עלייתו במהלך 2024 (כפי שבא לידי ביטוי בעמודה המתארת את דצמבר 2025).

שוק העבודה נותר הדוק והמשק התאפיין בעודף ביקוש מצרפי.

האינפלציה ירדה ל-2.6 אחוזים ובכך חזרה לתחום היעד.

לוח ג-1 | האינדיקטורים העיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2021 עד 2025

2025									
Q4	Q3	Q2	Q1	2025	2024	2023	2022	2021	
<b>האינפלציה (אחוזים)</b>									
1.9	1.6	2.8	4.4	2.6	3.2	3.0	5.3	2.8	האינפלציה בפועל <sup>1</sup>
-0.4	2.4	4.8	4.0	2.7	3.3	2.7	5.0	2.7	האינפלציה ללא אנרגיה, פירות וירקות
1.6	1.7	1.8	2.0	1.8	2.9	2.8	3.1	1.9	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה <sup>2</sup>
2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.9	3.0	2.3	2.0	הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים <sup>2</sup>
2.0	2.3	2.4	2.6	2.3	2.9	2.8	2.8	1.2	תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה <sup>2</sup>
<b>שיעורי התשואה (אחוזים)</b>									
4.41	4.50	4.50	4.50	4.48	4.50	4.50	1.25	0.10	ריבית בנק ישראל
2.3	2.4	2.3	2.1	2.3	1.3	1.6	-1.4	-1.9	התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה <sup>2</sup>
4.0	4.2	4.4	4.4	4.3	4.7	3.9	2.6	1.2	התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים <sup>2</sup>
1.8	2.0	2.2	2.0	2.0	2.0	1.2	0.1	-0.8	התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים <sup>2</sup>
<b>שיעור השינוי בשיעור החליפין (אחוזים)<sup>3</sup></b>									
-4.1	-3.9	-2.0	2.2	-7.7	-5.1	4.3	3.9	-8.4	הנומינלי האפקטיבי
-3.8	-4.0	-4.7	1.0	-11.1	-1.5	6.4	10.2	-3.6	מול הדולר
-4.0	-2.3	1.6	4.2	-0.7	-5.4	9.6	3.2	-10.4	מול האירו
<b>מחירי הנכסים (אחוזים)</b>									
12.4	6.5	22.9	-0.2	47.0	30.7	4.9	-15.5	30.9	התשואה הנומינלית הכוללת על מניות <sup>4</sup>
1.3	-1.5	-0.9	0.2	-0.9	7.7	-1.0	14.7	13.1	מחירי דירות
<b>נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)</b>									
2.8	2.9	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0	3.3	4.6	האבטלה בגילי העבודה העיקריים (25-64)
4.2	12.1	-4.5	5.8	2.9	1.0	2.1	6.4	9.3	צמיחת התמ"ג <sup>5</sup>
<b>נתוני רקע נוספים (אחוזים)</b>									
6.1	1.5	1.8	4.8	16.7	7.6	-7.3	1.3	22.5	מדד S&P למחירי סחורות ללא אנרגיה <sup>6</sup>
-7.5	2.2	-11.0	1.3	-15.7	-5.4	-4.9	8.9	48.7	מחיר חבית נפט (ברנט) <sup>6</sup>

<sup>1</sup> מדד המחירים לצרכן במשך התקופה. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות - במונחים שנתיים, כפי שמחושב בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. בשל השינויים המתודולוגיים שביצעה הלמ"ס בשנים האחרונות במדידת מחירי הטיסות, קצבי האינפלציה הרבעוניים עשויים שלא לשקף במלואם את דפוסי העונתיות העדכניים.

<sup>2</sup> על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

<sup>3</sup> נתונים שנתיים - ממוצע דצמבר מול דצמבר בשנה הקודמת. נתונים רבעוניים - ממוצע חודש אחרון ברבעון מול ממוצע חודש אחרון ברבעון הקודם.

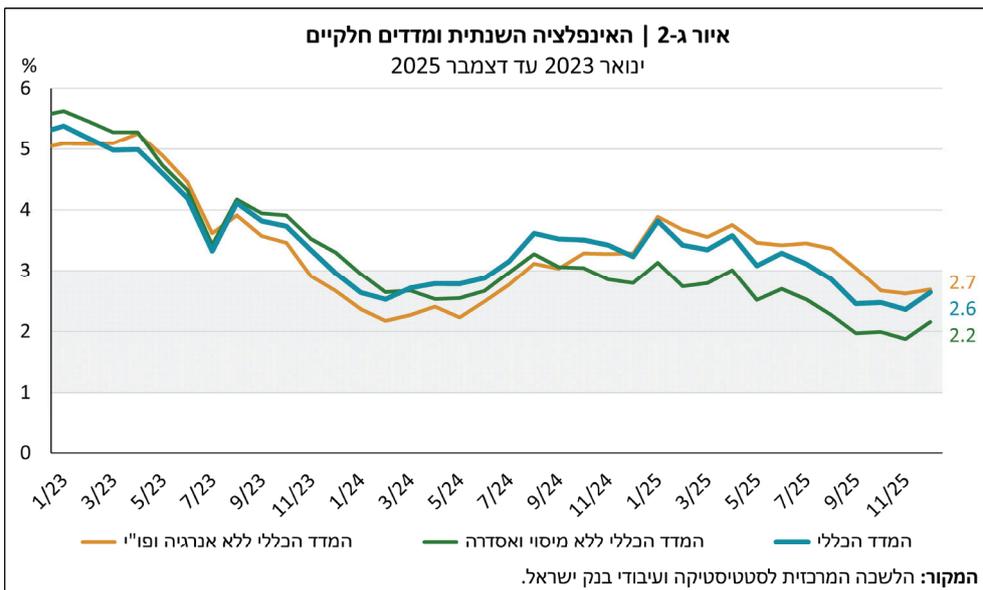
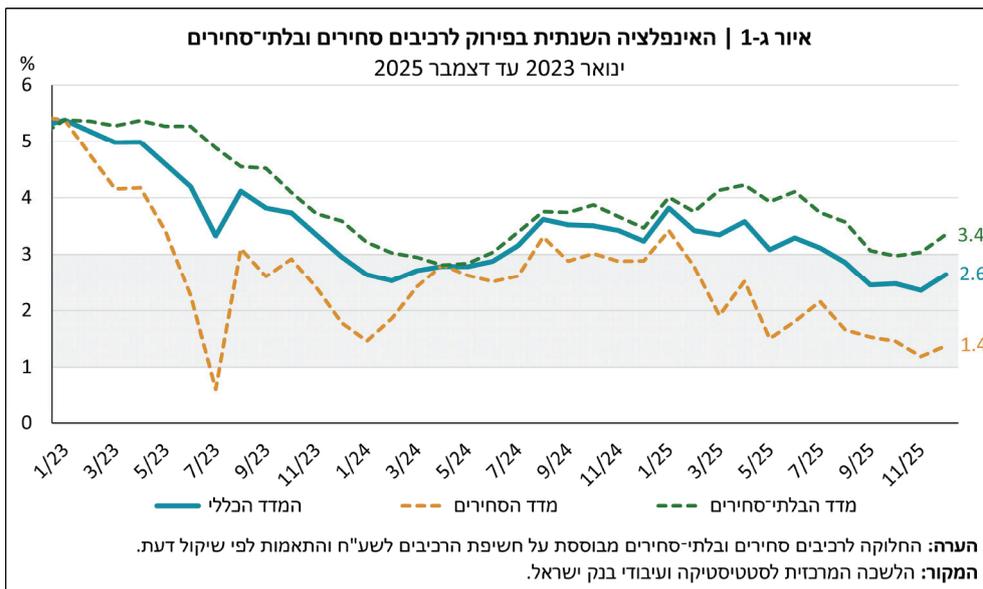
<sup>4</sup> נתונים שנתיים - יום אחרון בשנה מול יום אחרון בשנה בתקופה הקודמת. נתונים רבעוניים - יום אחרון ברבעון מול יום אחרון ברבעון הקודם.

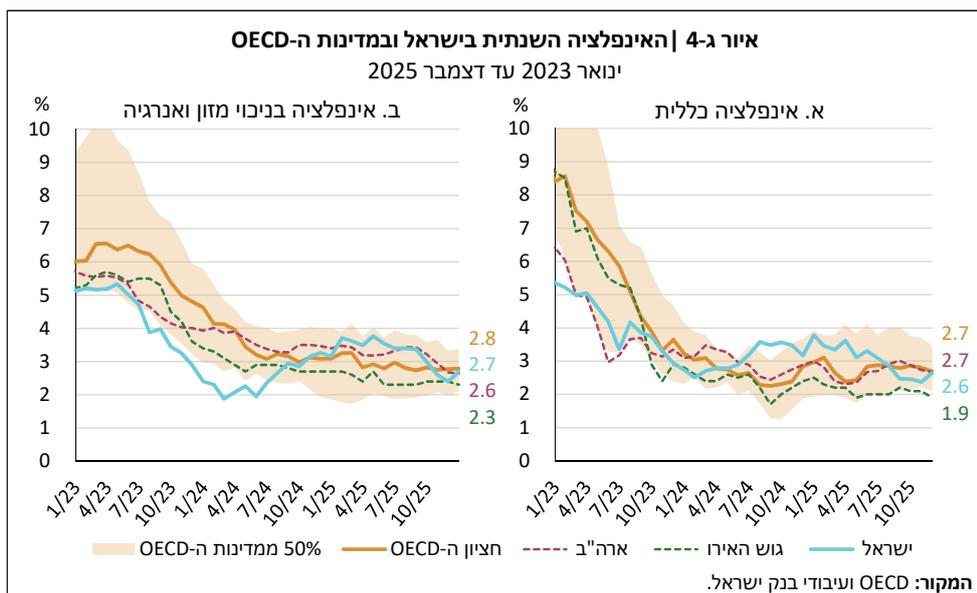
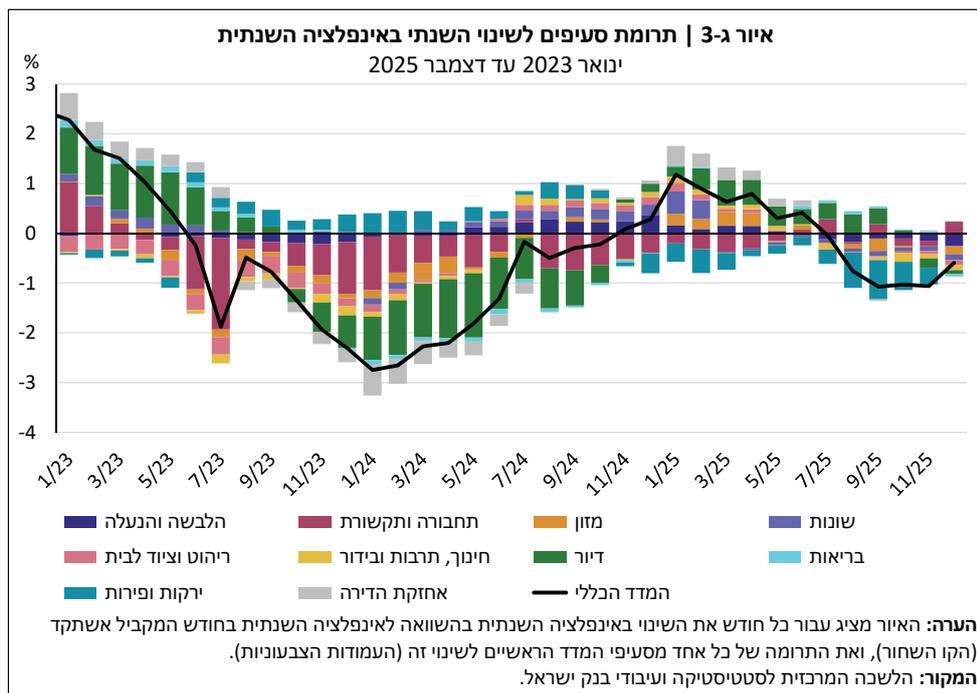
<sup>5</sup> הממוצע בתקופה מול הממוצע בתקופה הקודמת, במונחים שנתיים.

<sup>6</sup> נתונים שנתיים - ממוצע דצמבר מול דצמבר בשנה הקודמת. נתונים רבעוניים - ממוצע רבעוני מול רבעון קודם.

**המקור:** בנק ישראל, משרד האוצר, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בלומברג.

התמתנות האינפלציה השנה הביאה לכך שבסיכום השנה דמתה האינפלציה בישראל לחציון ה-OECD, ואף הייתה נמוכה מעט יותר. זאת לאחר שמעט אחרי תחילת המלחמה היא עלתה לרמה גבוהה יותר מה-OECD (איור ג-א'). תמונה דומה עולה גם בניכוי סעיפי המזון והאנרגיה התנדוטיים (איור ג-ב').





## ג. הכוחות שהשפיעו על האינפלציה

התמתנות האינפלציה  
משקפת דעיכה  
בהשפעות המלחמה, אך  
חלקן עדיין ניכרות.

המלחמה הביאה לעליית האינפלציה בשנת 2024 דרך שלושה ערוצים עיקריים: עליית פרמיית הסיכון של המשק; יצירת מגבלות היצע בשל הירידה במספר העובדים הזמינים, בעיקר בשל גיוס המילואים המסיבי ובשל האיסור על כניסת עובדים פלסטינים לישראל; וכן דחף ביקוש דרך גידול חד בהוצאות הביטחון המקומיות והמלחמה. התמתנות האינפלציה ב-2025 מבטאת התמתנות של ההשפעות האינפלציוניות של המלחמה, אך נראה שחלקן טרם חלפו לגמרי. בפרט, אף שפרמיית הסיכון ירדה לרמה קרובה לרמתה ערב המלחמה והדחף הפיסקלי קוזז חלקית באמצעות העלאות מיסים, נותר שוק העבודה הדוק.

נסקור כעת בפירוט את הגורמים העיקריים שהשפיעו השנה על האינפלציה:

## (1) שער החליפין

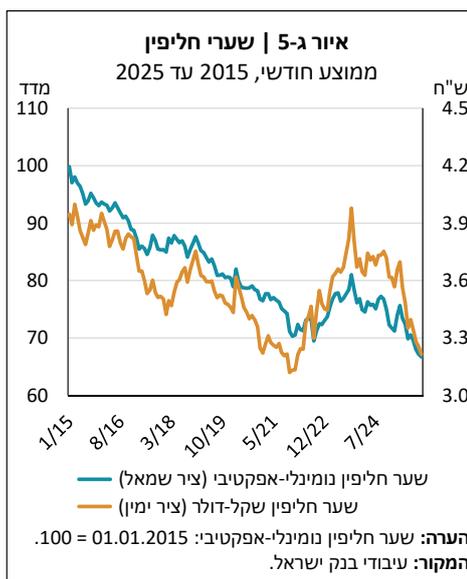
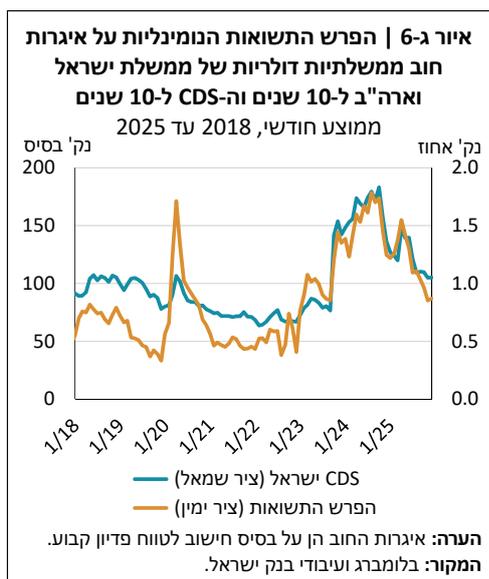
השקל התחזק בכ-8 אחוזים במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי.

שער החליפין משפיע באופן ישיר על העלות השקלית של המוצרים המיובאים למשק, ולכן יש לשינויים בו השפעה ישירה על האינפלציה – בעיקר על מחירי המוצרים הסחירים (ייבוא ותחליפי ייבוא), אך גם על הרכיב הבלתי־סחיר - דרך עלויות התשומות המיובאות, כגון נפט. השנה יוסף השקל (ממוצע דצמבר 2025 מול ממוצע דצמבר 2024) בשיעור ניכר של כ-8 אחוזים במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי; מול הדולר יוסף השקל בשיעור של כ-11 אחוזים (איור ג-5) ומול האירו בכ-1 אחוז.

מסגרת מקובלת לניתוח התפתחויות בשער החליפין היא משוואת שקילות הריבית "הבלתי־מכוסה" (Uncovered Interest Rate Parity – "UIP"). משוואה זו מסבירה את התפתחות שער החליפין באמצעות שינויים בפערי הריביות בין המטבעות ובאמצעות שינויים בתפיסת סיכון המטבעות. בעוד שבטווח הבינוני־ארוך התפתחות שער החליפין מושפעת בעיקר מגורמים ריאליים, בטווח הקצר־בינוני (שנים בודדות) התפתחותו מושפעת בעיקר מגורמים כגון: מידת הריסון המוניטרי שהבנקים המרכזיים השונים בוחרים לנקוט כיום וצפויים לנקוט בעתיד; שינויים קצרי־טווח בתפיסת הסיכון; ולחצים פיננסיים שנגזרים מצורכי גידור של משקיעים.

התחזקות השקל נבעה במידה רבה מירידת פרמיית הסיכון של המשק.

תיבה ג-1 בוחנת בצורה אמפירית את התפתחות הגורמים הנוגעים לשער החליפין של השקל מול הדולר בטווח הקצר ואת תרומתם להתפתחותו בשלוש השנים האחרונות. הייסוף השנה היה גדול מזה שנגזר מהמגמה ההיסטורית של שער החליפין. מגמה זו משקפת גורמים ריאליים, כגון עודף מתמשך בחשבון השוטף ושיפור יחסי בפיריון של המשק הישראלי. התיבה מראה כי חלק מהייסוף השנה מיוחס לגורמים עולמיים (היחלשות הדולר בעולם ועליית מחירי המניות בבורסה האמריקאית) וחלק מיוחס לגורמים מקומיים. בין הגורמים המקומיים אפשר למנות את הירידה בפרמיית הסיכון של המשק, כפי שנמדדת בעזרת חוזי CDS ובעזרת מרווח התשואות הדולריות בין ישראל לארה"ב (איור ג-6). רמתה הנוכחית של פרמיית הסיכון קרובה לרמתה ערב המלחמה. לייסוף השקל תרמה גם המדיניות המוניטרית: למרות הירידה הניכרת בפרמיית הסיכון שהתבטאה בייסוף, במרבית השנה נותרה ריבית בנק ישראל ללא שינוי וירדה במתינות רק בסופה, ובכך הגדילה את פער הריביות מנוכה הסיכון מול ה-Fed ומול ה-ECB (ראו פירוט בחלק 2, המדיניות המוניטרית).



## תיבה ג-1: הרכיב המקומי של שער החליפין - עד כמה חרג השקל מהתנאים הגלובליים

- « תיבה זו בוחנת עד כמה התנודות בשער החליפין שקל-דולר בשנים האחרונות נובעות מגורמים גלובליים ועד כמה הן משקפות גורמים מקומיים ייחודיים.
- « מתחילת 2023 ובמהלך השנה הראשונה של המלחמה פחת השקל מעבר לצפוי לפי התפתחויות גלובליות. ממצא זה עקבי עם הרעה בסנטימנט כלפי ישראל על רקע המתיחות הפוליטית-חברתית בשנת 2023 והמלחמה שפרצה לקראת סופה.
- « מאז מבצע "חיצי הצפון" בסוף 2024 תרם הרכיב המקומי לייסוף השקל, ושער החליפין התכנס בהדרגה לרמה קרובה לזו הנגזרת מן הגורמים הגלובליים.
- « האומדן לרכיב המקומי של שער החליפין מתואם עם סיכון האשראי של ממשלת ישראל, כפי שמשקף ב-CDS, וכן עם הריבית הנומינלית הארוכה בישראל, אך מספק תמונה רחבה יותר של סנטימנט המשקיעים כלפי ישראל.

### הקדמה

בשנים האחרונות נרשמו תנודות ניכרות בשער החליפין של השקל מול הדולר. מתחילת 2023 החל פיחות של השקל ועם פרוץ המלחמה הגיע השער לשיא של יותר מ-4 שקלים לדולר. מסוף 2024 החל ייסוף של השקל, כך שבסוף 2025 עמד השער על כ-3.2 שקלים לדולר. בתקופה זו התרחשו שינויים בזירה המקומית (מהלכי חקיקה בנוגע למערכת המשפט, מלחמה ומבצעים בתוכה) ובזירה הגלובלית (שינויים בריבית ובמדיניות הסחר האמריקאית). תיבה זו מתמקדת ברכיב המקומי בתמחור השקל, ובפרט בשינויים קצרי-הטווח בשער החליפין שגורמים גלובליים אינם יכולים להסבירם. אף שהשיטה אינה מאפשרת לייחס את הסטייה מההתפתחויות הגלובליות לגורם סיבתי מסוים, היא מספקת מדד פשוט ויישומי לרכיב המקומי בתמחור השקל, שיכול ללמד על סנטימנט המשקיעים כלפי ישראל.

## אומדן לרכיב המקומי של שער החליפין שקל-דולר

כדי לבחון את ההשפעות של הגורמים הגלובליים על שער החליפין נאמדה הרגרסיה הבאה:

$$(1) \quad \Delta ILS = \beta_0 + \beta_1 \Delta SP500 + \beta_2 \Delta EUR + \beta_3 \Delta TB10 + \beta_4 VIX + \varepsilon$$

כאשר  $\Delta ILS$  היא שיעור השינוי בשער החליפין שקל-דולר. המשתנים המסבירים ברגרסיה מייצגים את הגורמים הגלובליים המרכזיים המשפיעים על שער החליפין.  $\Delta SP500$  היא התשואה על מדד S&P500, המשמשת כמדד לזרמי הון קצרי-טווח, בין היתר כי היא מובילה להתאמות בתיק הנכסים של משקיעים מוסדיים ואחרים (Hau and Rey, 2004);  $\Delta EUR$  היא שיעור השינוי בשער האירו-דולר המייצג את מעמדו של הדולר כנכס בטוח, כאשר התחזקות של הדולר מול האירו מלווה לרוב בלחץ לפיחות של השקל מול הדולר.  $\Delta TB10$  היא השינוי בריבית ארה"ב לעשר שנים. ריבית זו משקפת את הציפיות לריבית חסרת-הסיכון במשק האמריקאי המהוות בסיס לתמחור שער החליפין, ומשקפת גם את תנאי הנזילות הגלובליים המשפיעים על זרמי ההון.  $VIX$  היא סטיית-התקן הגלומה באופציות על מדד ה-S&P500, המהווה אומדן לתנודתיות ולתפיסת הסיכון בשווקים המשפיעות גם-הן על זרמי ההון (Rey, 2013). המודל נאמד על שינויים שבועיים ולכן אינו תופס מגמות משותפות ארוכות-טווח של המשתנים אלא תנועה משותפת בטווח הקצר<sup>1</sup>.



על-סמך משוואה (1) נבנתה תחזית מותנית במשתנים הגלובליים לשער החליפין: תחזית המבוססת על המקדמים שנאמדו במדגם שבועי בין השנים 2016-2020, לצד הערכים בפועל של המשתנים המסבירים בשנים 2021-2025<sup>2</sup>. איור 1 מציג את הסטייה באחוזים בין שער החליפין בפועל לתחזית מותנית זו. ניכר כי עד סוף 2022 עקב שער החליפין מקרוב אחר התנאים הגלובליים שכן הפער מהתחזית המותנית קטן ונע סביב אפס. אולם בין השנים 2023 ו-2025 היה השקל מפוחת ביחס לרמתו החזויה על-פי הגורמים הגלובליים.

ההתרחקות מהגורמים הגלובליים לא הייתה אחידה לאורך התקופה. מתחילת 2023 ועד פרוץ המלחמה, תקופה שהתאפיינה במתחים חברתיים ופוליטיים סביב שינויי החקיקה הנוגעים למערכת המשפט, נרשמה התרחקות גוברת של שער החליפין מהגורמים הגלובליים. לאחר פרוץ המלחמה העמיקה הסטייה והגיעה לשיאה ערב מבצע "חיצי הצפון" - אז היה השקל מפוחת בכ-20 אחוזים ביחס לתנאים הגלובליים. אולם מאז המבצע התמתנה הסטייה מהתנאים הגלובליים. ממצאים אלו עקביים עם הטענה שעד מבצע "חיצי הצפון"

<sup>1</sup> האומדן לרכיב המקומי מותנה ביציבות הקשר שבין שער החליפין למשתנים המסבירים. ואכן, בבדיקות רגישות על מדגמים הכוללים את תקופת התחזית נמצאה יציבות במקדמים הנאמדים.

<sup>2</sup> האומדן מאיור 1 נותר דומה אם כוללים במשוואה (1) פיגור של השינוי בשער החליפין והמשתנים המסבירים, וכמו-כן אם מתחילים את התחזית בנקודות מוצא שונות.

פגעו ההתפתחויות המקומיות בסנטימנט המשקיעים כלפי השקל ותרמו לפיחותו, ואילו החל מהמבצע דעכה השפעתם של גורמים אלה בהדרגה.

### הסברים להתפתחות הרכיב המקומי של שער החליפין

חלק זה בוחן הסברים אפשריים לסטיית שער החליפין מהגורמים הגלובליים, ובפרט את מידת ההתאמה בין סטייה זו לבין התפתחות סיכון האשראי הממשלתי והריבית המקומית. לצורך כך נאמדה הרגרסיה הבאה על מדגם של השנים 2016–2025:

$$(2) \quad \Delta IL S = \alpha_0 + \beta \cdot \overrightarrow{Global} + \alpha_1 \Delta CDS + \alpha_2 \Delta IL 10Y + u$$

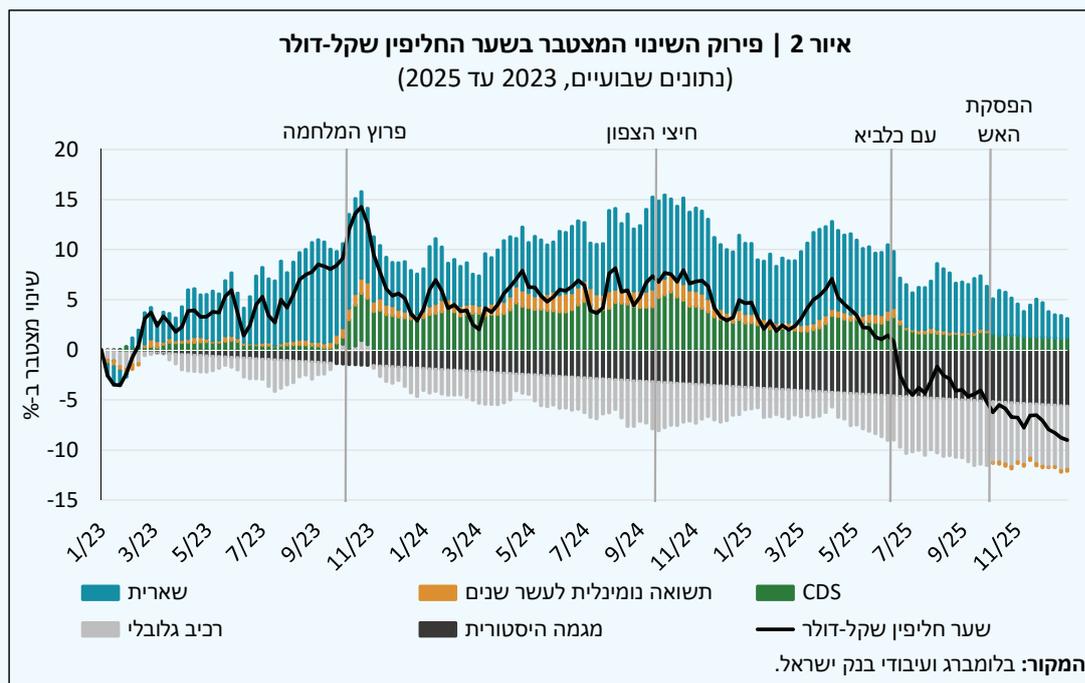
כאשר  $\overrightarrow{Global}$  כולל את המשתנים המסבירים ממשוואה (1),  $\Delta CDS$  היא השינוי ב-CDS לחמש שנים, המשמש כאומדן לסיכון האשראי על אג"ח ממשלת ישראל, ו- $\Delta IL 10Y$  היא השינוי בריבית על אג"ח ממשלת ישראל לעשר שנים, אשר מושפעת גם היא מסיכון האשראי הממשלתי אך גם מהריבית הקצרה ומהציפיות אליה. על סמך אמידה זו, איור 2 מציג פירוק של השינוי המצטבר בשער החליפין שקל-דולר מתחילת שנת 2023, כאשר סכום העמודות הצבעוניות (ה-CDS, הריבית הנומינלית לעשר שנים והשארית) מהווה קירוב לשינויים קצרי-הטווח ברכיב המקומי בשער החליפין<sup>3</sup>. הקבוע ברגרסיה מייצג מגמה היסטורית בהתפתחות שער החליפין<sup>4</sup>, שעשויה להיות קשורה לשינויים בפריון היחסי של המשק או לעודף המתמשך בחשבון השוטף (פריש, 2016; Eckstein and Friedman, 2011)<sup>5</sup>.

איור 2 מלמד כי לאורך מרבית התקופה תמכו הגורמים הגלובליים בייסוף השקל. לעומת זאת, תרומתם של הגורמים המקומיים השתנתה לאורך התקופה. עד פרוץ המלחמה התרחש פיחות שמקורו מקומי, אך הוא אינו מתואם עם ה-CDS או הריבית הנומינלית הארוכה אלא נתפס כשארית. ככל הנראה פגעו המתחים הפנימיים באותה תקופה בסנטימנט כלפי ישראל והחלישו את השקל, אך ההשלכות הפיסקליות הצפויות שלהן היו מתוננות ולכן ה-CDS והריבית הנומינלית הארוכה לא עלו רבות. לעומת זאת, עם פרוץ המלחמה גדלו הוצאות הממשלה בשיעור ניכר, ומאז חלק מרכזי מן הרכיב המקומי של שער החליפין מוסבר באמצעות ה-CDS והריבית הארוכה. מאז מבצע "עם כלביא", וביתר שאת מאז חתימת הסכם הפסקת האש בעזה, יוסף שער החליפין בשיעור ניכר המוסבר חלקית באמצעות ירידה של ה-CDS והריבית הנומינלית הארוכה. ההתפתחויות בתקופה זו נתפסו בשוק כמפחיתות את סיכון האשראי הממשלתי ולכן תמכו בהתמתנות ה-CDS והריבית הארוכה ובייסוף השקל. הייסוף באותה תקופה נתמך גם באמצעות גורמים גלובליים, אך חלקו נותר לא-מוסבר והושפע כנראה משיפור כללי בסנטימנט כלפי ישראל.

<sup>3</sup> מדובר בקירוב בלבד לרכיב המקומי שכן משוואה (2) כוללת שני משתנים מסבירים נוספים אשר מתואמים עם הגורמים הגלובליים ולכן משנים את כוח ההסבר שלהם בהשוואה למשוואה (1).

<sup>4</sup> מכל המשתנים המסבירים במשוואה (2) נוכה הממוצע שלהם במדגם, כך שהחותך ברגרסיה תופס מגמה ארוכת-טווח וליניארית בשער החליפין שקל-דולר, אך לא מושפע ממגמות ארוכות של המשתנים המסבירים.

<sup>5</sup> משנת 2016 ועד פרוץ המלחמה צמח התוצר לנפש בישראל בכ-4 אחוזים ביחס לארה"ב והחשבון השוטף היה בממוצע בעודף של כ-3 אחוזי תוצר. מגמות אלה תומכות בייסוף ריאלי של השקל.



## סיכום

הניתוח מראה שמתחילת 2023 נחלש השקל מול הדולר בשל גורמים מקומיים, ואילו סיכון האשראי של הממשלה עלה רק מפרוץ המלחמה בסוף השנה. מאז מבצע "חיצי הצפון", בסוף 2024, התחזק השקל מול הדולר בתמיכת גורמים מקומיים, ובהם שיפור בסיכון האשראי הממשלתי.

## הפניות

פריש, רוני (2016). "שער החליפין הריאלי בטווח הארוך והבינוני", סדרת מאמרים לדיון, בנק ישראל, 2016.03.

Ben Zeev, N., & D. Nathan (2024). Shorting the dollar when global stock markets roar: The equity hedging channel of exchange rate determination. *The Review of Asset Pricing Studies*, 14(4), 640-666.

Eckstein, Z., & A. Friedman (2011). The equilibrium real exchange rate for Israel. *BIS Background Papers*, 201.

Hau, H. & H. Rey (2004). "Can portfolio rebalancing explain the dynamics of equity returns, equity flows, and exchange rates?" *American Economic Review*, 94(2), 126-133.

Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*.

## השפעת הייסוף על האינפלציה

לייסוף הייתה השפעה ממתנת ניכרת על האינפלציה במהלך השנה. אומדני חטיבת המחקר לתמסורת משער החליפין לאינפלציה משתנים כתלות במודל המשמש לבדיקה ולתקופת המדגם, אך הם נעים ברובם בטווח שבין 0.13 ל-0.25<sup>5</sup>. בהתאם לטווח מקדמים זה ולשינוי בשער החליפין (תוך-כדי התחשבות במטבע ובתזמון המתאימים לכל מודל) עולה כי הייסוף תרם 1.6–2.5 נקודות אחוז לירידת האינפלציה בהשוואה לתרחיש שבו שער החליפין היה נותר ללא שינוי<sup>6</sup>. אומדן זה מבטא את ההשפעה המוערכת של כלל הגורמים שהשפיעו השנה על המשק דרך ערוץ שער החליפין, בין אם השפעתם היחידה על האינפלציה עוברת דרך שער החליפין - כגון שינויים בביקוש לשקל - ובין אם יש להם השפעות נוספות על האינפלציה מעבר לערוץ שער החליפין - כגון ריבית בנק ישראל, שמשפיעה על האינפלציה גם באמצעות השפעתה על עודף הביקוש (ראו דיון בסעיף המדיניות). כדי לכמת את תרומת הייסוף להתמתנות האינפלציה בהשוואה לשנת 2024, שגם בה היה ייסוף, הפעלנו חישוב דומה לזה שביצענו על הייסוף שהתרחש אז. הפער בין תרומת הייסוף המוערכת לאינפלציה השנה לתרומה המוערכת ב-2024 מבטא את האומדן לתרומת הייסוף להתמתנות האינפלציה. על-בסיס חישוב זה מתקבל שייסוף השקל תרם השנה כ-1.3 נקודות אחוז להתמתנות קצב האינפלציה בהשוואה ל-2024<sup>7</sup>.

הירידה המאוחרת יותר של הרכיב הבלתי-סחיר בהשוואה לסחיר תואמת להשפעות הנאמדות שצוטטו למעלה: ההשפעה של שינויים בשע"ח על הרכיב הסחיר מתמצית בתוך כשלושה חודשים, בעוד שלהשפעה על הרכיב הבלתי-סחיר נדרשת כחצי שנה להגיע לכדי מיצוי. כמותית, ברגרסיות אלה מתקבלת תמסורת של כ-0.1 לרכיב הבלתי-סחיר (מול כ-0.2 לרכיב הסחיר), והיא מניבה תרומה מוערכת של כ-0.5 נקודות אחוז להתמתנות באינפלציית הבלתי-סחירים ביחס לשנה שעברה. כנגד גורם ממתן זה תרמה הדיקות שוק העבודה להאצת הרכיב הבלתי-סחיר (ראו הרחבה בסעיף הבא) ובכך קיזזה את מרבית ההשפעה הממתנת של הייסוף על רכיב זה.

### (2) עודף הביקוש

בשל השפעתה של המלחמה על ירידת היצע העבודה, לצד הגדלת הביקוש לצריכה ציבורית ביטחונית, התבטאה המלחמה ביצירת עודף ביקוש. עודף ביקוש פועל לעליית האינפלציה בשני ערוצים: ראשית, הוא עשוי לאפשר ליצרנים לגבות מרווח מחירים גבוה יותר ביחס לעלויות הייצור,

המלחמה צמצמה את היצע העובדים והגדילה את הצריכה הביטחונית ותרמה בכך ליצירת עודף ביקוש.

<sup>5</sup> הניתוח בסעיף זה מבוסס על שני סוגי בדיקות: מודל מבני (DSGE) ורגרסיות אמפיריות. תוצאות המודל המבני מבוססות על עדכון של ניתוח שהוצג בדוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2019 ("כיצד תלוי הקשר שבין שער החליפין לאינפלציה במקור השינוי בשע"ח"), ולפיו ייסוף של אחוז אחד מול סל המטבעות למשך ארבעה רבעונים מוריד את האינפלציה באותה תקופה ב-0.25 נקודות אחוז. הרגרסיות האמפיריות מבוססות על עדכון של ניתוח שפורסם במסגרת לקט ניתוחי מדיניות וסוגיות מחקריות, דצמבר 2023 ("התמסורת משער החליפין למחירים"), ולפיו בהסתכלות על העשור האחרון, ייסוף של 1 אחוז מול הדולר מביא בחודשים שלאחר-מכן לירידת אינפלציה של כ-0.13 נקודות אחוז. ברגרסיות האמפיריות ישנה אינדיקציה מסוימת לתמסורת חלשה יותר במקרים של ייסוף בהשוואה למקרים של פיחות (כאן נעשה שימוש בערך המתאים לייסוף). במודל ה-DSGE התמסורת משע"ח סימטרית בהגדרה.

<sup>6</sup> הייסוף הרלוונטי למודל ה-DSGE (ממוצע שע"ח אפקטיבי רבעון רביעי של 2025 מול ממוצע רבעון רביעי 2024) היה כ-10 אחוזים. תחת הנחת תמסורת של 0.25 מתקבלת תרומה של 2.5- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2025. הייסוף הרלוונטי לרגרסיות האמפיריות (ממוצע שע"ח מול הדולר בנובמבר '25 מול נובמבר '24) היה כ-12 אחוזים. תחת הנחת תמסורת של 0.13 מתקבלת תרומה של 1.6- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2025.

<sup>7</sup> הייסוף הרלוונטי למודל ה-DSGE (ממוצע שע"ח אפקטיבי רבעון רביעי של 2024 מול ממוצע רבעון רביעי 2023) היה כ-5 אחוזים. תחת הנחת תמסורת של 0.25 מתקבלת תרומה של 1.2- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2024. הייסוף הרלוונטי לרגרסיות האמפיריות (ממוצע שע"ח מול הדולר בנובמבר '24 מול נובמבר '23) היה כ-2.3 אחוזים. בהנחת תמסורת של 0.13 מתקבלת תרומה של 0.3- נקודות אחוז לאינפלציה ב-2024.

בפרט בענפים שבהם ביקוש הצרכנים קשיח יחסית. שנית, הוא פועל לעליית השכר - רכיב מרכזי בעלויות הייצור של מוצרים ושירותים רבים. התייקרות עלויות הייצור מניעה את היצרנים להעלות את מחירי מוצריהם ככל שהביקוש מאפשר זאת.

מדד מקובל בספרות למידת הדיקות שוק העבודה הוא היחס שבין המשרות הפנויות למובטלים,  $V/U$ , כמבטא את היחס שבין הביקוש של חברות לעובדים לבין היצע העובדים הזמינים. מדד זה נמצא גם במספר מחקרים כבעל כושר הסבר ביחס לאינפלציה<sup>8</sup>. למרות התמתנות במהלך השנה ביחס לרמת השיא ב-2024, הוסיף היחס  $V/U$  להיות גבוה השנה - סמן לכך ששוק העבודה עודנו הדוק (להרחבה ראו פרק ה' בדוח זה). בדיקה אמפירית על ישראל מעלה כי היחס  $V/U$  הוא בעל כושר הסבר ניכר בהתפתחות אינפלצית הרכיב הבלתי־סחיר<sup>9</sup>. נקודה שעולה מהניתוח היא שהשפעת הדיקות על האינפלציה אינה ליניארית אלא מתגברת כאשר שוק העבודה הדוק מאוד<sup>10</sup>. בהתבסס על תוצאות האמידה, ותוך־כדי התחשבות במשקל הרכיב הבלתי־סחיר במדד הכללי, מתקבלת תרומה מוערכת ניכרת לאינפלציה - יותר מ-0.9 נקודות אחוז - במהלך 2025, כתוצאה ממגבלות היצע בשוק העבודה. התרומה המוערכת לאינפלציה ב-2024 הייתה קטנה מאשר ב-2025 ועמדה על 0.6 נקודות אחוז, כיוון שבמחצית הראשונה של 2024 טרם הגיע שוק העבודה לרמות הדיקות הגבוהות שאפיינו אותו בסופה. בסך־הכול, הדיקות שוק העבודה פעלה להאצת האינפלציה השנה בכ-0.3 נקודות אחוז.

בעוד שבשנת 2024 עלתה האינפלציה אף שלא התייקרו עלויות הייצור, בשנת 2025 כבר הסתמן גידול בעלויות. מדד מקובל לעלויות הייצור הוא שיעור התמורה לעבודה, המחושב כיחס שבין סך הוצאות השכר לתוצר הנומינלי (שמהווה בקירוב סכום של השכר והרווחים). לאחר מספר שנים של ירידה בשיעור התמורה לעבודה בסקטור העסקי (סמן מדויק יותר משיעור התמורה בכלל המשק למגבלות היצע הרלוונטיות לאינפלציה), השנה החל השיעור לעלות - התפתחות עקבית עם השפעתן של מגבלות היצע בשוק העבודה (להרחבה ראו פרק ה' בדוח זה). כאמור, העלייה באינפלציה החלה כבר ב-2024, עוד לפני עליית עלויות הייצור. התפתחות זו יכולה לנבוע מכך שהשכר קשיח יותר מהמחירים או מהיכולת של יצרנים לגבות מרווחים גבוהים יותר מעל עלויות הייצור בתנאים של עודף ביקוש.

<sup>8</sup> לעדויות באשר לביצועים העדיפים של היחס  $V/U$  על מדדים אחרים למידת הדיקות ראו:

Régis Barnichon and Adam Hale Shapiro (2024). "Phillips meets beveridge." *Journal of Monetary Economics* 148: 103660.i

לדיון ביתרון של היחס  $V/U$  כאומדן למידת הדיקות על־פני שיעור האבטלה ויישום לארה"ב ראו:

Ben Bernanke and Olivier Blanchard (2025). "What caused the US pandemic-era inflation?." *American Economic Journal: Macroeconomics* 17, no. 3: 1-35.i

<sup>9</sup> הניתוח מבוסס על אמידת עקומת פיליפס נאו־קיינסיאנית מהצורה הבאה:

$$\pi_t = \alpha + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_t^e + \beta_3 VU_{t-1}^{low} + \beta_4 VU_{t-1}^{high} + \beta_5 \Delta E_t$$

כאשר  $\pi_t$  היא האינפלציה הרבעונית במונחים שנתיים של הרכיב הבלתי־סחיר ללא פירות וירקות (מנוכה עונתיות),  $\pi_{t-1}$  האינפלציה בפיגור של רבעון,  $\pi_t^e$  ציפיות האינפלציה משוק ההון לטווח של שנה,  $VU_{t-1}^{low}$  היא סטיית היחס  $V/U$  ברבעון הקודם מהממוצע שלו כאשר היא שלילית, אפס אחרת.  $VU_{t-1}^{high}$  היא סטיית היחס  $V/U$  ברבעון הקודם מהממוצע שלו כאשר היא חיובית, אפס אחרת.  $\Delta E_t$  היא שיעור השינוי של שער החליפין האפקטיבי (ממוצע רבעון מול ממוצע רבעון קודם).

<sup>10</sup> חוסר הליניאריות יכול לנבוע, בין השאר, מכך שככל שמלאי העובדים הזמינים מצטמצם, חברות נאלצות לגייס עובדים מתאימים פחות וכך עלויות הייצור מתייקרות בקצב מואץ. עדות לחוסר ליניאריות של הקשר בין היחס  $V/U$  לאינפלציה מופיעה, בין היתר, אצל:

Pierpaolo Benigno and Gauti B. Eggertsson (2024). "Slanted-L Phillips Curve." In *AEA Papers and Proceedings*, vol. 114, pp. 84-89.

### 3) הציפיות לאינפלציה

הציפיות לאינפלציה משפיעות על החלטות התמחור של חברות ושל עובדים, המביאים בחשבון את עליית המחירים הצפויה בשכר שהם מבקשים. לכן, חלק חשוב מתפקיד הבנקים המרכזיים הוא לוודא שזעזועים לכלכלה אינם מתגלגלים בצורה חזקה מדי לציפיות לאינפלציה ובכך יוצרים תגובה חזקה יותר וממושכת יותר של האינפלציה בפועל ("השפעות סיבוב שני"). תפקיד זה קיבל משנה חשיבות בתנאים שהמשק ישראלי חווה בעקבות המלחמה: ראשית, מגבלות היצע שיצרו לחצי אינפלציה עד כדי חריגה מהגבול העליון של יעד האינפלציה; שנית, גידול ניכר בצרכי המימון של הממשלה - התפתחות שנוטה לפעול לעליית הציפיות לאינפלציה של הציבור - גם עקב הגידול הצפוי בעודף הביקוש וגם, פוטנציאלית, עקב חשש ליכולת ההחזר של הממשלה או ציפיות להעלאת מיסים עתידית<sup>11</sup>. כל זאת אחרי חריגה מתמשכת של האינפלציה מהיעד בתקופת היציאה מהקורונה.

עיגון הציפיות לאינפלציה  
סייע למתן את תגובת  
האינפלציה למלחמה.

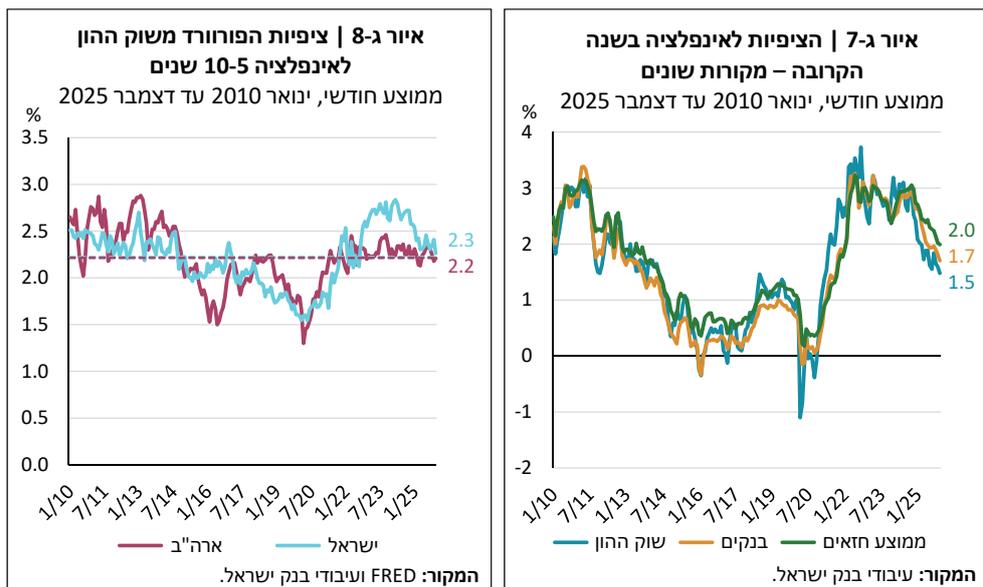
על רקע זה התמתנות הציפיות לכלל הטווחים השנה היא התפתחות חיובית ששיקפה את ירידת עצימות העימות הביטחוני ודעיכת השלכות המלחמה על האינפלציה, לצד המדיניות המוניטרית ששמרה על אמינות יעד האינפלציה. הציפיות לשנה, שנעו ב-2024 סביב הגבול העליון של תחום היעד, התמתנו השנה בצורה ניכרת עד לסביבת מרכז תחום היעד (איור ג-7). כיוון שהחלטות התמחור של יצרנים מושפעות מהציפיות שלהם לאינפלציה, סביר שהעלייה המתונה בציפיות לאינפלציה במהלך המלחמה והירידה המהירה שלהן השנה תרמו למיתון העלייה באינפלציה בפועל ולקיצור הזמן שבו שהתה מעל תחום היעד. ירידת הציפיות לאינפלציה תרמה למיתון האינפלציה גם דרך השפעתה לעליית התשואה הריאלית - גורם הפועל למיתון הביקוש לצריכה ולהשקעה (ראו הרחבה בסעיף המדיניות המוניטרית בהמשך).

גם הציפיות לאינפלציה בטווחים הארוכים (Forward) התמתנו בשיעור ניכר (איור ג-8)<sup>12</sup>. מהאיור עולה כי לאחר שבמהלך 2024 עמדו הציפיות על רמה גבוהה בהשוואה היסטורית (בהמשך לעלייה שהחלה כבר בסוף 2022), במהלך 2025 התמתנו אלה עד לרמה של 2.3 אחוזים בסוף 2025 - קרוב לממוצע ארוך הטווח. האיור מציג גם השוואה לציפיות לטווחים מקבילים בארה"ב: כפי שעולה מהאיור, קיים מתאם חיובי בין הציפיות בישראל ובארה"ב (וגם הרמה הממוצעת במדגם דומה מאוד). מתאם זה יכול לנבוע מההשפעה שיש לאינפלציה בארה"ב על האינפלציה בישראל דרך הייבוא משם, וגם מכך שקיימים כוחות כלכליים משותפים בשני המשקים. כך או כך, תקופות שבהן אחת המדינות חוותה כוחות אינפלציוניים שהשנייה לא חוותה מתבטאות בפער בין הסדרות. לאחר הירידה בציפיות בישראל הן עומדות, נכון לסוף 2025, על רמה דומה לזו שבארה"ב. בישראל, באופן היסטורי, הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים מעוגנות היטב<sup>13</sup>. מאפיין זה, המשקף את האמינות שהציבור מייחס למדיניות המוניטרית, הוא נכס שעוזר למתן את תגובת האינפלציה לזעזועים מקרו-כלכליים, כפי שאכן ארע בשנתיים האחרונות.

<sup>11</sup> כך, למשל, תיבה ג'-3 בדוח בנק ישראל לשנת 2024 מצאה כי עליית הגרעון בשנת 2024 תרמה לעליית הציפיות לאינפלציה לשנה בין חצי נקודת אחוז לנקודת אחוז.

<sup>12</sup> הציפיות לאינפלציה מחושבות כפער שבין התשואה הנומינלית לריאלית ועשויות לכלול גם פרמיות נזילות וסיכון.

<sup>13</sup> ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2021.



### ניתוח התמתנות האינפלציה: סיכום תרומות

בשנת 2025 הסתכמה האינפלציה ב-2.6 אחוזים - ירידה של 0.6 נקודות אחוז ביחס לאינפלציה במהלך 2024. מסיכום של אומדני התרומות שהוצגו לעיל עולה כי רכיב עיקרי שתרם להתמתנות האינפלציה הוא הייסוף (ששיקף כאמור במידה רבה את ירידת פרמיית הסיכון של המשק), שהביא לירידה של 1.3 נקודות אחוז. מנגד, הדיקות שוק העבודה תרמה לפי האומדן כ-0.3 נקודות אחוז לעליית האינפלציה<sup>14</sup>. כמתואר בסעיף המדיניות המוניטרית שלהלן, חלק מהשפעות אלה הן תוצאה של מדיניות בנק ישראל: לעובדה שריבית בנק ישראל נותרה במרבית השנה ללא שינוי הייתה תרומה להתמתנות האינפלציה, שהשפעתה עברה דרך תרומה לייסוף השקל, עיגון הציפיות לאינפלציה ומיתון הביקושים, ובכך נמנעה עלייה של האינפלציה על רקע הידוק רב יותר של שוק העבודה<sup>15</sup>.

## 3. המדיניות המוניטרית

### א. צעדי המדיניות ושיקולי הוועדה המוניטרית

במרבית השנה נותרה הריבית על 4.5 אחוזים, בנובמבר ובינואר היא הופחתה.

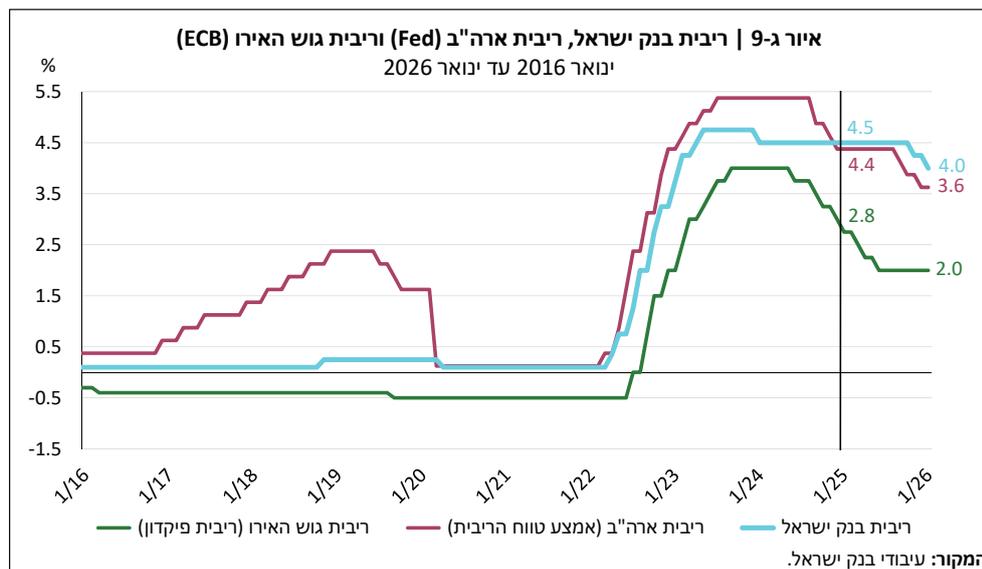
ריבית בנק ישראל נותרה במרבית השנה ללא שינוי - ברמה של 4.5 אחוזים (איור ג-9). בחודש נובמבר, לאחר שסביבת האינפלציה השנתית התייצבה בתוך תחום היעד ולאחר שפרמיית הסיכון בשווקים ירדה על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות, וביניהן ההגעה להסכם הפסקת האש בעזה

<sup>14</sup> מחיר הנפט ירד השנה בכ-15 אחוזים (לוח ג-1), מול ירידה של כ-5 אחוזים ב-2024. להערכתנו, מדובר בתרומה של כ-0.2 נקודות אחוז להתמתנות האינפלציה. צעדי מיסוי ואסדרה ממשלתית תרמו להאצה של רק כ-0.1 נקודות אחוז, שכן גם ב-2024 הייתה להם תרומה ניכרת (תרומה של כ-0.4 נקודות אחוז שנבעה מהעלאת המס על הסיגריות, ביטול ההנחה על הבלו על הדלק והקטנת סבסוד הצהרונים. לפירוט ראו תיבה ג'1- בדוח בנק ישראל לשנת 2024).

<sup>15</sup> חיבור התרומות הנאמדות מוביל לירידה גדולה יותר של האינפלציה מזו שנצפתה בפועל. בהקשר זה חשוב לציין כי האומדנים כפופים לטווח רחב של אי-ודאות. זאת ועוד, בשנה מסוימת האינפלציה עשויה להיות מושפעת גם מגורמים אידיוסיונקרטיים, שאינם מקבלים ביטוי בניתוח אשר כאן.

בחודש אוקטובר, הורידה הוועדה המוניתרית את הריבית ל-4.25 אחוזים – הפחתה ראשונה מאז ינואר 2024. בינואר 2026, על רקע המשך מגמות אלה וסימנים להתמתנות קלה בהדיקות שוק העבודה, הורידה עוד הוועדה את הריבית לרמה של 4.0 אחוזים.

הירידה המתונה בריבית בנק ישראל הגדילה את פער הריביות מול גוש האירו, שהריבית ירדה בו בקצב מהיר יותר מאשר בישראל. הפער מול ה-Fed גדל רק במעט, שכן גם בארה"ב הורדה הריבית בקצב מתון מאוד (איור ג-9).



הותרת הריבית ללא שינוי במשך מרבית השנה נבעה הן מהצורך לשמור על רמת ריבית מרסנת מספיק במטרה להתאים את הביקושים להיצע המוגבל ולמתן בכך את לחצי האינפלציה, הן משיקולי ניהול סיכונים. עד אמצע השנה חרג קצב האינפלציה מהגבול העליון של היעד תוך כדי תנודתיות והפעילות הכלכלית במשק הייתה מתונה בשל מגבלות היצע. כלומר, היא ביטאה עודף ביקוש שמצריך ריסון מוניטרי במטרה להתאים את הביקוש להיצע המוגבל. במצב כזה הייתה הפחתת ריבית צפויה להוביל לעלייה קלה בלבד, אם בכלל, בפעילות אך לעלייה ניכרת באינפלציה. אומנם, כבר בתחילת השנה העריכה חטיבת המחקר כי האינפלציה צפויה להתמתן במהלך השנה אל תוך תחום היעד, אולם הייתה איזודאות רבה סביב צפי זה. זאת בעיקר בשל חוסר יכולת לחזות את התפתחות המלחמה והשלכותיה על פרמיית הסיכון ושער החליפין, שוק העבודה והוצאות הממשלה (ובמידה פחותה גם בשל איזודאות באשר להשפעת העלאת המכסים בארה"ב והשלכותיה).

גם כאשר נכנסה האינפלציה לתוך תחום היעד (במדד אוגוסט, שהתפרסם באמצע ספטמבר) החליטה הוועדה להמתין כדי לוודא שהמתנות האינפלציה מתבססת ושהמצב הביטחוני אינו מחריף<sup>16</sup>. זאת על-מנת להימנע מהפחתה מוקדמת מדי של הריבית, שהייתה עלולה לדרוש בהמשך היפוך כיוון כדי להגיב לעלייה מחודשת באינפלציה. עלייה באינפלציה לאחר שכבר הייתה במגמת התמתנות הייתה עלולה לפגוע גם בעיגון הציפיות. מעבר לכך, היפוכי כיוון תכופים מדי של

הותרת הריבית ללא שינוי במרבית השנה שיקפה צורך בריסון מוניטרי לצד שיקולי ניהול סיכונים.

<sup>16</sup> בזמן החלטת הריבית של תחילת אוקטובר הייתה סבירות גבוהה שמבצע "מרכבות גדעון ב" יורחב, עם השלכות על גיוס המילואים, הוצאות הממשלה, הסנטימנט הבינלאומי כלפי ישראל וכו'.

הריבית יוצרים תנודתיות מוגזמת בשווקים הפיננסיים, וכמו־כן עלולים להחליש את האפקטיביות של המדיניות המוניטרית בהמשך<sup>17</sup>.

הרגיעה הביטחונית, ייסוף השקל וירידת הציפיות לאינפלציה, תמכו בהפחתת הריבית בסוף השנה.

התמתנות ניכרת של סביבת האינפלציה הייתה תנאי חשוב להפחתת הריבית, שכן גם בתרחיש של שיפור ביטחוני היה טמון סיכון להאצה באינפלציה אם הביקוש היה מתאושש מהר מההיצע. השילוב של התמתנות האינפלציה לתוך תחום היעד והשהייה שם, הירידה בפרמיית הסיכון לאחר מבצע "עם כלביא" ועמה ייסוף השקל וירידת ציפיות האינפלציה, וכן הסכם הפסקת־האש באוקטובר והשלכותיו הפוטנציאליות על שוק העבודה הובילו את הוועדה להפחית בנובמבר את הריבית ל-4.25 אחוזים. לקראת ההחלטה בינואר 2026 נוספו לגורמים אלה גם אינדיקציות ראשוניות להקלה במגבלות ההיצע בשוק העבודה, והוועדה הפחיתה שוב את הריבית ל-4.0 אחוזים.

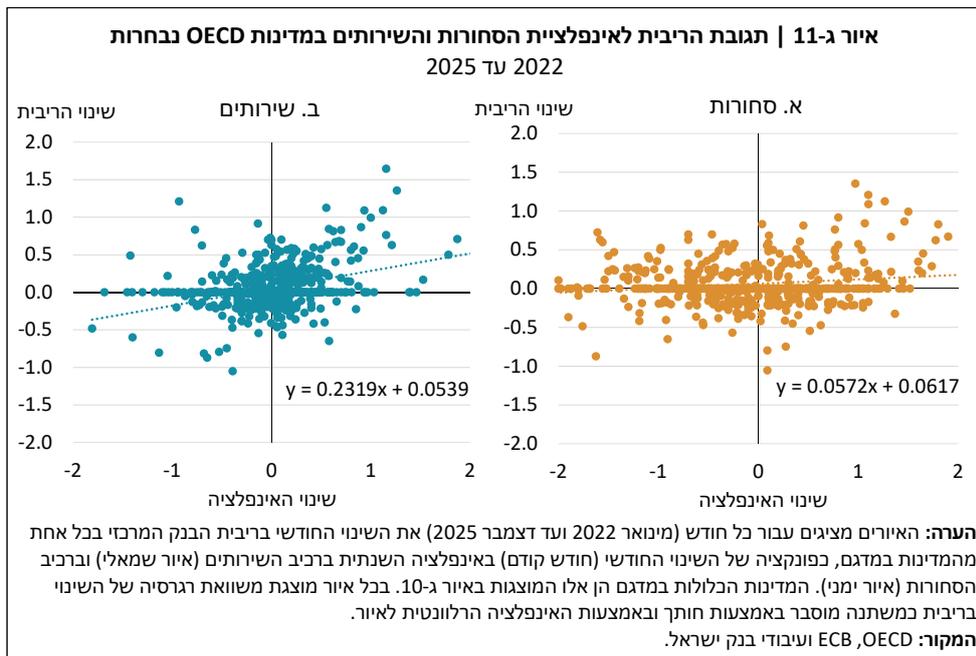
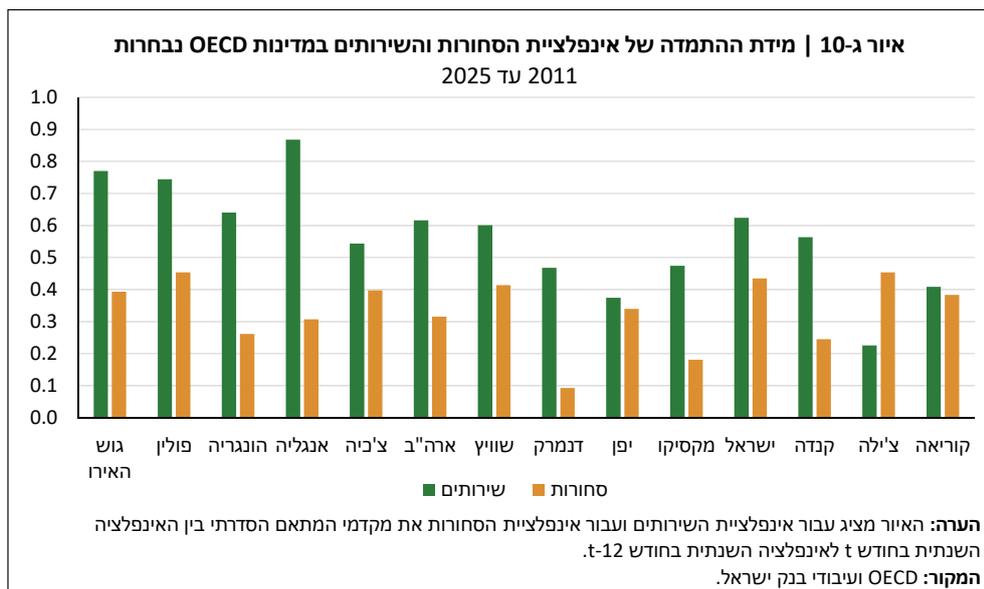
ההערכה שהמשק מאופיין בעודפי ביקוש נתמכה במספר אינדיקטורים ריאליים, וגם בתמונה שעלתה מניתוח הרכב האינפלציה, בעיקר במהלך המחצית הראשונה: התמתנות האינפלציה של הרכיב הסחיר, המושפעת במיוחד מייסוף השקל, בעוד האינפלציה של הרכיב הבלתי־סחיר, המושפעת במידה רבה יותר מעודפי הביקוש המקומיים, המשיכה להיות גבוהה ואף האיצה. העלייה המהירה של מחירי הבלתי־סחירים, הגם ששיקפה בחלקה את השפעת העלאת המע"מ בתחילת השנה, תמכה בהערכה שמגבלות ההיצע בשוק העבודה עודן מתבטאות בעודפי ביקוש שפועלים לעליית המחירים.

קצב העלייה המהיר של הרכיב הבלתי־סחיר היווה שיקול להמתנה עם הפחתת הריבית מסיבה נוספת: רכיב זה נוטה להיות בעל התמדה גבוהה ("דביק") יותר מאשר הרכיב הסחיר. כלומר, עליית אינפלציה ברכיב הבלתי־סחיר נוטה להתמשך זמן ארוך יותר. פער זה עשוי לשקף הבדלים במידת ההתמדה של הכוחות שמניעים כל אחד מהרכיבים (למשל, הרכיב הסחיר מושפע יותר משע"ח, שהוא גורם תנודתי) או לנבוע מהבדלים במאפייני השווקים שבהם נסחרים אותם מוצרים ושירותים. כך או כך, הסיבות המתוארות לעיל – האינדיקציה שהרכיב הבלתי־סחיר מספק באשר לעודף הביקוש במשק וכן וההתמדה הגבוהה יותר שלו – מצדיקות תגובה מרסנת יותר של המדיניות המוניטרית במענה לעליית אינפלציה של הרכיב הבלתי־סחיר, בהשוואה לעליית אינפלציה שמקורה ברכיב הסחיר. באופן עקבי עם הנאמר כאן איור ג-10 מדגים כי בישראל ובמדינות רבות אחרות רכיב האינפלציה במחירי השירותים, המהווים חלק מרכזי מהבלתי־סחירים, הוא בעל התמדה גבוהה יותר מרכיב הסחורות. איור ג-11 מספק עדות כי בנקים מרכזיים אכן נוטים להגיב חזק יותר לשינויים באינפלציית השירותים בהשוואה לשינויים באינפלציית המוצרים<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> לדיון בערך של תגובת ריבית הדרגתית ראו למשל:

Michael Woodford (2003), Optimal Interest-Rate Smoothing, *The Review of Economic Studies*, Volume 70, Issue 4, Pages 861–886.

<sup>18</sup> האיור מתמקד בתקופה שמ-2022 שכן בעשור שקדם לה נמצאה הריבית במדינות רבות במגבלת האפס. לפיכך, שינויים באינפלציה (בין אם סחורות ובין אם שירותים) לא הובילו לשינוי בריבית - דבר המביא להטיה של שיפועי הרגרסיות. עם זאת, התוצאה האיכותית נשמרת גם כאשר כוללים תקופה זו. כמו־כן, הפער החיובי בין המקדם של תגובת הריבית לאינפלציית השירותים ובין המקדם של התגובה לאינפלציית הסחורות מובהק סטטיסטית.



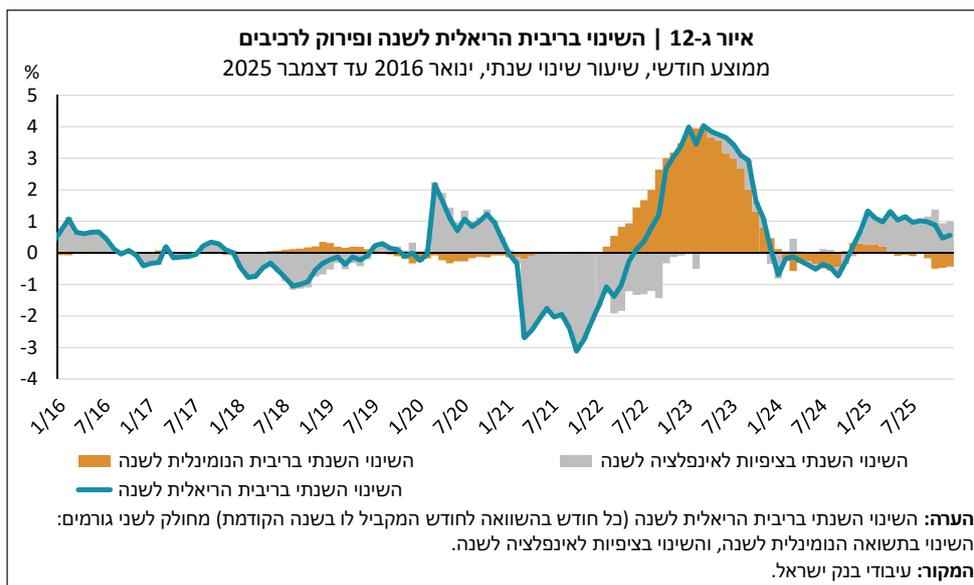
## ב. הריביות הריאליות ומידת הריסון המוניטרי

### הריבית הריאלית הקצרה

השפעת הריבית המוניטרית על הכלכלה עוברת במידה רבה דרך התשואות הריאליות, המשפיעות על הביקוש המצרפי, ובפרט על הצריכה הפרטית וההשקעות. כדי לבחון את השפעת המדיניות המוניטרית נהוג להסתכל בעיקר על התשואות הריאליות לטווח קצר עד בינוני, כיוון שהן אלה המושפעות בעיקר מהמדיניות המוניטרית: באופן ישיר - דרך התשואות הנומינליות; ובאופן עקיף - דרך הציפיות לאינפלציה של הציבור.

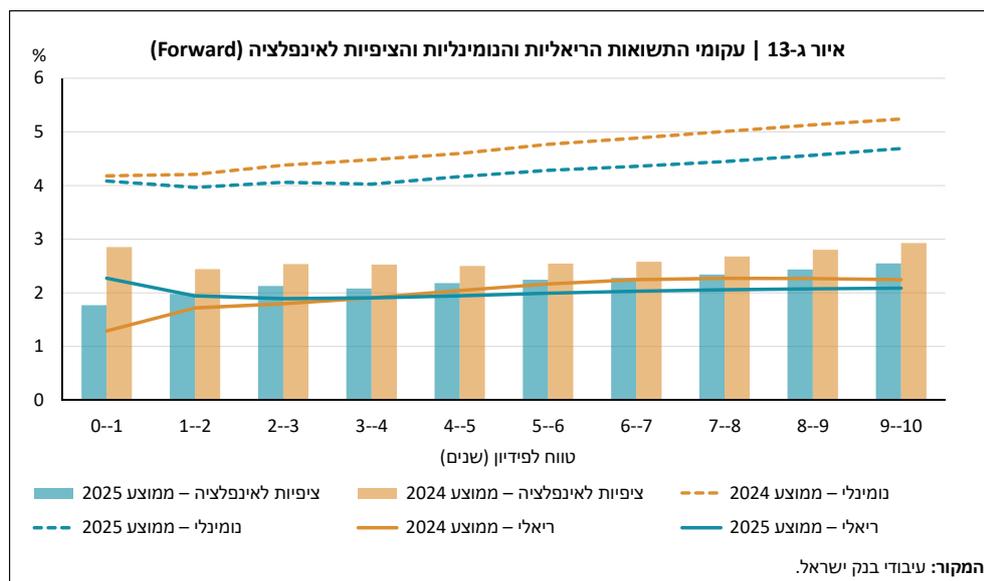
כדי לבחון את השפעת המדיניות על התשואות הריאליות, איור ג-12 מציג פירוק של השינוי השנתי בריבית הריאלית לשנה (כל חודש בהשוואה לחודש המקביל לו בשנה הקודמת) לשני גורמים: השינוי בתשואה הנומינלית לשנה והשינוי בציפיות לאינפלציה לשנה<sup>19</sup>. האיור מראה כי בתחילת השנה חלה עלייה ניכרת, של כנקודת אחוז, בתשואה הריאלית לשנה, כך שבמהלך מרבית השנה הייתה הריבית הריאלית גבוהה בהשוואה לחודשים המקבילים בשנת 2024. מהאיור עולה כי הירידה בציפיות לאינפלציה, במקביל לשמירת בנק ישראל על אותה רמת ריבית (עם ההשלכות על התוואי הצפוי שלה), הובילו לעלייה בריבית הריאלית. לקראת סוף השנה הסתמנה ירידה בתשואה הריאלית כתוצאה מהירידה בריבית בנק ישראל. העלייה בתשואה הריאלית התבטאה גם בטווח של שנתיים (איור ג-13) והובילה לעלייה בעקום התשואות הריאלי (Spot) לכל אורכו (לא מוצג כאן). עליית התשואות הריאליות היא גורם הפועל למיתון הביקוש המצרפי - התפתחות שתאמה את הצורך להתאים את הביקוש המצרפי להיצע המוגבל<sup>20</sup>.

המדיניות המוניטרית הביאה לעליית הריבית הריאלית ובכך תרמה לריסון הנדרש בביקושים.



<sup>19</sup> מבחינה טכנית, הציפיות לאינפלציה לשנה עצמן מחושבות כפער שבין התשואה הנומינלית לשנה לבין התשואה הריאלית לשנה. הפירוק כאן משקף הסתכלות כלכלית שלפיה בטווחים הקצרים את הריבית הנומינלית קובע הבנק המרכזי, הציפיות לאינפלציה נקבעות בהתאם להערכות של הציבור, והתשואה הריאלית נגזרת מאלה.

<sup>20</sup> גם כאשר המדיניות המוניטרית מרסנת, תנאי המימון בשוק עשויים להשתנות במקביל עקב גורמים אחרים, כגון פרמיית סיכון ומרווחי אשראי. בשנת 2025 נרשמה הקלה ברכיבים אלה, בעיקר בשוק ההון. להרחבה ראו פרק ד' - התפתחויות במקורות המימון של המגזר הפרטי הלא-פיננסי.



### הריבית הריאלית הארוכה ומידת הריסון המוניטרי

הדיון לעיל הצביע על העלייה בתשואות הריאליות השנה ככוח שפועל לריסון עודף הביקוש. בחלק זה נראה כי בהינתן מגבלות ההיצע שיצרה המלחמה והצורך לרסן את עודף הביקוש שנגזר מכך, נדרשה ריבית ריאלית גבוהה יחסית. כדי לתאר את המידה שבה המדיניות המוניטרית מרסנת או ממריצה את הביקושים מקובל להתייחס לפער שבין הריבית הריאלית בפועל לבין ריבית ייחוס, המכונה "הריבית הניטרלית"<sup>21</sup>.

בפועל, בשל היותה של הריבית הניטרלית מושג תאורטי שאינו נצפה, קשה להעריך את רמתה. בתנאים ששררו במשק השנה סביר שהריבית הניטרלית הייתה גבוהה יחסית - מצב המצריך שמירה על ריבית ריאלית גבוהה. כדי לראות מדוע, נציג את הריבית הניטרלית כמורכבת משני גורמים: רכיב בסיסי, המבטא כוחות מבניים ארוכי-טווח; ורכיב מחזורי, המושפע בעיקר מהתפתחויות קצרות-טווח (עד כ-5 שנים). באופן פורמלי<sup>22</sup>:

(1)

$$\underbrace{rn}_{\text{ריבית ניטרלית}} = \underbrace{rn_{long\ run}}_{\text{גורמי טווח ארוך}} + \underbrace{rn_{cyclical}}_{\text{גורמים מחזוריים}}$$

<sup>21</sup> לפי התאוריה הנאוקיינסיאנית, הריבית הניטרלית היא הריבית הריאלית שהייתה שוררת בעולם שבו המחירים בכלכלה היו גמישים לחלוטין, וכתוצאה מכך הייתה המדיניות המוניטרית ניטרלית בהשפעתה על הכלכלה. העובדה שבפועל המחירים אינם גמישים לחלוטין מאפשרת לבנקים מרכזיים להשפיע על הריביות הריאליות לטווחים קצרים ובינוניים ובכך לדחוף את הכלכלה לכיוון הרצוי - ריסון הביקושים כאשר הם גבוהים מדי, או עידודם כאשר הם נמוכים מדי. לעיתים הריבית הניטרלית נקראת בספרות: "הריבית הטבעית".

<sup>22</sup> לפירוק דומה למשוואה 1 ולדיון בדרכים למדידת הריסון המוניטרי ראו:

Olamide Harrison and Vina Nguyen. "How to Measure the Monetary Policy Stance", IMF How To Notes 2025, <https://doi.org/10.5089/9798400298882.061>

באמצעות פירוק זה נתאר את הריבית הריאלית הקצרה שהבנק קובע כמורכבת משלושה גורמים: מידת הריסון שהבנק המרכזי מעוניין להשיג; גורמים מחזוריים קצרי-טווח שמשנים את הריבית הניטרלית; וגורמים מבניים ארוכי-טווח שמשנים אותה. פורמלית:

$$r = \underbrace{r - rn}_{\text{ריסון מוניטרי רצוי}} + \underbrace{rn_{cyclical}}_{\text{גורמים מחזוריים}} + \underbrace{rn_{long run}}_{\text{גורמי טווח ארוך}} \quad (2)$$

(קצר פחות ארוך) שיפוע העקום הריאלי

ממשוואה 2 עולה שאם הבנק המרכזי רוצה לשמור על אותה רמת ריסון מוניטרי או להעצים אותה, עליו לפעול לעליית הריבית הריאלית באופן שיקזז גם כוחות מבניים ארוכי-טווח לעליית הריבית הניטרלית, וגם כוחות מחזוריים קצרי-טווח לעלייתה. בתנאים ששררו במשק הישראלי בשנתיים האחרונות סביר שהגורמים המחזוריים – עודפי הביקוש – פעלו לעלייה של הריבית הניטרלית: עודפי ביקוש מקטינים את החיסכון המצרפי ובכך מפעילים לחץ לעליית רמת הריבית כך שתאזן בין הביקוש לחיסכון להיצע שלו. באשר לגורמי הטווח הארוך, בשנים שלאחר משבר הקורונה עלו הריביות הארוכות במדינות רבות ואפשר למצוא בספרות ובצעדי מדיניות בשנים האחרונות מספר הסברים לכך.<sup>23</sup> עליית הריביות הארוכות מצביעה על קיומם של כוחות כלכליים שמצריכים שמירה על ריבית קצרה גבוהה יותר כדי להשיג את אותה רמת ריסון מוניטרי. לפיכך, גם הגורמים קצרי-הטווח וגם הגורמים ארוכי-הטווח פעלו ככל הנראה לכך שעל־מנת לשמור על רמת ריסון התואמת את תנאי המשק, נדרשה רמת ריבית ריאלית גבוהה ביחס לזו ששררה בעשור הקודם.

לצורך שמירה על ריסון מוניטרי נדרשה ריבית ריאלית גבוהה יחסית לשנים הקודמות.

איור ג-14 מראה שאכן כך היה: האיור מציג פירוק של הריבית הקצרה לשני רכיבים: (1) התשוואה הריאלית Forward בין השנה החמישית לשנה העשירית כמייצגת את הגורמים ארוכי-הטווח במשוואה 2. תשוואה זו משקפת את ציפיות המשקיעים בשוק לרמת הריבית הריאלית הקצרה שתשרור בעתיד<sup>24</sup>; (2) הפער בין הריבית הקצרה ל-Forward. בהתאם למשוואה 2, רכיב זה תופס את עוצמת הריסון המוניטרי  $r - rn$  לצד גורמים מחזוריים  $rn_{cyclical}$  שמשפיעים על הריבית הניטרלית בטווח הקצר<sup>25</sup>. מהאיור עולה כי בשנה האחרונה הגיעה הריבית הריאלית לשנה לרמה גבוהה בהשוואה לעשור האחרון (למעשה, הרמה הגבוהה מאז 2008), וכי זו משקפת תרומה של שני הגורמים: גם Forward גבוה וגם פער גבוה בין הריבית הקצרה ל-Forward.

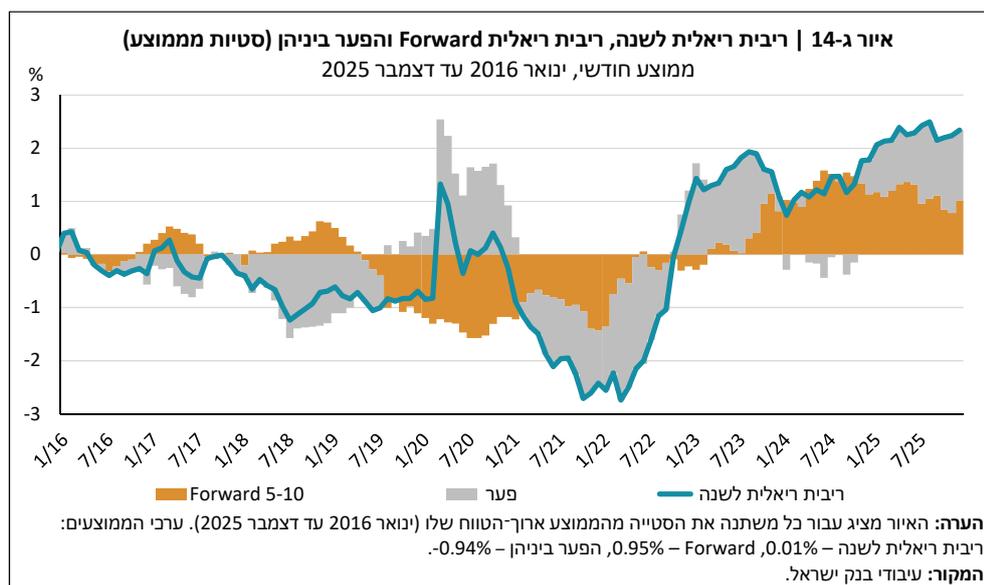
<sup>23</sup> בעשור שקדם למשבר הקורונה רכשו בנקים מרכזיים רבים אג"ח – צעד אשר פעל לירידת התשואות, ואילו היציאה של הבנקים משוקי האג"ח תרמה לעליית התשואות. גורם נוסף הוא הגירעונות, שגדלו במדינות רבות בעקבות משבר הקורונה וצפויים להישאר גבוהים במדינות רבות, בין היתר בשל הגידול הצפוי בהוצאות הביטחון שלהן, על רקע התגברות המתחים הגיאופוליטיים. לסקירה בנושא ראו:

Gianluca Benigno, Boris Hofmann, Galo Nuño, and Damiano Sandri. "Quo vadis, r\*? The natural rate of interest after the pandemic." *BIS Quarterly Review* 4 (2024): 17-30

<sup>24</sup> תשוואות ה-Forward הריאליות הנמדדות כוללות פרמיית טווח (Term premium), אשר עקרונית היא רצוי לנכותה על־מנת לקבל אומדן מדויק יותר לריבית הריאלית הקצרה שהמשקיעים צופים שתשרור בעתיד. ההנחה המובלעת בניתוח כאן היא שפרמיית הטווח יציבה יחסית על־פני זמן.

<sup>25</sup> איור ג-14 מציג כל משתנה במונחי סטיות מהמוצע ההיסטורי שלו. הסתכלות זו נועדה למקד את הניתוח בגורמים שהיו שונים השנה באופן ניכר בהשוואה להיסטוריה, ושהביאו לכך שהריבית הריאלית הייתה גבוהה השנה בהשוואה לעבר.

נדגיש כי מפני ששינויים בריבית הריאלית הקצרה נובעים גם מתגובה להתפתחויות בריבית הנייטרלית ולא רק שינויים במידת ההידוק המוניטרי, אי־אפשר לקבוע על סמך האיור בלבד כיצד השתנתה השנה מידת ההידוק המוניטרי. עם זאת, על רקע העדויות המוצגות בפרק לעודף ביקוש, הדיקות בשוק העבודה ומגבלות היצע, סביר שחלק ניכר מן העלייה בריבית הריאלית, וייתכן שאף עיקר עלייתה, שיקף עלייה ברכיב המחזורי של הריבית הנייטרלית, ולא רק הידוק של המדיניות.



### תרומת המדיניות המוניטרית להתמתנות האינפלציה

כפי שתואר לעיל, הוועדה המוניטרית נקטה מדיניות שמטרתה לוודא שהאינפלציה מתמתנת לתוך תחום היעד ומתבססת בתוכו. בדעיבד אכן הייתה האינפלציה בסוף השנה בתחום היעד ובינואר 2026 אף ירדה לסביבת מרכזו. מדיניות זו התבטאה בשמירה על אותה רמת ריבית במהלך רוב השנה על רקע תנודתיות באינפלציה, אי־ודאות גיאופוליטית, ותנודות בפרמיית הסיכון. כפועל יוצא, ועל רקע הירידה בציפיות לאינפלציה, עלתה הריבית הריאלית - גורם אשר פועל למיתון הביקוש לצריכה ולהשקעה. עליית הריבית הריאלית פועלת גם לייסוף ריאלי, ובשל קשיחות המחירים גם לייסוף נומינלי. כל אלה פועלים לירידת האינפלציה.

את תרומת המדיניות למיתון האינפלציה ננסה להעריך באמצעות שימוש באומדן ממודל ה-DSGE של חטיבת המחקר<sup>26</sup>: לפי המודל, עלייה של נקודת אחוז בתשואה הריאלית הצפויה לשנה מובילה לירידה של כ-0.6 נקודות אחוז באינפלציה באותה שנה<sup>27</sup>. כדי לתרגם זאת להערכה באשר להשפעת המדיניות נציג שני חישובים: האחד משווה את התפתחות התשואה הריאלית בפועל

<sup>26</sup> נייר העבודה על מודל ה-DSGE זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו:

[.MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06](#)

<sup>27</sup> הנחנו שבתחילת השנה מתרחש זעזוע מוניטרי מרסן שמוביל לעלייה של נקודת אחוז בתשואה הריאלית לשנה. כמחצית מעליית התשואה הריאלית נובעת ישירות מהעלאת הריבית הנומינלית וכמחצית מירידה אנדוגנית בציפיות האינפלציה.

למקרה שבו הוועדה הייתה מורידה את הריבית המוניטרית כך שהריבית הריאלית הייתה נותרת כמו ב-2024; השני משווה את התפתחות התשואה הריאלית להתפתחות שהשוק תמחר ב-2024. לצורך החישוב הראשון נתבסס על איור ג-12, אשר מראה כי הריבית הריאלית לשנה הייתה במרבית השנה גבוהה בכ-1 נקודת אחוז ביחס ל-2024. מכאן אפשר להעריך שאילו היה בנק ישראל מפחית את הריבית כך שהריבית הריאלית הייתה נותרת דומה ל-2024 - הייתה האינפלציה גבוהה בכ-0.6 נקודות אחוז וחורגת בסוף השנה מתחום היעד. לצורך החישוב השני נתבסס על איור ג-13, אשר ממנו עולה כי כבר ב-2024 ציפה השוק שהתשואה הריאלית תעלה ב-2025 בכ-0.4 נקודות אחוז - זאת בשל הערכה שבנק ישראל ישמור על רמת ריבית דומה ל-2024, למרות ירידה חזויה בציפיות האינפלציה (בפועל הציפיות לאינפלציה ירדו עוד יותר)<sup>28</sup>. כלומר, כמחצית מהעלייה בתשואה הריאלית כבר תומחרה בשוק ב-2024 וייתכן אפוא שהשפיעה על האינפלציה עוד לפני 2025. הפעלת מקדמי התמסורת רק על הרכיב המפתיע של העלייה בתשואה הריאלית מניבה אומדן של כ-0.4 נקודות אחוז לתרומת המדיניות למיתון האינפלציה.

תחת שני החישובים מתקבל שהשארית הריבית ללא שינוי במרבית השנה תרמה במידה ניכרת לכך שהאינפלציה חזרה לתוך תחום היעד. בפועל סביר שהתרומה הייתה גבוהה יותר: האומדן במודל ה-DSGE מבוסס על הקשרים הממוצעים בהיסטוריה, אך השנה חווה המשק מגבלות היצע. בסביבה כזו היכולת להגדיל את כמות גורמי הייצור במטרה להיענות לעליית הביקוש היא מוגבלת. סביר אפוא להעריך שהרחבה מוניטרית הייתה מתבטאת בעלייה חדה יותר של האינפלציה.

השארית הריבית  
ללא שינוי במרבית  
השנה סייעה להשבת  
האינפלציה לתחום  
היעד.

## 4. בסיס הכסף ומצרפי הכסף

הריבית היא מחיר הכסף - העלות החלופית 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 ישראל<sup>29</sup> - נקבע על-פי הביקוש שיש לנזילות בריבית של הבנק המרכזי<sup>30</sup>. כמות הכסף, כפי שנמדדת באמצעות המצרף M1, היא המזומן שבידי הציבור ופיקדונות העו"ש של הציבור בבנקים, וגם היא מושפעת מריבית בנק ישראל. בעשורים האחרונים ירדה החשיבות של מצרפי הכסף לצורכי ניהול המדיניות המוניטרית. בשנות השבעים והשמונים של המאה הקודמת שימשה כמות הכסף עוגן מרכזי לבנקים המרכזיים וגם הייתה הכלי שבאמצעותו הם ניהלו את המדיניות. מאז השתנתה הצורה שבה בנקים מרכזיים מנהלים מדיניות מוניטרית: כלי המדיניות המרכזי היום הוא הריבית המוניטרית, והבחירה של רמתה נעשית לא מתוך הסתכלות על קצב הגידול של כמות הכסף אלא בעיקר מתוך הערכה של הרמה שנדרשת כדי לעמוד ביעדי הבנק. ועדיין, למרות האמור לעיל, ישנם הסבורים כי החשיבות של מצרפי הכסף לא נעלמה כליל וכי בתקופות של התפתחויות חריגות במצרפים אלה, למשל

<sup>28</sup> אנו מניחים כאן כי בטווח של שנה עד שנתיים קדימה פרמיית הטווח קטנה יחסית.

<sup>29</sup> הבנקים מחויבים להפקיד בפיקדונות עו"ש בבנק ישראל כחלק מחובת הנזילות שלהם.

<sup>30</sup> בסיס הכסף מושפע הן מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל - כגון פעולות הממשלה (שכן חשבונות הממשלה מנוהלים בבנק ישראל), הן מזרמים שהם בשליטתו - כגון רכישות המט"ח והאג"ח והנפקות המ"ק"ם. הבנק סופג נזילות או מזרים אותה כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל. כלומר, הוא מתאים את בסיס הכסף לריבית בהתחשב בסך ההזרמות האחרות, וזאת באמצעות פיקדונות נושאי ריבית שהוא מציע לבנקים במכרז, אשר אינם נכללים בבסיס הכסף, ובאמצעות הנפקת מ"ק"ם.

סביב אירועים שבהם הבנק המרכזי רוכש נכסים, בפרט בסביבת ריבית אפס, עשוי להיות בהם מידע מועיל לקובעי המדיניות. כפי שנראה מיד, השנה לא חלו התפתחויות חריגות במצרפים אלה.

### ההתפתחויות בשנת 2025 ובשנים הקודמות

במהלך 2025 גדל בסיס הכסף קלות (לוח ג-2, עמודה 0), בדומה ל-2024. ב-2025 עלה המצרף M1 (לוח ג-2, עמודה 3), לאחר קצב עלייה מתון מאוד ב-2024. במונחי תוצר נומינלי, בשנתיים האחרונות ניכרת יציבות יחסית בכמות הכסף, לאחר שבמהלך משבר הקורונה היא גדלה במהירות, וביציאה מהמשבר ירדה במהירות (איור ג-15). איור ג-16 מרמז על הסיבה ליציבות בכמות הכסף השנה: האיור מציג את השינוי השנתי בריבית בנק ישראל (לוג) ואת השינוי השנתי של היחס M1 לתוצר (גם כן בלוג). יחס זה מבטא את הביקוש של הציבור לנזילות. מהאיור עולה, כצפוי, מתאם שלילי חזק בין שיעור השינוי בריבית בנק ישראל לבין שיעור השינוי ביחס שבין M1 לתוצר: בתקופות שבהן הריבית עולה העלות החלופית של החזקת מזומן ועו"ש עולה גם היא ועל כן הביקוש להם יורד. כך, למשל, במהלך משבר הקורונה ירדה הריבית לסביבת האפס והביקוש לכסף עלה מאוד<sup>31</sup>. במהלך היציאה מהמשבר עלתה הריבית עד ל-4.75 אחוזים והביקוש לכסף הצטמצם בהתאם. מאז ועד סוף 2025 ירדה הריבית רק במעט, ולכן נותר הביקוש לכסף יציב למדי. האיור מדגים כי בתדירויות הנוגעות למחזור העסקים, ההתפתחויות בכמות הכסף (במונחי תוצר) משקפות בעיקר את השפעת ריבית בנק ישראל.

במקביל ליציבות ב-M1 נרשמה השנה, כמו בשלוש השנים הקודמות, עלייה מהירה בפיקדונות לזמן קצוב לטווח של עד שלושה חודשים (לוח ג-2, עמודה 4). ייתכן שהתפתחות זו מבטאת את המודעות הגוברת של הציבור לאפשרות לקבל תשואה על פיקדונות נושאי ריבית – בין היתר, באמצעות קרנות כספיות – על רקע הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית שפיקדונות עו"ש מניבים<sup>32</sup>.

<sup>31</sup> הביקוש לכסף מתאפיין בכך שהעלייה בו מתעצמת באופן לא-ליניארי ככול שהריבית הנומינלית – העלות החלופית להחזקת מזומן – מתקרבת לאפס.

<sup>32</sup> לפירוט על המעבר של הציבור מפיקדונות קצרים לקרנות כספיות ועל הנכסים שקרנות אלה משקיעות בהן – ראו פרק ד'.

לוח ג-2 | שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2021 עד 2025

3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1	0	
M1+פח"ק+	פח"ק <sup>4</sup>	פז"ק <sup>3</sup>	פז"ק <sup>3</sup> עד חודשים עד	M1 <sup>2</sup>	עו"ש	המזומן שבידי הציבור	בסיס הכסף <sup>1</sup>	
פיקדונות עד שנה בשקלים	פח"ק <sup>4</sup> שנה	פז"ק <sup>3</sup> שנה	פז"ק <sup>3</sup> עד חודשים עד 3 חודשים שנה	M1 <sup>2</sup>	עו"ש	המזומן שבידי הציבור	בסיס הכסף <sup>1</sup>	
<b>הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד</b>								
17.5	23.8	12.6	-3.6	22.0	25.2	6.9	12.6	2021
4.9	-7.9	85.0	34.6	-10.0	-12.9	6.0	3.0	2022
-3.1	-15.5	17.3	24.9	-14.6	-19.8	8.8	1.6	2023
6.6	7.1	-6.3	29.0	0.4	0.1	1.6	2.4	2024
6.2	-13.2	4.1	23.2	5.4	6.4	1.9	2.3	2025
<b>הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם</b>								
								2025
-0.2	-2.6	-1.3	3.8	-1.2	-1.1	-1.5	-1.7	Q1
1.7	1.0	0.3	4.0	1.0	0.7	2.2	2.4	Q2
2.8	0.5	-0.1	9.3	0.5	0.6	-0.1	0.5	Q3
1.5	-11.5	0.4	5.7	5.2	6.7	0.1	0.1	Q4

<sup>1</sup> סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל.

<sup>2</sup> M1 - המזומן ופיקדונות העו"ש.

<sup>3</sup> פיקדון לזמן קצוב.

<sup>4</sup> פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי בזיל.

המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

