

פרק ג'

המדיניות המוניטרית והאינפלציה

- האינפלציה ירדה ב-2014 והסתכמה ב-0.2%, מתחת לתחום היעד של יציבות המחירים (1%—3%). הירידה נבעה בעיקר מהייסוף שחל בשקל עד יולי, מכך שמחירי הנפט העולמיים צנחו במחצית השנייה של השנה, ומגורמי היצע מקומיים כגון הגברת התחרות, בעיקר בשוק התקשורת.
- הציפיות לאינפלציה לשנה נעו בחלקו התחתון של תחום היעד במשך רוב השנה, ולקראת סופה הן ירדו אל מתחת לו. הציפיות לטווחים הארוכים נעו סביב מרכז התחום.
- המדיניות המוניטרית פעלה לתמוך בפעילות וביצוא ולהשיב את האינפלציה אל תחום היעד. זאת משום שהמשק העולמי – למעט ארה"ב – הוסיף לצמוח באטיות, אינדיקטורים שונים עוררו במחצית הראשונה חשש שהביקוש המקומי ירד, והשקל המשיך להתייסק. לנוכח סביבת הריבית הנמוכה בחנה הוועדה המוניטרית כלי מדיניות בלתי שגרתיים, חלקם יושמו במדינות אחדות.
- שער החליפין התפתח במרוצת השנה באופן בלתי אחיד. עד יולי המשיך השקל להתחזק, ובנק ישראל הוסיף לרכוש מט"ח במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין, וכדי לתמוך בפעילות במגזר הסחיר. מאוגוסט עד נובמבר חל בשקל פיחות משמעותי – לאחר שבנק ישראל הוסיף להפחית את הריבית והדולר התחזק בעולם – ובדצמבר השקל שב והתייסק. לאורך כל השנה המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח על פי התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף ודרכו – על שער החליפין.
- הוועדה המוניטרית המשיכה בקו המדיניות שהיא נקטה משלהי 2011 והפחיתה את הריבית – מ-1% בתחילת השנה עד ל-0.25% לספטמבר. בפברואר 2015 היא הפחיתה את הריבית למאסר לשפל היסטורי – 0.1% – מפני שהאינפלציה והציפיות לה היו נמוכות מהיעד, ומפני שהייסוף התחדש בסוף 2014. החלטות המדיניות שיקפו את התפיסה שכלי הריבית נועד לתמוך בפעילות במשק וביציבות המחירים, בשעה שכלי פיקוח מקרו-יציבותיים פועלים לצמצם את הסיכונים הנשקפים ליציבות הפיננסית מההתפתחויות בשוק הדיור.
- שוק הדיור התאפיין במשך רוב השנה במידה רבה של חוסר ודאות עקב ההמתנה לחוק "מע"מ אפס", והפעילות בשוק התמתנה. ברבעון האחרון התחדשו הביקוש והאמרת המחירים. אלה התגברו בדצמבר, עם הקדמת הבחירות והקפאת החקיקה של תכנית "מע"מ אפס". מאחר שהאשראי לדיור הוסיף להתרחב, המפקח על הבנקים הגדיל בספטמבר את כריות ההון שהבנקים נדרשים להקצות כנגדו, כדי להגדיל את כושר הספיגה שלהם במקרה שיתממשו הסיכונים הנשקפים ליכולתם של הלואים לפרוע את חובם.

1. המדיניות המוניטרית

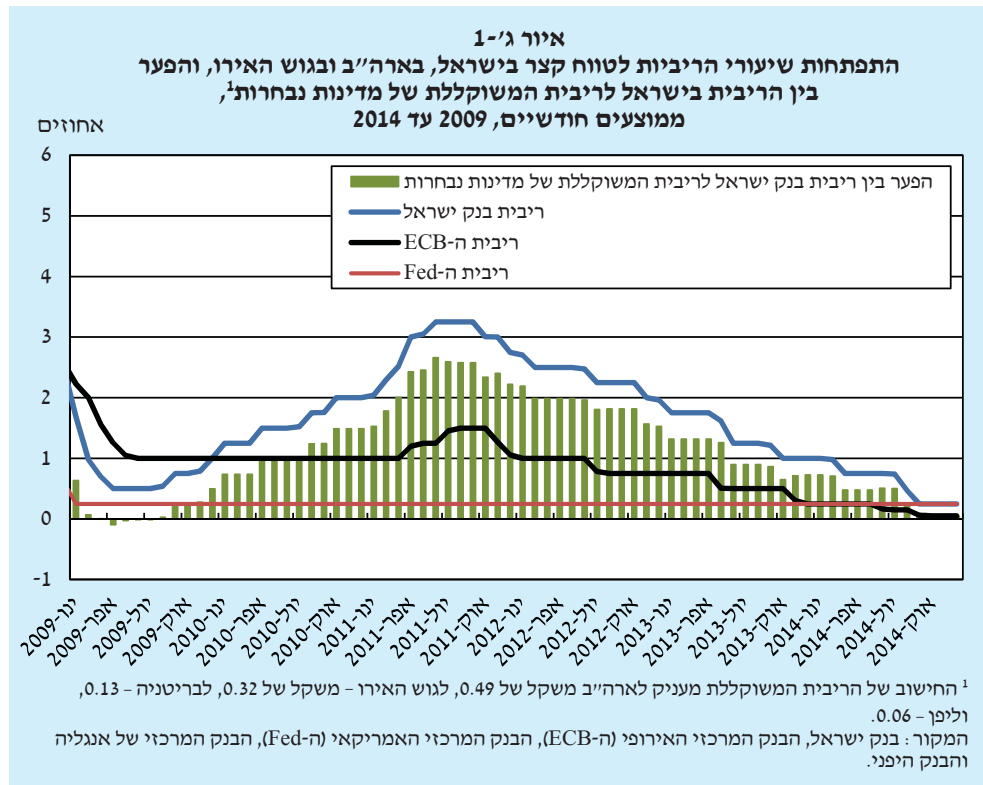
א. תמצית ההתפתחויות וצעדי המדיניות

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נעה במחצית הראשונה של 2014 בחלקו התחתון של תחום היעד, החל מיוני היא ירדה אל מתחת לתחום, ובתום השנה היא הגיעה לשיעור שלילי -0.2%. הירידה נבעה מהייסוף שחל בשקל במחצית הראשונה של השנה, מהזלות המחירים בשוק התקשורת, מהצניחה החדה שנראתה במחצית השנייה במחירי הנפט, ומהאינפלציה הנמוכה בעולם. כן היא נבעה מהתפוגגות השפעתה של ההעלאה שנערכה ב-2013 במע"מ ובמיסוי על הטבק והמשקאות החריפים. התפתחותה של האינפלציה השנה שיקפה ירידה ברכיב הסחיר של מדד המחירים לצרכן והתמתנות בעלייתו של הרכיב הבלתי סחיר. הציפיות לאינפלציה לשנה ירדו אף הן במהלך השנה: עד אוקטובר הן נעו בחלקו התחתון של תחום היעד, ומאוקטובר הן ירדו אל מתחתיו, בין היתר בהשפעתן של הירידות הצפויות בתעריפי המים והחשמל. הציפיות לטווחים הארוכים, הכוללות גם פרמיות נזילות וסיכון, ירדו מעט השנה אך נותרו בסביבות מרכז התחום. המשק העולמי המשיך להתפתח השנה באופן בלתי אחיד: המשק האמריקאי הוסיף להתאושש בשעה שהפעילות באירופה קפאה, הפעילות ביפן התכווצה, והצמיחה בסין ובמדינות המתעוררות האטה. מאחר שארה"ב המשיכה להתאושש, הבנק המרכזי (ה-Federal Reserve, ה-Fed) צמצם השנה בהדרגה את תכנית ההרחבה הכמותית שהוא החל להפעיל שנתיים קודם לכן, ובאוקטובר הוא סיים אותה. בניגוד לכך, הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) העמיק את מדיניותו המרחיבה בעקבות חשש מלחצים לדפלציה: הוא הפחית את הריבית המוניטרית עד לסביבת האפס, הפחית לראשונה לרמה שלילית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים, והחל לרכוש אג"ח מגובות נכסים. יפן הכריזה על תכנית נוספות של הרחבה משמעותית בתחומים הפיסקלי והמוניטרי, והבנק המרכזי בסין נקט הרחבה מוניטרית כדי לשמר את קצב הצמיחה.

קצב הצמיחה במשק הגיע לרמה דומה בשלוש השנים האחרונות ושיקף האטה ביחס לשנים הקודמות. זאת על רקע הביקוש המתון בחו"ל והייסוף המתמשך שחל בשקל עד יולי. מבצע "צוק איתן" מיתן אף הוא את קצב הצמיחה השנה (פרק ב').

הפעילות בשוק הדירות האטה ממאוס עד ספטמבר, בעיקר על רקע ההמתנה לחוק "מע"מ אפס" (פרק ז'-א'): היקף העסקאות ירד משמעותית, ומיוני עד אוקטובר המחירים התייצבו. ברבעון האחרון של השנה התחדשו הביקוש ועלויות המחירים, עם פיזור הכנסות והפסקת תהליך החקיקה של תכנית "מע"מ אפס". מאחר שסך האשראי לדיר המשיך להתרחב, המפקח על הבנקים הגדיל בספטמבר את כריות ההון שהבנקים נדרשים להקצות כנגדו (פרק ד'). הצעדים שנקט המפקח בשנים האחרונות שיפרו את מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות והגדילו את מרחב התמרון שעמד לרשות הוועדה המוניטרית בהפעלת כלי הריבית.

בעקבות התפתחויות אלו הוועדה המוניטרית הפחיתה במרוצת השנה את הריבית, מ-1% בינואר ועד ל-0.25% בספטמבר (לוח ג'-נ' ו-1 ואיור ג'-1). הפחתת הריבית לספטמבר, ובמידה פחותה גם ההפחתה לאוגוסט, הפתיעו את השווקים ותמכו בפיחות השקל – תהליך שהחל באוגוסט וקיבל תמיכה מהתחזקותו של המשק האמריקאי (פרק א'). העובדה שסביבת האינפלציה ירדה אל מתחת לתחום היעד הציבה אתגר נוסף בפני קובעי המדיניות, לנוכח האפשרות שכלי הריבית התקרב למיצוי; אתגר זה הוביל את קובעי המדיניות לבחון כלים בלתי שגרתיים של מדיניות מוניטרית. אולם אלה לא הופעלו ב-2014. הוועדה המוניטרית העריכה כי חלק משמעותי מהירידה שניכרה השנה באינפלציה ובציפיות לה נובע מגורמי היצע זמניים ומשינויים מבניים, המשק האמריקאי התאושש וצפו כי הריבית בו תעלה, והפיחות החד שחל בשקל מאוגוסט עד נובמבר תמך בפעילות.



כמו כן, חטיבת המחקר חזתה כי האינפלציה תחזור ותתכנס לתחום היעד לקראת תום 2015. מאחר שהייסוף החד התחדש בדצמבר 2014, סביבת האינפלציה נותרה נמוכה, ובנקים מרכזיים בעולם הפחיתו את הריביות המוניטריות (לעתים לתחום השלילי), הוועדה המוניטרית הפחיתה את הריבית למאוס 2015 ל-0.1%.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על המדיניות המוניטרית

(1) האינפלציה והמשטר המוניטרי

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי; נקבע כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-1.3%, (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים במשך למעלה משנתיים, ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. החל מאוקטובר 2011 המדיניות המוניטרית נקבעת בידי הוועדה המוניטרית².

¹ תחום זה נכנס לתוקף החל מ-2003 (בהחלטת ממשלה 2183 מיום 16.8.2000). תחום היעד נקבע לראשונה ב-1992, בתיאום בין הממשלה ובנק ישראל, והוא ירד בהדרגה בתהליך דיס-אינפלציה שנמשך כעשור.

² עד אוקטובר 2011 קיבל הנגיד את ההחלטות על הריבית. מאוקטובר 2011 מקבלת אותן הוועדה המוניטרית. בוועדה שישנה חברים (בעת כתיבת הדוח היא מונה חמישה חברים בלבד, היות שהממשלה לא מינתה מחליף לחבר שסיים את תפקידו), בראשותה עומדת הנגידה, והחלטותיה מתקבלות ברוב קולות; במקרה של שוויון לנגידה יש קול כפול. תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2011 דנה בהרחבה בהרכב הוועדה המוניטרית, בדרך קבלת ההחלטות בה, וביתרונות ובחסרונות הכרוכים בכל אחת מהדרכים לקבל החלטות – ועדה ומחליט יחיד.

לוח ג'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2010 עד 2014

2014				2014	2013	2012	2011	2010	
IV	III	II	I						
א. האינפלציה (אחוזים)									
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
0.1	-0.3	0.5	-0.5	-0.2	1.8	1.6	2.2	2.7	2. האינפלציה בפועל ¹
1.5	-1.2	-1.6	0.5						3. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ²
0.5	1.2	1.4	1.7	1.2	1.8	2.3	2.7	2.9	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ³
2.3	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	5. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים ³
0.9	1.2	1.5	1.6	1.3	1.8	2.3	2.8	2.7	6. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ³
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)³									
0.25	0.5	0.75	0.9	0.6	1.4	2.3	2.9	1.6	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
-0.3	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7	-0.3	0.2	0.6	-0.4	2. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לשנה ⁴
2.5	2.8	3.3	3.8	3.1	4.0	4.6	5.1	4.9	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁵
0.7	0.7	1.1	1.5	1.0	1.7	2.1	2.5	2.2	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ⁵
ג. שיעור הפיחות (אחוזים)⁶									
4.0	2.1	-0.8	-1.1	4.2	-7.8	0.6	3.6	-7.1	1. הנומינלי האפקטיבי
8.5	5.0	-0.8	-0.7	12.3	-7.2	0.1	4.7	-4.9	2. מול הדולר
3.5	-0.1	-2.4	0.1	1.1	-3.1	-0.3	4.2	-13.9	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
-0.3	4.1	-1.5	9.0	11.5	15.3	4.5	-22.1	12.6	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי) ⁶
1.5	0	0.3	2.5	4.5	7.3	8.7	4.0	14.1	2. מחירי הדירות
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁶									
9.8	13.3	4.4	4.4	35.6	15.2	8.7	1.6	4.6	1. אמצעי התשלום (M1)
3.1	2.5	1.2	1.3	8.4	6.6	8.2	10.5	3.6	2. M1 + פח"ק ⁷ + פיקדונות עד שנה בשקלים (M2)
ו. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
5.9	6.2	5.8	5.5	5.8	6.0	6.7	7.1	8.4	1. שיעור האבטלה
6.8	0.2	1.7	3.0	2.8	3.2	3.0	4.2	5.8	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁸

¹ מדד המחירים לצרכן, במשך התקופה. הנתונים הרבעוניים מחושבים במונחים שנתיים.
² כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה לרבעון הראשון של 2010). מונחים שנתיים.
³ ממוצע תקופתי.
⁴ על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.
⁵ שיעור התשואה ברוטו על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.
⁶ הממוצע בחודש האחרון לעומת הממוצע בחודש האחרון בתקופה הקודמת.
⁷ פח"ק - פיקדון חוזר קרדיטורי, פיקדון יומי ניל.
⁸ הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.
 המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

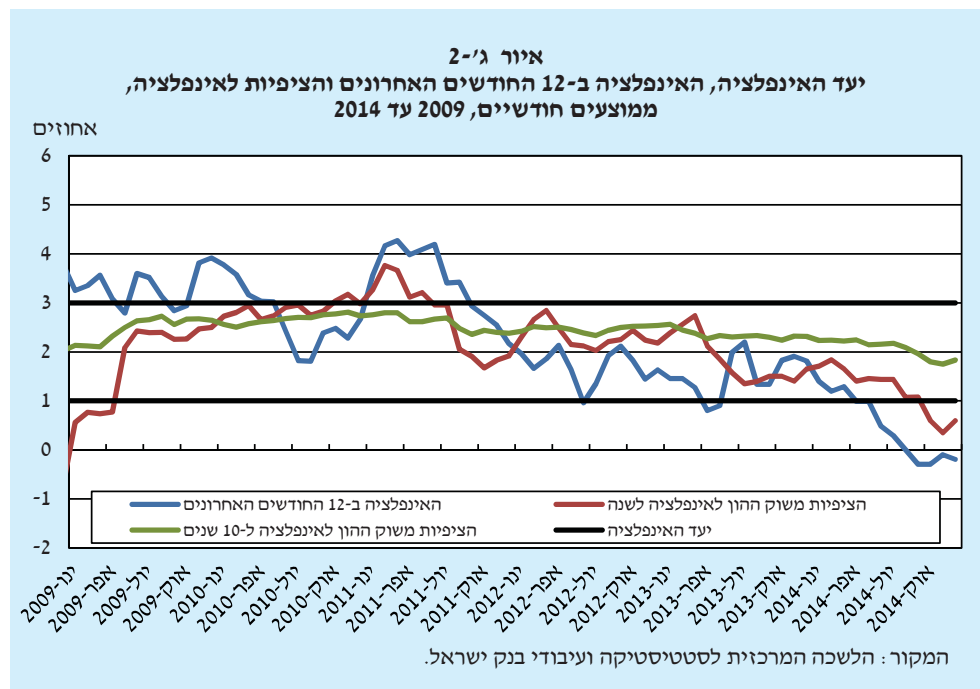
פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה

התפיסה שלבנק המרכזי יש כמה מטרות – בראשן השמירה על יציבות המחירים – מקובלת בעולם ונקראת "משטר גמיש של יעד האינפלציה". במשטר זה פועלים קובעי המדיניות להשיב בהדרגה את האינפלציה ליעד כאשר האינפלציה בטווח הקצר סוטה ממנו. ההדרגתיות מאפשרת לקובעי המדיניות לפעול גם להשגת מטרותיו האחרות של הבנק ובמקביל לשמור על יציבות המחירים בטווחים הבינוניים והארוך.

הן שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים והן הציפיות לאינפלציה לשנה סטו במחצית השנייה של 2014 אל מתחת לתחום היעד (איור ג'-2), והדבר הציב בשלהי השנה אתגר בפני הוועדה המוניטרית, במיוחד לנוכח סביבת הריבית הנמוכה והאפשרות שכלי הריבית התקרב למיזוי. אולם הציפיות לטווחים הארוכים נותרו בתחום היעד וסמוך למרכזו, והן מעידות על אמינות מחויבותם של קובעי המדיניות לשמירה על יציבות המחירים (איור ג'-2).

כדי לגבש את המדיניות המוניטרית המתאימה חשוב להבחין בין ירידה זמנית במחירים לבין ירידה מתמשכת – דפלציה. ירידה זמנית אינה פוגעת בפעילות, והיא עשויה לתמוך בה אם היא נובעת מהתרחבות הביצע, כגון עלייה זמנית בפריון או ירידה במחיר הנפט וכתוצאה מכך במחירי האנרגיה³. דפלציה לעומת זאת נובעת לרוב מירידה מתמשכת בביקוש, והיא טומנת בחובה סכנות לפעילות הכלכלית.

בערוץ הריאלי דפלציה וציפיות לה מובילות לדחיית הצריכה, מכיוון שהצרכנים סבורים כי אין הצדקה לרכוש מוצר או שירות היום אם מחר יזילו את מחירו. כתוצאה מכך הביקוש מצטמצם, הציפיות להוזלות מחירים מגשימות עצמן, בעקבות זאת פוחתות ההשקעות הריאליות ומתעורר חשש שהפעילות במשק תגלוש למיתון⁴. החשש מגלישה למיתון מוביל את קובעי המדיניות



³ ירידה במחיר הנפט תומכת בפעילות בקרב כלכלות שהן יבואניות נפט; בקרב היצואניות ניתן לצפות להשפעות שליליות. הרחבה מופיעה בדוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2014.

⁴ נוסף לכך, כאשר השכר במשק מתאפיין בקשיחות מלמטה, דפלציה מעלה את השכר הריאלי, והעלייה בעלות העבודה עלולה לצמצם את מספר המועסקים. אולם לערוץ זה אין נגיעה רבה למשק הישראלי היות ששוק העבודה המקומי מתאפיין בגמישות בשכר (פרק א'). מעידות על כך ירידות השכר שהתרחשו ב-2003 וב-2009.

המוניטרית להפחית את הריבית כדי לעודד את הפעילות. אולם קיים תחום שאי-אפשר להפחית את הריבית אל מתחת ל⁵. בנסיבות אלה עומדים לרשות קובעי המדיניות כלים מוניטריים בלתי שגרתיים, אולם מידת התמסורת מהם לפעילות ולמחירים פחות ברורה. יתר על כן, כאשר שוררים תנאים של דפלציה וסביבת ריבית נמוכה, מכבידה על הפעילות גם עלות המימון. לשם המחשה, בסביבת ריבית אפסית הריבית הריאלית על הלוואות שווה לשיעור הדפלציה (בערך מוחלט), וכוח הקנייה של הלווה נשחק בשיעור הדפלציה: אם המחירים יורדים למשל ב-5% לשנה, החזר הלוואה לאחר שנה⁶ מוביל להפסד ריאלי בשיעור 5%. עלות המימון גבוהה אף יותר במקרה של הלוואות ישנות שניטלו בריבית נומינלית חיובית (debt deflation)⁷. עלות המימון מפחיתה את הביקוש להלוואות, ותהליך זה מצמצם אף הוא את רמת ההשקעות, הן הריאליות והן הפיננסיות.

במחצית הראשונה של 2014 התעורר חשש שחלק מירידת המחירים נובע מרפיון בביקוש המקומי, וחשש זה התגבר בעקבות "צוק איתן". אולם נתוני החשבונאות הלאומית לרבעונים הראשון והשני עודכנו במהלך השנה כלפי מעלה, והנתונים לרבעון השלישי הצביעו על כך שהצריכה הפרטית צומחת בקצב נאה והיבוא מתרחב (פרק ב'). נוסף לכך, הנתונים משוק העבודה המשיכו להצביע על איתנות. התפתחויות אלה התרחשו על רקע הפחתות הריבית שנערכו בשנה הנסקרת, והן אוששו את ההערכה שהביקוש המקומי לא ירד במרוצתה. זאת ועוד, האינפלציה ב-2014 אמנם הגיעה כאמור לשיעור שלילי והחוק מטיל על בנק ישראל לשמור על יציבות המחירים, אולם ירידה זמנית במחירים שמתבטאת בירידה זמנית באינפלציה אינה מתנגשת עם משטר גמיש של יעד אינפלציה. ראשית, משטר זה מאפשר גמישות בטווח הקצר. שנית, הוא דורש חזרה לקצב האינפלציה, ולא לרמת המחירים שהייתה שוררת אילו זו נותרה בתחומי היעד.

יש לזכור כי הריבית המוניטרית משפיעה בפיגור על המחירים היות שהיא משפיעה בפיגור על התצרוכת והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק, וכן על שער החליפין ודרכו – על פעילותו של מגזר היצוא ותחליפי היבוא, על כושרו להתחרות, ועל המאזן המסחרי. זוהי הסיבה המרכזית לכך שמדיניות מוניטרית פועלת באופן צופה פני עתיד (forward looking)⁸. קובעי המדיניות המוניטרית משמשים אפוא מנהלי סיכונים: הם מעריכים אילו סיכונים קיימים ו/או יתקיימו בעתיד ומה יהיו השלכותיהם, והם פועלים כדי לנטרל או לצמצם אותם מבעוד מועד – וזאת בסביבה שמתאפיינת תמיד בחוסר ודאות⁹.

במחצית הראשונה של השנה התעורר חשש שירידת המחירים נובעת מרפיון בביקוש המקומי, ואולם חשש זה פחת בהמשך, לאחר שהצטברו נתונים שעודכנו כלפי מעלה.

⁵ עד 2009 הסכימו הכול כי המחסום האפקטיבי לריבית המוניטרית עומד על אפס – zero lower bound – וזאת בהשפעתה של רמת הריבית ששררה ביפן מ-1990. ב-2009, בעקבות המשבר הכלכלי העולמי, הפחית הבנק השוודי לרמה שלילית את הריבית על הפיקדונות, ופירוש הדבר שנגבית ריבית על הפקדת פיקדונות. גם במקרה זה יש מחסום לריבית – נראה כי אין תועלת בהפחתת הריבית עד לעלות של החזקת המזומנים. השנה הפחית ה-ECB לרמה שלילית את הריבית על הרזרבה של הבנקים, וכך עשו גם הבנק השווייצרי ובנקים נוספים באירופה.

⁶ מאחר שהריבית אפסית החזר כולל רק את הקרן.

⁷ ראו: Fisher, I. (1933), "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1(4), 337-357. יש להעיר כי במשק הישראלי ניתן לצפות לעלות פחותה, מפני שחלק בלתי מבוטל מהחוב צמוד למדד – 31% מהחוב של המגזר העסקי ו-40% מהחוב של משקי הבית.

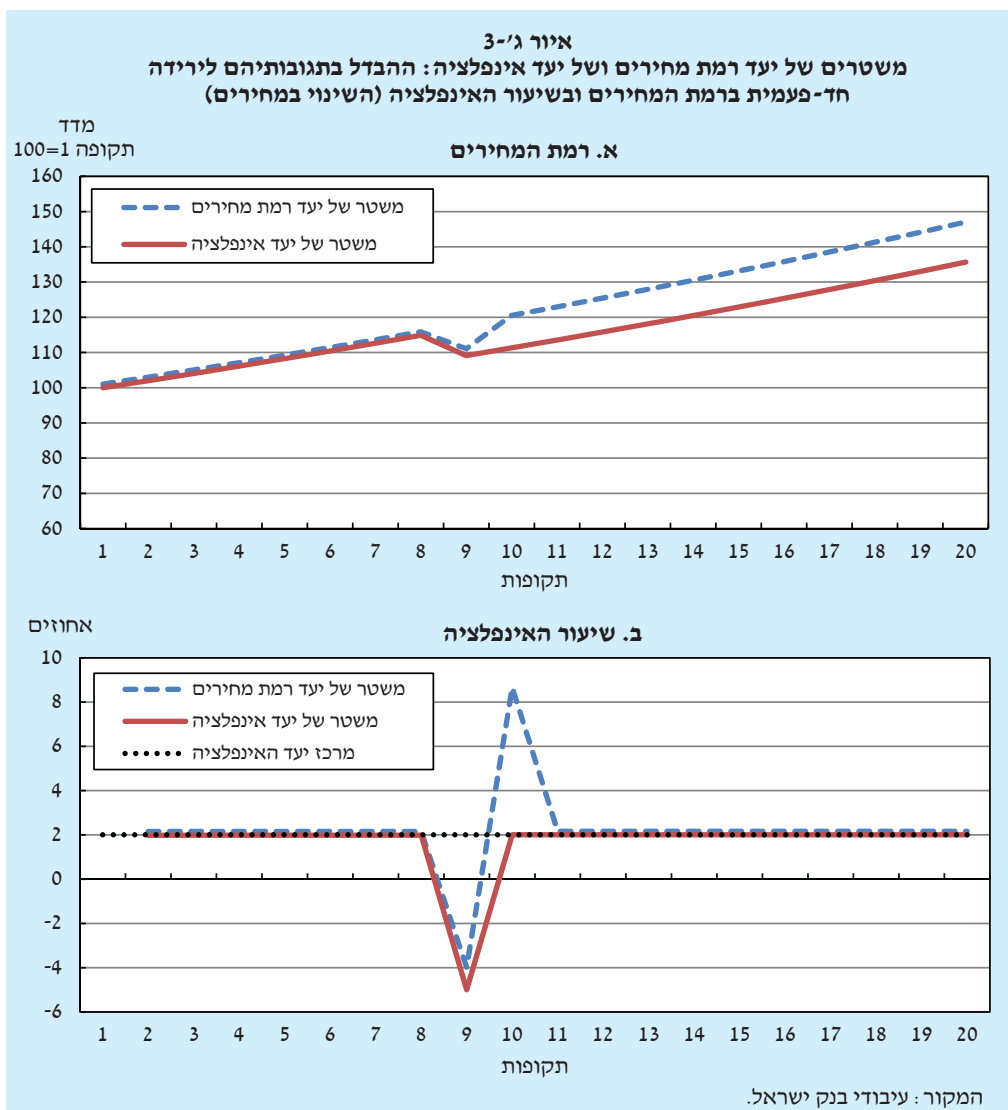
⁸ לדוגמה ראו:

Batini, N. and A.G. Haldane (1998), "Forward-Looking Rules for Monetary Policy", NBER working paper; Svensson, L.E.O. (1996), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", Institute for International Economic Studies, Stockholm University

⁹ לדוגמה ראו: "גיבוש מדיניות מוניטרית בתנאי אי-ודאות", דברים שנשאה נגידת בנק ישראל, ד"ר קרנית פלוג, בכנס הרצליה, 09.06.2014.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה

מאחר שקובעי המדיניות צופים פני עתיד, ומאחר שהם פועלים במסגרת משטר גמיש של יעד האינפלציה, יש להם מרחב תמרון במצב שבו האינפלציה יורדת באופן זמני ואינה משפיעה על האינפלציה הצפויה בטווחים הבינוני והארוך: הם אינם נדרשים לפעול כדי לגרום לאינפלציה לחרוג מיעדה כלפי מעלה במטרה להעלות את רמת המחירים לרמה עקבית עם יעד האינפלציה. במילים אחרות, הם אינם נדרשים לכוון ליעד מחירים¹⁰. איור ג'-3 מתייחס לירידה חד-פעמית במחירים, והוא ממחיש את ההבדל בין מדיניות שנועדה להשיב את קצב האינפלציה ליעדו בטווח הקצר לבין מדיניות שנועדה לשמור על רמת מחירים עקבית עם יעד האינפלציה. מנגד, כאשר המחירים יורדים לאורך זמן, על קובעי המדיניות להגיב לירידה היות שהיא מורידה את הציפיות לאינפלציה, ואם האינפלציה הצפויה בטווחים הארוכים תחרוג מתחום היעד, הדבר עלול לפגוע באמינותו של משטר היעד.



¹⁰ Price level targeting. שוודיה ניסתה את המדיניות הזו בשנות השלושים של המאה הקודמת, ובתקופתנו הוביל את הדיון בה הבנק המרכזי של קנדה.

הניתוח שלעיל מעלה אם כן יש להבין מהם הגורמים לירידת מחירים בזמן התרחשותה. אם הירידה אינה נובעת מירידה בביקוש, אינה מלווה בירידה מתמשכת באינפלציה ובציפיות לטווחים הארוכים, והצפי לחזרתה ליעד נמצא במסגרת הזמן הנקובה בחוק, קובעי המדיניות המוניטרית אינם נדרשים לפעול כנגדה. לדוגמה, כאשר המשק מטמיע רפורמות מבניות שנועדו להוריד את רמת המחירים (פרק א') – כגון הרפורמות המקופלות בהמלצותיה של הוועדה לצמצום הריכוזיות במשק – הדבר אינו מתנגש עם מדיניות מוניטרית שמטרתה לשמור על יציבות המחירים במסגרת משטר גמיש של יעד אינפלציה.

(2) הפעילות הכלכלית במשק הישראלי

המשק הישראלי צמח ב-2014 ב-2.8%, דומה לקצב הצמיחה בשנתיים הקודמות ונמוך מהקצב לפני כן. הצמיחה במשק האטה בשנתיים האחרונות בעקבות (1) ההתמתנות בסחר העולמי והייסוף המתמשך בשער החליפין הריאלי, ייסוף שהצטמצם מאוגוסט 2014; ו-(2) הירידה בשיעור הגידול בהשקעות (פרק ב').

ההערכה לגבי מידת ההתרחבות – או הרפיון – בביקוש המקומי ניצבה במוקד הדיונים על המדיניות המוניטרית, והערכה זו התגבשה, כתמיד, בתנאים של חוסר ודאות¹¹. בתחילת השנה הצביעו אינדיקטורים שונים – ובראשם האומדן הראשון של נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של 2014 – על האטה נוספת בפעילות. תמונה זו החריפה במהלך "צוק איתן". נוסף על כך, בנק ישראל רכש במחצית הראשונה של השנה מט"ח גם מחוץ לתכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף, כדי למתן את התנודות החריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים ולתמוך במגזר הסחיר.

אולם במהלך השנה עודכנו נתוני החשבונאות הלאומית לרבעונים הראשון והשני כלפי מעלה, והנתונים שהתפרסמו לקראת סוף השנה על הרבעון השלישי הראו כי הצריכה הפרטית הוסיפה לצמוח והיבוא התרחב (פרק ב'). התפתחויות אלה תמכו בהערכה שעל רקע תרומתה של המדיניות המוניטרית לפעילות, קצב התרחבותו של הביקוש המקומי לא ירד אף כי ההאטה העולמית נמשכה. עוד תמך בהערכה השיפור בשוק העבודה: שיעור האבטלה¹² נע בשנתיים האחרונות סביב רמה נמוכה, שיעור התעסוקה עלה, והוא הדין במספר משרות השכיר בשירותים הציבוריים. בשל התרחבותו של היצע העבודה לא ניכרו בשוק לחצים לעליות שכר, שכן העלייה בשכר הנומינלי לא האיצה (פרק ב').

(3) המדיניות המוניטרית בעולם

מאחר שהמשק הישראלי קטן ופתוח, המדיניות המוניטרית בו מושפעת מההתפתחויות בפעילות ובמחירים בעולם ומגיבה אליהן. המשבר העולמי שפרץ ב-2007–2008, והתמתנות הביקוש שבאה בעקבותיו, הובילו למדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר בעולם. זו ננקטה באמצעות כלים שגרתיים – היינו הפחתה בריביות של הבנקים המרכזיים – היכן שנראה כי הדבר אפשרי, וכן באמצעות כלים בלתי שגרתיים, בכלל זה תכניות של הקלה כמותית (quantitative easing) והקלת אשראי (credit easing), התערבות בשוק המט"ח, ושימוש בהכוונה לגבי העתיד (forward guidance)¹³.

¹¹ ראו לוח 3 ("החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית") בדוחות המדיניות המוניטרית למחציות הראשונה והשנייה של 2014.

¹² מכוח העבודה של בני 25–64 (גילי העבודה העיקריים).

¹³ ראו "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית: מטרות ואמצעים", דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2013, וכן "הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance) – הניסיון שהצטרב בעולם", בתוך סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים מס' 138.

הצמיחה המתונה שנראתה בשנתיים האחרונות נבעה בעיקר מההתמתנות בסחר העולמי, הייסוף המתמשך בשער החליפין הריאלי, והירידה בשיעור הגידול בהשקעות.

המשק האמריקאי
הוסיף להתאושש
בשעה שהפעילות
באירופה דרכה במקום,
הפעילות ביפן התכווצה,
והצמיחה בסין ובמדינות
המתעוררות האטה.

היות שהאינפלציה העולמית ירדה השנה והתעורר חשש מדפלציה, חלק מהבנקים המרכזיים הפחיתו את הריבית המוניטרית לתחום השלילי.

בדומה לשנים האחרונות, גם השנה התאפיין המשק העולמי בהתפתחות בלתי אחידה. מאחר שהמשק האמריקאי התאושש במרוצת השנה, ה-Fed צמצם בהדרגה את תכנית ההקלה הכמותית שהוא החל להפעיל כשנתיים קודם לכן, ובאוקטובר 2014 הוא סיים אותה. את ההתאוששות ליווה חוסר ודאות בנוגע למועד שבו יחל ה-Fed להעלות את הריבית; הציפיות והתחזיות מדצמבר 2014 הצביעו על התקופה המשתרעת בין יוני לספטמבר 2015. הצמיחה בנוש האירו התאוששה מעט ברבעון השני של 2014, לאחר שישה רבעונים של מיתון, אך שיעור האבטלה הוסיף להיות גבוה (11.5%) ושיעור האינפלציה השנתית ירד בשנתיים האחרונות אל מתחת ליעד של מעט למטה מ-2% בטווח הקצר. ה-ECB עדכן כלפי מטה את תחזיות הפעילות והאינפלציה, הפחית את הריבית המוניטרית ל-0.05% (איור ג'-1), והפחית – לראשונה – לרמה שלילית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים, בעקבות חשש מלחצים לדפלציה. באוקטובר 2014 הוא גם החל לרכוש אג"ח מגובות נכסים והודיע כי תכנית זו תימשך לפחות שנתיים¹⁴.

התוצר ביפן התכווץ ברבעונים השני והשלישי. עם פרסום נתוני הצמיחה לרבעון השלישי נדחתה העלאת המע"מ שהממשלה תכננה לערוך ב-2015 במטרה לצמצם את הגירעון הממשלתי, והבחירות הוקדמו. בסוף השנה הכריזה יפן על תכניות נוספות של הרחבה משמעותית בתחומים הפיסקלי והמוניטרי. בסין נמשכה ההתמתנות בפעילות, והבנק המרכזי נקט הרחבה מוניטרית כדי לשמר את קצב הצמיחה.

ההאטה בצמיחה העולמית, ועמה המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם, תמכו בהפחתת הריבית בישראל דרך שני ערוצים מרכזיים: (1) הפעילות העולמית משפיעה על הביקוש ליצוא ועל ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל; (2) פערי הריביות משפיעים על תנועות ההון לטווח קצר ודרכן על שער החליפין¹⁵, וזה מצדו משפיע על רווחיות היצוא ועל התעסוקה במגזר הסחיר, כמו גם על מחיריהם של המוצרים המיובאים ועל החשבון השוטף במאזן התשלומים. המדיניות המוניטרית בעולם הייתה מרחיבה יחסית למדיניות בישראל מאז פרוץ המשבר, ותנאי הרקע החיוביים במשק תמכו בייסוף של השקל. הייסוף והירידה בביקוש ליצוא הישראלי פגעו ברווחיות היצואנים ובהיקף פעילותם. הפחתת הריבית המוניטרית והתאמתה לסביבה הנמוכה של הריביות העולמיות, לצד הפיחות שחל במחצית השנייה של השנה הנסקרת, תמכו במגזר הסחיר, בשיעור התעסוקה ובפעילות הריאלית.

(4) שער החליפין ושוק המט"ח

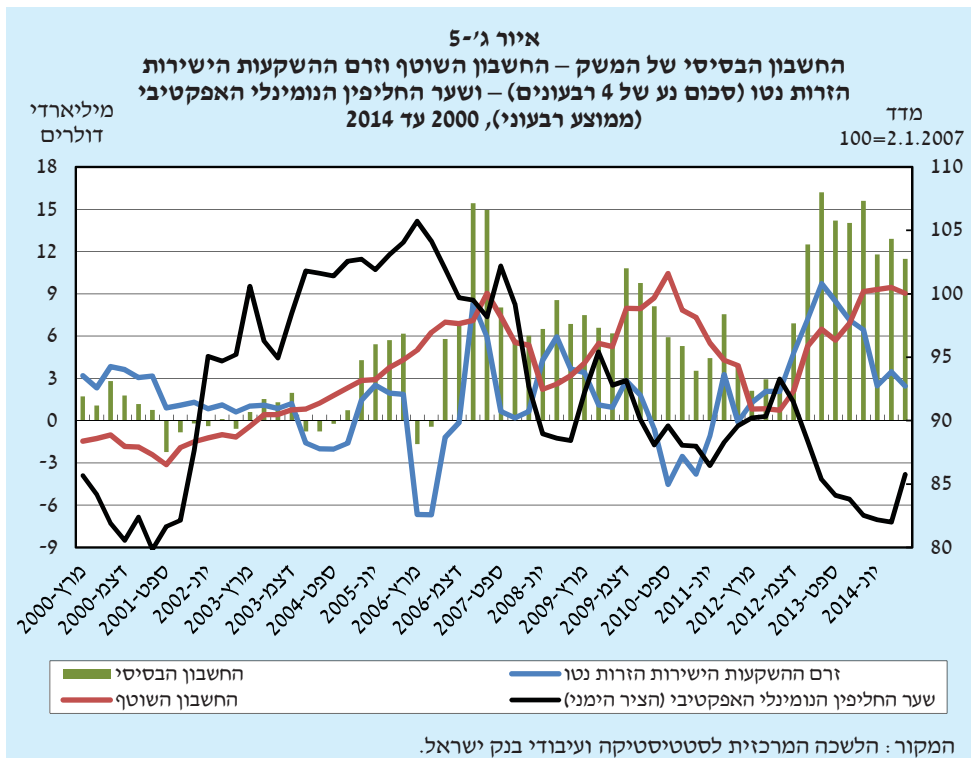
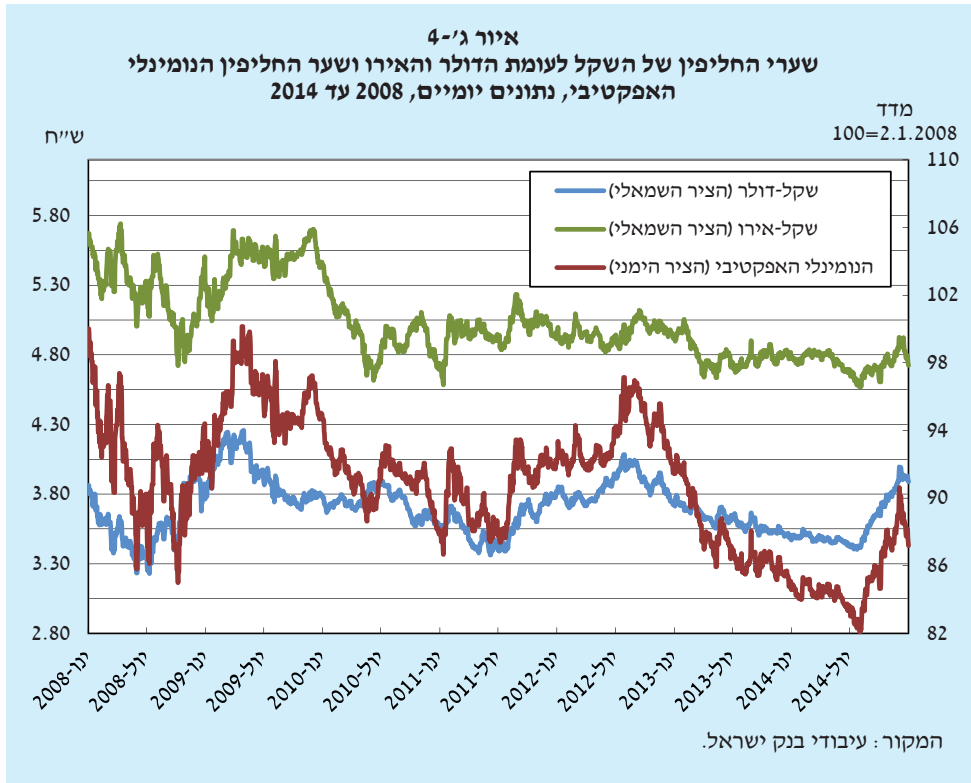
ב-2014 חל בשקל פיחות של 4.2% (במונחי השער הנומינלי האפקטיבי)¹⁶, אולם שער החליפין התפתח באופן בלתי אחיד (איור ג'-4). עד יולי 2014 נמשכה מגמת הייסוף שהחלה בספטמבר 2012, ובמונחי השער הנומינלי האפקטיבי השקל התייסף מראשית השנה בכ-3%. כמה כוחות בסיסיים פועלים לייסוף שער החליפין, ביניהם מצבו הטוב יחסית של המשק והעודף הגבוה שנוצר בשנתיים האחרונות בחשבון הבסיסי (basic account) (איור ג'-5). החשבון

¹⁴ ראו את ההצהרה שמסר נגיד ה-ECB במקביל להודעת הריבית מדצמבר 2014, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is131107.en.html>

¹⁵ כאשר הריבית המקומית – לאחר התאמה לפרמיית הסיכון – גבוהה מהריבית העולמית, היא פועלת לכניסה של תנועות הון, ואלה לוחצות לייסוף. כאשר הריבית המקומית נמוכה מהריבית העולמית, היא פועלת ליציאה של תנועות הון וללחצים לפיחות.

¹⁶ הממוצע בדצמבר 2014 לעומת הממוצע בדצמבר 2013.

בנק ישראל, דין וחשבון 2014



הבסיסי כולל את החשבון השוטף של מאזן התשלומים ואת זרם ההשקעות הזרות הישירות נטו¹⁷. העודף בחשבון השוטף הוסיף לעלות השנה, והוא שיקף גידול בחשבון ההכנסות ובהעברות השוטפות לישראל, לצד עודף בחשבון השירותים שקיזזו גירעון בחשבון הסחורות. באחרון הפקת הגז ממאגר "תמר" מפחיתה את ההוצאה על יבוא מוצרי אנרגיה, והצניחה במחיר הנפט צפויה להפחיתה עוד יותר. כדי לקזז את השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף – ודרכו על שער החליפין – בנק ישראל רכש מט"ח בהיקף של 3.5 מיליארדי דולרים במסגרת התכנית שנועדה לכך¹⁸. הבנק העריך כי בעקבות הירידה במחירי הנפט והגז, קצב ההשפעה ב-2015 יתמתן מעט ויסתכם בכ-3.1 מיליארדי דולר.

זרם ההשקעות הזרות הישירות נטו נותר חיובי, אך הוא הצטמצם השנה משום שההשקעות הישירות של הזרים בישראל ירדו יחסית לארבע השנים הקודמות. מרווח ה-CDS לחמש שנים של ישראל – אינדיקציה לרמת הסיכון של המשק – המשיך להציג את מגמת הירידה שאפיינה אותו מ-2012: המרווח ירד מממוצע של 103 נקודות בסיס בדצמבר 2013 לממוצע של 77 נקודות בסיס בדצמבר 2014, ובמהלך "צוק איתן" הוא עלה רק באופן זמני ומינורי. תהליך זה תמך אף הוא בייסוף.

מנגד, משקיעים מוסדיים בישראל – בעיקר קרנות הפנסיה – הולכים ומגבירים את זרם ההשקעות בחו"ל, והדבר אמור לפעול לפיחות השקל. אולם מאחר שהייסוף המתמשך הוביל אותם לגדר את השקעתם ולהקטין את חשיפתם לשער החליפין, הם חיזקו את מגמת הייסוף. החברים בוועדה המוניטרית הביעו ביולי דאגה מייסוף נוסף, מאחר שהם העריכו כי עוצמת הייסוף (שחל עד יולי) אינה תואמת את התנאים הכלכליים הבסיסיים שתוארו לעיל. זאת משום שאומדנים שונים לשער החליפין הריאלי הצביעו על ייסוף יתר (overvalue) – היינו ייסוף שחורג מעבר לזה שמסבירים העודף הגדל בחשבון השוטף, היקפן הגבוה של ההשקעות הישירות, ומצבו הטוב יחסית של המשק. מאחר שייסוף (יתר) פוגע ברווחיות היצוא ועלול לפגוע בהיקף התעסוקה במגזר הסחיר, בנק ישראל המשיך לרכוש מט"ח במחצית הראשונה של 2014¹⁹. בין אוגוסט לנובמבר – לאחר שבנק ישראל הפחית את הריבית פעמיים וצמצם את הפערים (הן בפועל והן הצפויים) בין הריבית בישראל לריביות בעולם – התהפכה מגמת הייסוף, ובשער החליפין הנומינלי האפקטיבי חל פיחות חד של כ-5%. השפעתה של הפחתת הריבית לספטמבר הייתה ניכרת במיוחד, מכיוון שהיא הפתיעה את השווקים. לפיחות תרם גורם מרכזי – התאוששותו של המשק האמריקאי, התפתחות שהתלוו לה המשך הצמצום של ההרחבה הכמותית וציפיות שה-Fed יעלה את הריבית במהלך 2015 – וכן תרמו לו גורמים משניים, היינו מבצע "צוק איתן" והקדמת הבחירות. להמשך המגמה תרמה העובדה שהגופים המוסדיים צמצמו בעקבותיה את הגידור (הייסוף המתמשך שחל בשקל מסוף 2012 ועד אוגוסט 2014 הוביל אותם כזכור לנקוט פעולה הפוכה).

מאחר שבנקים מרכזיים בעולם המשיכו להפחית את הריביות ולנקוט הרחבות מוניטריות, התרחב שוב הפער בין הריבית המוניטרית בישראל לריבית במדינות רבות, ובדצמבר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייסף ב-1.3%. הוא התייסף בשיעור דומה מראשית 2015 ועד למועד שבו החליט בנק ישראל להפחית את הריבית למאסר ל-0.1%.

¹⁷ Net FDI, foreign direct investment

¹⁸ פירוט מופיע בדוח בנק ישראל לשנת 2013, פרק ג'.

¹⁹ 3.5 מיליארדי דולרים מחוץ למסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעת התקבולים מהגז על החשבון השוטף. פירוט מופיע להלן.

במחצית הראשונה של השנה הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח כדי למתן את התנודות החריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים.

הפיחות שחל מאוגוסט עד נובמבר נבע בעיקר מהתאוששותו של המשק האמריקאי ומכך שבנק ישראל הפחית את הריבית.

(5) מחירי הדירות

ב-2014 עלו מחירי הדירות ב-4.5%²⁰. שוק הדירות התאפיין במידה רבה של חוסר ודאות על רקע ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס" – יוזמה שהוצגה במאוס 2014. תכנית זו נועדה להפחית לזכאים ל-0% את המע"מ על רכישת דירה ראשונה. ממאוס – ולמשך כחצי שנה – נכנס שוק הדירות לקיפאון: קצב נטילת המשכנתאות דרך במקום, מספר העסקאות ירד, ומחירי הדירות נותרו ללא שינוי משמעותי. ההערכה הייתה שתכנית "מע"מ אפס" עלולה להאיץ את העלייה במחירי הדירות במידה שהיא תצא לפועל ללא גידול מתאים בהיצע. באוקטובר התחדשו הביקוש הער בשוק הדירות והעליות במחיריהן. בתחילת דצמבר הוחלט לפזר את הכנסת ולהקדים את הבחירות, נפסק תהליך החקיקה של תכנית "מע"מ אפס", והביקוש בשוק הדירות התגבר.

הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות²¹ הוסיפה לרדת השנה – היא ירדה מ-1.6% בדצמבר 2013 לכ-1% והמשיכה את המגמה שניכרה בה מסוף 2011 – במקביל להפחתות של הריבית המוניטרית ולירידה בתשואות הארוכות. לנוכח הגידול המתמשך באשראי לדיור והחשש מהסיכון הנשקף ממנו למערכת הבנקאית, המפקח על הבנקים המשיך במדיניות שהוא נקט בעבר, ובספטמבר הוא הגדיל את כריות ההון שהמערכת הבנקאית נדרשת להקצות כנגד אשראי זה (פרק ד').

ההתעוררות שנראתה בתום 2014 בביקוש לדירות ובעליית מחיריהן מציבה שוב בפני בנק ישראל את האתגר הכרוך בשמירה על היציבות הפיננסית.

שוק הדירות התאפיין במידה רבה של חוסר ודאות על רקע ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס". באוקטובר התחדשו הביקוש הער ועליות המחירים, ואלה התגברו בדצמבר, עם פיזור הכנסת והפסקת תהליך החקיקה של התכנית.

ההתעוררות שניכרה בשוק הדירות בתום 2014 מציבה שוב בפני בנק ישראל את האתגר הכרוך בשמירה על היציבות הפיננסית.

ג. המדיניות המוניטרית

(1) התשואות הריאליות

הריבית המוניטרית מהווה נקודת ייחוס לריביות בשוק, ודרכן היא משפיעה על התצרוכת והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק, וכן על שער החליפין ודרכו – על פעילותו של מגזר היצוא ותחליפי היבוא, על כושרו להתחרות, ועל החשבון השוטף. דרך כל אלה הריבית משפיעה על המחירים.

מידת השפעתה של הריבית המוניטרית תלויה גם בתמסורת ממנה לריביות השוק. בין הריבית המוניטרית לריבית שלקוחות עסקיים משלמים על אשראי לא-צמוד יש תמסורת גבוהה, והיא נותרה כזו גם בסביבת הריבית הנמוכה ששררה השנה (פרק ד'). אשר לתמסורת מהריבית המוניטרית לתשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות, תשואות אלה אינן מושפעות רק מהריבית



²⁰ המחירים על פי סקר מחירי הדירות בבעלות של הלמ"ס. מחירים אלה אינם נכללים במדד המחירים לצרכן.

²¹ כדי לחשב ריבית זו נוטלים את שיעורי הריביות במסלולים השונים וכופלים אותם במשקל המסלולים בסך זרם המשכנתה. לצורך החישוב מניחים כי שיעור האינפלציה השנתי במסלולים הנומינליים עומד על 2%.

המוניטרית אלא גם מערכיהם – בפועל והחזויים – של כמה גורמים נוספים, בהם סביבת הריביות העולמיות, פרויקט ההון, הצמיחה הצפויה, פרמיית הסיכון והנזילות, והחוב הממשלתי.

התשואה על אג"ח לשנה הייתה ב-2012–2013 שלילית, והיא מעידה על ההרחבה המוניטרית שנקטה כדי לתמוך בפעילות הכלכלית לנוכח ההאטה בקצב הצמיחה במשק (איור ג'-6 ולוח ג'-1). התשואה המשיכה לרדת עד אפריל 2014, אולם במאי היא החלה לעלות, ובסיומם השנה היא עלתה מעט. התשואה ל-10 שנים לעומת זאת ירדה – שיפועו של עקום התשואות נעשה השנה תלול פחות. מחקר שנערך בחטיבת המחקר בבנק ישראל²² מצא כי (1) הריבית המוניטרית משפיעה במידה רבה על התשואה הריאלית לטווח קצר, אך היא משפיעה גם על התשואה לטווח ארוך, אם כי במידה פחותה, (2) עלייה ביחס החוב הממשלתי לתוצר הפוטנציאלי מעלה בעיקר את התשואה לטווח ארוך, ואת התשואה לטווחים הקצרים היא מעלה במידה פחותה, ו-(3) עלייה בתשואות הריאליות בארה"ב מעלה את התשואה בארץ. השפעתן של ההתפתחויות בעולם על התשואות הריאליות המקומיות גברה במרוצת העשור האחרון, עם הליברליזציה בסחר החוץ ובתנועות ההון ועם נידודו של שער החליפין. זאת משום שבמשק קטן ופתוח עם תנועות הון חופשיות, כדוגמת המשק הישראלי, תנועות ההון פועלות להשוות את התשואות המקומיות והעולמיות, וההבדלים הנותרים ביניהן נובעים מההבדלים הקיימים בין המשקים בפרמיות הסיכון ובמיסוי, וכן מחיכוכים שמאטים את תהליך ההשוואה. כאשר מנתחים בעזרת מחקר זה את השינוי שחל ב-2014 בתשואה הריאלית, מוצאים כי את העלייה בתשואה על אג"ח לשנה מסבירה בעיקר הירידה שחלה בצפייות לאינפלציה לשנה למרות הפחתות הריבית שנערכו במהלך השנה ובמיוחד בסופה. את העלייה קיזזה הירידה ביחס בין החוב הממשלתי הצפוי לתוצר הפוטנציאלי. ירידה זו הסבירה את חלק הארי של הירידה בתשואה ל-10 שנים, לאחר שאשתקד היא נותרה יציבה (איור ג'-6).

התשואה הריאלית
לפריון על אג"ח של
ממשלת ישראל לשנה
עמדה על שיעור שלילי
מאמצע 2012, והיא
מעידה על ההרחבה
המוניטרית שנקטה.

(2) כלל טיילור והריבית המוניטרית

בשנים שקדמו למשבר העולמי כלל טיילור (Taylor rule) סטנדרטי תיאר היטב את התואי של ריבית בנק ישראל בפועל (דוח בנק ישראל לשנת 2012, פרק ג')²³. לפי כלל זה, רמת הריבית המתאימה לתנאי המשק מגיבה לסטייה של האינפלציה מהיעד, לפער התוצר²⁴ ולריבית הטבעית²⁵. אולם מפרוץ המשבר, בתחילת 2008, הריבית בפועל חרגה כלפי מטה מהריבית הנגזרת מכלל זה. דוח בנק ישראל לשנת 2013 הציג כלל טיילור מורחב (איור ג'-7 בדוח), והוא מסביר היטב את המדיניות המוניטרית בישראל הן לפני המשבר העולמי והן לאחריו.

כלל טיילור המורחב כולל – נוסף לתגובה לסטייה של האינפלציה מהיעד ולפער התוצר בישראל – גם תגובה לצמיחה הצפויה בארה"ב. הניתוח הנידון הראה כי כלל זה מצמצם במידה ניכרת את הפער בין הריבית בפועל לריבית הנגזרת מכלל טיילור הסטנדרטי. הוספת הפעילות הצפויה בחו"ל

²² ברנרד ע' וסי' ריבון (2015), "השפעתן של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית בישראל, ושל הכלכלה הגלובלית, על התשואות הריאליות של האג"ח הממשלתיות בישראל: בחינה מחודשת לאחר עשור", סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר, בנק ישראל.

²³ ראו:

Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, pp. 195-214

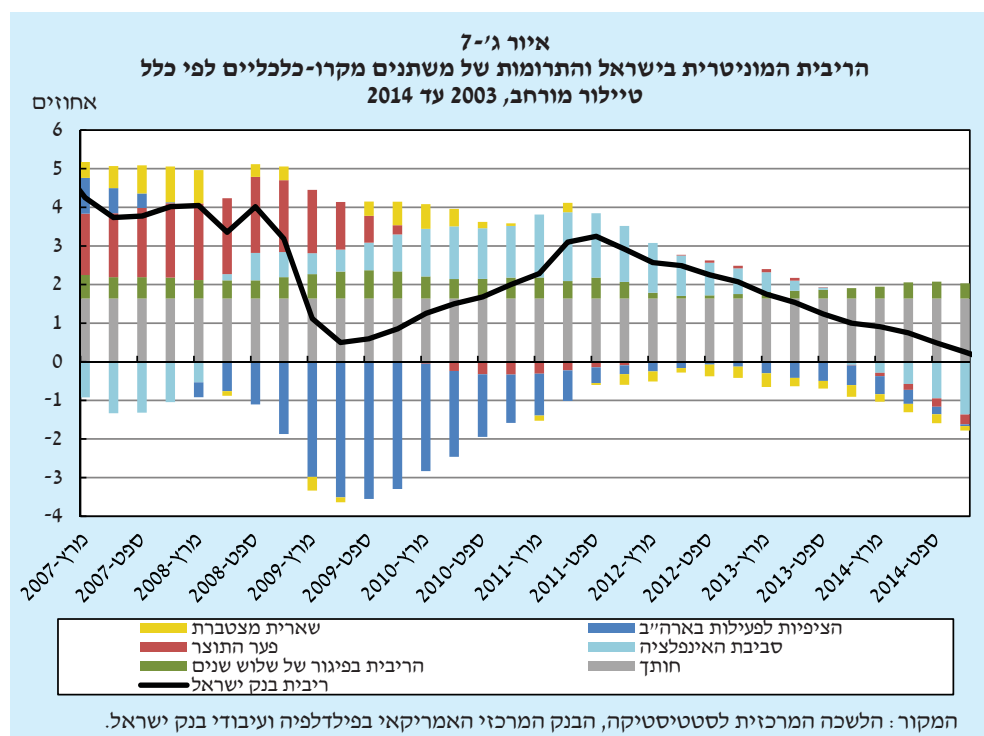
²⁴ פער התוצר שווה לפער בין התוצר לבין התוצר הפוטנציאלי. לתוצר הפוטנציאלי יש כמה הגדרות ואומדנים. פירוט מופיע בדוח בנק ישראל לשנת 2011, תיבה ב'-2. בסעיף זה נעשה שימוש באומדן שמחשבים באמצעות החלה של מסנן Hodrick-Prescott על סדרת התמ"ג.

²⁵ הריבית הטבעית שווה לריבית (התיאורטית) שהייתה נקבעת במשק ללא קשיחויות מחירים. אומדן לריבית הטבעית משמש הממוצע של הריבית הריאלית לשנה פרוורד על אג"ח ממשלתיות, בטווח של 5 עד 10 שנים.

לכלל התגובה של בנק ישראל מתיישבת עם התיאוריה הכלכלית לגבי הריבית הטבעית במשק פתוח. לפי התיאוריה, על הבנק המרכזי לקבוע את הריבית המוניטרית גם בהתאם לריבית הטבעית, ולא רק בהתאם לפער התוצר ולסטיות של האינפלציה מיעדה. במשק פתוח הריבית הטבעית שווה למוצע המשוקלל של שיעור הגידול הצפוי בתוצר הפוטנציאלי²⁶ במשק ושל שיעור הגידול הצפוי בתוצר (בפועל) בחו"ל²⁷.

איור ג'-7 מציג את התרומות שהמשתנים בכלל טיילור המורחב תרמו לתוואי הריבית בין 2007 ל-2014^{28,29}. התרומות מגלמות בפיגור את השינוי במשתנים המסבירים³⁰, ולכן הן מציגות את המגמות בתרומותיהם של המשתנים השונים לתוואי הריבית המוניטרית. לפיכך, התרומה המוצגת מתייחסת לסביבה שקדמה לתאריך הצגתה.

את הפחתת הריבית מספטמבר 2008 עד אפריל 2009 הסביר בעיקר המשבר העולמי, והדבר משתקף בכך שהצפיפות לפעילות בארה"ב תרמו תרומה שלילית, מעבר לתרומתה של האינפלציה



²⁶ התוצר שהיה נקבע במשק בהיעדר קשיחויות מחירים.

²⁷ ראו:

Clarida, R. H., J. Gali and M. Gertler (2002), "A simple framework for international monetary policy analysis," *Journal of Monetary Economics*, vol. 49(5), pp. 879-904.

Gali, J. and T. Monacelli (2005), "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy", *Review of Economic Studies* 72, pp. 707-734.

²⁸ חשוב להדגיש כי תרומות אלו משקפות שיווי משקל חלקי, הואיל והן נגזרות ממשוואה בודדת (לריבית המוניטרית) ולא ממודל שלם. במודל שלם ניתן לגזור את הזעזועים המבניים (החיצוניים) המסבירים את תוואיהם של המשתנים המקרו-כלכליים האנדוגניים, אך ניתוח כזה חורג מתחום דיוננו.

²⁹ בניגוד לכלל המורחב שהוצג בדוח ל-2013, הכלל המוצג כאן אינו כולל אומדן לריבית הטבעית אלא קבוע. כמו כן הוא אינו כולל תגובה לשער החליפין. זאת משום שהאמידה מצאה כי שני גורמים אלו אינם מובהקים.

³⁰ הכלל המורחב כולל גם גורם של החלקת ריבית. חישובנו את התרומות על פי הכלל באמצעות איטרציות לאחור, כדי לפרק את תרומת הפיגור בריבית לפיגור בשאר המשתנים המסבירים בכלל.

הגלומה באינפלציה ובפער התוצר. תרומותיהן של תחזיות הצמיחה בארה"ב³¹ משקפות את האופן שבו השינוי העתידי בפעילות בחו"ל צפוי להשפיע על היצוא הישראלי ואת התוואי הצפוי של הריבית העולמית. יש להדגיש כי בהיעדר התפתחות אחידה בעולם, כדוגמת ההתפתחות שנראתה בעיקר בשנה האחרונה, הפעילות הצפויה בארה"ב משקפת במידה פחותה את הסביבה העולמית. ב-2009 צמח המשק ב-1.2% בלבד, משום שהיצוא וההשקעות ירדו בחדות בעקבות המשבר העולמי. תרומתו של פער התוצר לריבית הפכה לשלילית, בשעה שתרומתה של סביבת האינפלציה הפכה לחיובית; את הדבר הובילה העלייה בסעיפי הדיור (שכר דירה) והמוון. בין הרבעון הרביעי של 2007 עד לרבעון הראשון של 2010 – וכן בשלושת הרבעונים הראשונים של 2011 – עלתה האינפלציה אל מעל הגבול העליון של תחום היעד ותרמה תרומה חיובית-חזקה.

התרומה שפער התוצר תרם לריבית הייתה שלילית-מתונה מאמצע 2010, עקב ההתמתנות בפעילות (פרק ב'). ההתמתנות בפעילות המקומית, יחד עם מגמת הירידה שניכרה באינפלציה מאמצע 2011, מסבירות את הפחתות הריבית שבנק ישראל ערך בשנתיים וחצי האחרונות. באוגוסט השנה הפחית בנק ישראל את הריבית (לספטמבר) לרמתה הנמוכה ביותר אי פעם עד אז – 0.25% – מכמה נימוקים: (1) סביבת האינפלציה ירדה אל מתחת לגבול התחתון של היעד והפכה לשלילית ברבעון האחרון, (2) נמשכה ההאטה בפעילות העולמית, למעט בארה"ב, ו-(3) הייסוף בשער החליפין נמשך. בפברואר 2015 הפחית בנק ישראל את הריבית (למארס) לשפל היסטורי – 0.1% – וצמצם מ-0.25% ל-0.1% את המרווח (הפרוזדור) סביב ריבית בנק ישראל בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים המסחריים, בשל התגברותו של קצב הייסוף שהחל בדצמבר 2014 והשפעותיו האפשריות על הפעילות והאינפלציה.

בנק ישראל הפחית במרוצת השנה את הריבית, עד ל-0.25% לספטמבר, משום שהפעילות העולמית הוסיפה להציג האטה, למעט בארה"ב, סביבת האינפלציה המקומית הגיעה לרמה שלילית, והשקל המשיך להתייסק עד יולי.

2. המחירים

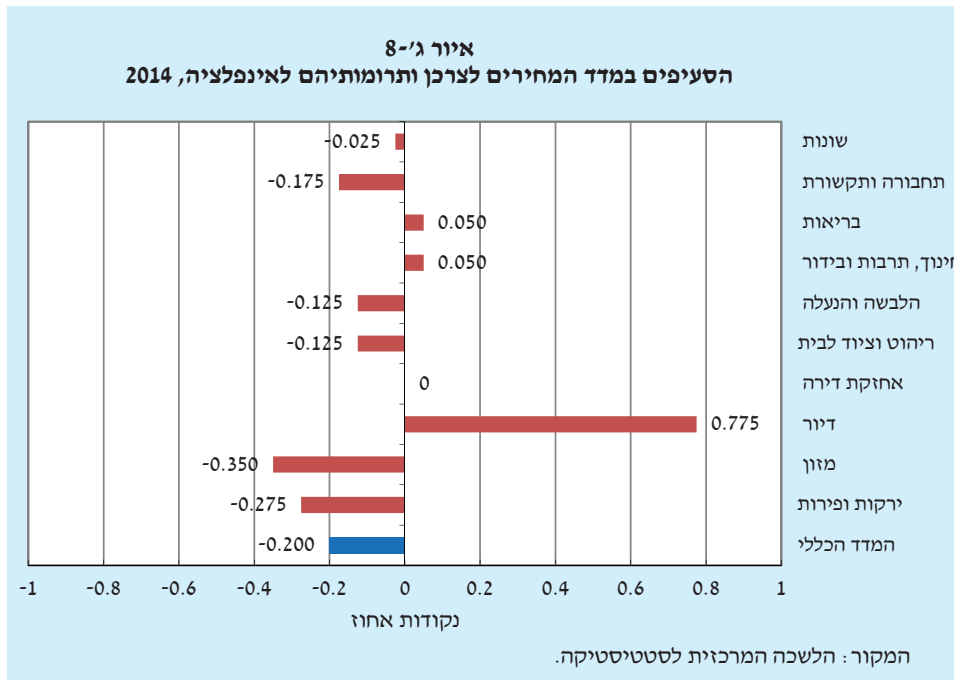
א. התפתחות המחירים

מדד המחירים לצרכן ירד ב-2014 ב-0.2% – מתחת לתחום של יעד יציבות המחירים (1%–3%, אזור ג'-2). האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נעה בחלקו התחתון של תחום היעד עד מאי, ביוני היא ירדה אל מתחת לחלקו התחתון של התחום, ומספטמבר היא נעשתה שלילית. הירידה נבעה בעיקר מירידה בסעיפי המזון, הירקות והפירות והתקשורת (אזור ג'-8 ולוח ג'-2). ההתמתנות שניכרה במשך רוב השנה בקצב עלייתו של סעיף הדיור (שכר דירה) הורידה אף היא את האינפלציה השנתית בהשוואה ל-2013, אולם לקראת סוף השנה שב שכר הדירה לעלות בשיעור גבוה, דומה לשיעור אשתקד, והוא הוביל את העלייה במדד המחירים לצרכן זו השנה השביעית ברציפות. המדד בניכוי סעיפי הירקות והפירות, המזון והאנרגיה³² – אינדיקציה להתפתחותה של מגמת האינפלציה – נע מתחת לגבול התחתון של היעד במהלך כל השנה, למעט בפברואר

הירידה שחלה השנה באינפלציה נבעה בעיקר מירידה בסעיפי המזון, הירקות והפירות והתקשורת. מנגד, סעיף שכר הדירה הוביל את העלייה באינפלציה זו השנה השביעית ברציפות.

³¹ התחזיות לקוחות מה-Livingston Survey ומתייחסות לתחזית לגבי שיעור הצמיחה בארה"ב בששת החודשים הבאים. בכלל המורחב הריבית מגיבה לסטייה של התחזיות מהמוצג הרב-שנתי. חטיבת המחקר של בנק ישראל מצאה כי כאשר כוללים, נוסף לציפיות לפעילות בארה"ב, גם את הציפיות לפעילות בגוש האירו – כלומר ביעד העיקרי ליצוא הישראלי – מתקבל הסבר פחות טוב לתוואי הריבית בפועל.

³² בעבר ניכר גם את סעיף הדיור מכיוון שהתנדדות בו שיקפו בעיקר את התנדדות בשער החליפין, ופחות את סביבת האינפלציה, עקב הנוהג לנקוב את מחירי שכר הדירה בדולרים. נוהג זה דעך בשנים האחרונות עם התחזקות השקל, וב-2014 נקבו בשקלים כ-98% ממחירי שכר הדירה. כתוצאה מכך פחתה התנדדות בסעיף הדיור, ולכן סביר להניח שהוא משקף טוב יותר את סביבת האינפלציה גם בטווח הקצר.



ובמאוס, וב-2014 הוא עלה בכ-0.8%³³. רכיב האנרגיה – רכיב שכולל בעיקר את מחירי הדלק למכוניות ואת מחירי החשמל – ירד ב-2014 ב-3.9% וגרע מהמדד הכללי 0.3 נקודות אחוז, בשעה שאשתקד הוא עלה ב-1.6%.

כמה גורמים משפיעים על התפתחות המחירים, ביניהם הפעילות הריאלית במשק, ההתפתחויות בשוק העבודה, שער החליפין, מחירי הסחורות והאנרגיה, השינויים במיסוי, רפומות מבניות ותגובתם של קובעי המדיניות המוניטרית להתפתחויות אלה ולהתפתחויות הצפויות. האינפלציה השלילית שנרשמה בישראל ב-2014 נבעה בעיקר מגורמים בצד ההיצע: (1) האינפלציה העולמית הייתה נמוכה עקב ירידה במחיריהן העולמיים של הסחורות החקלאיות ועקב ירידה חדה שחלה במחיר הנפט במחצית השנייה של 2014 (איור ג'-9); (2) בשקל חל ייסוף מתמשך – מסוף

הירידה שנרשמה השנה באינפלציה נבעה בעיקר מגורמי היצע. בהערכה זו תמכה גם העובדה שהיבוא והצריכה הפרטית הוסיפו להתרחב.

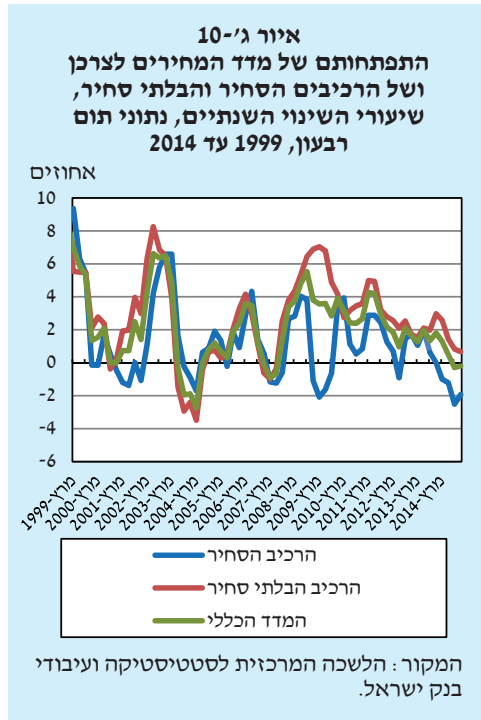
³³ דיון במדדים לאינפלציית הליבה, ובשיקולים לטובת ניכוי סעיפים שונים מהמדד הכללי, מופיע אצל ריבון ס' (2010), "מדדים לאינפלציית הליבה בישראל", סקר בנק ישראל מסי' 84, עמ' 125–169. ראו גם את הדיון במחירים בדוח בנק ישראל לשנת 2012.

לוח ג'-2
התפתחות המחירים לפי רכיבים שונים, 2010 עד 2014

המדד ללא המדד, אנרגיה, מזון, ממד מנוכה עונתיות ²	המדד ללא אנרגיה ומזון	מדד האנרגיה ¹	שונות	תחבורה ותקשורת	בריאות ובידור	חינוך, תרבות ובידור	הלבשה והנעלה	ריחוט וציוד לבית	אחזקה דירה	דירה דירה	מזון	ממד המחירים לצרכן התקופה		שיעורי השינוי החודשיים, אחוזים)		
														2010	2014	
2.5	3.1	-0.4	3.2	2.0	0.6	1.5	4.5	-2.8	-1.2	4.9	2.0	16.0	2.7	2010		
2.1	1.6	9.2	1.3	1.7	2.6	-0.3	2.1	-0.4	3.9	5.1	2.3	-8.1	2.2	2011		
0.9	0.8	6.5	5.4	-0.4	2.5	-2.9	0.4	-1.4	4.7	3.3	4.0	-1.7	1.6	2012		
1.3	1.6	1.6	4.5	-2.0	0.8	2.2	-1.8	-2.5	3.9	2.9	3.3	11.8	1.8	2013		
0.8	0.6	-3.9	-0.5	-0.9	0.8	0.4	-3.7	-3.6	0.0	3.1	-2.5	-9.3	-0.2	2014		
-0.2	-0.8	-0.6	0.3	-0.4	0.1	-0.4	-7.7	-0.6	-0.1	-0.6	-0.8	0.9	-0.6	2014	ניאר	
0.1	0.0	-0.1	-0.6	0.7	-0.7	0.1	-4.8	0.6	0.0	0.3	-0.3	-2.9	-0.2		פברואר	
0.3	0.3	0.3	1.1	-0.1	-0.3	0.3	-1.5	-0.1	0.1	0.9	0.1	-0.4	0.3		מארס	
-0.5	0.2	0.2	-0.3	-0.7	0.6	0.7	2.3	-1.1	0.0	0.1	-0.3	-1.3	0.1		אפריל	
-0.1	0.2	0.1	0.5	0.1	0.1	0.4	-0.6	0.3	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1		מאי	
0.2	0.5	0.5	-0.3	0.0	0.1	0.1	10.0	-0.2	0.1	0.3	-0.3	-2.7	0.3		יוני	
-0.1	0.0	0.1	0.7	-0.4	0.8	-0.3	-7.5	-1.4	-0.1	0.9	-0.4	1.9	0.1		יולי	
-0.2	0.0	0.0	-1.5	0.2	-1.0	0.7	-6.1	-0.3	0.0	0.5	0.1	4.6	-0.1		אוגוסט	
0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.5	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0	-1.0	-3.3	-0.3		ספטמבר	
0.2	0.4	0.3	-0.5	0.2	0.0	0.1	5.5	0.3	0.1	0.2	0.7	0.7	0.3		אוקטובר	
0.1	0.0	0.0	-2.0	0.6	-0.9	-0.5	2.3	-0.1	0.0	0.2	-0.2	-2.1	-0.2		נובמבר	
0.0	0.3	0.1	-1.2	-0.2	0.1	-0.7	6.2	-1.1	0.0	0.1	-0.2	-4.8	0.0		דצמבר	

¹ רכיב האנרגיה כולל דלק ושמונים לרכב (חשמל, גז וסולר לצריכה ביתית).
² כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בנק ישראל: (ראו תיבה 1 בדרך האינפלציה לרבעון הראשון של 2010).
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מחירי היבוא בש"ח ירדו במחצית הראשונה של 2014, בשעה שבמחצית השנייה הם עלו (למעט מחיר היבוא של הדלק).



כדי לנתח כיצד מחירי הסחורות העולמיים משפיעים על המחירים במשק יש להתייחס לשער החליפין, שכן מחירי הסחורות האחודות נקובים במט"ח. תנודות בשער החליפין משפיעות על העלות המקומית, וזו מצדה משפיעה על המחיר; מחיר זה מתגלגל אל הצרכן הסופי, אם דרך השפעה ישירה על מחירו של המוצר הסופי ואם דרך השפעתו על עלויות הייצור⁴⁰. חשוב לציין כי השינויים בשער החליפין משפיעים על המחירים בהדרגה. במילים אחרות, יש תמסורת הדרגתית משער החליפין למחירים. לפי אומדן של חטיבת המחקר, התמסורת הישירה משער החליפין אל מדד המחירים לצרכן במהלך השנה העוקבת נעה בין 0.15 ל-0.25 – ייסוף של 1% בשער החליפין מפחית את המחירים לצרכן בשנה העוקבת בשיעור שנע בין 0.15% ל-0.25%⁴¹, ולהפך.

התפתחותו של שער החליפין השנה – ייסוף עד יולי ופיחות מאוגוסט עד נובמבר

– הייתה הפוכה מהתפתחות מחיריהן העולמיים של הסחורות האחודות. משקלול שני גורמים אלה עולה כי מחירי היבוא בשקלים ירדו במחצית הראשונה של 2014, בשעה שבמחצית השנייה מחירים אלה – למעט מחיר היבוא של הדלק – עלו, מפני שהפיחות קיזז את הירידה במחירי היבוא בדולרים (לוח ג'-נ').

ביטוי נוסף להשפעתו של שער החליפין על המחירים מצוי ברכיב הסחיר במדד המחירים לצרכן. לפי עיבודים של חטיבת המחקר, משקלו של הרכיב הבלתי סחיר במדד המחירים לצרכן עומד על כשני שלישים, ומדד הדיור מהווה כ-40% ממנו⁴². מחירי הרכיב הבלתי סחיר עלו מאמצע 2005 בשיעור גבוה ממחירי הרכיב הסחיר (איור ג'-10)⁴³; התפתחות זו משקפת את הייסוף הריאלי המתמשך שהתרחש בשנים האחרונות, ובפרט מפרוץ המשבר העולמי (פרק ז'-ב). האינפלציה השלילית ב-2014 שיקפה הן התמתנות בקצב העלייה במחירי הרכיב הבלתי סחיר – זה עלה

⁴⁰ תנודות בשער החליפין הנומינלי יכולות להשפיע על המחירים המקומיים בעקיפין גם מצד הביקוש, וזאת במידה שהתנודות מתבטאות גם בשער החליפין הריאלי. כך למשל, בעקבות פיחות ריאלי המוצרים המקומיים נעשים זולים יחסית למוצרי חו"ל; הדבר מגביר את הביקוש העולמי למוצרים המקומיים, ומביא לחץ לעליית המחירים המקומיים תוך שחיקת הפיחות הריאלי הראשוני.

⁴¹ האומדן מבוסס על:

Argov, E., A. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam, I. Rozenshtrom (2012), "A DSGE Model for Analysis of the Israeli Economy (MOISE)", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper.

⁴² החלוקה של מדד המחירים לרכיב סחיר ובלתי סחיר מבוססת על בן-בסט ע' (1989) "מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים", בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון. חישוב נוסף של שני הרכיבים העלה תוצאות דומות, והוא מבוסס על פליקר (אורפיג) ד' (טרם פורסם), "ערוצי התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט מיקרו ענפי על הרכיב הסחיר במדד". יש לציין שחלק ממחיריהם של המוצרים הסחירים מושפע גם מגורמים בלתי סחירים, כמו עלויות אחסנה, שכר דירה, הובלה, וכו'.

⁴³ תוצאה זו עומדת בעינה גם כאשר בוחנים את הרכיב הבלתי סחיר ללא הדיור.

ב-0.7%⁴⁴, בשעה שב-2013 הוא עלה ב-3% – והן ירידה ברכיב הסחיר: הוא ירד ב-1.9%, בשעה שב-2013 לא חל בו שינוי.

חטיבת המחקר מצאה כי מחירי הרכיב הסחיר ירדו בתום 2014 בעיקר מפני שמחירי הנפט ירדו בחדות במחצית השנייה של השנה, ואף על פי שמאוגוסט עד נובמבר חל בשקל פיחות חד. בשנים האחרונות ירד המתאם בין השינוי בשער החליפין והאינפלציה⁴⁵. אולם ירידה במתאם אינה מעידה בהכרח על שינוי בתמסורת משער החליפין למחירים, הואיל והמתאם משקף את השפעותיהם של כלל הזעזועים הפוקדים את המשק, לרבות השפעתו הישירה של שער החליפין על המחירים. לכן, אף על פי שהמתאם ירד, יש להניח כי השפעת הפיחות על המחירים טרם מוצתה.

ב. התפתחותם של סעיפים ספציפיים במדד המחירים לצרכן

(1) הסעיפים שהמחירים בהם ירדו או התמתנו באופן בולט

סעיף המזון

ב-2014 ירד סעיף המזון ב-2.5% וגרע כ-0.3 נקודת אחוז מהמדד הכללי (איור ג-8). בשלוש השנים הקודמות לעומת זאת הוא עלה יותר מהמדד הכללי. העלייה שחרגה ב-2011–2013 מעלייתו של המדד הכללי התקזזה השנה במלואה, ומתקופת המחאה החברתית בקיץ 2011 ועד 2014 עלו מחירי המזון בשיעור דומה לשיעור העלייה של מדד המחירים הכללי. חטיבת המחקר של בנק ישראל מצאה כי הן ההסבר לירידה שחלה בסעיף המזון ב-2014, והן ההסבר לעלייה שחלה בו בשנים האחרונות, אינם מתמצים בשינויים במחירים העולמיים, בשער החליפין ובמע"מ (פרק א'). כאשר בוחנים את סעיפי המשנה של סעיף המזון במדד, מוצאים כי את הירידה השנה מסבירים התהליכים הבאים: (1) התמתנות העלייה ברכיב הבלתי סחיר של המזון: זו התאפסה במחצית השנייה של 2014 בעקבות ירידה במחירי החלב ומוצריו (איור ג-11א); (2) ירידה ברכיב הסחיר של המזון (איור ג-11ב): זו החלה במחצית השנייה של 2013, משום שמחירי הבשר לסוגיו ירדו בשיעור שנע בין 3% ל-6% ואף על פי שהמחירים העולמיים של הצאן והבקר (livestock) עלו השנה ב-18%; וכן משום שמחיר המשקאות ירד בכ-4%. אלה הם סעיפי משנה שירידת המחירים בהם אינה משקפת ככל הנראה ירידה בביקוש המצרפי לצריכה הפרטית. נוסף לאלה שיקפה הירידה שחלה השנה באינפלציה גם ירידה במחירי הירקות והפירות הטריים; אלה אינם נכללים בסעיף המזון, ואף הם תרמו להתמתנות העלייה ברכיב הבלתי סחיר של מדד המחירים לצרכן (איור ג-11א).

סעיף התקשורת

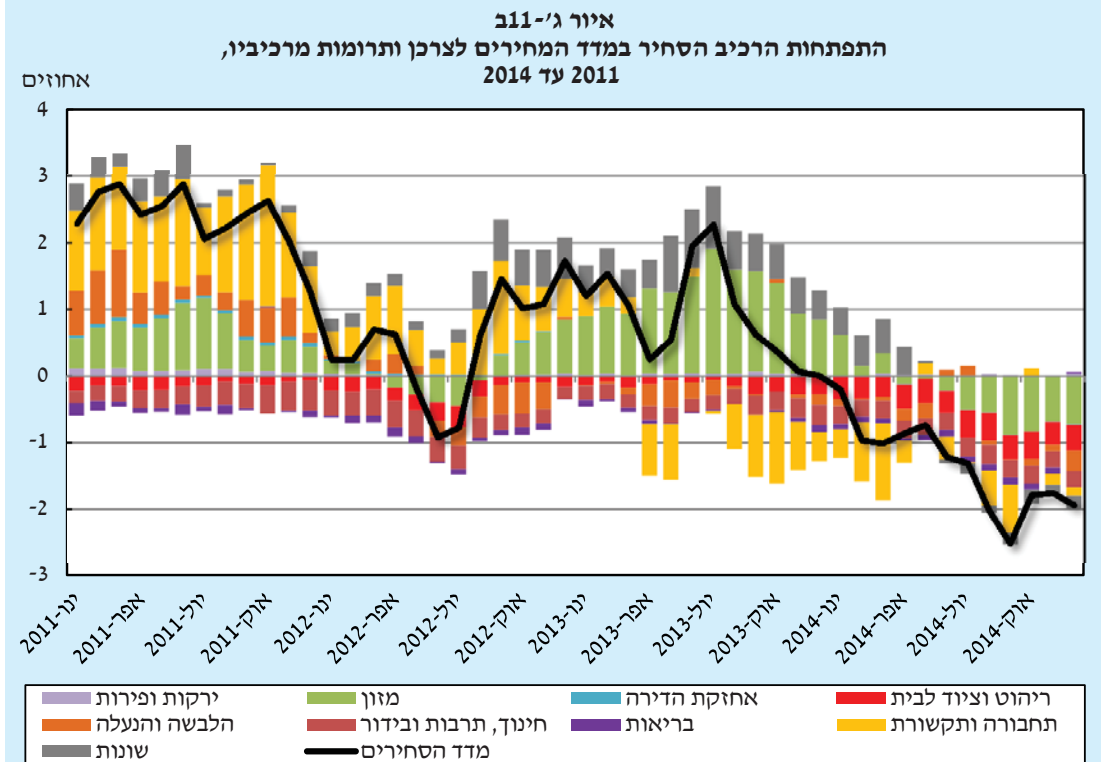
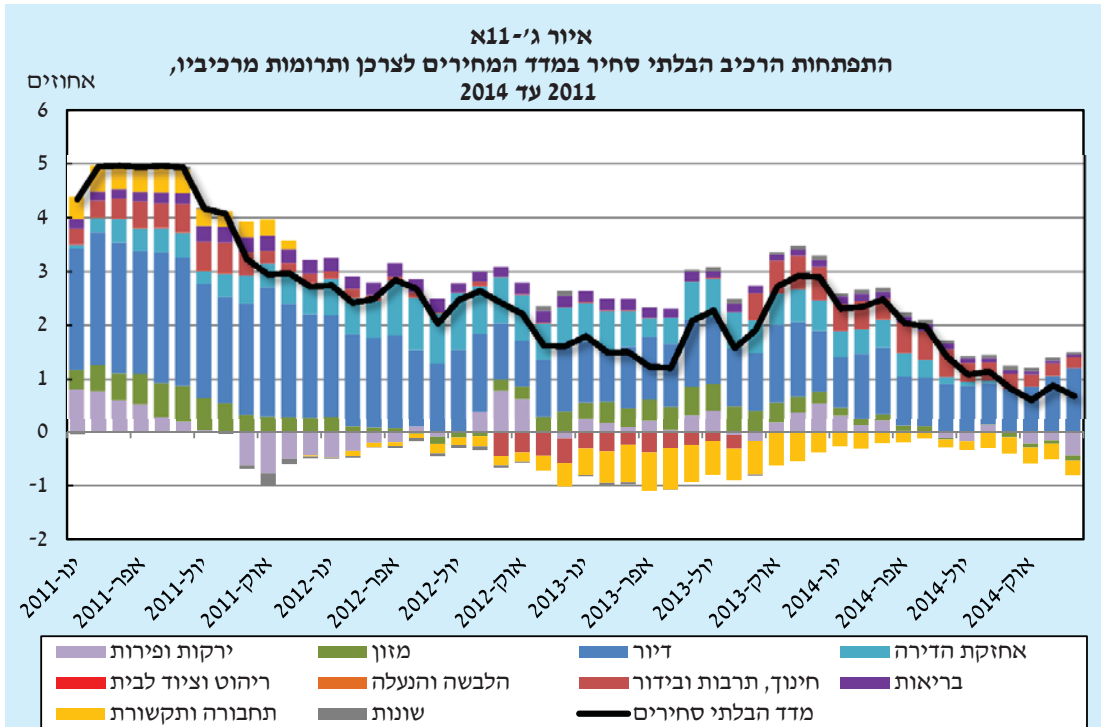
סעיף התקשורת ירד השנה ב-5.4% – לאחר ירידה של 6.4% אשתקד ושל 7.1% בשנה לפני כן – וגרע מהמדד הכללי כ-0.2 נקודת אחוז. ירידה זו נבעה בעיקר מהוזלת שירותי הטלפון, לאחר שהרגולציה שינתה את מבנה השוק והגבירה את התחרות בענף שהיה מהריכוזיים במשק⁴⁶.

⁴⁴ בניכוי סעיף הדיור מחירי הרכיב הבלתי סחיר ירדו ב-2014 ב-0.9%.

⁴⁵ חוזי השכירות הנקובים בדולרים היוו עד 2007 כ-90% מהחוזים הכלולים בסעיף הדיור במדד המחירים הכללי. לאחר מכן השיעור ירד לסביבות אפס בעקבות הייסוף המתמשך שהחל בשער השקל באפריל 2006. ירידה זו מסבירה חלק מהירידה במתאם בין השינויים בשער החליפין לאינפלציה, אולם גם המתאם בין השינויים בשער החליפין למדד ללא סעיף הדיור ירד משמעותית בשנים האחרונות.

⁴⁶ ראו בן נאים ג' וא' סוארי (2012), "ניתוח הריכוזיות במשק הישראלי", נספח לדוח הוועדה להגברת התחרות במשק הישראלי.

פרק ג': המדיניות המוניטרית והאינפלציה



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

סעיף אחזקת הדירה

סעיף אחזקת הדירה כולל בין היתר את ההוצאות על מים, חשמל, גז ונפט וסולר לחימום הבית. סעיף זה נותר השנה ללא שינוי, בשעה שב-2013 הוא עלה ב-3.9%. סעיף זה גרע כ-0.4 נקודת אחוז מהמדד הכללי בינואר ובפברואר 2015, בעקבות ההפחתה בתעריפי החשמל והמים⁴⁷. מחירי החשמל עלו בשנים האחרונות, משום שהממשלה החליטה ב-2011 לפרוס על פני כמה שנים את עליית המחירים שנבעה מהחלפת הגז בנפט יקר עקב הפסקת יבוא הגז ממצרים והידלדלותו של מאגר הגז "ים תטיס".

גורמים נוספים

סעיף הריהוט והציוד לבית ירד השנה – המשך למגמה ארוכת שנים – ותרם גם כן לירידת האינפלציה (איור ג'-8).

סעיף השונות תרם במעט לירידה שחלה השנה בשיעור האינפלציה, בעקבות התפוגגות השפעתה של ההעלאה שנערכה אשתקד במסע על הסיגריות והטבק – צעד מדיניות בעל השפעה חד-פעמית על האינפלציה (איור ג'-8).

2) הסעיפים שתורמו לעלייה בולטת באינפלציה

סעיף הדיור

סעיף הדיור משקף בעיקר את שכר הדירה, והוא עלה השנה ב-3.1% – בדומה לעלייה אשתקד – ותרם כ-0.8 נקודת אחוז לקצב השינוי במדד הכללי. שכר הדירה התפתח השנה באופן בלתי אחיד, ובין אפריל לאוקטובר 2014 העלייה ב-12 החודשים האחרונים התמתנה ל-2.2% בממוצע (ראו סעיף ב1(5) ופרק ז' א').

סעיף החינוך

סעיף החינוך עלה ב-1.7%, עקב התייקרויות בסעיף גן הילדים, ותרם כ-0.1 נקודת אחוז לעלייה במדד המחירים לצרכן. זאת למרות יישום ההמלצה של ועדת טרכטנברג להעניק חינוך חינם לילדים בני 3–4 בגנים הציבוריים, יישום שנפרס על פני 2012–2014, הסביר את הירידה שחלה בסעיף זה ב-2012, וקיזז את עליותיו בשנתיים הבאות.

לסיכום, הניתוח מעלה כי הירידה באינפלציה השנה נבעה בעיקר מגורמי היצע שמשפיעים על האינפלציה ישירות רק באופן זמני. בהערכה זו תמכו גם נתוני החשבונאות הלאומית: אלה הראו כי היבוא והצריכה הפרטית הוסיפו להתרחב. עם זאת, הירידה באינפלציה השנה – המשך למגמה שהחלה ב-2011 – עלולה לשקף בחלקה גם ירידה בביקוש על רקע ההאטה בפעילות העולמית.

3. בסיס הכסף, המקורות לשינוי בו ומצרפי הכסף

א. בסיס הכסף

הריבית היא מחיר הכסף – העלות האלטרנטיבית של החזקת נזילות – ולכן השינויים בה משפיעים על הביקוש לנזילות. כאשר הריבית הנומינלית משמשת כלי מרכזי ליישום המדיניות המוניטרית,

⁴⁷ את תעריפי המים הוזילו גם בינואר 2014.

היצע הכסף גמיש לחלוטין, ובסיס הכסף – היינו סך השטרות והמעוֹת שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל⁴⁸ – נקבע על פי הביקוש שיש לנזילות בריבית נתונה. בסיס הכסף מושפע מזרמים שאינם מצויים בשליטת בנק ישראל, כמו חשבונות הממשלה⁴⁹, ומזרמים שבשליטתו, כגון רכישות מט"ח ואג"ח המשמשות כדי להשיג את מטרותיה השונות של המדיניות המוניטרית. הבנק סופג נזילות מהשווקים, או מזרים אותה לבנקים המסחריים, כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל. הבנק מתאים את בסיס הכסף לריבית באמצעות הנפקת מק"ם ובאמצעות פיקדונות נושאי ריבית של הבנקים, המוצעים להם במכרז ואינם נכללים בבסיס הכסף⁵⁰. חשוב לציין כי הפעולות שבנק ישראל נוקט ביחס לבסיס הכסף אינן מיועדות לקזז הזרמה/ ספיגה מגורם מסוים כלשהו: הבנק מתחשב בסך ההזרמות/ הספיגות שאינן מתאימות לריבית, ופועל כדי להתאים לה את בסיס הכסף שהציבור מבקש. בשל הפחתות הריבית ורמתה הנמוכה, בסיס הכסף גדל ב-2014 ב-11.7 מיליארדי ש"ח – כמעט כפול מגידולו אשתקד (לוח ג'-4). עד המשבר של 2008 פעילות הממשלה נמנתה עם הגורמים העיקריים שהשפיעו על בסיס הכסף. אולם מ-2008, להוציא הפסקה בין אוגוסט 2011 למארכ 2013, יצרו את ההזרמה הגדולה ביותר אליו ההתערבויות שערך בנק ישראל בשוק המט"ח. מאחר שרכישות המט"ח הזרימו לשוק עשרות מיליארדי שקלים בכל שנה, הבנק ספג אותם וקיזז את השפעותיהן של פעולותיו הוא על בסיס הכסף⁵¹, כדי למנוע לחץ לכך שהריבית הקצרה תרד לרמה נמוכה מזו שהוא קבע. בדומה ל-2011, גם ב-2014 נעשתה הספיגה בעיקר באמצעות גידול בפיקדונות הבנקים בבנק ישראל.

בסיס הכסף צמח השנה ב-11.6 מיליארדי ש"ח, כמעט כפול מהיקפו אשתקד, וזאת בהשפעתן של הפחתות הריבית שבנק ישראל החליט עליהן. גם כמות הכסף (M1) עלתה במידה ניכרת.

ב. מצרפי הכסף

כמות הכסף – המצרף M1 – כוללת את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העו"ש. כאשר אומדים את משוואות הביקוש הבסיסיות ל-M1 ולרכיביו בתקופה המשתרעת מ-1998 ועד 2014⁵², מוצאים כי התפתחות התוצר והתשוואה על המק"ם מסבירה את תוואי ההתפתחות של M1 בכל תקופת המדגם. ב-2009 הוא עלה בחדות – ב-52% – ואת העלייה הזו הסבירה בעיקר הירידה שחלה בתשוואת המק"ם על רקע הפחתת הריבית המוניטרית. הפחתות הריבית שנערכו בשנים האחרונות תמכו בהמשך הגידול באמצעי התשלום: כמות הכסף התרחבה בקצב גבוה יחסית לשלוש השנים הקודמות הן ב-2013 והן ב-2014 (לוח ג'-3).

בתקופה הנחקרת עלה שיעורו של M1 ב-M2 – מצרף שכולל, נוסף על M1, גם פיקדונות לא-צמודים עד שנה (איור ג'-12). העלייה מצביעה על כך שהציבור החליף, במידה מסוימת, פיקדונות נושאי ריבית בפיקדונות עו"ש, היות שהפיקדונות הלא-צמודים עד שנה אינם מניבים תשואה שמפצה על אובדן הנזילות הכרוך בהם⁵³. התפתחות זו אינה ייחודית ל-2009: מאמצע 2010 ועד תחילת 2012 ירד שיעורו של M1 ב-M2, במקביל לתהליך העלאת הריבית שהחל בסוף 2009;

M1 הגדיל את חלקו ב-M2, והדבר מעיד כי הציבור החליף פיקדונות נושאי ריבית בפיקדונות עו"ש.

⁴⁸ גם פיקדונות העו"ש של הציבור מהווים חלק מהנזילות במשק, אך לבנק ישראל יש רק השפעה עקיפה על היקפם, באמצעות חובת הנזילות המוטלת על הבנקים המסחריים.

⁴⁹ פעולות הממשלה משפיעות אף הן על בסיס הכסף, שכן חשבונות הממשלה מתנהלים בבנק ישראל (על פי חוק בנק ישראל).

⁵⁰ כי הם אינם מוכרים לצורך עמידה בחובת הנזילות.

⁵¹ ב-2009 הבנק נדרש לקזז גם את השפעת רכישותיהן של אג"ח ממשלתיות.

⁵² האמידה נערכה בחטיבת המחקר. בשלושת המצרפים – המזומן שבידי הציבור, פיקדונות העו"ש ו-M1 – המשתנים המרכזיים הם המצרף בפיגור של רבעון, הלוג של רמת התוצר הריאלי והלוג של התשואה על מק"ם לשנה.

⁵³ פירוט מופיע בפרק ג' של דוח בנק ישראל לשנת 2012.

בנק ישראל, דין וחשבון 2014

לוח ג'-3

שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2010 עד 2014

3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1		
		פז"ק ³ עד 3			המזומן			
⁵ M2	פח"ק ⁴	פז"ק ³ עד שנה	חודשים	² M1	עו"ש	שבידי הציבור	בסיס הכסף ¹	
(הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע בדצמבר אשתקד)								
3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.2	7.6	6.3	2010
10.5	4.5	25.4	14.5	1.6	-3.4	11.5	12.3	2011
8.2	7.9	8.5	7.9	8.7	5.9	13.4	9.2	2012
6.6	22.2	0.3	-1.3	15.2	22.3	3.9	6.5	2013
8.4	9.8	11.6	-8.1	35.6	48.3	11.7	11.6	2014
(הממוצע הרבעוני לעומת הממוצע ברבעון הקודם)								
2014								
2.1	7.1	3.1	-1.1	3.9	5.4	1.3	2.2	Q1
1.9	5.4	-3.2	-0.8	5.8	7.1	3.4	4.4	Q2
1.5	-1.5	11.0	-3.9	9.0	12.4	2.4	4.3	Q3
2.7	2.0	0.6	-2.2	10.9	14.5	3.1	1.2	Q4

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

² M1 = מזומן ופיקדונות עו"ש.

³ פיקדון לזמן קצוב.

⁴ פיקדון חוזר קרדיטורי - פיקדון יומי נזיל.

⁵ M2 = M1 + פח"ק + פיקדונות עד שנה בשקלים.

המקור: בנק ישראל.

לוח ג'-4

המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2010 עד 2014

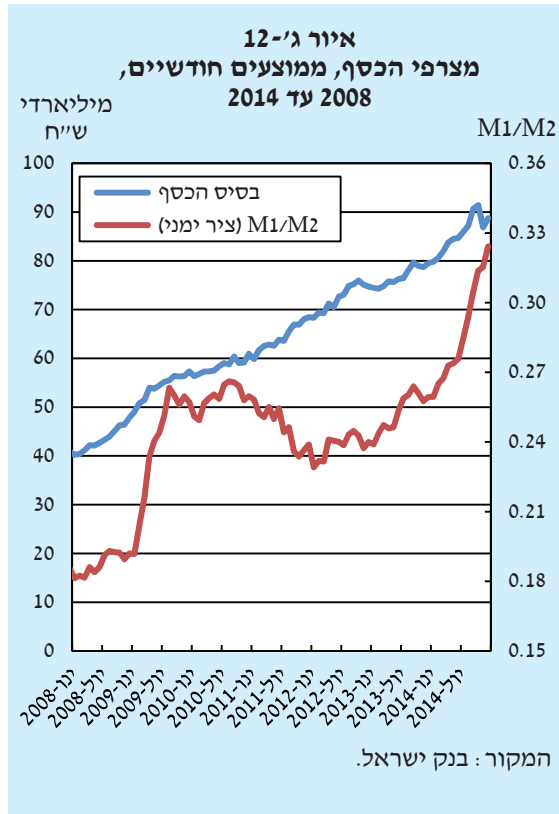
(מיליארדי ש"ח)

2014				2014	2013	2012	2011	2010	
IV	III	II	I						
11.29	4.56	-4.05	-10.62	1.17	-10.45	-9.13	-2.14	1.42	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
11.29	4.56	-4.05	-10.62	1.17	-10.45	-9.67	-2.61	0.60	מזה: הממשלה
3.37	6.81	4.08	10.41	24.66	19.19	-0.23	15.90	43.06	2. המרות מטבע חוץ ¹
3.36	6.80	4.07	10.40	24.63	19.04	0.00	16.17	43.75	מזה: בנק ישראל
14.65	11.37	0.03	-0.21	25.83	8.74	-9.36	13.76	44.48	3. סך הכול (1+2)
-13.05	-7.40	5.57	0.69	-14.19	-2.41	10.05	-7.50	-32.96	4. הזרמת בנק ישראל
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.42	מזה: הלוואה מוניטרית
1.04	1.19	-2.76	-2.69	-3.22	-6.35	8.15	16.65	-47.27	מק"ם
0	0	0	0	0	0	0	0	0	החלף
-14.34	-9.00	8.00	3.00	-12.34	2.00	-1.00	-27.63	13.13	פז"ק בנקים
0.06	0.12	0.18	0.22	0.59	1.22	2.30	2.89	1.25	ריבית ²
0	0	0	0	0	0	0	0	0	רכישות אג"ח
0	0	0	0	0	0	0	0	0	ריפו
1.82	3.78	5.62	0.48	11.70	6.44	0.75	6.08	11.51	5. סך כל השינוי בבסיס הכסף

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

² ללא מק"ם.

המקור: נתוני החשבות בבנק ישראל.



לאחר מכן – עם היפוך המגמה ותהליך הפחתת הריבית – חזר ועלה שיעורו של M1 ב-M2, אם כי קצב השינוי בו היה מתון בהרבה מזה שנרשם במהלך 2009. הדבר משתקף בכך שבין 2000 ל-2014 יש מתאם של -0.87 בין ריבית בנק ישראל לבין שיעורו של M1 ב-M2. באוקטובר 2014 אימצה הממשלה את המלצותיו של הצוות הבין-משרדי שהוקם כשנה קודם לכן במטרה לבחון את הבעיות הכרוכות בשימוש במזומן ובאמצעי תשלום מבוססי נייר (ועדת לוקר)⁵⁴. הצוות בחן כיצד לצמצם את תופעת ההון השחור בישראל, להיאבק בהלבנת הון, ולאפשר שימוש יעיל באמצעי תשלום מתקדמים. עיקרי המלצותיו כללו: (1) להגביל את סכום העסקאות המתבצעות במזומן; (2) להגביל את השימוש בצ'קים סחירים; ו-(3) לקדם את

השימוש באמצעי תשלום אלקטרוניים מתקדמים. בינואר 2015 פורסמו תזכירי החוק הרלוונטיים להערות הציבור: משרד האוצר פרסם את התזכיר לחוק לצמצום השימוש במזומן, ומשרד המשפטים פרסם את התזכיר לחוק הסליקה האלקטרונית של צ'קים. תהליכי החקיקה צפויים להתעכב בעקבות פיזור הכנסת, אולם בהנחה שיתר המשתנים ייוותרו קבועים, יישום המלצותיה של הוועדה צפוי לשנות את הרכבם של מצרפי הכסף במשק.

⁵⁴ החלטה מספר 2115 של הממשלה, מיום רביעי, כ"ח בתשרי התשע"ה (22 באוקטובר 2014).

לוח ג'-נ'-1

החלטות הריבית מיום הקמת הוועדה המוניטרית

התפלגות ההצבעה של חברי הוועדה המוניטרית				החלטה	
הפחתה	ללא שינוי	העלאה	גובה הריבית	(נקודות אחוז)	החודש
0	6	0	3	ללא שינוי	נוב-11
4	2	0	2.75	-0.25	דצמ-11
1	5	0	2.75	ללא שינוי	ינו-12
5	1	0	2.5	-0.25	פבר-12
0	6	0	2.5	ללא שינוי	מארס-12
0	6	0	2.5	ללא שינוי	אפר-12
0	6	0	2.5	ללא שינוי	מאי-12
1	5	0	2.5	ללא שינוי	יוני-12
5	1	0	2.25	-0.25	יולי-12
0	6	0	2.25	ללא שינוי	אוג-12
0	6	0	2.25	ללא שינוי	ספט-12
0	6	0	2.25	ללא שינוי	אוק-12
4	2	0	2	-0.25	נוב-12 ¹
0	6	0	2	ללא שינוי	דצמ-12
5	1	0	1.75	-0.25	ינו-13
0	6	0	1.75	ללא שינוי	פבר-13
1	5	0	1.75	ללא שינוי	מרץ-13
0	6	0	1.75	ללא שינוי	אפר-מאי-13 ²
6	0	0	1.5	-0.25	מאי-13 ³
5	1	0	1.25	-0.25	יוני-13
0	6	0	1.25	ללא שינוי	יולי-13
0	5	0	1.25	ללא שינוי	אוג-13 ⁴
0	5	0	1.25	ללא שינוי	ספט-13 ⁴
3	2	0	1	-0.25	אוק-13 ⁴
0	5	0	1	ללא שינוי	נוב-13 ⁴
0	5	0	1	ללא שינוי	דצמ-13 ⁴
0	5	0	1	ללא שינוי	ינו-14 ⁴
0	5	0	1	ללא שינוי	פבר-14 ⁴
4	1	0	0.75	-0.25	מרץ-14 ⁴
0	6	0	0.75	ללא שינוי	אפר-14
0	5	1	0.75	ללא שינוי	מאי-14
0	6	0	0.75	ללא שינוי	יוני-14
1	5	0	0.75	ללא שינוי	יולי-14
6	0	0	0.5	-0.25	אוג-14
5	1	0	0.25	-0.25	ספט-14
0	6	0	0.25	ללא שינוי	אוק-14
0	5	0	0.25	ללא שינוי	נוב-14 ⁴
0	5	0	0.25	ללא שינוי	דצמ-14 ⁴

¹ במקביל להחלטה על הריבית לחודש נובמבר הגביל המפקח על הבנקים את שיעור המשכנתה במימון דירה.

² בפברואר 2013 החליטה הוועדה המוניטרית שלא לקבל החלטות על שיעור הריבית בסמוך לחגים פסח וסוכות, ועל כן בסוף חודש מארס 2013 התקבלה החלטה לגבי שיעור הריבית בחודשים אפריל ומאי. ב-26 באוגוסט 2013 החליטה הוועדה לחזור למתכונת של 12 החלטות בשנה.

³ דיון שלא מן המניין במועד מיוחד. נוסף על כך החליטה הוועדה להפעיל תכנית של רכישות מט"ח לשם קיזוז השפעותיה של הפקת הגז.

⁴ בהחלטות אלו מנתה הוועדה חמישה חברים.

המקור: בנק ישראל.

לוח ג'-נ'-2

מחירי היבוא, שער החליפין והמחירים לצרכן: שיעורי השינוי, 2010 עד 2014

מדד המחירים לצרכן	מחירי היבוא בשקלים ¹					מחירי היבוא בדולרים				
	התשומות לייצור		מוצרי ההשקעה	מוצרי הצריכה	שער הדולר	התשומות לייצור		מוצרי ההשקעה	מוצרי הצריכה	התקופה
	ללא דלק	ללא דלק				ללא דלק	ללא דלק			
	(לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)									
2.7	19.5	-1.1	-6.2	-2.2	-5.1	25.4	4.2	-1.2	3.0	2010
3.5	34.0	4.9	-1.0	3.0	-4.1	39.8	9.4	3.3	7.4	2011
1.7	2.0	3.9	4.7	4.8	7.8	-5.3	-3.6	-2.9	-2.7	2012
1.5	-8.7	-6.2	-5.0	-5.3	-6.4	-2.6	0.2	1.5	1.1	2013
0.5	-9.2	-2.3	0.1	-0.3	-0.9	-8.0	-1.3	1.0	0.6	2014
	(לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרבעון האחרון)									
2.5	10.6	0.5	-4.9	0.9	-3.9	15.0	4.6	-1.1	4.9	2010
2.5	33.4	7.5	3.0	5.4	2.8	29.8	4.5	0.2	2.5	2011
1.6	-2.7	0.8	1.9	1.9	3.2	-5.8	-2.3	-1.3	-1.2	2012
1.9	-9.3	-8.9	-5.3	-6.1	-8.2	-1.2	-0.8	3.2	2.3	2013
-0.2	-18.2	4.9	6.2	6.4	8.7	-24.8	-3.5	-2.3	-2.1	2014
	(לעומת הרבעון הקודם)									
										2014
-0.7	-0.8	-0.4	-1.4	-1.0	-0.8	0.0	0.4	-0.6	-0.2	Q1
0.4	-3.0	-0.7	0.0	-0.7	-0.9	-2.1	0.2	1.0	0.2	Q2
0.2	-3.2	0.3	0.3	0.7	1.5	-4.6	-1.1	-1.2	-0.7	Q3
-0.1	-12.2	5.8	7.3	7.5	9.0	-19.5	-3.0	-1.6	-1.4	Q4

¹ מחירי היבוא בדולרים מוכפלים בשער החליפין של השקל לעומת הדולר. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

