

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2020



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2020

תמוז תש"ף • יולי 2020

53

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

הממשלה וועדת הכספים של הכנסת

המשק הישראלי, יחד עם העולם כולו, נמצא בטלטלה שכמוה לא הכרנו עשרות שנים. המשבר הבריאותי שפרץ עם התפשטות נגיף הקורונה הפך במהירות למשבר כלכלי עמוק ביותר, והצריך צעדי מדיניות חסרי תקדים של קובעי המדיניות הכלכלית, המוניטרית והפיסקלית, בארץ ובעולם.

הוועדה המוניטרית של בנק ישראל עוקבת באופן שוטף והדוק אחר ההתפתחויות הכלכליות במשק. במהלך חודש פברואר, עת היה ברור שהנגיף מתפשט למדינות רבות, החלה הוועדה לדון בצעדי מדיניות נדרשים למול תרחישים אפשריים, ותקשרה לציבור את נכונותה להפעיל כל כלי מדיניות שיידרשו במידה שהנגיף יתפשט בישראל, וככל שהמגבלות שיוטלו על הציבור יפגעו בפעילות הכלכלית.

קצב ההתרחשויות היה כידוע מהיר ביותר. במהלך חודש מרץ, עת התפשטות התחלואה בארץ ובעולם הביאה לכך שהמצב הכלכלי החמיר והשווקים הפיננסיים נכנסו לטלטלה, הוועדה קיימה סדרת דיוני חירום, ולאחריהם בנק ישראל הפעיל כלים חסרי תקדים בישראל כדי להחזיר את השווקים הפיננסיים לפעולה תקינה, וכדי להקל ככל האפשר את תנאי האשראי עבור משקי הבית, העסקים והממשלה. הבנק סיפק נזילות בשקלים באמצעות עסקאות ריפו, וקשר עסקאות החלף כדי לספק למערכת הפיננסית נזילות דולרית. בהמשך הבנק השיק תוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד ש"ח.

בתחילת אפריל, למרות שהריבית המוניטרית הייתה ממילא נמוכה מאוד בשנים האחרונות כך שכבר בתחילת המשבר המשק נהנה ממדיניות מוניטרית מרחיבה, החליטה הוועדה להפחית את הריבית ב-0.15 נקודות אחוז ל-0.1 אחוזים, כך שהיא שבה אל רמתה הנמוכה אי פעם. בנוסף הוועדה השיקה תוכנית חדשה, שמטרתה הייתה לתמרץ את הבנקים להגדיל את היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים. בתחילת יולי, לנוכח ההחרפה המתחדשת במצב הבריאותי והחשש מהתדרדרות נוספת במצב הכלכלי, החליטה הוועדה להפעיל כלי מדיניות נוסף חסר תקדים בישראל, ולהתחיל לרכוש אג"ח תאגידיות בשוק המשני בהיקף של 15 מיליארד ש"ח. כמו כן החליטה הוועדה לחדש את התוכנית להגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים, ולייצר תשתית להגדלת מגוון הנכסים שהבנקים יוכלו להעמיד כבטוחה כנגד תוכנית זו. בנוסף, לאורך מרבית התקופה, פעל בנק ישראל גם בשוק המט"ח.

דוח זה מפרט את ההתפתחויות, את הנתונים ואת המידע שעמדו בפני הוועדה המוניתרית בכל עת, ואת ההחלטות שקיבלה הוועדה כדי לסייע למשק ולציבור לצלוח את משבר הקורונה תוך פגיעה מינימלית ככל האפשר. אנו מבקשים להדגיש, שבכל אחד מצעדי המדיניות שעליהם החלטנו, עמד לנגד עינינו הצורך לשרת את אזרחי ישראל, ולהעניק את מירב התמיכה שהמדיניות המוניתרית יכולה לתת בעת משבר כה עמוק – בין אם כדי להבטיח את פעולתם התקינה של השווקים הפיננסיים ובין אם כדי להקל על תנאי האשראי ולתמוך בהתאוששות הביקושים במשק. התפיסה שהובילה, ושממשיכה להוביל אותנו, היא שבמשבר מסוג זה, מוטב שהוועדה תנקוט יותר צעדים, ושהם יהיו יותר משמעותיים – גם אם בדיעבד הם יסתברו ככאלה שלא היו נדרשים, מאשר שהוועדה תנקוט צעדים מתונים, שבדיעבד יסתבר שהם לא היו מספקים, וכך הפגיעה במשק כתוצאה מהמשבר תהיה ארוכה וקשה יותר. בנק ישראל ימשיך לנקוט כל כלי מוניתרי שחברי הוועדה ימצאו לנכון שהוא נדרש ומתאים למשק הישראלי בתקופה מורכבת זו.

בברכה,

הוועדה המוניתרית

בנק ישראל

פרופ' אמיר ירון – נגיד הבנק

מר אנדרו אביר – המשנה לנגיד הבנק

פרופ' ראובן גרונאו – נציג הציבור בוועדה המוניתרית

פרופ' צבי הרקוביץ – נציג הציבור בוועדה המוניתרית

פרופ' משה חזן – נציג הציבור בוועדה המוניתרית

פרופ' מישל סטרבצ'ינסקי – מנהל חטיבת המחקר

תוכן עניינים

8	תקציר
10	המדיניות המוניתרית ותנאי הרקע
15	ההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד הוועדה המוניתרית במחצית הנסקרת
15	1. הפעילות הריאלית בישראל
19	2. סביבת האינפלציה
22	3. שער החליפין
23	4. הכלכלה העולמית
26	5. התפתחויות בשווקים הפיננסיים
29	6. המדיניות הפיסקלית
29	7. שוק הדיור
31	8. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר
33	9. תוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים
35	נספח: תיאור ההתפתחויות במשק וצעדי המדיניות שננקטו במחצית הנסקרת
36	תיבה 1 – השפעת התערבות בנק ישראל בשוק האג"ח הממשלתי בשיא המשבר
43	תיבה 2 – אינפלציה בימי הקורונה – אתגרי מדידה ופרשנות

דוח המדיניות המוניטרית המחצית הראשונה של 2020

על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, יש לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים – וזאת כיעד מרכזי; נקבע שיציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד: צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים. ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. כדי להשיג יעדים אלה מפעיל בנק ישראל כמה כלים, ובראשם החלטות על רמת הריבית המתאימה לטווח הקצר; נוסף על כך הבנק רשאי להתערב בשוקי המט"ח והאג"ח.

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

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, הדוח הנוכחי מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז פרסום מדד המחירים לצרכן של יוני 2019 (ב-15 ביולי 2019). שיעור האינפלציה בתקופה זו ירד אל מתחת לגבולו התחתון של היעד, והסברים לכך מובאים בסעיף "המדיניות המוניטרית ותנאי הרקע".

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2020 הוכן בידי כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניטרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-6 ביולי 2020, ולכן מתייחס למדד המחירים עד לחודש מאי 2020.

המדיניות המוניטרית: דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של 2020 ובתחילת המחצית השנייה של 2020¹. במהלך המחצית הנסקרת, על רקע הרעה משמעותית בתנאים הכלכליים במשק בעקבות התפשטות נגיף קורונה והצעדים שננקטו לבלימתה, הפעילה הוועדה המוניטרית מגוון כלים במטרה לסייע בהתמודדות עם המשבר. הצעדים העיקריים שננקטו נועדו להבטחת המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים, להגברת התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות השוק, ולהקלה בתנאי האשראי.

בין היתר, הוועדה הפעילה תוכנית לרכישת אגרות חוב ממשלתיות ותאגידיות בשוק המשני ותוכנית לעסקאות מכר חוזר ("עסקאות ריפוי") עם הגופים המוסדיים; ואף החלה לקשור עסקאות החלף (SWAP) בשוק מטבע החוץ בנוסף על רכישות המט"ח המתבצעות מעת לעת. כמו כן, הוועדה הפעילה כלי מוניטרי חדש – הלוואות מוניטריות לבנקים לטווחים ארוכים להגדלת היצע האשראי לעסקים הקטנים – וכן היא הפחיתה את הריבית בשיעור של 0.15 נקודת אחוז לרמה של 0.1 אחוזים.

הפעילות הריאלית המקומית: במהלך המחצית הנסקרת חלה החמרה משמעותית בתמונת המצב הריאלית ביחס למחצית שקדמה לה, זאת בצל התפרצות המגפה ולנוכח צעדי המניעה שנקטה הממשלה במטרה למזער את המשך התפשטות הנגיף. הערכות בנק ישראל במהלך המשבר הצביעו על ירידה בצריכה הפרטית בשיעור של כ-30% ביחס לרמה טרם המשבר, והשבתה של כ-40% מהפעילות הכלכלית במשק (במונחי תוצר). מנתוני שוק העבודה שפורסמו במהלך התקופה עולה כי יותר ממיליון עובדים תבעו דמי אבטלה. נתוני החשבונאות הלאומית שפורסמו במהלך המחצית הצביעו כי התוצר ברבעון הראשון התכווץ פחות ביחס להערכה הראשונית – 6.8% במונחים שנתיים. התכווצות התוצר שיקפה ירידה במרבית השימושים. בסך הכול, ההתפתחויות הריאליות מצביעות על כך כי המשק הישראלי נמצא במיתון חסר תקדים בתולדות המדינה.

סביבת האינפלציה: הירידה בסביבת האינפלציה, שהחלה עוד לפני פרוץ משבר הקורונה, המשיכה גם במהלכו. שיעור האינפלציה השנתי נותר במהלך התקופה הנסקרת מתחת לגבולו התחתון של היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה מכל המקורות ירדו במהלך המחצית, בתחילה באופן מתון ומאז חודש מרץ – בחדות.

הוועדה העריכה כי הירידה המתונה בסביבת האינפלציה שהתרחשה בתחילת התקופה (טרם פרוץ המשבר) לא שיקפה רפיון בביקושים, וכי במידה רבה היא הושפעה מייסוף השקל ומסעיפים בעלי אופי תנודתי. באותה עת העריכה הוועדה כי האינפלציה השנתית צפויה לרדת, בטרם תשוב לעלות לסביבת הגבול התחתון. בעקבות התפשטות המגפה הוועדה סברה כי ישנה ירידה משמעותית בסביבת האינפלציה, וכי ירידה זו משלבת בתוכה שתי מגמות מנוגדות: מצד אחד, חולשה משמעותית בביקושים, בארץ ובעולם, הצפויה להוביל לירידות מחירים, ומצד שני, הפגיעה בשרשרות הייצור של מוצרים שונים צפויה הייתה לפעול לעליות מחירים מצד ההיצע. הוועדה העריכה כי הכוחות מצד הביקוש משמעותיים יותר, וכי האינפלציה תוסיף לרדת.

כמו כן, הוועדה סברה כי ישנו קושי לפרש את נתוני האינפלציה, בשל קשיי מדידה של מוצרים ושל שירותים שאינם קיימים באופן זמני בשל המגבלות על הפעילות, ולנוכח השינויים החדים בדפוס הצריכה של משקי הבית בעקבות המשבר.

שער החליפין: עד לחודש מרץ מגמת הייסוף בשקל המשיכה, והשקל בלט בהתחזקותו ביחס למרבית המטבעות. לאחר הטלתה בשווקים הפיננסיים בחודש מרץ, חל פחות חד בשקל עקב מחסור בנזילות דולרית. בעקבות המחסור

¹ ההחלטות ב-2020 שהתקבלו: ב-9 בינואר, ב-24 בפברואר, ב-6 באפריל, ב-25 במאי וב-6 ביולי.

בנזילות החל בנק ישראל לקשור עסקאות החלף (SWAP) במטרה לספק את הנזילות הנדרשת, מה שהוביל להפחתה בתנודתיות ולהתחזקות השקל. מאז חזר השקל לרמה ששררה טרם פרוץ המשבר.

חלק מחברי הוועדה העריכו כי במידה שהשקל יתייצב ברמה זו, הדבר יקשה על התאוששות הייצוא, ועל חזרת האינפלציה לתוך תחום היעד. לאורך מרבית התקופה הנסקרת המשיך הבנק לפעול ולרכוש מטבע החוץ, למעט בתקופה שבה התרחש המחסור החמור בנזילות הדולרית והפיחות המהיר.

הכלכלה העולמית: במהלך המחצית, נתוני הסחר העולמי התאפיינו בירידות חדות; הגופים הבינלאומיים ובתי ההשקעות צפו התכווצות בתוצר העולמי – אך שררה אי־ודאות לגבי עוצמתן. ההאטה שנרשמה בפעילות העולמית ובסחר הובילה לירידה במחירי הסחורות, ומחיר הנפט הגיע לשפל חדש ביחס לשנים האחרונות, ובהמשך – התאושש חלקית. התפשטות המגיפה בעולם הובילה מדינות רבות להפעיל כלים מוניטריים שונים – בנקים מרכזיים רבים השיקו, והרחיבו, תוכניות לרכישת נכסים, והורידו את שיעור הריבית. במקביל לצעדים המוניטריים, ממשלות רבות הרחיבו את ההוצאה הציבורית וסייעו בהעמדת אשראי למגזר העסקי. בעת החלטת הריבית בחודש מאי, הוועדה המוניטרית המשיכה להעריך כי הסיכונים לפעילות בעולם נותרו משמעותיים, ובפרט – הסיכון להתפרצות גל שני של המגיפה.

ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים: בפרוץ המשבר העולמי, ועל רקע התפשטות נגיף קורונה בעולם, ירדו שערי המניות בישראל ובעולם בחדות. התשואות הנומינליות והריאליות על אגרות החוב ממשלתיות לטווחים הבינוני והארוך ירדו בתחילת המחצית, בדומה למגמה העולמית. בעקבות הטלטלה בשווקים הפיננסיים בחודש מרץ, התשואות עלו בחדות, אך מאז הן תיקנו – ובהתאם לנתונים בסוף התקופה הנסקרת, הן שבו לסביבה שבה נמצאו בתחילת המחצית.

לאחר העצירה בגיוסים בשוק האג"ח התאגידי בחודש מרץ, בחודשים אפריל ומאי נרשמה התאוששות. האשראי הבנקאי גדל במהלך חודשי המשבר, ופעילות קרנות האשראי בערבות המדינה הובילה לירידה בריבית הממוצעת לעסקים קטנים. לפני הפחתת הריבית בחודש אפריל, ולאורך המחצית, ההערכות על פי שוק התלבור ותחזיות החזאים המקצועיים² שיקפו ציפייה למדיניות מרחיבה יותר בעתיד – כלומר, הסתברות חיובית להפחתת ריבית. בנתוני הקצה, הציפיות בשווקים מגלמות הסתברות גבוהה להפחתת ריבית נוספת בשנה הקרובה.

המדיניות הפיסקלית: בתחילת המחצית, הגירעון הצטמצם בין היתר על רקע הריסון התקציבי, שנבע מהתקציב ההמשכי. מאז, המגמה התהפכה והגירעון עלה בחדות – בעקבות הצעדים הפיסקליים שעליהם הכריזה הממשלה על רקע התפשטות המגיפה, והמגבלות שהוטלו על התנועה ועל הפעילות הכלכלית. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר, הגירעון בסוף שנת 2020 צפוי להיות כ-12 אחוזי תוצר, עלייה של כ-8 נקודות אחוז ביחס לשנה החולפת.

הוועדה העריכה שרמתה הנמוכה של הריבית הריאלית מאפשרת לממשלה לממן את הגירעון בתנאים נוחים. כמו כן, שכל עוד הגירעון הוא תוצאה ישירה של המשבר, השווקים הפיננסיים יאפשרו לממשלה להמשיך לממן, גם אם הוא יגדל מעט כתוצאה ממימון של צעדי מדיניות נוספים המעודדים צמיחה ופריון.

שוק הדיור: הנתונים שעמדו לנגד חברי הוועדה בעת קבלת החלטותיה במחצית טרם שיקפו את השפעת המשבר. הנתונים אז הצביעו על פעילות ברמה גבוהה – עלייה במחירי הדירות לצד רמה גבוהה ויציבה של היקף העסקאות. בראייה קדימה, קיימת אי־ודאות לגבי המשך ההתפתחויות בענף הבנייה ושוק הדיור. בטווח הקצר תיתכן ירידה בהיצע הדירות בגלל עיכובים בהנפקת היתרים, קשיי מימון או בשל מחסור בכוח אדם ובחומרי גלם. מנגד, תיתכן ירידה בביקושים לנוכח העלייה באבטלה, אי־הוודאות התעסוקתית והציפיות להתמתנות בקצב עליית השכר או אף לירידתו. האומדן הראשוני לחודש אפריל מצביע על ירידה בהיקף העסקאות. תמונה דומה מתקבלת גם מנתוני המשכנתאות, המצביעים על ירידה בביצועים בחודשים אפריל ומאי.

²הכוונה לממוצע התחזיות של החזאים המקצועיים.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת ארבע תחזיות בצמוד להודעות הריבית – בינואר, באפריל, במאי וביוני 2020.³ התחזית השתנתה בצורה מהותית במהלך התקופה, בצל התפשטות מגפת הקורונה ולנוכח צעדי המניעה שננקטו בארץ ובעולם.

בינואר, התחזית צפתה כי האינפלציה ב-2020 תסתכם ב-1% ותמשיך להתכנס לכיוון יעד האינפלציה ב-2021. בנוגע לפעילות, נצפתה האטה מסוימת בצמיחה כתוצאה מהמשך ההאטה בסחר העולמי ומהצמצום התקציבי 2020.

התחזית בחודש אפריל עודכנה באופן משמעותי כלפי מטה לנוכח התפשטות המגפה. המשק צפוי היה להתכווץ בשיעור חד ב-2020, ולאחר מכן הייתה צפויה התאוששות מהירה בשנת 2021. בנוגע לשיעור האבטלה, צפו כי הוא יירד באופן הדרגתי, כך שיחזור לרמתו הנמוכה ששררה ערב המשבר בסוף שנת 2021. האינפלציה בשנת 2020 צפויה הייתה להיות בשיעור שלילי, וב-2021 – להתקרב לגבול התחתון של יעד האינפלציה.

בעדכון התחזית במאי, קצב הסרת המגבלות המהיר הוביל לעדכון כלפי מעלה של תוואי הצמיחה לשנת 2020 – התכווצות קטנה יותר, של 4.5%. מנגד, היה עדכון כלפי מטה לגבי תהליך ההתאוששות – צמיחה של 6.8% ב-2021. התחזית המעודכנת לאבטלה נאמדה ב-5.5%. בדומה לשינויים בפעילות, האינפלציה הצפויה בשנת 2020 התעדכנה מעט כלפי מעלה, וכלפי מטה לשנת 2021.

מנגד, בחודש יולי, תוואי הצמיחה עודכן כלפי מטה לנוכח העלייה בנתוני התחלואה, שבתורם הובילו לעיכוב בהערכות לגבי חזרת הפעילות הכלכלית לשגרה. התחזית לריבית בעדכוני התחזית מהחודשים מאי ויולי נותרו ללא שינוי (0%-0.1% בעוד שנה).

המדיניות המוניטרית ותנאי הרקע

דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של 2020 ובתחילת המחצית השנייה של 2020.⁴ על רקע הרעה משמעותית בתנאים הכלכליים במשק במהלך המחצית הנסקרת, בעקבות התפשטות נגיף קורונה והצעדים שננקטו למניעתה, הפעילה הוועדה המוניטרית מגוון כלים במטרה לסייע בהתמודדות עם המשבר. הצעדים העיקריים שננקטו נועדו להבטיח את המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים, להגביר את התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות השוק ולהקל את תנאי האשראי. במהלך המחצית הוועדה השיקה תוכנית לרכישת אגרות חוב ממשלתיות ותאגידיות בשוק המשני, תוכנית לעסקאות מכר חוזר⁵ ("עסקאות ריפוי") עם הגופים המוסדיים, והחלה לקשור עסקאות החלף (SWAP) בשוק מטבע החוץ בנוסף על רכישות המט"ח המתבצעות מעת לעת. בנוסף, הוועדה הפעילה כלי מוניטרי חדש: הלוואות מוניטריות לבנקים לטווחים ארוכים להגדלת היצע האשראי לעסקים הקטנים, והיא הפחיתה את הריבית בשיעור של 0.15 נקודת אחוז. לתיאור צעדי המדיניות שננקטו בישראל במחצית הנסקרת, ובהם הגבלות בתנועה ובפעילות, וכן צעדים ופעולות בתחומי המדיניות המוניטרית והפיסקאלית והאסדרה הפיננסית, ראו נספח לדוח.

במסגרת החלטת הריבית הראשונה בתקופה הנסקרת (ב-9 בינואר), חזרה הוועדה על הערכתה, שלנוכח התנאים הכלכליים יהיה צורך להותיר את הריבית ברמתה למשך זמן ממושך או להפחיתה, על מנת לתמוך בתהליך שבסופו

³ תחזית מאי הייתה עדכון מיוחד לנוכח המשבר.

⁴ ההחלטות ב-2020 שהתקבלו: ב-9 בינואר, ב-24 בפברואר, ב-6 באפריל, ב-25 במאי וב-6 ביולי.

⁵ במסגרת עסקאות אלו ניתנות הלוואות תוך מתן בטוחה בדמות אגרות חוב.

האינפלציה תתייצב בסביבת מרכז תחום היעד⁶. באותה עת, הנתונים שהיו בפני הוועדה הראו כי האינפלציה בישראל נותרה נמוכה, כ-0.3 אחוזים, בדומה לממוצע במחצית השנייה של שנת 2019, וחברי הוועדה סברו כי האינפלציה צפויה לחזור לתחום התחתון של היעד בטווח של שנה. מנגד, האינדיקטורים לפעילות המשיכו להצביע על צמיחה נאה, סביב קצב הצמיחה ארוך הטווח של המשק, ושוק העבודה נותר הדוק.

ביחס לפעילות הכלכלית העולמית התמונה הייתה מעורבת. הפעילות המשיכה להאט, אולם הוועדה העריכה שהסיכונים להחרפה משמעותית ירדו על רקע ההתקדמות במו"מ בין ארה"ב לסין ועל רקע תוצאות הבחירות בבריטניה. במסגרת אותה החלטת ריבית, מרבית חברי הוועדה סברו כי יש להותיר את הריבית ברמתה, בשל הפעילות הריאלית האיתנה והאינפלציה הנמוכה⁷. חלקם אף ציינו כי ייתכן שיהיה צורך להגביר את מידת ההרחבה של המדיניות המוניטרית בהמשך. מנגד, אחד מחברי הוועדה הצביע בעד הפחתת הריבית לרמה של 0.1%. אותו חבר סבר כי הייסוף המצטבר מקשה על הפעילות הכלכלית ופועל להמשך ירידת האינפלציה שכבר נמצאת ברמה נמוכה. הוא הוסיף שהתמתנות בפעילות העולמית מהווה סיכון משמעותי למשק, ויחד עם ההשפעה הצפויה של הצמצום הפיסקלי בישראל – מחייבים הגברה של מידת ההרחבה.

בהחלטת הריבית בחודש פברואר, עלתה אי־הוודאות על רקע התפשטות נגיף קורונה בעולם, אולם המוסדות הבינלאומיים העריכו כי ההתפשטות תיעצר בחודשים הבאים ושההשפעה הכוללת תהיה מוגבלת. למעט הנתונים השוטפים מהשווקים הפיננסיים וחלק מהתחזיות, הנתונים שעמדו לנגד הוועדה היו לרבעון הרביעי של שנת 2019 ולחודש ינואר 2020, ולכן לא שיקפו את ההשלכות של התפרצות נגיף קורונה. באותה החלטה, מרבית חברי הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית⁸. הנתונים שעמדו לנגד עיניהם הצביעו כי המשק ממשיך לצמוח קרוב לקצב הפוטנציאלי, שוק העבודה נותר הדוק, בעוד שהאינפלציה נותרה נמוכה. הם נותרו בדעה כי האינפלציה תתכנס לגבול התחתון של היעד החל מעוד שנה. אותם חברי ועדה הוסיפו כי לנוכח סביבת האינפלציה והסיכונים לפעילות על רקע התפשטות נגיף קורונה, הבנק ימשיך במידת הצורך להתערב בשוק המט"ח או יפעיל כלים מוניטריים נוספים כדי להגביר את מידת ההרחבה המוניטרית. מנגד, חבר הוועדה שהיה בדעת מיעוט הצביע בעד הורדת הריבית לרמה של 0.1%, לנוכח אותם שיקולים שהוא העלה בהחלטת הריבית בחודש ינואר. אותו חבר הוסיף, כי הוא לא שולל את האפשרות שיהיה צורך להוריד את הריבית גם מתחת ל-0.1%.

המשבר שנוצר במהלך חודש מרץ בשל המשך התפשטות נגיף קורונה בישראל ובעולם, והצעדים שננקטו למניעתה, הובילו לשינוי בתמונה המקרו־כלכלית. לאחר הדיון השבועי של הוועדה המוניטרית בתחילת חודש זה, הוועדה פרסמה הצהרה מיוחדת, והבהירה כי נכון לאותו מועד אין עדות לפגיעה מקרו־כלכלית משמעותית בישראל, והיא הדגישה כי רמתה של הריבית באותה עת, בשילוב עם מדיניות רכישות המט"ח, מספקים את התמיכה הנדרשת למשק. אולם חברי הוועדה הדגישו כי במידה שתחול הרעה משמעותית בתנאים הכלכליים או הפיננסיים, הוועדה תפעל במגוון הכלים העומדים לרשותה בכל זמן שיידרש. באותה נקודת זמן העריך בנק ישראל שהמשבר צפוי להוביל לפגיעה של 0.7 אחוזי תוצר בצמיחה, והתחזית שיקפה חזרה מהירה לתוואי הצמיחה ששרר טרם פרוץ המשבר. עם זאת בנק ישראל הבהיר בכמה פרסומים שונים, כי מדובר באירוע מתגלגל, וקיימת אי־וודאות גדולה באשר להמשך התפשטות הנגיף, ולמשמעויות הנובעות מכך מבחינת הפעילות הכלכלית בעולם ובישראל. הבנק פירט כי אי־הוודאות נבעה משלושה גורמים שונים: (1) עוצמת ההתפשטות של הנגיף במדינות נוספות כמו גם מידת ההתפשטות של הנגיף בישראל. (2) העוצמה של צעדי המניעה שיינקטו במדינות השונות ובישראל וההשפעה הכלכלית של צעדים אלו. (3) משך האירוע.

⁶ באותה עת ריבית בנק ישראל הייתה בשיעור של 0.25%.

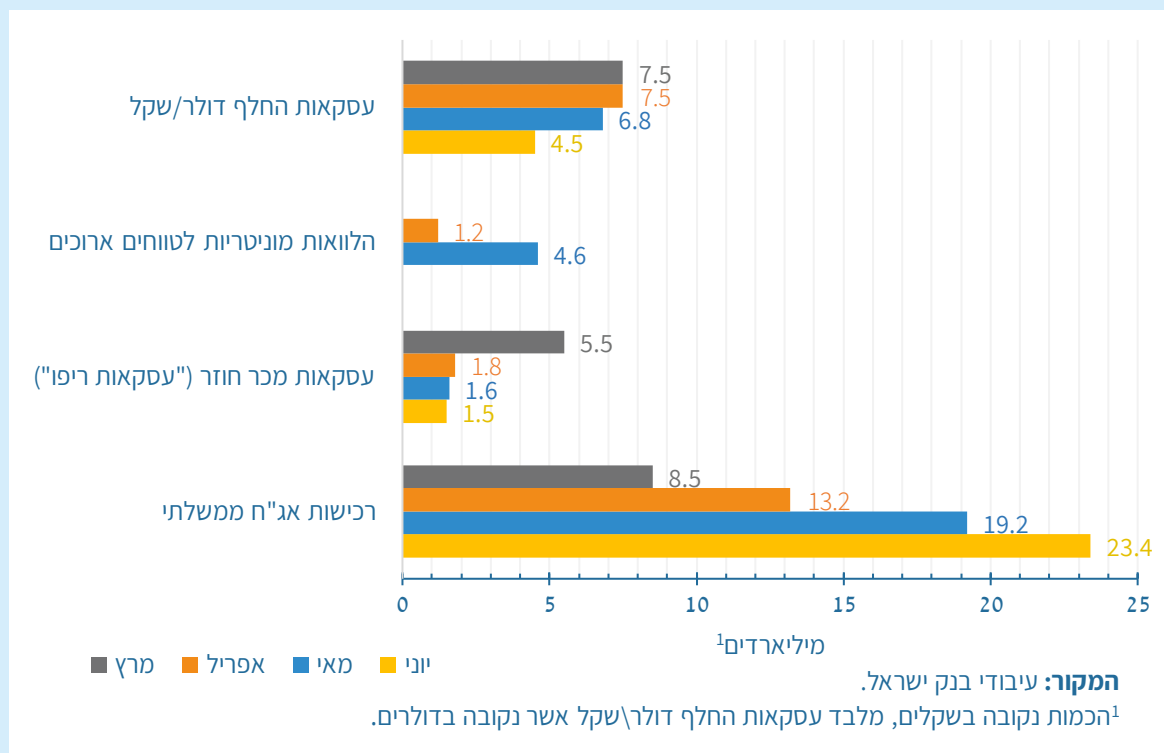
⁷ במסגרת אותה החלטה ריבית, הוועדה נותרה בהרכב חסר של חמישה חברים.

⁸ החלטת ריבית בחודש זה התקבלה בהרכב מלא, לאחר מינויו של מנהל חטיבת המחקר לחבר ועדה מן המניין.

באמצע חודש מרץ, לאחר שהתמונה הכלכלית השתנתה לחלוטין, הוועדה המוניתרית החלה בהפעלה של כלים מוניתריים שונים כדי לסייע בהתמודדות עם המשבר (איור 1). מרבית הצעדים הראשונים שנקטה הוועדה המוניתרית נערכו במסגרת החלטות שאינן מן המניין, וננקטו בעיקר כדי לטפל בכשל בשווקים הפיננסיים.

איור 1
צעדי מדיניות בנק ישראל במהלך המשבר,

יתרות לסוף חודש, מרץ ועד מאי 2020



ההחלטה הראשונה התקבלה ב-15 במרץ. באותו מועד פרסמה הוועדה תוכנית עסקאות מכר חוזר ("עסקאות ריפו") על רקע העלייה בתנודתיות בשווקים הפיננסיים. מטרתה העיקרית של התוכנית הייתה הגברת הנזילות בשווקים הפיננסיים ותמיכה בתפקודם התקין, ובפרט – בתפקוד התקין של שוק האג"ח. במסגרת עסקאות אלו ניתנות הלוואות לגופים המוסדיים⁹ תוך מתן בטוחה מצידם בדמות אגרות חוב. בשלב הראשון התאפשר שימוש בבטוחות מסוג אגרות חוב ממשלתיות או מק"ם בלבד. נוסף על תוכנית זו, החליטה הוועדה גם על הפעלה של כלי נוסף – רכישת אג"ח ממשלתי בשוק המשני. הבנק הצהיר כי יפעל בשוק הפתוח, וירכוש אג"ח ממשלתיות מסוגים שונים ולתקופות שונות. הודגש כי הרכישות תתבצענה בהתאם לנדרש כדי לוודא שהשוק מתפקד כראוי, אך לא צוין היקף הרכישות המתוכנן. צעד זה נועד לחיזוק התמסורת מריבית הבנק לריביות לטווחים ארוכים יותר (להרחבה בנושא השפעת רכישות האג"ח ראו תיבה 1 בדוח זה). היתרה לסוף חודש מרץ בתוכנית רכישות האג"ח הייתה 8.5 מיליארד ש"ח, ובתוכנית עסקאות המכר החוזר – 5.5 מיליארד ש"ח.

⁹ קרנות הפנסיה והגמל, קרנות הנאמנות וחברות הביטוח.

בשל מחסור חריף בנזילות דולרית, הודיע בנק ישראל ביום למחרת (16 במרץ) כי הוא יחל לקשור גם עסקאות החלף (SWAP) בשוק השקל דולר אל מול הבנקים המקומיים, במטרה לספק את הנזילות החסרה. המצוקה בנזילות הדולרית התפתחה בשווקים רבים בעולם, והתרחשה כתוצאה מירידות שערים חדות בשוקי המניות העולמיים, שהובילו משקיעים עם חשיפה גבוהה לנגזרי מט"ח למכור נכסים כדי לקנות דולרים ולהתמודד עם הדרישה לעלייה בביטחונות כנגד הפוזיציות שלקחו (Margin call). בשלב הראשון הוגבלו העסקאות לשבוע, אולם ב-18 במרץ הורחבה התוכנית – היקף הפעילות הורחב עד ל-15 מיליארד דולר, וניתנה אפשרות לקיום עסקאות לטווחים ארוכים יותר. היתרה של עסקאות ההחלף בסוף חודש מרץ הייתה 7.5 מיליארד דולר. במקביל להפעלת התוכנית, הבנק הצהיר כי העסקאות יתבצעו כל עוד הלחצים לנזילות הדולרית יוותרו גבוהים. נציין כי יתרות המט"ח הגבוהות, שנצברו בבנק ישראל בשנים האחרונות, הקלו על ביצוע צעדים אלה. ב-23 במרץ, החליטה הוועדה על השקעה של תוכנית סדורה לרכישת אג"ח ממשלתיות בשוק המשני בהיקף כולל של 50 מיליארד ש"ח. הוועדה הסבירה כי תוכנית הרכישות נועדה להשפיע על חלקו הארוך יותר של עקום התשואות, במטרה להוריד את עלויות האשראי לחברות ולמשקי בית בישראל, לנוכח הירידה בהכנסותיהם וקשיי הנזילות שבהם נתקלו. התוכנית נועדה למתן את התנודות החריפות בתשואות אגרות החוב שנגרמו כתוצאה ממחסור בנזילות.

על רקע מצב המשק הישראלי, ובשונה מחלק מהבנקים המרכזיים האחרים בעולם כגון הפדרל ריזרב, בחרה הוועדה המוניתרית שלא לשנות את ריבית הבנק המרכזי בהחלטה שאינה מן המניין. הוועדה סברה באותו שלב שרמת הריבית המוניתרית נמוכה ממילא, ושהגורם העיקרי שהוביל לגידול בעלויות האשראי היה ההתפתחויות בשווקי האג"ח. בהחלטת הריבית הקבועה מראש, בחודש אפריל, התמונה השתנתה, ואם במהלך מרץ נראה היה שהמשבר בעיקר נובע ממגבלות על ההיצע, ועדיין היו תקוות שהמשבר הרפואי יסתיים במהרה ואיתו יתפוגג גם המשבר הכלכלי, הרי שבתחילת אפריל כבר היה יותר ברור שאנו עומדים בפני משבר מתמשך, ושצפויה גם פגיעה בביקושים לנוכח הירידה בהכנסות של משקי בית רבים והפגיעה בשווי הנכסים הפיננסיים. בהתאם, החליטה הוועדה המוניתרית להוריד את הריבית לרמה של 0.1% באותה החלטה באפריל. חברי הוועדה סברו שהצעדים השונים שננקטו בידי בנק ישראל עד אז הפחיתו את הריביות לטווחים הבינוניים והארוכים, אולם מאחר שמשקי בית ועסקים רבים חשופים גם לריבית הקצרה, יש להוריד את הריבית המוניתרית.

על אף שמדובר בצעד קטן מבחינת גודל השינוי, הוועדה העריכה שהוא יקל על חלק גדול מהלווים במשק שהלוואותיהם צמודות לריבית הפריים, ושהפעולה משקפת את מחויבות הוועדה להפעיל כל כלי אפשרי כדי לתמוך במשק. ההחלטה התקבלה ברוב של חמישה חברים אל מול חבר אחד, שסבר שיש להפחית את הריבית ל-0%. אותו חבר ועדה סבר כי עוצמת המשבר והפגיעה בתעסוקה מחייבים ריבית נמוכה יותר.

במסגרת החלטת הריבית באפריל, הוועדה הפעילה כלי מוניתרי חדש – הלוואות מוניתריות לבנקים לטווח של שלוש שנים ובריבית קבועה של 0.1%. מטרתו העיקרית של הכלי החדש היה הגדלת היצע האשראי לעסקים קטנים וזעירים. מטרה נוספת היתה שרמתה הנמוכה של הריבית תתבטא גם במחיר ההלוואות למגזרי פעילות אלו. קבלתן של ההלוואות המוניתריות הותנתה בהיקף מתן אשראי באמצעות הבנקים למגזרי פעילות אלו. התוכנית תוכננה לפעול עד לסוף חודש מאי, ובהיקף כולל של 5 מיליארד ש"ח. נוסף על כך, הוועדה הרחיבה את התוכנית לביצוע עסקאות מכר חוזר שהחלה באמצע חודש מרץ, כך שגם אג"ח תאגידיות יוכלו לשמש כבטוחה.

בהחלטת הריבית בחודש אפריל הוועדה בחרה גם לחדד את משפט ההכוונה לעתיד. הוועדה הבהירה שהיא תרחיב את השימוש בכלים הקיימים, כולל כלי הריבית, או שתפעיל כלים נוספים ככל שתעריך שהמשבר יתארך או שהדבר נדרש להשגת יעדי המדיניות, וכדי למתן את הפגיעה הכלכלית שנוצרה כתוצאה מהמשבר. גם במסגרת החלטה זו, מרבית הנתונים שעמדו בפני הוועדה היו מעודכנים עד לחודשים ינואר או פברואר בלבד, ולכן לא ביטאו את ההשלכות הכלכליות הנרחבות של התפרצות נגיף קורונה. לכן, הדיונים והחלטותיה של הוועדה התקבלו בהתייחס לתמונת המצב שעלתה מנתוני השווקים הפיננסיים, ובפרט – ירידות השערים חסרות התקדים; ממידע איכותי מסקרי העסקים של הלמ"ס ושל בנק ישראל, ומהערכה כמותית של השפעת ההגבלות הבריאותיות על צמצום הפעילות בענפים השונים.

הוועדה בחרה להבהיר במסגרת פרסומיה שהיא הביאה בחשבון בקבלת החלטותיה גם את האפשרות שיתממש תרחיש פסימי יותר מהתרחיש הבסיסי של חטיבת המחקר, ואת התמיכה שתידרש לביקושים במשק לאחר הסרת המגבלות הבריאותיות.

בהחלטת הריבית בחודש מאי הוועדה המונית הותירה את הריבית בשיעור של 0.1%, והתפלגות ההצבעה נותרה ללא שינוי. חברי הוועדה שהצביעו בעת הותרת הריבית על כנה ציינו כי שיעור הריבית הנמוך, בשילוב הכלים המוניתיים הנוספים שמפעיל בנק ישראל, תומכים בתנאי אשראי נוחים לאורך כל העקום. מנגד, חבר הוועדה שתמך בהורדת הריבית ל-0%, סבר ששיעור ריבית נמוך יותר מ-0.1% מתאים יותר, עקב עוצמת המשבר והפגיעה החריגה ברמת התעסוקה. במועד החלטת הריבית במאי הסתמנה פגיעה קשה בפעילות הריאלית, אולם פחות חמורה ביחס להערכות הראשוניות של הבנק: נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון שהיו ידועים באותה עת הצביעו על התכווצות חדה בתוצר – 7.1% במונחים שנתיים¹⁰. כמו כן, בעת ההחלטה, ההערכה לגבי היקף ההשבתה במשק, שבשיאה נאמדה בכ-36%, הצטמצמה ל-19% לאור צמצום המגבלות. בנוסף, תמונת המצב הריאלית שעלתה מאינדיקטורים מהירים לפעילות הצביעה על התאוששות בחלק מהענפים, אף שרמת הפעילות בהם נותרה נמוכה.

בדיון המונית שהתקיים בתחילת יולי – האחרון בתקופה הנסקרת, הסתמנה עלייה בתחלואה והחמרה צפויה במצב הכלכלי. לכן החליטה הוועדה להפעיל שלושה כלי מדיניות נוספים, כדי להעמיק את מידת ההרחבה ולחזק את התמסורת של המדיניות המונית, ולהקל בתנאי האשראי במשק. הוועדה השיקה תוכנית לרכישת אגרות חוב תאגידיות בהיקף של 15 מיליארד ש"ח, וחידשה את תוכנית ההלוואות המונית לטווח ארוך לבנקים, בריבית קבועה של 0.1% כנגד אשראי הבנקאי המוענק למגזר העסקים הקטנים והזעירים¹¹. בנוסף, בנק ישראל הודיע כי ייחל ביצירת תשתית תפעולית ומשפטית, שתאפשר לבנקים להרחיב את מגוון הנכסים שהם יוכלו להעמיד כבטוחה כנגד ההלוואות המונית לטווח ארוך, כך שניתן יהיה להשתמש גם בבטוחות שאינן נזילות ברמה גבוהה.

מלבד הכלים שפורטו לעיל, בנק ישראל המשיך במהלך המחצית לרכוש מטבע חוץ, בסכום כולל של כ-10.8 מיליארד דולר¹² (איור 2). נדגיש כי רכישות המט"ח לא בוצעו בתקופה שבה חל מחסור חמור בנזילות הדולרית, אז נקשרו עסקאות החלף, והן נועדו בעיקר לתמוך ברמתו הבסיסית של השקל.

כדאי לציין כי מלבד הכלים המוניתיים שהפעילה הוועדה במהלך התקופה, הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל ביצע כמה פעולות משלימות. כך, הוא פרסם שורה של הקלות רגולטוריות שנועדו לאפשר לבנקים את הגמישות העסקית הנדרשת לטובת מתן שירותים לציבור, ובפרט מתן אשראי. אחד הצעדים המרכזיים שננקטו היה הפחתת דרישות ההון הרגולטורית בנקודת אחוז, במטרה לסייע לבנקים להמשיך להציע אשראי ולהבטיח יכולת זו. בנוסף, הופעל מתווה של דחיית תשלומי הלוואות למשקי בית ועסקים קטנים שנפגעו כתוצאה ממשבר הקורונה.

לסיכום, לנוכח ההאטה בפעילות העולמית והמקומית בצל התפשטות מגפת קורונה, החליטה הוועדה במהלך המחצית הנסקרת להעמיק את מידת ההרחבה של המדיניות המונית. חברי הוועדה סברו שהמדיניות המונית צריכה להתמקד בתמיכה בפעילות התקינה בשוק ההון, ובפרט – בתפקודם של שוקי האג"ח הממשלתי והתאגידי, וכן בצורך להקל את מצוקתם הכלכלית של העסקים ומשקי הבית. רוב הכלים שהפעילה הוועדה התמקדו באופן ישיר בתמיכה באותם מרכיבים של הפעילות הכלכלית שנתקלו בקשיים, ובפרט – המדיניות המונית פעלה כדי להגביר את הנזילות בשווקים הפיננסיים, לחזק את התמסורת לתשואות בטוחים ארוכים יותר ולהקל בתנאי האשראי – קרי: הפחתת עלויות האשראי והגדלת היצע האשראי למגזרים שנתקלו בקיצוב אשראי.

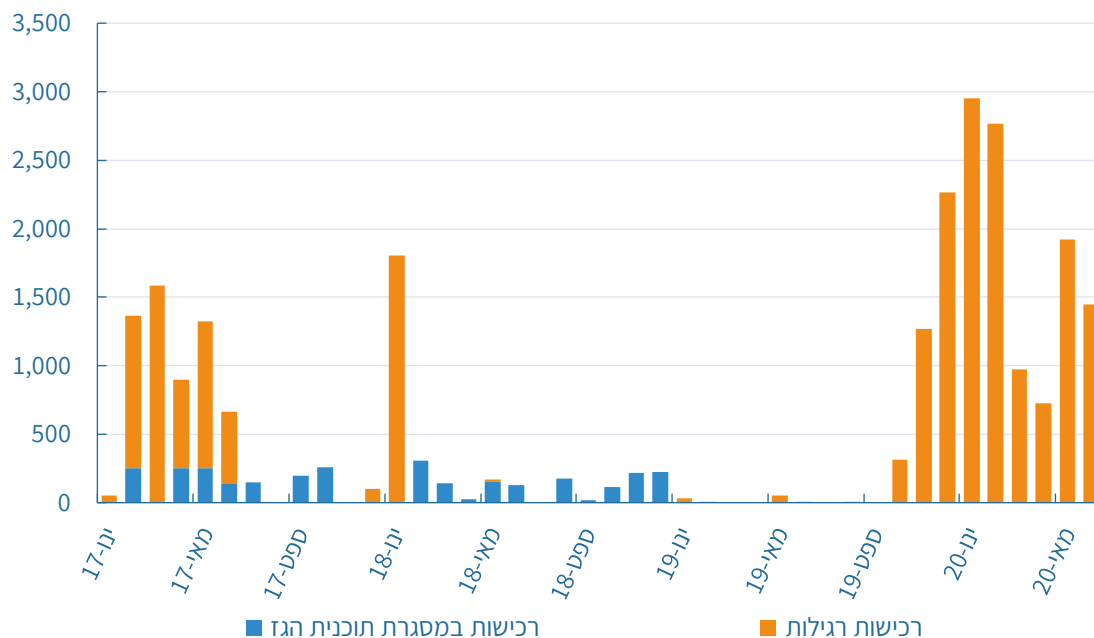
¹⁰ הערכות הראשוניות של הבנק לנוכח נתוני ההשבתה הצביעו על התכווצות של כ-5% במונחים רבעוניים.

¹¹ התוכנית המקורית הסתיימה כמתוכנן בסוף חודש מאי, לאחר שנתינו הלוואות בהיקף כולל של 4.6 מיליארד ש"ח.

¹² הסכום אינו כולל את עסקאות ה-SWAP: בחודשים מרץ ואפריל יתרת העסקאות הייתה בהיקף כולל של כ-7.5 מיליארד דולר. ובחודשים מאי ויוני הבנק ספג אשראי דולרי בהיקף של 700 ו-2,300 מיליון דולרים בהתאמה.

איור 2
 התערבויות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ,
 ינואר 2017 עד יולי 2020

מיליוני דולרים



המקור: עיבודי בנק ישראל.

ההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד הוועדה המוניתרית במחצית הנסקרת

1. הפעילות הריאלית בישראל

במהלך המחצית הנסקרת חלה החמרה משמעותית בתמונת המצב הריאלית בצל התפרצות מגפת הקורונה ולנוכח צעדי המניעה שנקטה הממשלה במטרה למזער את המשך התפשטות הנגיף. בתחילת המחצית העריכה הוועדה כי המשק המשיך לצמוח סביב הקצב הפוטנציאלי (כ-3%), כי הצמיחה מאוזנת וששוק העבודה נותר הדוק. על פי נתוני החשבונאות הלאומית שפורסמו במהלך המחצית הנסקרת צמח התוצר במחצית השנייה של 2019 ב-3.5%, בדומה לשיעור הצמיחה השנתי של שנת 2019 (לוח 2). הצמיחה הנאה בשנת 2019 התבטאה בעלייה של 3.9% בצריכה הפרטית, של 5.7% בייצוא (ללא יהלומים וללא חברות הזנק), של 4.5% בייבוא (ללא יהלומים, ייבוא ביטחוני, אנויות ומטוסים) ושל 3.5% בצריכה הציבורית (ללא ייבוא בטחוני). העלייה בהשקעה בנכסים קבועים הייתה מתונה יותר – 1.2%.

לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת החלטות על גובה הריבית

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

תאריך החלטת ריבית	09/01	24/02	06/04	25/05	06/07
2019Q3	4.0	4.5	4.0	4.1	4.1
התוצר		4.8	4.2	4.6	4.6
2020Q1				-7.1	-6.8
2019Q3	4.5	5.8	5.1	5.2	5.2
התוצר העסקי		5.6	5.0	5.5	5.5
2020Q1				-9.1	-8.5
2019Q3	3.1	2.7	2.6	2.4	2.4
הצריכה הפרטית		10.0	9.5	10.4	10.4
2020Q1				-20.3	-20.2
2019Q3	-4.3	-1.4	-0.7	-0.6	-0.6
ההשקעה בנכסים קבועים		8.7	5.3	7.3	7.3
2020Q1				-17.3	-20.7
2019Q3	-5.0	-3.4	-3.7	-3.7	-3.7
הייצוא ללא יהלומים והנזק		5.0	9.8	9.8	9.8
2020Q1				-0.5	2.9
2019Q3	4.8	4.5	5.2	5.2	5.2
הייבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים		12.7	17.5	17.5	17.5
2020Q1				-36.1	-32.1

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

במהלך חודש פברואר, בעקבות התפרצות נגיף קורונה, עלתה אי־הוודאות לגבי המשך קצב הצמיחה בישראל. אולם חברי הוועדה העריכו באותה עת כי ההסתברות להשפעה משמעותית על הפעילות המקרו־כלכלית היא נמוכה. זאת בהתאם לתרחיש הבסיס שהנחה את הערכות של מרבית המוסדות הכלכליים הבינלאומיים באותו זמן. במסגרת אותו תרחיש, התפשטות הנגיף צפויה הייתה להיעצר בחודשים הבאים ולא לזלוג למדינות נוספות, וההערכה הייתה שלא יידרשו צעדי מניעה משמעותיים. חברי הוועדה כן סברו שתיתכן פגיעה בענפי משק מסוימים כגון ענפי הבנייה והתיירות. בנוסף, חברי הוועדה העריכו שתנאי המשק הבסיסיים מציבים את כלכלת ישראל בעמדה טובה ביחס לעולם. ואולם ההחמרה המשמעותית שהתרחשה במהלך חודש מרץ הובילה לעדכון כלפי מטה של ההערכות – ב-12 במרץ הוחלט על סגירת בתי ספר בישראל וב-22 במרץ הוכרזה מתכונת חירום במשק, שהחמרה עוד בהמשך.

בעת החלטת הריבית בחודש אפריל, הוועדה התמקדה בתמונת המצב שעלתה ממידע איכותי מסקרי העסקים של הלמ"ס ובנק ישראל, ומהערכות כמותיות שנעשו בבנק לגבי השפעת ההגבלות הבריאותיות על הפעילות בישראל. זאת מאחר שמרבית הנתונים הריאליים שעמדו בפני הוועדה עדיין לא ביטאו את ההשלכות הכלכליות הנרחבות של

התפרצות הנגיף, משום שרובם היו מעודכנים לחודשים ינואר ופברואר בלבד¹³. ההערכות הצביעו על ירידה בצריכה הפרטית בשיעור של 27% ביחס לרמה שלפני המשבר, על השבתה של 37% מהפעילות הכלכלית במשק (במונחי תוצר), ועל התכווצות של כ-5% ברבעון הראשון ביחס לרבעון הרביעי של שנת 2019 (במונחים רבעוניים). בנוסף, נתוני שוק העבודה לחודש מרץ הראו כי כמיליון עובדים תבעו דמי אבטלה, עלייה של 850 אלף עובדים בהשוואה לחודש פברואר, כ-90% מהם על בסיס יציאה לחל"ת (בהתאם למדיניות הממשלה), ושיעור מספר דורשי העבודה היה כ-24% מכוח העבודה. ניתוח ענפי העלה כי היקף ההשבתה היה גבוה במיוחד בענפים שבהם השכר נמוך, כך שהיכולת של העובדים שבהם לשאת השבתה ארוכה היא נמוכה יחסית. בהסתכלות קדימה, הוועדה העריכה באותה עת כי ההתכווצות בפעילות תימשך לכל הפחות גם ברבעון השני, וכי המשק צפוי להתכווץ בשיעור של 5.3% ב-2020, ולצמוח בשנת 2021 ב-8.7%. בהתאם לתחזית, שיעור האבטלה צפוי היה לרדת בהדרגה, ורק בסוף 2021 לחזור לרמות ששררו טרם התפרצות המשבר.

לוח 2

התפתחות התוצר, הייבוא והשימושים

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

2020/1	2019/4	2019/3	2019/2	2019/1	2018/4	2019	2018	2017	
-6.8	4.6	4.1	1.3	4.9	3.7	3.5	3.4	3.6	התוצר המקומי הגולמי
-8.5	5.5	5.2	1.1	6.2	4.4	4.0	3.7	3.8	התוצר של המגזר העסקי
-32.1	17.5	5.2	-1.4	8.2	6.8	4.5	5.1	7.1	הייבוא ללא ייבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים
-20.2	10.4	2.4	-0.3	5.7	6.7	3.9	3.7	3.4	הצריכה הפרטית
-14.6	5.9	0.0	7.7	1.1	6.2	3.7	3.5	4.5	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
-10.8	0.1	4.4	13.0	-1.1	0.8	3.6	4.0	3.4	הצריכה הציבורית
-11.2	6.5	3.6	8.8	1.2	-3.2	3.5	4.5	4.5	מזה: הצריכה הציבורית ללא ייבוא ביטחוני
16.5	6.0	37.5	-27.8	11.1	26.8	1.8	3.2	5.4	ההשקעה המקומית הגולמית
-20.7	7.3	-0.6	-4.1	1.5	9.7	1.2	4.8	4.3	מזה: בנכסים קבועים
1.3	8.1	-10.0	5.5	19.6	-4.1	6.1	5.7	5.9	הייצוא ללא יהלומים
2.9	9.8	-3.7	11.4	10.3	0.4	5.7	5.1	6.2	מזה: הייצוא ללא יהלומים חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בחג הפסח הוטל סגר מלא, ולאחריו החל תהליך הדרגתי של הסרת המגבלות שהטילה הממשלה על התנועה והפעילות. ההערכות לגבי היקף ההשבתה באמצע חודש מאי הצטמצמו ל-19% מהפעילות הכלכלית במשק (במונחי תוצר), ירידה של כ-15 נקודות אחוז ביחס לשיא ההשבתה. בעוד שבסוף אפריל מספר דורשי דמי האבטלה האמיר ל-1.15 מיליון עובדים, נתוני שירות התעסוקה הצביעו על כך כי 141 אלף איש חזרו לעבודה במהלך מאי, עד להחלטת

¹³ למעט הנתונים השוטפים מהשווקים הפיננסיים וחלק מהתחזיות.

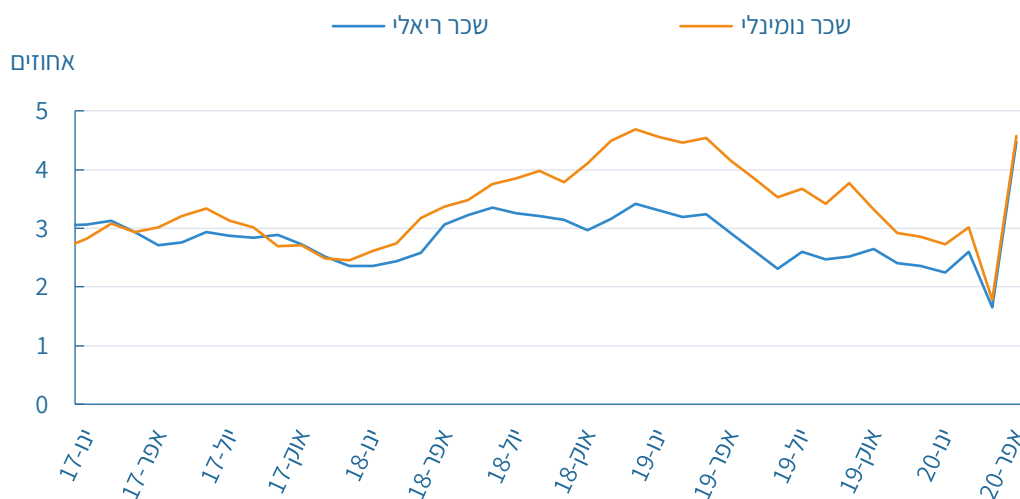
הריבית, וזה בהשוואה ל-41 אלף דורשי עבודה חדשים שנוספו. כמו כן, סקרי הבזק של הלמ"ס הראו כי שיעור העובדים הפעילים עלה ב-10 נקודות אחוז – ל-71%.

בסוף חודש מאי התקבל האומדן הראשון של הרבעון הראשון לשנת 2020 של נתוני החשבונאות הלאומית, לפיו התוצר התכווץ פחות ביחס להערכה הראשונית – ב-7.1% במונחים שנתיים. התכווצות התוצר שיקפה ירידה במרבית השימושים: של 20.3% בצריכה הפרטית, של 16.3% בהשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) ושל 10.7% בצריכה הציבורית (ללא ייבוא ביטחוני). הייצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק) התכווץ בשיעור מתון בלבד (0.5%). בחודש מאי, הערכות בנק ישראל הצביעו על התכווצות מעט מתונה יותר לשנת 2020 ביחס להערכות בחודש אפריל, לאור קצב ההסרה המהיר של המגבלות, בשיעור של 4.5% בהשוואה ל-5.3%. אולם ההערכות הצביעו על צפי להתאוששות איטית בשנת 2021, לנוכח הערכה מעודכנת של מידת מגבלות הריחוק החברתי שיוותרו במשק (6.8% בהשוואה ל-8.7%).

ביוני פורסם האומדן השני של החשבונאות הלאומית, לפיו התוצר ברבעון הראשון של 2020 התכווץ מעט פחות ביחס לאומדן הראשון (6.8%), והתפתחות השימושים נותרה ללא שינויים משמעותיים. זאת מלבד הייצוא שעודכן כלפי מעלה וגדל ב-2.9% לעומת האומדן הקודם, שהצביע על ירידה מתונה. בהסתכלות קדימה, הוועדה סוברת כי ההתפתחויות הריאליות מצביעות על כך כי המשק הישראלי מצוי במיתון חסר תקדים בתולדות המדינה, וכי קיימת איזדאות גבוהה לגבי קצב ההתאוששות.

איור 3

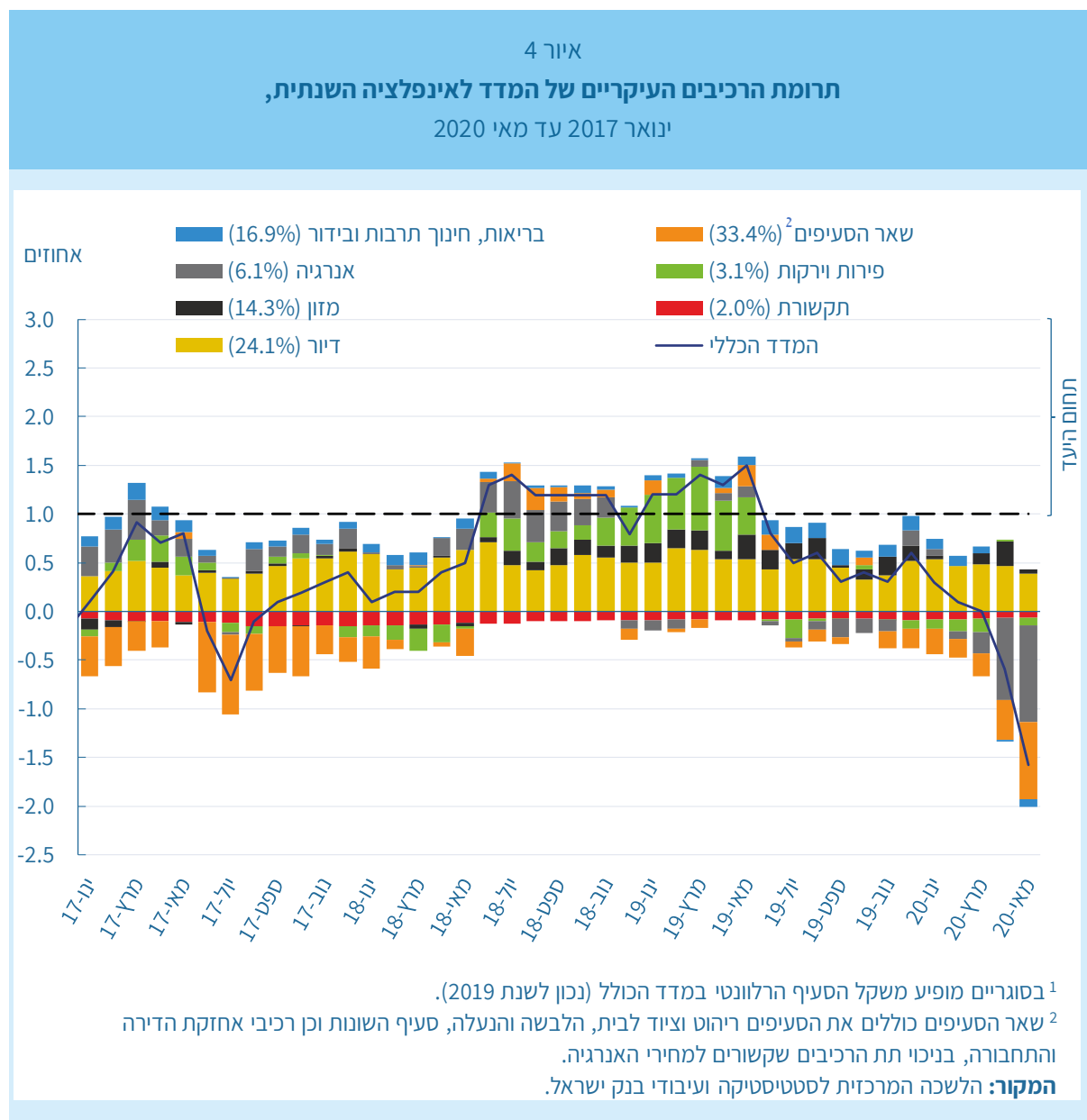
השכר הנומינלי והריאלי במגזר העסקי – שיעור השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ממוצע נע של שישה חודשים בניכוי עונתיות, ינואר 2017 עד אפריל 2020



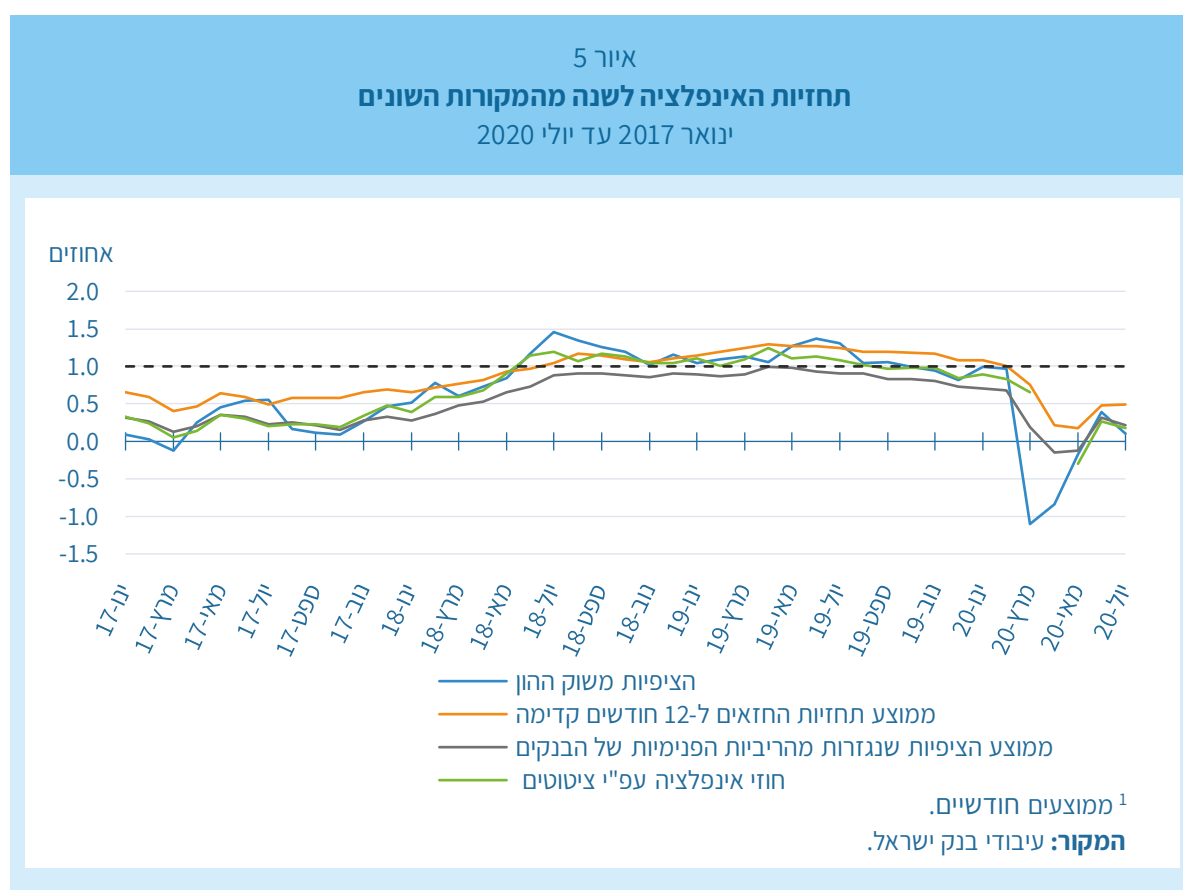
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

2. סביבת האינפלציה

הירידה בסביבת האינפלציה, שהחלה עוד לפני פרוץ משבר הקורונה, המשיכה גם במהלכו. שיעור האינפלציה השנתי נותר במהלך התקופה הנסקרת מתחת לגבולו התחתון של היעד. לאחר שב-2018–2019 האינפלציה השנתית התייצבה סביב הגבול התחתון של היעד למשך כשנה, היא החלה לרדת בסוף המחצית השנייה של שנת 2019, מגמה שהמשיכה גם בתקופה הנסקרת (איור 4). הציפיות לאינפלציה לשנה מכל המקורות ירדו במהלך המחצית, בתחילה באופן מתון ומאז חודש מרץ – בחדות (איור 5). הוועדה העריכה כי הירידה המתונה שהתרחשה בתחילת המחצית לא שיקפה רפיון בביקושים, וכי במידה רבה היא הושפעה מייסוף השקל ומסעפים בעלי אופי תנודתי – אנרגיה ופירות וירקות. באותה עת העריכה הוועדה כי האינפלציה השנתית צפויה לרדת בטרם תשוב לעלות לסביבת הגבול התחתון, וכי הסיכונים לאינפלציה נוטים כלפי מטה.



בעקבות התפשטות מגפת הקורונה, הוועדה סברה כי ישנה ירידה משמעותית בסביבת האינפלציה וכי היא משלבת בתוכה שתי מגמות מנוגדות: מצד אחד, ישנה חולשה משמעותית בביקושים, בארץ ובעולם, ומצד שני, הפגיעה בשרשרות הייצור של מוצרים שונים צפויה הייתה לפעול לעליות מחירים מצד ההיצע. בפרט, מחירי האנרגיה צנחו בעשרות אחוזים גם על רקע חוסר הסכמה בין יצרניות הנפט העיקריות לגבי קיצוץ בתפוקה (איור 6). הוועדה העריכה כי הכוחות מצד הביקוש משמעותיים יותר – וכי האינפלציה תוסיף לרדת. כמו כן, הוועדה סברה כי בחודשים הבאים יהיה קושי לפרש את נתוני האינפלציה, בשל קשיי מדידה של מוצרים ושירותים שאינם קיימים באופן זמני בשל המגבלות על הפעילות, ולנוכח השינויים החדים בדפוס הצריכה של משקי הבית בעקבות המשבר, אשר אינם באים לידי ביטוי בסל המוצרים שעל פיו מחושב המדד (להרחבה ראו תיבה 2 בדוח זה).

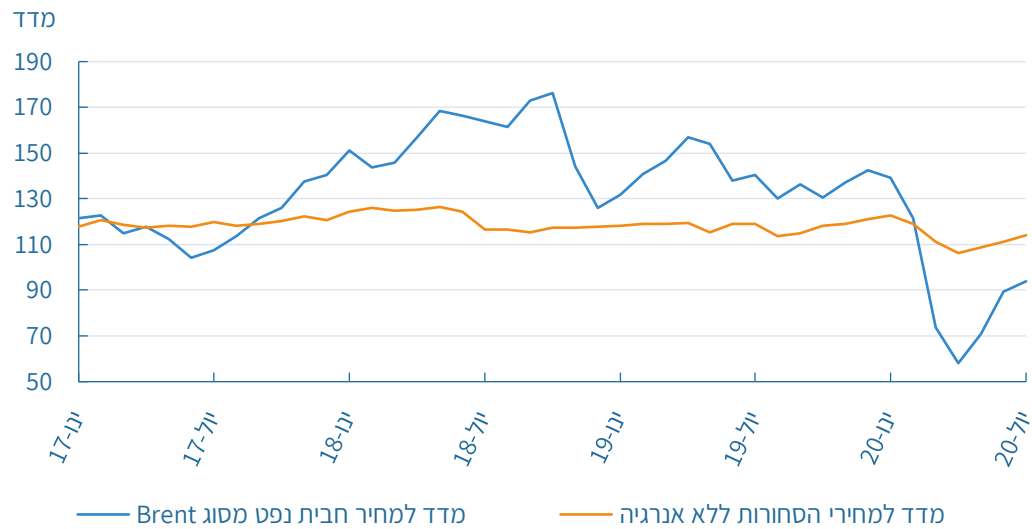


האינפלציה השנתית נמצאה בסביבה דומה, נמוכה וחיובית בתקופה שלפני המחצית הנסקרת, במהלך החודשים יולי 2019 ועד לחודש ינואר 2020 (0.3%-0.6%). מאז האינפלציה המשיכה לרדת, בתחילה לסביבה אפסית ובחודש אפריל היא ירדה בחדות והפכה לשלילית: והגיעה לשפל של 1.6% בחודש מאי – הרמה הנמוכה ביותר מאז מרץ 2004. התרומה המשמעותית השלילית נבעה בעיקר מסעיף האנרגיה ועל רקע הירידה החדה במחירי הנפט בעולם – ירידה של כ-60% מתחילת התקופה ועד לממוצע בחודש אפריל. ניתוח המדדים החלקיים המשמשים אומדנים לאינפלציית ליבה הצביעו במהלך המחצית על ירידה מתונה ועקבית בסביבת האינפלציה, זאת בהמשך למגמה שהתחילה באמצע שנת 2019, ובחודש מאי הם רשמו ירידה חדה, בדומה למדד הכללי (איור 7). נתוני הקצה מצביעים על סביבת אינפלציה גבוהה יותר ביחס לזו העולה מהמדד הכללי ((-0.5%)-(0.8%)).

איור 6

מדדים למחירי הסחורות והנפט, ממוצע חודשי,

ינואר 2017 עד יולי 2020 (בסיס 2009=100)

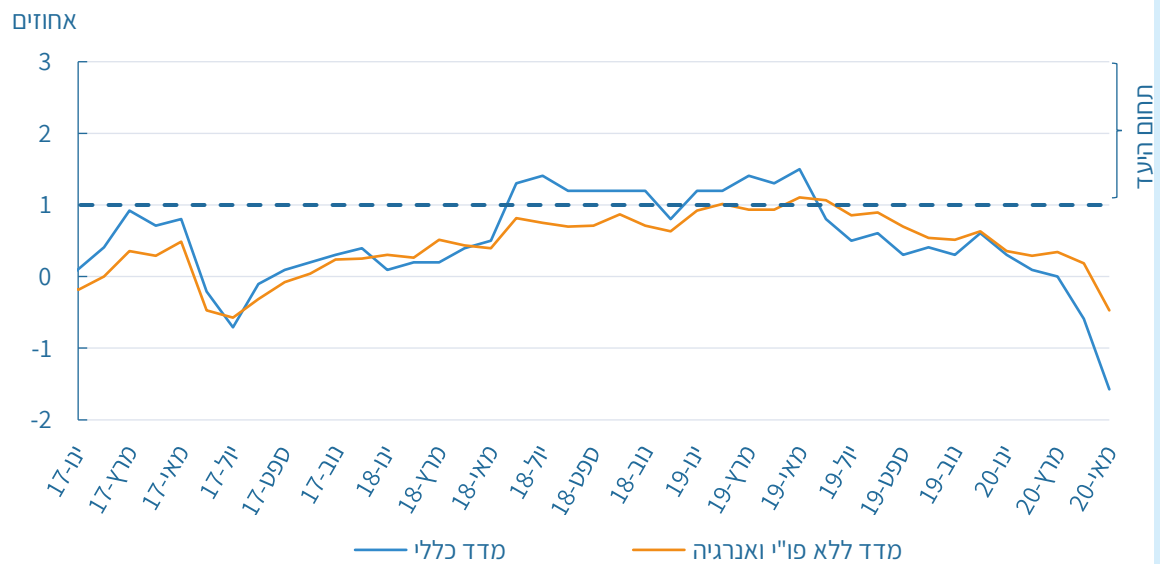


המקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

איור 7

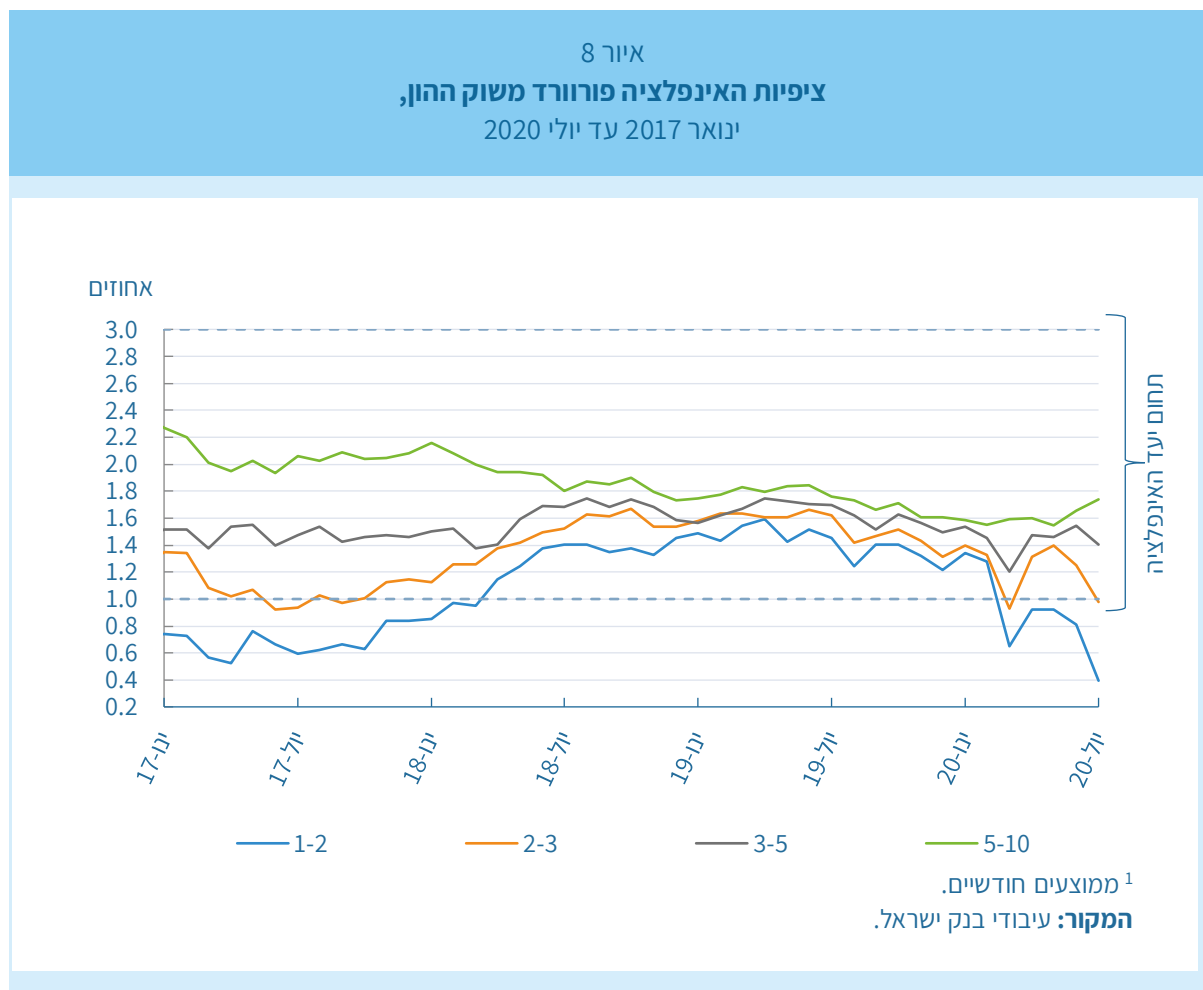
ההתפתחות של המדד הכללי ומדד ללא פירות וירקות ואנרגיה,

ינואר 2017 עד מאי 2020



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הירידה בסביבת האינפלציה במרוצת התקופה הנסקרת התבטאה גם בירידה בציפיות מהמקורות השונים. כך, הציפיות לשנה מכל המקורות ירדו בתחילת המשבר בכנקודת אחוז או יותר, ומאז הן עלו, אך במהלך חודש יוני המגמה שינתה כיוון בשנית – והציפיות התאפיינו מאז במגמת ירידה. בנתוני הקצה, הציפיות לשנה נותרו נמוכות בהשוואה לתחילת התקופה הנסקרת, והן נעות בין 0.1% ל-0.5%¹⁴. הציפיות לאינפלציה פורוורד משוק ההון הציגו מגמות דומות (איור 8). בנתון הקצה, הציפיות לשנה בעוד שנה נאמדו ב-0.4% והציפיות לשנה בעוד שנתיים – על מעט מתחת לאחוז. לאורך התקופה הנסקרת, הציפיות פורוורד לטווח בינוני-ארוך של 5–10 שנים נותרו מעוגנות בתוך תחום יעד יציבות המחירים, על אף הירידה החדה בסביבת האינפלציה לטווח הקצר.



3. שער החליפין

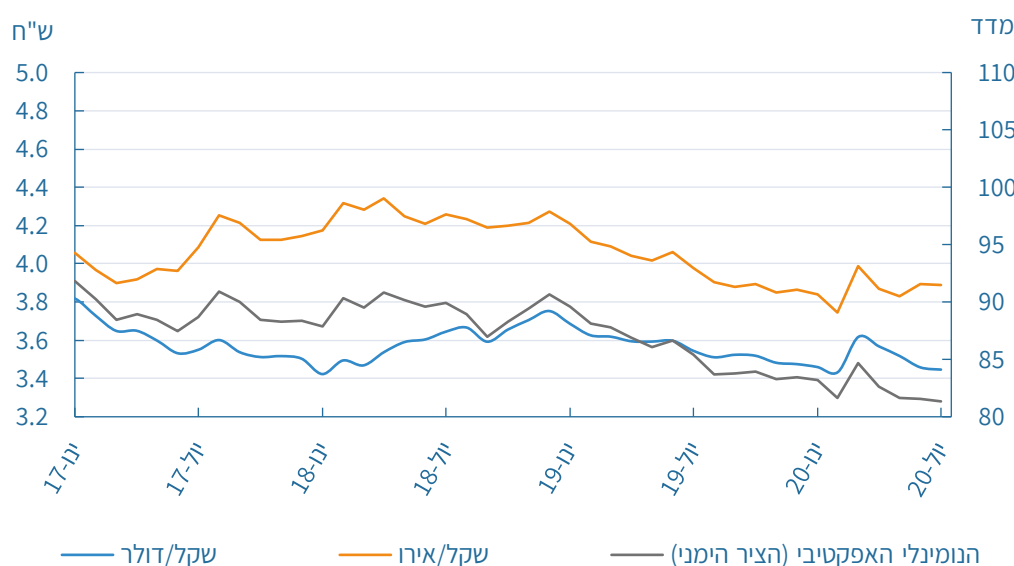
עד חודש מרץ, מגמת הייסוף בשקל המשיכה והשקל בלט בהתחזקותו ביחס למרבית המטבעות. לאחר הטלטלה בשווקים הפיננסיים, חל פיחות חד עקב מחסור חמור בנזילות דולרית. בעקבות כך החל בנק ישראל לקשור עסקאות החלף (SWAP) במטרה לספק את הנזילות הנדרשת, מה שהוביל להפחתה בתנודתיות ולהתחזקות השקל. מאז חזר השקל לרמה ששררה טרם המשבר.

¹⁴ הציפיות לאינפלציה משוק הון כוללות גם פרמיית סיכון אינפלציונית היכולה להיות חיובית או שלילית. כמו כן, תיתכן הטיה הנובעת מהבדלים בפרמיית הנזילות בין תשואות אגרות החוב הנומינליות והריאליות.

לפני ההחמרה במשבר הקורונה, השקל התאפיין במגמת ייסוף, התפתחות שהקשתה על חזרת האינפלציה ליעד. מתחילת התקופה הנסקרת ועד להחלטת הריבית בסוף חודש פברואר, השקל התחזק בכ-3% במונחי שע"ח הנומינלי אפקטיבי, בכ-4% מול האירו ובכ-1% מול הדולר (איור 9). אולם בצל התפשטות המגפה בישראל ובעולם, המגמה השתנתה וחלו תנודות חריגות בשער החליפין, בעיקר לנוכח מצוקת הנזילות בשוק מטבע החוץ, וכן בשל הירידות החדות בשוקי המניות בעולם וצעדי המדיניות שנקטו בנקים מרכזיים אחרים בעולם, ובפרט התוכניות לרכישת נכסים.

בשיא, באמצע חודש מרץ, השקל פוחד בכ-10% בהשוואה לתחילת התקופה הנסקרת. על רקע התפתחויות אלו, החל בנק ישראל לקשור עסקאות החלף (SWAP) בשוק השקל-דולר במטרה לספק את הנזילות החסרה, ומאז פחתה התנודתיות והשקל התחזק ושב לרמה דומה לזו ששררה טרם המשבר. הוועדה העריכה כי במידה שהשקל יתייצב ברמה זו, הדבר יקשה על התאוששות הייצוא ועל חזרת האינפלציה לתוך תחום היעד. על רקע זה, לאורך מרבית התקופה הנסקרת המשיך הבנק לפעול ולהתערב בשוק מטבע החוץ, למעט בתקופה שבה התרחש המחסור החמור בנזילות הדולרית והפיחות המהיר.

איור 9
שערי חליפין נבחרים, ממוצע חודשי,
ינואר 2017 עד יולי 2020



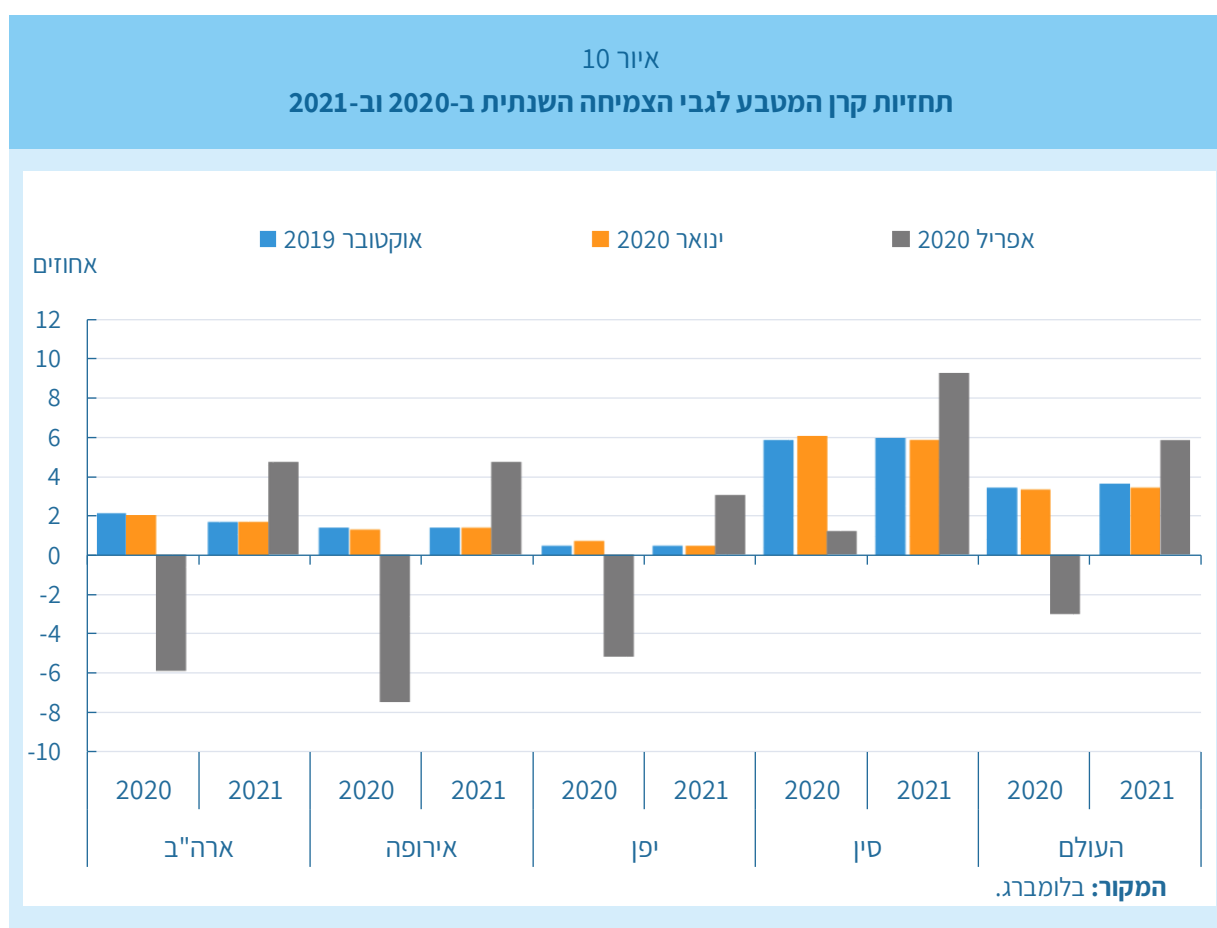
המקור: עיבודי בנק ישראל.

4. הכלכלה העולמית

במהלך המחצית נתוני הפעילות העולמית והסחר העולמי התאפיינו בירידות חדות; הגופים הבינלאומיים ובתי ההשקעות צפו התכווצות בתוצר העולמי אך שררה אי-ודאות לגבי עוצמתם. הנתונים בתחילת המחצית הנסקרת הצביעו על צמיחה נמוכה באירופה ושלילית ביפן, בעוד שהמשק האמריקאי הפגין חוזקה. בהסתכלות קדימה, תחזיות ארגון ה-IMF בחודש ינואר צפו צמיחה נמוכה בשנת 2020 באירופה וביפן (1.3%-0.7% בהתאמה) (איור 10). התחזיות

לארה"ב וסין היו גבוהות יותר, 2%-6% בהתאמה. נתוני הסחר במשקים המפותחים המשיכו להתאפיין בירידות חדות, בהמשך למגמה המתמשכת משנת 2018.

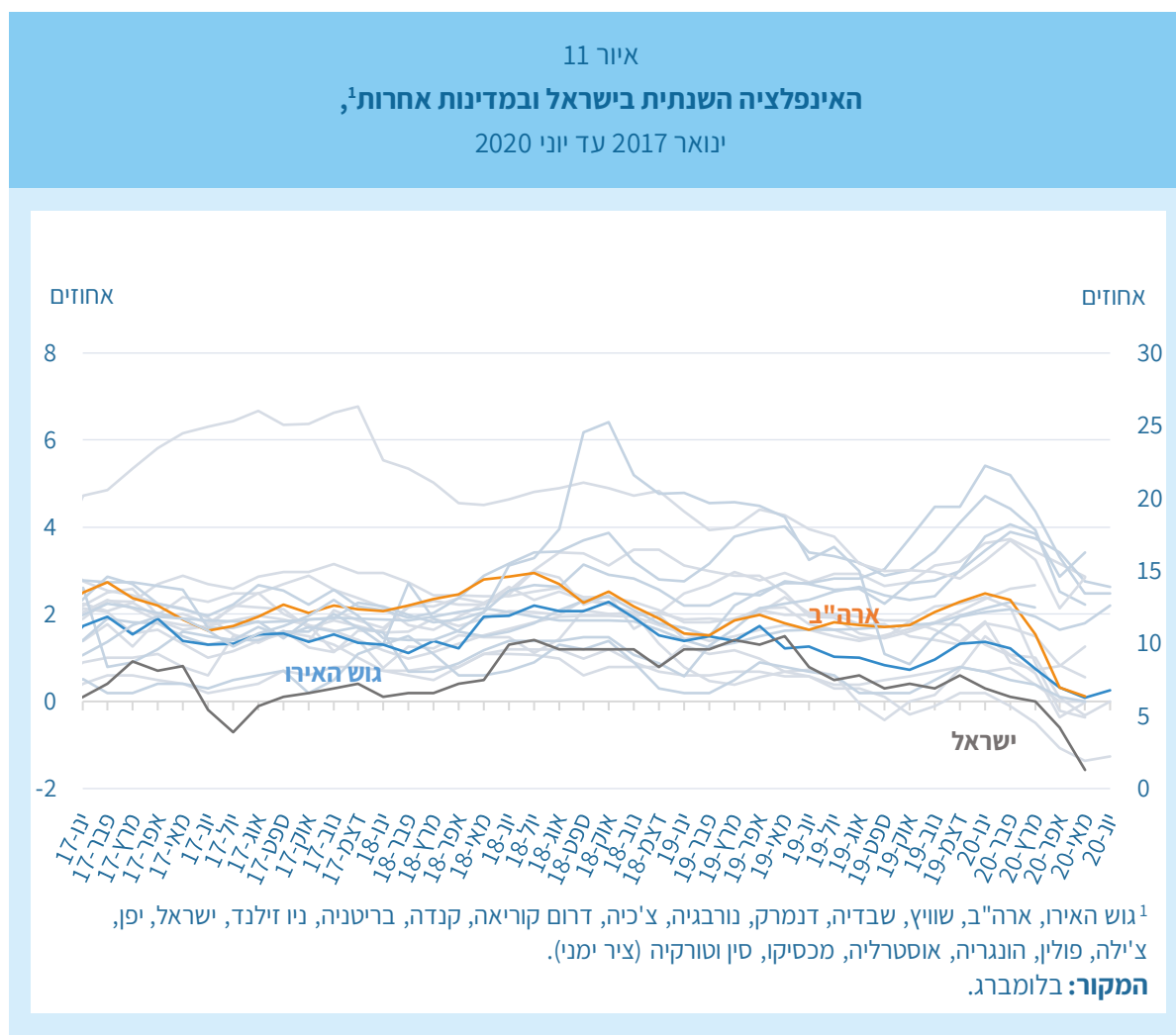
בעת החלטת הריבית בחודש אפריל, בצל התפשטות מגפת הקורונה, נרשמה הרעה בפעילות העולמית ומדדי הסנטימנט הצביעו על התכווצות בפעילות במשקים המפותחים. מאידך גיסא, בסין הצביעו האינדיקטורים על התאוששות מדורגת של הפעילות הכלכלית. השיפור בסין התרחש על רקע האטה בהתפשטות הנגיף וצמצום המגבלות. תחזיות הגופים הבינלאומיים בחודש אפריל צפו צמיחה שלילית בשנת 2020 במרבית המשקים בעולם: ה-IMF צפה צמיחה שלילית של 5.9%, 7.5% ו-3% בארה"ב, אירופה ובעולם, בהתאמה. תחזית הצמיחה לסין עודכנה כלפי מטה, צמיחה חיובית של 1.2% בלבד בהשוואה ל-6% בחודש ינואר. ההאטה שנרשמה בפעילות העולמית ובסחר, הובילה לירידה במחירי הסחורות ומחיר הנפט הגיע לשפל חדש ביחס לשנים האחרונות: מחיר הנפט מסוג ברנט הגיע למחיר של 19 דולר לחבית בלבד – פחות משליש ממחיר החבית בתחילת ינואר¹⁵.



בעת החלטת הריבית בחודש מאי, הוועדה המוניתרית המשיכה להעריך כי הסיכונים לפעילות בעולם נותרו משמעותיים, ובפרט הסיכון להתפרצות גל שני של המגיפה. כמו כן היא העריכה כי המתח בין ארה"ב לסין והסיכונים באירופה מעיבים על פוטנציאל ההתאוששות. בהתאם לתחזית המעודכנת של ה-IMF מחודש יוני, תחזיות הצמיחה עודכנו כלפי מטה עבור מרבית המשקים העיקריים: תחזית הצמיחה לשנת 2020 בארה"ב ובעולם עודכנה בכ-2 נקודות אחוז, ובאירופה היא עודכנה בשיעור גדול יותר – כ-3 נקודות אחוז. מנגד, הצמיחה בסין עודכנה בשיעור מתון בלבד.

¹⁵ חלק מהירידה במחירים התרחשה על רקע חוסר הסכמה בין יצרניות הנפט העיקריות לגבי קיצוץ בתפוקה.

לגבי לשנת 2021 התמונה מעורבת: הצמיחה בארה"ב עודכנה קלות כלפי מטה, אולם באירופה ובסין העדכונים היו משמעותיים יותר, כלפי מעלה באירופה ומטה בסין.

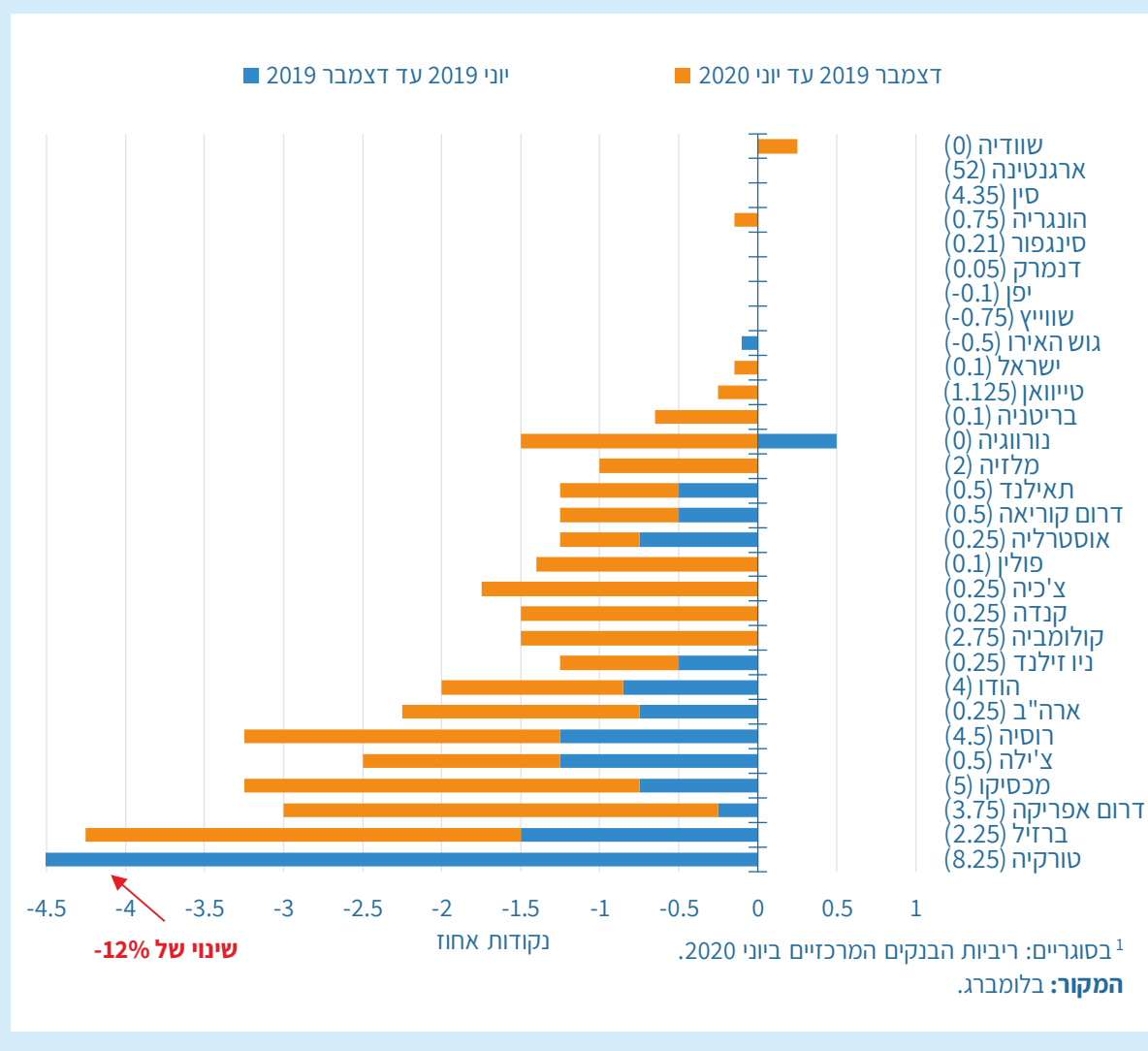


התפשטות המגיפה בעולם, הובילה מדינות רבות להפעיל כלים מוניטריים שונים. בנקים מרכזיים העמיקו את ההרחבה המוניטרית ונקטו צעדים להגברת הנזילות, לרבות באמצעות הפחתות הריבית ותוכניות לרכישת נכסים. הפד הפחית את הריבית בשתי פעימות, בסך כולל של נקודת אחוז וחצי, והבנק המרכזי האנגלי – ב-65 נקודות בסיס ל-0.1% – הרמה הנמוכה ביותר עד היום. איור 12 מציג את השינויים בריביות הבנקים המרכזיים בעולם במהלך התקופה הנסקרת.

מלבד כלי הריבית, הפד העמיק את ההרחבה המוניטרית גם באמצעות תוכניות חדשות לרכישת נכסים, לרבות תוכנית לרכישת אגרות חוב ממשלתיות בהיקף כולל של לפחות 500 מיליארד דולר ונכסים מגובי משכנתאות (MBS) בהיקף של לפחות 200 מיליארד דולר. בהמשך הבנק הפדרלי פרסם תוכניות נוספות כגון תוכניות לרכישת אגרות חוב תאגידיות בשוק הראשוני ובשוק המשני, תוכנית לרכישת ניירות ערך מסחריים (Commercial paper) ותוכנית לרכישת אגרות חוב מגובות נכסים (ABS). בעוד שה-ECB לא הפחית את הריבית במהלך התקופה, הוא השיק והרחיב תוכניות לרכישת נכסים מסוג אגרות חוב ממשלתיות ותאגידיות בהיקף כולל של 1,470 מיליארד אירו. במקביל לצעדים המוניטריים, בצד הפיסקלי, הרחיבו ממשלות רבות את ההוצאה הציבורית, ובפרט – העניקו פיצויים למשקי בית ולחברות וסייעו בהעמדת אשראי למגזר העסקי.

השינויים בריביות הבנקים המרכזיים בישראל ובמדינות אחרות,

יוני 2019 עד יוני 2020



5. התפתחויות בשווקים הפיננסיים

התפשטות נגיף הקורונה הובילה לטלטלה חמורה בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם. בתגובה לכך, בנקים מרכזיים רבים ובהם בנק ישראל, החלו לבצע תכניות שונות לרכישת נכסים כדי להשיב את הנזילות לשווקים ולתמוך בתפקודם התקין.

בתחילת המחצית הנסקרת, לפני פרוץ המשבר, שוקי המניות בישראל ובעולם התאפיינו במגמת ירידה. בפברואר חל תיקון בשווקים ונראה היה שהם אינם משקפים צפי להתפתחות של משבר רפואי במדינות המפותחות. הטלטלה בשווקים העולמיים בחודש מרץ הובילה לצניחה גם בשוק המניות בישראל, והמדדים צנחו בסביבות של 30%. מאז חלה התאוששות בשוקי המניות, ומרבית המדדים קיזזו את הירידה באופן חלקי. התפתחות דומה התרחשה בשוקי האג"ח המקומיים – עליית תשואות חדה בפרוץ המשבר וירידה בתשואות עם תחילת ההתערבות של בנק ישראל בשוק.

התשואות הנומינליות והריאליות ירדו בתחילת המחצית הנסקרת בהמשך למגמה שהתחילה בסוף שנת 2018. הירידות התרחשו במקביל למגמה העולמית שהתרחשה לאורך מרבית התקופה, אולם גם במהלך המחצית השנייה של שנת

2019, שבמהלכה התשואות בעולם עלו. מגמת הירידה האצה בחודש פברואר, במקביל לתשואות העולמיות, ולנוכח התפשטות הנגיף בעולם והציפייה למדיניות מוניטרית מרחיבה יותר. אולם בתחילת מרץ התרחשה תפנית. טרם התפנית התשואות הנומינליות והריאליות לעשר שנים בישראל ירדו בכ-0.5 ו-0.4 נקודות אחוז, בהתאמה בהשוואה לתחילת המחצית. בעקבות הטלתה בשווקים התשואות בישראל עלו בחדות בדומה לתשואות בעולם. השינויים בין נקודות השיא והשפל בחודש מרץ בישראל היו 1.0 ו-0.7 נקודות אחוז לתשואות הנומינליות לעשר וחמש שנים, בהתאמה¹⁶. השינויים בתשואות הריאליות היו חדים יותר, כ-1.6 ו-1.9 נקודות אחוז בין נקודות השיא והשפל לתשואות לעשר וחמש שנים בהתאמה. העלייה החדה בתשואות האג"ח הממשלתיות לוותה גם בעלייה מקבילה וחדה יותר בתשואות אג"ח התאגידיות, כלומר לוותה גם עלייה במרווחי האג"ח התאגידיות. מאז השיא בחודש מרץ, התשואות החלו במגמת ירידה על רקע הצעדים המוניטריים הרבים שננקטו בישראל ובעולם, ובלימת מגמת הפדיונות בקרנות הנאמנות, שבשיאם הגיעו להיקף של 8 מיליארד ש"ח ביום. בהתאם לנתוני הקצה, התשואות שבו לסביבה שבה שררו טרם התפשטות הנגיף. לאחר עצירה בגיוסים בשוק האג"ח התאגידי בחודש מרץ, בחודשים אפריל ומאי נרשמה עלייה בהיקף הגיוסים.

לוח 3

התפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

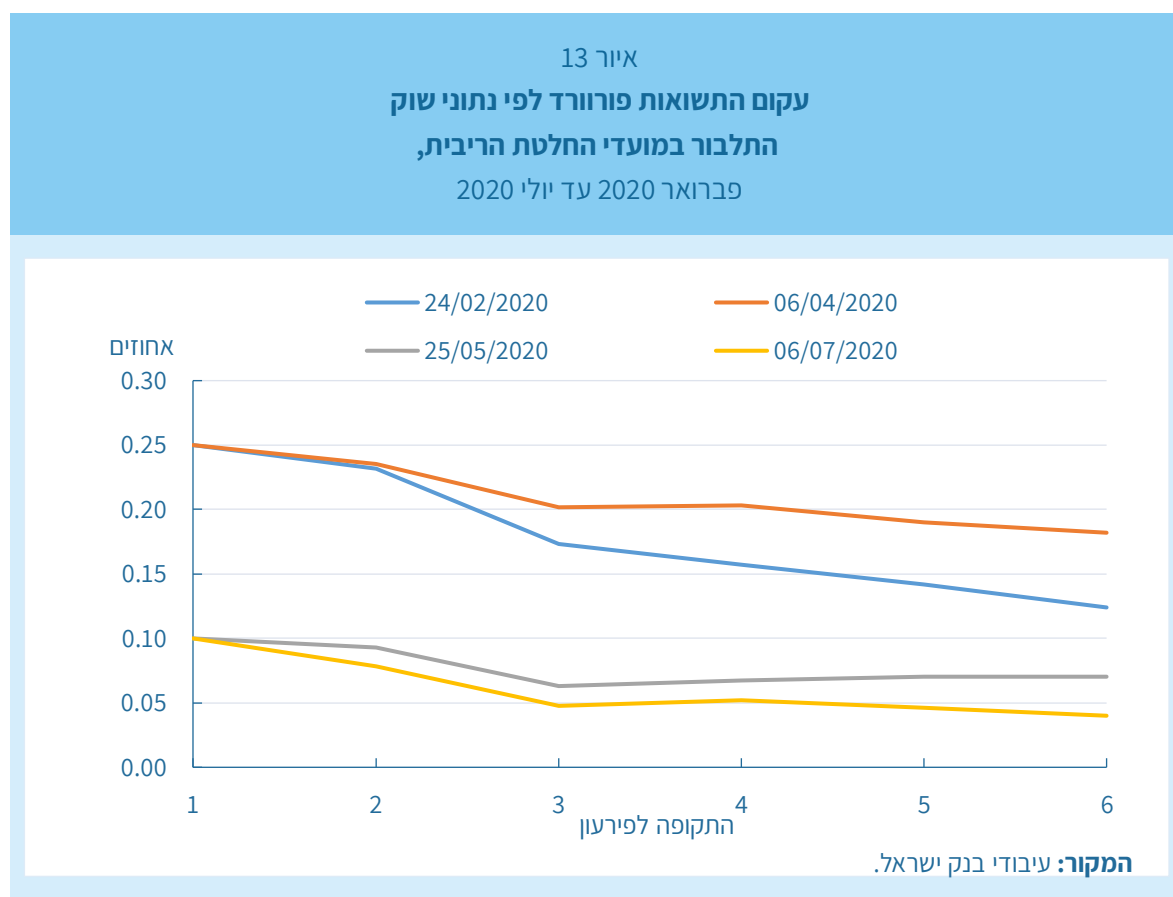
(שיעור השינוי)

06/20	05/20	04/20	03/20	02/20	01/20	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	תשואות המק"ם לשנה
0.3	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
1.5	1.6	1.7	1.7	1.5	1.6	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.3	0.2	1.0	1.3	-0.8	-0.8	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
-0.8	-0.6	-0.4	0.0	-0.9	-0.9	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
-0.6	-0.5	-0.4	-0.1	-0.6	-0.6	תשואות האג"ח הצמודות ל-10 שנים
1.8	1.6	1.9	2.4	1.1	1.0	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירות AA (נקודות אחוז)
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-4.8	-1.6	11.4	-17.7	-5.2	1.5	מדד המניות הכללי
-5.2	-0.7	7.2	-17.0	-5.3	0.5	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-1.0	0.1	-1.8	2.8	0.6	-0.2	השקל מול הדולר
0.8	1.2	-2.4	2.1	0.5	-2.0	השקל מול האירו
-0.3	0.3	-1.6	0.5	-0.2	-1.1	שער חליפין נומינלי אפקטיבי

¹ החישוב לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה, ללא אג"ח להמרה ומובנות, בעלות שיעור תשואה שמגיע עד 100% וטווח לפדיון ארוך משישה חודשים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

¹⁶ בהתאם לתשואות עקום האפס הנומינלי של בנק ישראל (נתונים יומיים).

במהלך המשבר נרשם גידול באשראי הבנקאי, ופעילות קרנות האשראי בערבות המדינה הובילה לירידה בריבית הממוצעת לעסקים קטנים. הגידול באשראי הבנקאי במהלך המשבר הובל בידי המגזר העסקי והאשראי לדיו (משכנתאות), כאשר האשראי הצרכני הצטמצם. פעילות קרנות האשראי בערבות המדינה הובילה לירידה בריבית הממוצעת באשראי לעסקים קטנים, אולם היקף האשראי למגזר זה הצטמצם. הירידה בהיקף האשראי ככל הנראה נבעה מגורמים מצד הביקוש, לנוכח הירידה בפעילות, ומצד ההיצע על רקע הגידול בסיכון של העסקים בענפים שנפגעו. עם זאת, קיימות עדויות לעודף ביקוש להלוואות בקרב העסקים קטנים, כפי שבא לידי ביטוי במספר בקשות האשראי הבנקאי ובהיקפן בהשוואה לסכומים שאושרו במסגרת קרנות האשראי בערבות המדינה. במהלך המשבר, הבנקים אפשרו דחייה בהחזרי ההלוואות למספר חודשים: מחודש מרץ ועד לאמצע חודש יוני הבנקים דחו החזרים ליותר מחצי מיליון עסקים ומשקי בית, ובהיקף כולל של 6.8 מיליארד ש"ח.



טרם הפחתת הריבית בחודש אפריל ולאורך המחצית הנסקרת, ההערכות משוק התלבור ותחזיות החזאים המקצועיים שיקפו ציפייה למדיניות מרחיבה יותר בעתיד – הסתברות חיובית להפחתת ריבית. לאחר הורדת הריבית בחודש אפריל גברו הערכות למדיניות מרחיבה יותר, ונתוני הקצה מצביעים על הסתברות גבוהה להפחתת ריבית נוספת בשנה הקרובה. בתחילת שנת 2019 ממוצע החזאים המקצועיים ונתוני שוק התלבור שיקפו הערכה למדיניות מונוטירית מרחיבה פחות (איור 13). במהלך שנת 2019 הציפיות התעדכנו בהדרגה כלפי מטה, ובחודש אוגוסט הן גילמו הערכה לאי שינוי בריבית בשלב הראשון, ובהמשך – שיקפו גם הסתברות להורדה בשנה הקרובה. בתחילת המחצית הנסקרת, הערכות משוק התלבור גילמו הסתברות של יותר מ-80% להפחתת ריבית לשיעור של 0.1%, וממוצע החזאים גילם הסתברות מלאה להפחתה. בתחילת חודש מרץ, עם התפשטות נגיף קורונה והטלתה בשווקים הפיננסיים, נתוני שוק התלבור שיקפו הערכה למדיניות עוד יותר מרחיבה – ריבית מונוטירית נמוכה

מ-0.1%. אולם בהמשך חודש מרץ הערכות התעדכנו כלפי מעלה, ככל הנראה על רקע העובדה שבנק ישראל בחר להותיר את הריבית על כנה ולהפעיל כלים מוניטריים אחרים. במועד החלטת הריבית בחודש אפריל, הוועדה הפחיתה את הריבית לשיעור של 0.1%, כאשר באותו מועד השוק לא צפה הפחתה בריבית – נתוני שוק התלבור גילמו הסתברות של כ-10% בלבד להפחתה באותו מועד, והסתברות של 30%–40% להפחתה בהחלטה בחודש מאי. לאחר ההחלטה בחודש אפריל, גברו הערכות למדיניות מרחיבה יותר. בהתאם לנתוני הקצה משוק התלבור והחזאים המקצועיים, ישנה הסתברות גבוהה להפחתת ריבית בשנה הקרובה.

6. המדיניות הפיסקלית

בתחילת המחצית הגירעון הצטמצם, בין היתר על רקע הריסון התקציבי שנבע מהתקציב ההמשכי. מאז התקיימו בחירות נוספות, הוקמה ממשלה חדשה, ובחודש מרץ המגמה התהפכה – והגירעון עלה בחדות בעקבות התפשטות נגיף קורונה, ובשל המגבלות שהוטלו על התנועה ועל הפעילות, ועקב הצעדים הפיסקליים שעליהם הכריזה הממשלה. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר, הגירעון בסוף שנת 2020 צפוי להיות כ-12 אחוזי תוצר. בסוף שנת 2019, הגירעון של הממשלה הסתכם ב-3.7 אחוזי תוצר. בתחילת ינואר הגירעון המצטבר שנים עשר חודשים אחורה הצטמצם באופן משמעותי ל-3.2 אחוזי תוצר. הירידה החדה ביטאה בעיקר את יציאתו של חודש ינואר 2019 מהחישוב, חודש שכלל הכנסות נמוכות והוצאות גבוהות. הירידה הגדולה בהוצאות בחודש ינואר 2020 בהשוואה לינואר אשתקד (10.3%) נבעה בחלקה גם מהריסון התקציבי שמקורו בניהול התקציב ההמשכי (של 1/12).

בסוף חודש פברואר הגירעון המשיך להצטמצם, והסתכם ב-3.1 אחוזי תוצר. אולם על אף המשך הריסון התקציבי שנבע מהתקציב ההמשכי, הגירעון בחודש מרץ עלה בחדות ל-4 אחוזי תוצר. העלייה מוסברת בין היתר באמצעות הצעדים היוזמים של רשות המיסים עקב התפשטות נגיף הקורונה (דחיית תשלומי מיסים והאצת החזרי המס) ובאמצעות הירידה בהכנסות ממיסים עקב האטה בפעילות (כגון: צמצום שווי ייבוא, וירידה בצריכת הדלק). הגירעון המשיך לעלות גם בחודשים אפריל ומאי (4.8 ו-6 אחוזי תוצר בהתאמה). העלייה בגירעון נבעה מאובדן ההכנסות בשל ההאטה בפעילות ולנוכח הגידול בהוצאות הנובע מהמייצבים האוטומטיים ובשל התחלת הביצוע של הצעדים שעליהם הכריזה הממשלה במטרה להתמודד עם משבר קורונה, בסך כולל של כ-60 מיליארדי ש"ח.

תחזית חטיבת המחקר צופה כי המשך הגידול הצפוי בהוצאות הממשלה והירידה המשמעותית בהכנסות ממיסים יובילו לגירעון חריג של כ-12 אחוזי תוצר בשנת 2020, ובהתאם יחס החוב לתוצר צפוי לגדול ל-75% בתום השנה. הוועדה העריכה שרמתה הנמוכה של הריבית הריאלית מאפשרת לממשלה לממן את הגירעון בתנאים נוחים. הוועדה אף העריכה שכל עוד הגירעון הוא תוצאה ישירה של המשבר, השווקים הפיננסיים יאפשרו לממשלה להמשיך לממן בתנאים נוחים, ואף להגדילו במעט אם גידול זה יפונה לצעדי מדיניות שמעודדי צמיחה ופריון.

7. שוק הדיור

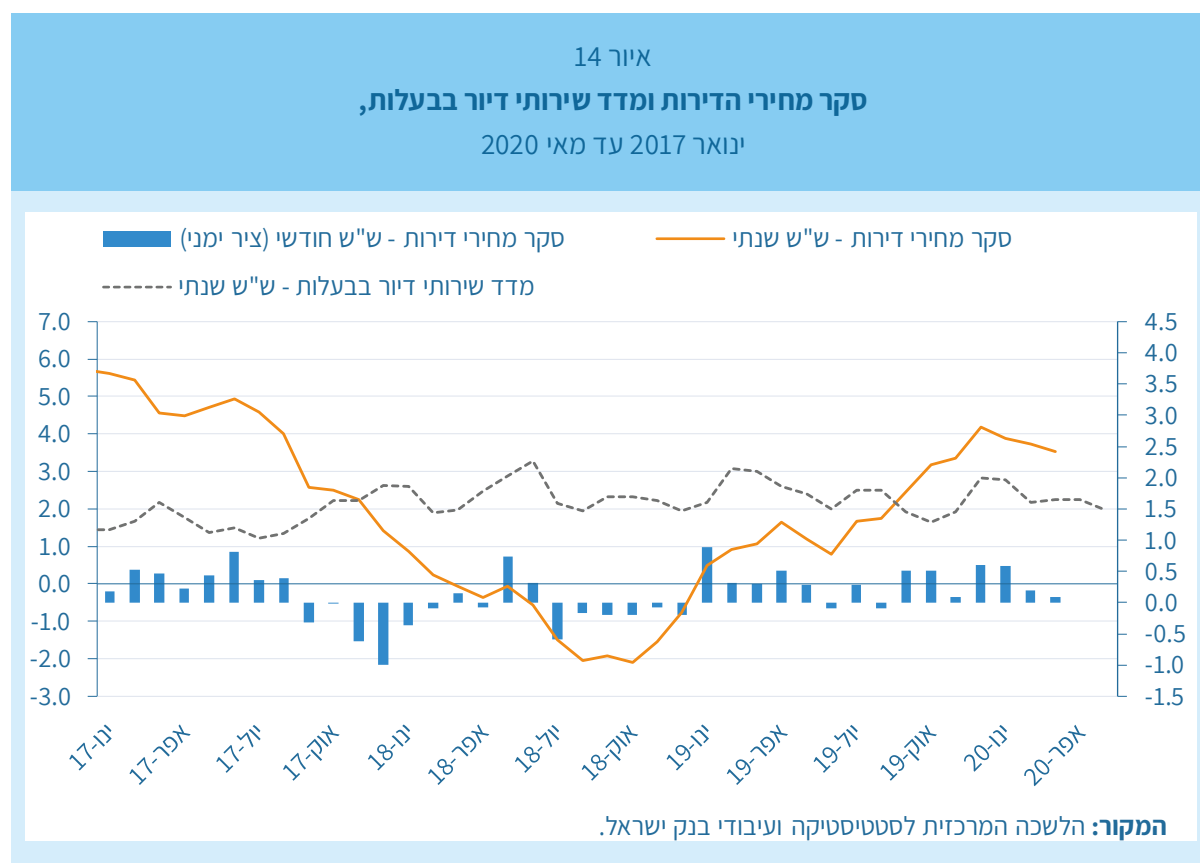
מרבית הנתונים של שוק הדיור שעמדו לנגד עיני חברי הוועדה בעת קבלת ההחלטות שלהם במחצית הנסקרת (מלבד נתוני המשכנתאות) לא שיקפו עדיין את השפעת משבר נגיף קורונה. הנתונים הצביעו על פעילות ברמה גבוהה – עלייה במחירי הדירות לצד רמה גבוהה ויציבה של היקף העסקאות.

ברבעון האחרון של שנת 2018 החלה מגמת עלייה במספר העסקאות בדירות. המגמה התייצבה ברבעון הראשון של שנת 2019 ברמה גבוהה יותר – של כ-8,000 עסקאות בחודש (ממוצע נע של ששת החודשים האחרונים), בדומה לנתון שעמד בפני הוועדה בהחלטת הריבית בחודש מאי (נתון חודש מרץ). היציבות במספר העסקאות התרחשה בקרב כל סוגי הרוכשים (דירה ראשונה, משפרי דיור ומשקיעים). אולם האומדן לחודש אפריל הצביע על ירידה בהיקף העסקאות. הירידה בקרב רוכשי דירה ראשונה היא הבולטת ביותר.

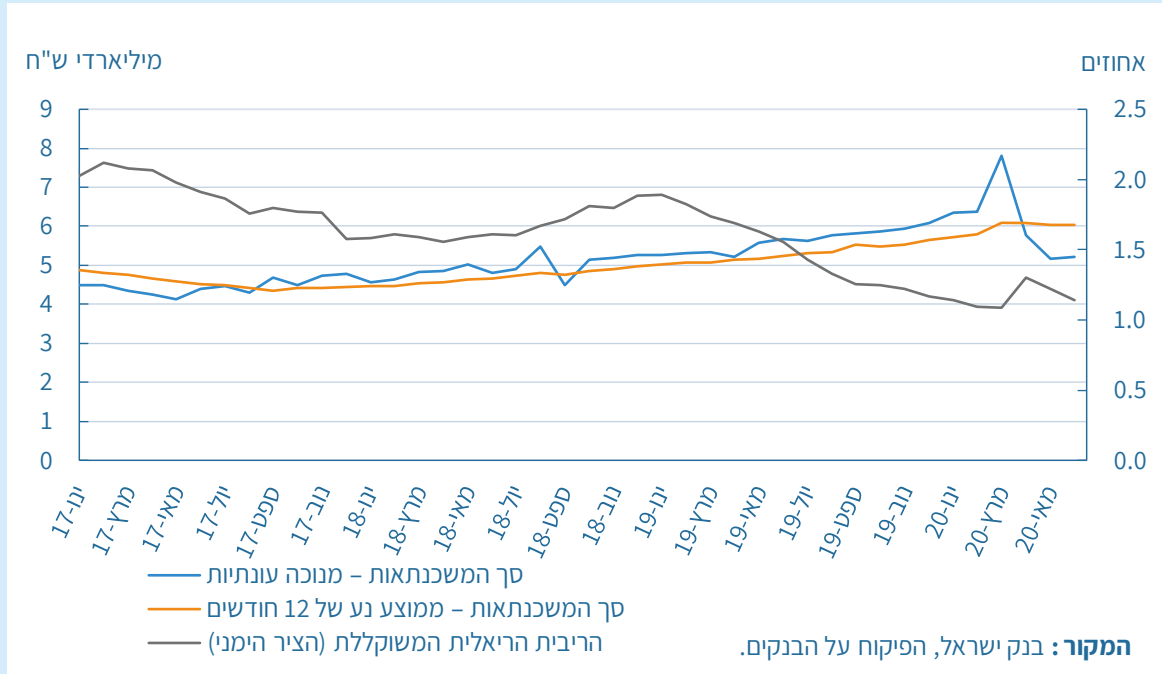
קצב העלייה במחירי הדירות הואץ במחצית השנייה של שנת 2019, והוא נותר ברמה גבוהה ויציבה בתחילת הרבעון הראשון של שנת 2020 – קצב עלייה שנתי של 3.5% בחודש מרץ (איור 14). קצב העלייה השנתי של מדד שירותי הדירור בבעלות (שכר הדירה) נע בתקופה הנסקרת סביב רמתו הממוצעת בשנים האחרונות. בסוף המחצית הקודמת ובתחילת המחצית הנסקרת קצב העלייה היה מעט יותר גבוה, ונאמד בכ-2.8%. אולם בהמשך הוא התמתן והתייצב על שיעור עלייה שנתי של כ-2.0-2.3 אחוזים.

בראייה קדימה, קיימת איזודאות לגבי המשך ההתפתחויות בענף הבנייה ושוק הדירור, בעיקר לנוכח ההשפעה של משבר נגיף קורונה. ייתכן כי בטווח הקצר תתרחש ירידה בהיצע הדירות בגלל עיכובים בהנפקת היתרים, קשיי מימון או בשל מחסור בכוח אדם ובחומרי גלם. מנגד, תיתכן ירידה בביקושים לנוכח העלייה באבטלה, אי-הוודאות התעסוקתית והציפיות להתמתנות בקצב עליית השכר או אף לירידתו.

סימנים ראשוניים להתפתחויות בעקבות המשבר, מלבד הירידה בהיקף העסקאות בחודש אפריל, מתקבלים מנתוני המשכנתאות. בתקופה הנסקרת ועד להתפרצות נגיף קורונה, נמשכה העלייה בהיקף נטילת המשכנתאות (איור 15). בחודש מרץ נרשם גידול חד בביצועי המשכנתאות – היקף נטילת המשכנתאות עלה מ-6.4 ל-7.9 מיליארדי ש"ח, ככל הנראה עקב לוויים שבחרו למצות את שיעורי הריבית שהוסכמו עליהם בטרם המשבר. מנגד, בחודש אפריל, חלה ירידה חדה בביצועים בין היתר על רקע מגבלות התנועה והפעילות. בהסתכלות שנתית, בהתאם לנתוני הקצה מחודש מאי, ביצועי המשכנתאות מצביעים על רמה גבוהה ויציבה של היקף נטילת המשכנתאות (כ-6 מיליארדי ש"ח) – מגמה שהחלה בחודש מרץ. ההתייצבות בביצועים בין החודשים מרץ ואפריל התרחשה במקביל לעלייה מסוימת בריבית הריאלית המשוקללת, עלייה של 0.2 נקודת אחוז ל-1.3%, ובמאי היה תיקון קל כלפי מטה.



איור 15
סך המשכנתאות החדשות
והריבית הריאלית המשוקללת על המשכנתאות,
 ינואר 2017 עד יוני 2019



8. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת ארבע תחזיות בצמוד להודעות הריבית – בינואר, באפריל, במאי וביוני 2020 (לוח 4); כאשר התחזית במאי הייתה עדכון מיוחד לנוכח המשבר. תחזית חטיבת המחקר השתנתה בצורה מהותית בתקופה הנסקרת בצל התפשטות מגפת הקורונה ולנוכח צעדי המניעה שננקטו. בינואר, התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר צפתה כי האינפלציה ב-2020 תסתכם ב-1% ותעלה לשיעור של 1.4% בשנת 2021. בנוגע לפעילות הריאלית, נצפתה האטה מסוימת בצמיחה ב-2020, כתוצאה מהמשך ההאטה בסחר העולמי ומהצמצום התקציבי שהיה צפוי באותה עת – התוצר היה צפוי לצמוח ב-2.9% ובשיעור של 3.2% בשנת 2021.

התחזית בחודש אפריל עודכנה באופן משמעותי כלפי מטה, לנוכח התפשטות מגפת קורונה בישראל ובעולם, ובהתאם לתרחיש הבסיס של התחזית, לפיו לא תהיה החמרה נוספת במגבלות בישראל מעבר לאלה שהוטלו עד לאותה נקודה, ושעיקר המגבלות יוסרו בהדרגה עד לסוף חודש יוני. בהתאם לתחזית, העריכה החטיבה כי המשק יתכווץ בשיעור של 5.3% ב-2020, וב-2021 המשק יצמח ב-8.7%. בנוגע לשיעור האבטלה, צפו כי הוא יירד באופן הדרגתי, כך שבסוף שנת 2021 השיעור יחזור לרמה הנמוכה ששררה ערב המשבר. בהתאם לתחזית אפריל, לאור התוכנית התקציבית של הממשלה לטיפול במשבר ולנוכח הירידה הצפויה בהכנסות בשל ההאטה בפעילות, צפו כי הגירעון בתקציב הממשלה יעלה בשנת 2020 לשיעור של כ-11% מהתוצר. בנוסף, בהתאם לתחזית צפו כי יחס החוב לתוצר יעלה לכ-75%.

השינויים בסביבה הכלכלית הביאו לעדכון גם בתחזית לאינפלציה, ובפרט כתוצאה מהירידה החדה במחירי הנפט והסחורות, העלייה באבטלה והשפעתה על השכר והריסון האפשרי בקצב עליית שכד הדירה. האינפלציה בשנת 2020

צפויה הייתה לעמוד על שיעור שלילי של כנקודת אחוז. האינפלציה בשנת 2021 צפויה הייתה להתקרב לתחום יעד האינפלציה, על רקע הערכה למגמת התאוששות ברבעון השלישי של שנת 2020. התחזית לריבית התעדכנה מעט כלפי מטה בהשוואה לתחזית ינואר. בהתאם לתחזית אפריל, הריבית בעוד שנה צפויה הייתה לעמוד על 0.1% או 0%.

בעדכון התחזית בחודש מאי, התעדכנו חלק מההנחות המרכזיות שעמדו בתרחיש הבסיס של חטיבת המחקר, ובפרט התעדכנה ההערכה לגבי קצב הסרת המגבלות, שהיה מהיר ממה שהעריכו קודם לכן בתחזית חודש אפריל. בהתאם, תוואי הצמיחה לשנת 2020 עודכן כלפי מעלה – התכווצות קטנה יותר של 4.5%. מנגד, היה עדכון כלפי מטה לגבי תהליך ההתאוששות בעתיד – תחזית הצמיחה בשנת 2021 נאמדה ב-6.8%. ההערכה המעודכנת צפתה התאוששות ממושכת יותר בעיקר לנוכח ההשפעה של המגבלות הרכות של "הריחוק החברתי" (כגון התו הסגול). התחזית המעודכנת לאבטלה עמדה על 5.5% בסוף 2021, עלייה של נקודת אחוז וחצי בהשוואה לתחזית אפריל. בדומה לשינויים בפעילות, האינפלציה הצפויה בשנת 2020 התעדכנה מעט כלפי מעלה וכלפי מטה לשנת 2021. התחזית לריבית נותרה ללא שינוי.

בחודש יולי חל עדכון משמעותי נוסף בתחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, לנוכח העלייה בנתוני התחלואה, שהובילו בתורם לעיכוב בחזרה של הפעילות הכלכלית לשגרה, ובשל ההתפתחויות בעולם. תחזית הצמיחה לשנת 2020 עודכנה כלפי מטה בנקודת אחוז וחצי, ולשנת 2021 היא עודכנה כלפי מעלה (7.5%). הירידה בתחזית לתוצר לשנת 2020 השתקפה בכל השימושים, למעט בצריכה הציבורית על רקע הצעדים הפיסקליים הנוספים שננקטו לעידוד הפעילות והתעסוקה. הערכות המעודכנות צופות התאוששות איטית יותר בשוק העבודה – עלייה של חצי נקודת אחוז באבטלה ברבעונים האחרונים לשנת 2020 ו-2021. האינפלציה הצפויה התעדכנה כלפי מטה בקרוב לנקודת אחוז לשנת 2020 וללא שינוי ב-2021.

לוח 4

תחזיות חטיבת המחקר

(שיעור השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

2021		2020				התחזית לשנים
04/20	01/20	05/20	04/20	01/20	10/19	תאריך התחזית
8.7	3.2	-4.5	-5.3	2.9	3	התמ"ג ¹
0.9	1.4	-0.5	-0.8	1.0	1.1	האינפלציה ²
0-0.25	0.1-0.25	0.1-0.25	0-0.1	0.1-0.25	0.1-0.25	ריבית בנק ישראל
		05/20	04/20	01/20	10/19	תאריך התחזית
		0.1	-0.5	1.0	1.2	האינפלציה בשנה הקרובה ³
		0-0.1	0-0.1	0.1-0.25	0.1-0.25	הריבית בעוד שנה ⁴

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

² בסוף השנה.

³ בארבעת הרבעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

⁴ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.

בנוסף לתחזית, הציגה חטיבת המחקר גם סיכונים עיקריים לתחזית השיפוטית. בתחזיות אפריל, מאי ויולי הודגשה אי-הוודאות הגבוהה בעקבות המשבר העולמי והמקומי, ובפרט צוין שהוא חסר תקדים בהיקפיו ובמאפייניו. בתחזית אפריל נקבע כי דחייה של חודש בהסרת המגבלות בהשוואה לתרחיש הבסיס, ובנוסף התכווצות של 15% בסחר העולמי, יביאו להתכווצות חדה יותר של התוצר בשנת 2020 (8.8% בהשוואה ל-5.3%), ויסיפו 2 נקודות אחוז לשיעור האבטלה הממוצע ב-2020. כמו כן, בתחזית מאי ויולי צוין כי בתרחיש של גל שני של תחלואה ברבעון האחרון של השנה, צפויה פגיעה נוספת בפעילות – התכווצות חדה יותר של כ-9%, ועלייה של שתי נקודות אחוז וחצי בשיעור האבטלה ברבעון האחרון של ל-2020.

9. תוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים

בתחילת המחצית הנסקרת דנה הוועדה בתוואי האינפלציה הצפוי, והעריכה כי האינפלציה הנמוכה אינה נובעת מרפיון בביקושים, אלא מזעזועים זמניים בעיקר בצד ההיצע. הוועדה העריכה כי האינפלציה תשוב לתחום התחתון של יעד האינפלציה בטווח של כשנה. מאז התפשטות נגיף קורונה התמונה השתנתה לחלוטין. הפעילות נפגעה באופן משמעותי והאינפלציה המשיכה להתמתן. בהסתכלות קדימה, חברי הוועדה מעריכים, בדומה לתחזית חטיבת המחקר, שהתכנסות האינפלציה ליעדה תהיה איטית יותר מזו שהוערכה טרם המשבר. הוועדה צופה כי במהלך שנת 2021 האינפלציה תתקרב לתחום התחתון של היעד, אך עדיין תישאר מתחתיו, זאת בדומה לציפיות העולות משוק ההון.

באשר לצמיחה, חברי הוועדה מעריכים כי על רקע החמרה בתחלואה, הפעילות תתכווץ במידה משמעותית בשנת 2020 והאבטלה תיגבר. הוועדה צופה כי ב-2021 יחול שיפור בפעילות, אולם בסופה האבטלה תיגבר ברמה גבוהה מזו ששררה טרם המשבר.

חברי הוועדה מדגישים כי לנוכח משבר נגיף הקורונה קיימת אי-וודאות גבוהה לגבי תוואי האינפלציה והפעילות העתידיים, משום שהמשבר העולמי והמקומי חסרי תקדים בהיקפם ובמאפייניהם. כמו כן, קיים קושי להעריך במדויק את השפעותיהם הכלכליות ואת עוצמתן. ההתפתחויות בעתיד תלויות בין היתר באפשרות להתאוששות איטית או מהירה יותר. הוועדה ציינה כי היא תמשיך לעקוב אחר התפתחויות בכלכלה המקומית והעולמית, ותנקוט צעדי מדיניות נדרשים שיתמכו בפעילות הריאלית, ביציבות השווקים הפיננסיים ובהחזרת האינפלציה לסביבת מרכז תחום היעד.

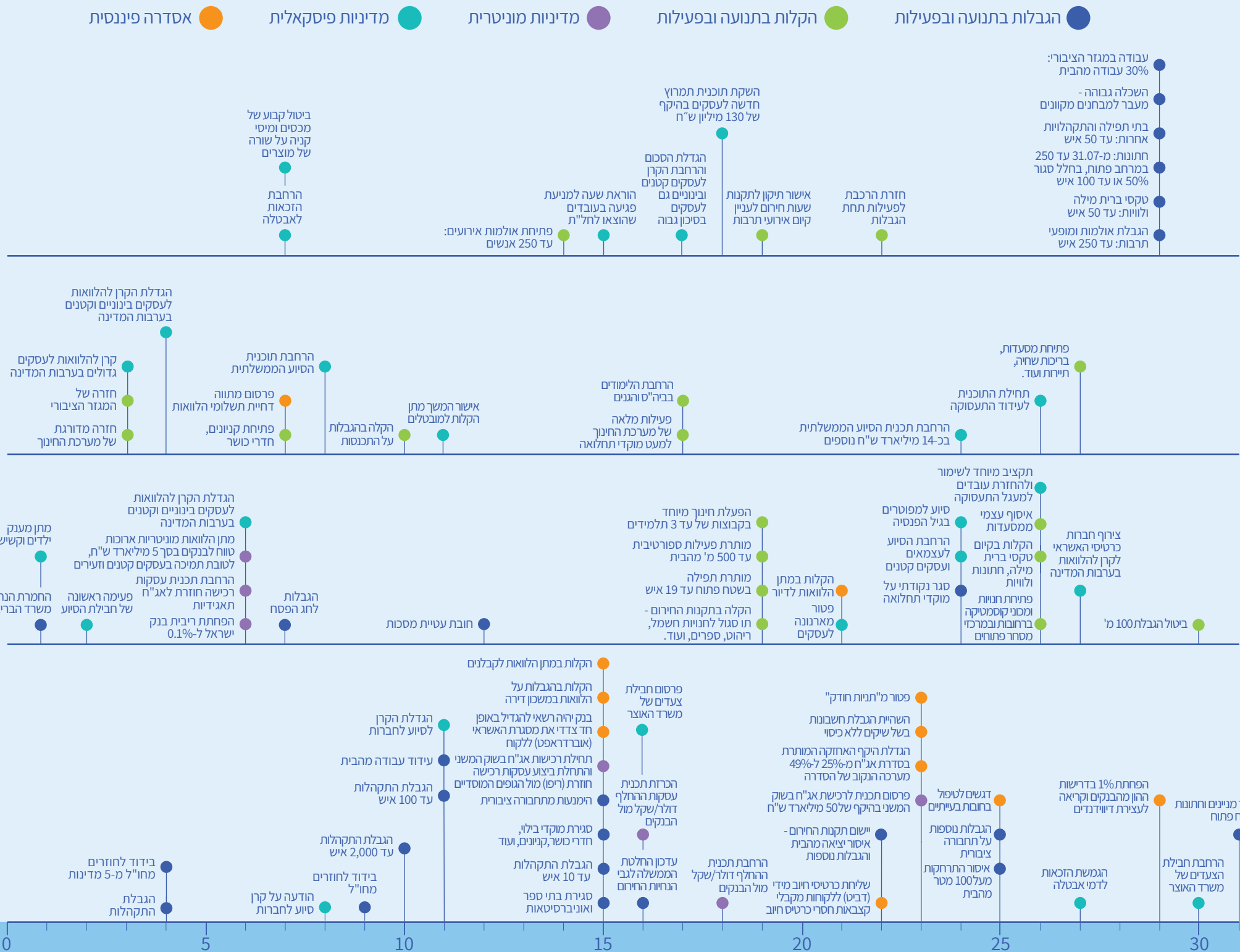
סביבת האינפלציה והריבית

(ממוצעים חודשיים)

06/20	05/20	04/20	03/20	02/20	01/20	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
	-0.3	-0.3	0.4	-0.1	-0.4	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
	0.1	-0.4	0.3	-0.1	-0.3	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
	-1.6	-0.6	0.0	0.1	0.3	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.4	-0.2	-0.8	-1.1	1.0	1.0	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.5	0.2	0.2	0.8	1.0	1.1	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים						
1.0	1.2	1.1	0.8	1.3	1.4	הציפיות לאינפלציה פרוורד לטווח קצר (מסוף השנה הראשונה ועד סוף השנה השלישית)
1.5	1.5	1.5	1.2	1.5	1.5	הציפיות לאינפלציה פרוורד לטווח בינוני (מסוף השנה השלישית ועד סוף השנה החמישית)
1.7	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	הציפיות לאינפלציה פרוורד לטווח ארוך (מסוף השנה החמישית ועד סוף השנה העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
0.10	0.10	0.16	0.25	0.25	0.25	ריבית בנק ישראל
-0.3	0.2	1.0	1.3	-0.8	-0.83	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-0.15	-0.15	-0.09	-0.52	-1.50	-1.50	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.10	0.10	0.16	0.25	0.25	0.25	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
-	0.0	-0.1	-	0.0	0.0	תחזיות החזאים לגבי השינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	ריבית התלבור – פרוורד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
0.0	0.1	0.2	0.1	-0.7	-0.9	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.5	-0.6	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

¹ ציפיות האינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, וזה גדל עם הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, וזה גדל עם התארכות אופק הציפיות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.



תיבה 1 – השפעת התערבות בנק ישראל בשוק האג"ח הממשלתי בשיא המשבר¹

עיקרים

- בתחילת המשבר הבריאותי שפקד את העולם ואת ישראל, נרשמו בשוק ההון הישראלי פדיונות מאסיביים מקרנות המתמחות באג"ח ממשלתיות אצל המשקיעים המוסדיים בכלל וקרנות הנאמנות בפרט.
- במצב זה, נוצר "לחץ מחירים" זמני, כאשר הפעילים בשוק דרשו פרמיה עבור קניית אגרות חוב ממשלתיות. עדות אחת לכך הינה החזרה ההדרגתית של המחירים לרמות של תחילת מרץ לקראת הסוף של אותו חודש.
- בשימוש בנתונים יומיים של קרנות הנאמנות כקירוב לזרמים הללו עולה, כי לא ניתן לייחס את כל העלייה הזמנית בתשואות ללחץ המחירים של הקרנות המתמחות באג"ח ממשלתיות או לשינוי התשואות בחו"ל, וכי היא נבעה ככל הנראה גם מחיכוכים אחרים נוספים בשוק זה ו/או משינויים במידע לגבי מצב הכלכלה, ושינויים בפרמיות סיכון.
- סביר להניח כי בנק ישראל מיתן את הפרמיה לסוחרים אשר רצו למכור את אגרות החוב בשוק בכך שהפך למעשה לספק נזילות בשוק המשני.
- מהניתוח שבו מתמקד תזכיר זה, דהיינו מתחילת מרץ ועד אמצע אפריל 2020, עיקר השפעתו של בנק ישראל על התשואות היה בזמן ההודעה ב-23 במרץ על התחייבותו לרכוש 50 מיליארד ש"ח של אג"ח ממשלתיות. תוצאה זו עקבית עם בדיקה שנערכה בבנק לגבי ההתערבות של בנק ישראל בשוק האג"ח הממשלתי ב-2009.
- באופן עקיף, בנק ישראל גם הוזיל כך ככל הנראה את עלויות גיוס החוב הממשלתי, את עלויות הגיוס של החברות בשוק הקונצרני, ואת עלויות הגיוס של משקי הבית.
- נכון לפרסום דוח זה, תשואות אגרות החוב הממשלתיות חזרו לרמתן שלפני המשבר. בנוסף, ב-6 ביולי הכריז בנק ישראל על תוכנית לרכישת אג"ח קונצרניות בהיקף של 15 מיליארד דולר בשוק המשני. תוכנית זו צפויה לשפר את הנזילות גם בשוק האג"ח הממשלתיים במקרה של משבר נזילות נוסף בעתיד.

א. רקע

מטרת התיבה הינה לנתח את התפתחות התשואות הממשלתיות בישראל מתחילת מרץ 2020, תחילתו של המשבר, ועד אמצע אפריל 2020, תקופה שבה נרשמה "רגיעה" בשוקי האג"ח הממשלתיים. מאז תחילת המשבר הבריאותי והכלכלי שפקד תחילה את העולם ואח"כ את ישראל, היינו עדים בחודש מרץ 2020 לפדיונות מאסיביים מקרנות המתמחות באג"ח ממשלתיות, המהוות לעיתים חוף מבטחים עבור המשקיעים, מצד המשקיעים המוסדיים² בכלל ומצד קרנות הנאמנות בפרט.

¹ התיבה נכתבה על ידי דניאל נתן. אני מודה ליצחק שיזגל ויובל לוין על העזרה הרבה בהכנת התזכיר, לדפנה קובי על העזרה בעיבוד הנתונים התוך יומיים, ולחברי חטיבת המחקר על ההערות. תיבה זו מבוססת על ניתוח מיוחד של חטיבת המחקר שפורסמה ב-3 ליוני 2020, לניתוח המלא ראו:

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/3-6-2020A.aspx>

² הנתונים אינם כוללים את חברות הביטוח, הבנקים, וקרנות הגידור להם אין לנו נתונים.

בגלל הכסף הרב המנוהל בידי המשקיעים המוסדיים והיקף הפדיונות, סביר להניח כי הייתה לכך השפעה רבה על הנזילות בשוק האג"ח הממשלתי, במיוחד בהתחשב בעובדה כי גופים אלה, נכון לדצמבר 2018, מחזיקים בכ-65% ממלאי האג"ח הסחיר הממשלתי. כמו כן, נתונים יומיים מקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח ממשלתיות³ מלמדים אותנו כי הפדיונות כללו הן את אגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות והן את הצמודות, שבהן היו פדיונות מצטברים של כ-7 מיליארד ש"ח.⁴

כדי להבין את ההשפעה של הפדיונות המאסיביים על שוק האג"ח הממשלתי ואת השפעתו של בנק ישראל, אשתמש בתזכיר זה בנתונים יומיים של הפדיונות מקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח ממשלתיות. כאמור, היו במקביל פדיונות משמעותיים גם בקרנות אג"חיות ממשלתיות בגופים מוסדיים אחרים, אך אין בידנו נתונים יומיים שלהם. שנית, קרנות הנאמנות הן מהמחזיקות הגדולות של אג"ח הממשלתי (מחזיקות כ-10% מסך החוב הסחיר). על כן, הפדיונות מקרנות הנאמנות ישמשו אותנו בעבודה זו כקירוב (proxy) לכלל הפדיונות היוםניים של הציבור מהגופים המוסדיים.

ב. פעילות קרנות הנאמנות במרץ 2020

לקרנות הנאמנות היה חלק מרכזי במשבר, והן היוו חלק משמעותי מנפח המסחר בשוק האג"ח הממשלתי⁵, כאשר הן הגיעו להיקף של 14%-32% מסך המסחר היומי באגרות החוב הלא צמודות והצמודות בהתאמה. להשוואה, הממוצע וסטיית התקן מאמצע 2008 ועד סוף 2017⁶ היו 3.5%-3.6% בהתאמה באג"ח הלא צמודות ו-6.2%-6.3% בהתאמה באג"ח הצמודות. כלומר, מרחק של יותר משתי סטיות תקן. על כן, בהחלט ניתן לומר כי סך הפדיונות ככל הנראה היוו זעזוע משמעותי לנזילות בשוקי האג"ח הממשלתיים.

עוד עולה מניתוח הזרמים של הקרנות, כי עיקר הפדיונות המאסיביים התרחשו בין ה-8 ועד ה-18 במרץ 2020, כאשר לקראת סוף החודש הפדיונות פסקו. על רקע הפדיונות, הייתה גם עליית תשואות משמעותית בשוק האג"ח הממשלתי (איורים נ-1.1 ו-נ-1.2). אציין כי ב-15 במרץ החל בנק ישראל להתערב בשוק זה, כאשר בשעה 08:42 בבוקר, לפני פתיחת המסחר בבורסה, הבנק הודיע כי הוא יקנה אגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני (אם כי לא ציין כמויות ואת תקופת הזמן), וכן יבצע עסקאות ריפו עם אג"ח ממשלתי כבטוחה מול המוסדות הפיננסיים. מטרתה המוצהרת של התוכנית, על פי בנק ישראל, הייתה, בין היתר, למתן את התנודתיות החריגה ולהגדיל את הנזילות בשווקים הפיננסיים⁷.

על פי ההערכות בעיתונות, סכומי ההתערבות היו משמעותיים בימים אלו⁸. עם זאת, האיורים מראים כי התשואות המשיכו לעלות למרות צעדים אלו של בנק ישראל. ב-23 במרץ בשעה 15:05 בצוהריים (שעה וחמש דקות אחרי

³ קרנות אלה הן קרנות תחת הסיווגים של הבורסה: אג"ח כללי, אג"ח שקליות, ואג"ח מדינה. ברור כי הן מחזיקות גם נכסים אחרים מלבד אג"ח ממשלתיות. לכן, כדי לחשב את הזרם לאג"ח שקלית (צמודה), השתמשתי בנתוני האחזקות החודשיות של כל קרן והנחתי כי האחזקות של הקרן נותרו קבועות במהלך החודש.

⁴ המתאם החודשי של היצירות נטו של קרנות הנאמנות מ-2010 ועד פברואר 2020 הוא הגדול ביותר עם היצירות נטו של קופות הגמל עם מתאם של כ-0.8. המתאם עם קרנות הפנסיה חלש יותר והינו כ-0.1.

⁵ אני מניח כאן כי הפדיונות בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח הובילו לכך שהם מכרו אג"ח ממשלתיות. הנחה זאת הינה נכונה לקרנות המחקות. עם זאת, לקרנות הלא מחקות יש גמישות בכך שהם יכולים לחכות עם המכירה בהנחה כי יש להם מצבור של מזומנים. עם זאת, נוכח ההיקף המאסיבי של המכירות, קשה להאמין שהם לא מכרו אג"ח ממשלתיות.

⁶ נתוני המחזורים שבידי היו מעודכנים רק עד סוף 2017.

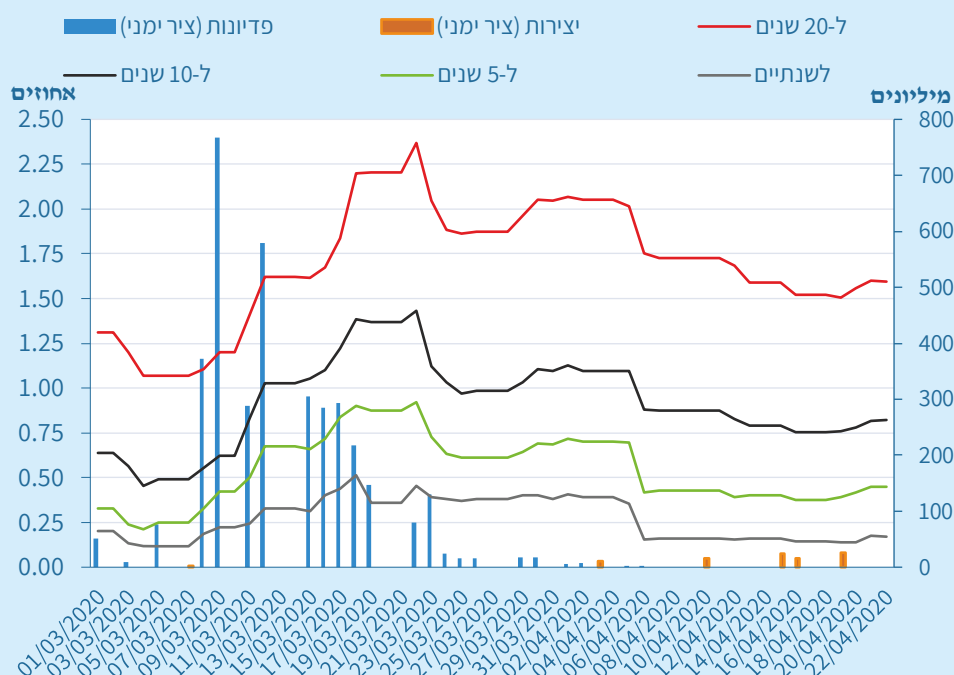
⁷ להודעה המלאה ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/15-03-2020.aspx>

⁸ על פי פרסומי בנק ישראל, מה-15.03 ועד לסוף החודש הוא רכש אג"ח ממשלתיות ב-8.5 מיליארד ש"ח וקיבל כבטוחה אג"ח ממשלתיות בשווי של 5.5 מיליארד ש"ח עבור עסקאות ריפו. ראו:

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/7-4-2020.aspx>

ההצהרה של הפדרל ריזרב בדבר קנייה של אגרות חוב ממשלתיות), בנק ישראל הודיע כי הוא ירכוש אג"ח ממשלתי בשוק המשני בהיקף של 50 מיליארד ש"ח.

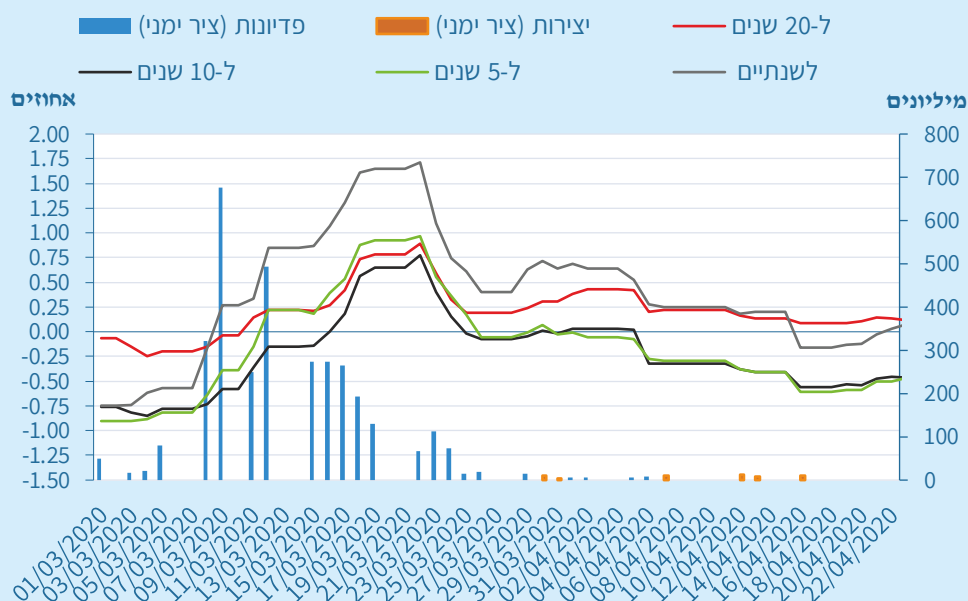
איור ת-1.1



המקור: רשות ני"ע ועיבודי בנק ישראל.

איור ת-1.1 מציג את תשואות אגרות החוב הנומיליות של ממשלת ישראל מעקום האפס לארבעה טווחים לפדיון: שנתיים, חמש, 10, ו-20 שנה בתאריכים 01.03.2020--22.04.2020 ואת הפדיונות (בעמודות האדומות) והיצירות (עמודות ירוקות) בציר המשני.

איור ת-1.2



המקור: רשות ני"ע ועיבודי בנק ישראל.

איור ת-1.2 מציג את תשואות אגרות החוב הראליות של ממשלת ישראל מעקום האפס לארבעה טווחים לפדיון: שנתיים, חמש, 10, ו-20 שנה בתאריכים 01.03.2020--22.04.2020 ואת הפדיונות (בעמודות האדומות) והיצירות (עמודות ירוקות) בציר המשני.

ניתן לראות כי להודעה ב-23 במרץ היה את האפקט הרצוי על השוק, כאשר התשואות שבו לרדת. בהודעתו⁹, הבנק הדגיש כי מטרת התוכנית, בין היתר, היא "להשפיע על תשואות אגרות החוב בשוק לכל אורך העקום השקלי והצמוד, וכך להוריד את עלויות האשראי לטווחים הארוכים יותר עבור החברות ומשקי הבית, ככלי משלים למדיניות הריבית של הטווח הקצר".

כאמור, בהחלט ניתן לומר כי בשוק היה זעזוע נזילות, שבו חלק ניכר מהמשקיעים רצו למכור אגרות חוב ממשלתיות. השוק כמובן המשיך לתפקד, כך שעל כל קונה היה מוכר. אם כן, מי קנה את אגרות החוב? הספרות המקצועית בנושא, כדוגמת Grossman and Miller (1988) ו-Duffie (2010), מלמדת אותנו שעל מנת שהפעילים בשוק (לרוב דילרים) "יספגו" את זעזוע ההיצע, הם ידרשו פרמיה על כך¹⁰. נוסף על כך, ככל שהכמות המוצעת למכירה של אג"ח ממשלתיות תגדל והשוק יהיה פחות תחרותי מבחינת כמות הדילרים הפעילים בו, כך גם הפרמיה תגדל.

בהמשך, המחיר צפוי לחזור לרמתו¹¹ לפני זעזוע הנזילות (בהנחה ששאר הדברים קבועים) בצורה הדרגתית, כאשר משקיעים שלא היו פעילים בשוק לפני הזעזוע ייכנסו לשוק בצורה הדרגתית, ויסכימו לקנות את הנכס מכיוון שהם ירוויחו חלק מפרמיית הנזילות.

כאמור, איורים נ-1.1 ו-נ-1.2 מראים את התשואות מעקום האפס לכמה טווחים בתקופה הנבחנת. התמונה העולה היא עליית תשואות עם ירידה הדרגתית לאחריה, העקבית עם התיאוריה והמחזקת את ההשערה כי התופעה הדומיננטית היא של שוק נזילות. כמו כן, ניתן לראות עלייה דרמטית יותר בתשואות הריאליות, העקבית עם כך ששוק האג"ח הצמוד הינו פחות נזיל, וכן שהיקף הפדיונות בו יחסית למסחר היה גבוה יותר, דבר שהוביל גם ככל הנראה לעיוותים בציפיות לאינפלציה (ציפיות לאינפלציה שליליות מאוד).

ג. מדידת ההשפעה של צעדי בנק ישראל

על פי הספרות התיאורטית עולה אם כן, כי ערוץ אחד שבנק ישראל פעל דרכו הוא למעשה כספק נזילות ועל כן היפותזה אחת היא שהוא מיתן את הפרמיה ששילמו המשקיעים על מנת למכור את הנכס בתקופה שבה בנק ישראל היה פעיל בשוק. כלומר, ניתן אולי לצפות כי לולא ההתערבות, התשואות היו עולות עוד יותר. מכיוון שאיננו יודעים מה היה קורה בשוק אילולא בנק ישראל היה מתערב, ניסיתי לבחון את הטענה בעזרת התרגיל הבא. ראשית, הרצתי רגרסיה של סך היצירות נטו (יצירות פחות פדיונות) לכל אגרות החוב הנומינליות (ריאליות) על השינוי בתשואה המשוקללת הנומינלית (הריאלית) מ-01.01.2017 ועד ה-26.02.2020 (תקופה לפני המשבר) בתדירות יומית. כמו כן, בגלל שהתשואות בארץ מושפעות רבות גם מהתשואות בארה"ב ובאירופה, הוספתי לרגרסיה כמשתנה בקרה גם את השינוי שהיה באותו יום בתשואה המקבילה בארה"ב ובגרמניה.¹² בנוסף, בארה"ב הפדרל ריזרב אף הודיע על תוכנית רכישת אג"ח ממשלתיות כשעה ו-5 דקות לפני ההודעה של בנק ישראל. כמו כן, בגלל שהשינויים בחודש מרץ בתשואות היו חריגים, סביר להניח שהשפעתם על התשואות לא

⁹ להודעה המלאה ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/22-3-20a.aspx>

¹⁰ ראו גם ספרות דומה בנושא השפעת סנטימנט על מחירי המניות בארה"ב במאמר של Ben-Rephael, Kandel and Wohl (2012).

¹¹ כמובן שזה תלוי בכך שלא נכנסו לשוק חדשות משמעותיות אחרות שאמורות לשנות את המחיר הפונדמנטלי של הנכס.

¹² תשואות ה-Zero coupon בארה"ב הן מאתר הפדרל ריזרב: <https://www.federalreserve.gov/data/nominal-yield-> <https://www.federalreserve.gov/data/tips-yield-curve-and-inflation-compensation.htm-i-curve.htm>

הייתה לינארית. על כן, אמדתי את הרגרסיה כך שתכלול גורמים לא ליניאריים בהשפעת התשואות בארה"ב ובגרמניה על ישראל¹³.

ראשית, תוצאות האמידה מראות¹⁴ שהתשואות בארה"ב ובגרמניה מתואמות עם התשואות בארץ. עוד ניתן לראות את המתאם השלילי בין הזרמים לקרנות נאמנות הממשלתיות והתשואות ואת ההשפעה הלא לינארית של התשואות בחו"ל על התשואות בארץ.

בשלב השני, השווייתי את התשואות הצפויות מהרגרסיה הנאמדת לתשואות השקליות והצמודות בהתאמה (כדי לבחון כאמור מה היה קורה אילו לא בנק ישראל היה מתערב), וכן התשואות אשר היו בפועל. התוצאות מראות כי עד ל-12 במרץ, התקופה שלפני ההתערבות של בנק ישראל, המודל נותן יכולת הסבר לא רעה לגבי ההתפתחות הצפויה של התשואה הנומינלית, כאשר לאחר מכן נפתח פער (התשואה בפועל עלתה יותר מהצפויה), הנובע ככל הנראה מגורמים משמעותיים נוספים שפעלו, כדוגמת שינוי בסט האינפורמציה של מצב הכלכלה או שינויים בפרמיית הסיכון, כך שיותר פער משמעותי, וכל זאת על רקע תחילת ההתערבות של בנק ישראל.

באג"ח הצמודות התמונה העולה היא דומה, אם כי כאן המודל נותן יכולת הסבר טובה יותר לאורך תקופה ארוכה יותר, והפער שנפתח מאמצע מרץ גדול יותר. למרות תוצאות אלו, קשה להאמין שבנק ישראל לא פעל כספק נזילות ומיתן את העלייה, לאור העובדה כי הוא התערב בסכומים גבוהים ביחס למחזורי המסחר החל מה-15 במרץ. לכן, יותר סביר כי העלייה הגבוהה יותר מהצפוי על פי הרגרסיה נבעה משינויים בפרמיית הסיכון או משינוי מסט האינפורמציה שהיה לשחקנים בשוק.

יוצא דופן הוא ה-23 במרץ, שבו ניתן להבחין בירידה משמעותית שאינה הולמת את התחזית המצביעה על שינוי זניח ביותר. "האשם המיידי" הינו בנק ישראל, שבשעה 15:05 בצוהריים, הודיע כאמור בתקשורת כי הוא ירכוש אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד ש"ח. עם זאת, אפשר גם כאן לטעון שמדובר שוב על שינויים שאינם קשורים דווקא להודעת בנק ישראל, כדוגמת הודעת הפדרל ריזרב שהתרחשה באותו יום. עם זאת, יהיה קשה לשכנע שכך הדבר אם השינוי בתשואות קרה בחלון מאוד מצומצם, שבו בנק ישראל הודיע על תוכנית הרכישה של אג"ח ממשלתיות, תוכנית אשר מטרתה הייתה לספק נזילות לשוק.

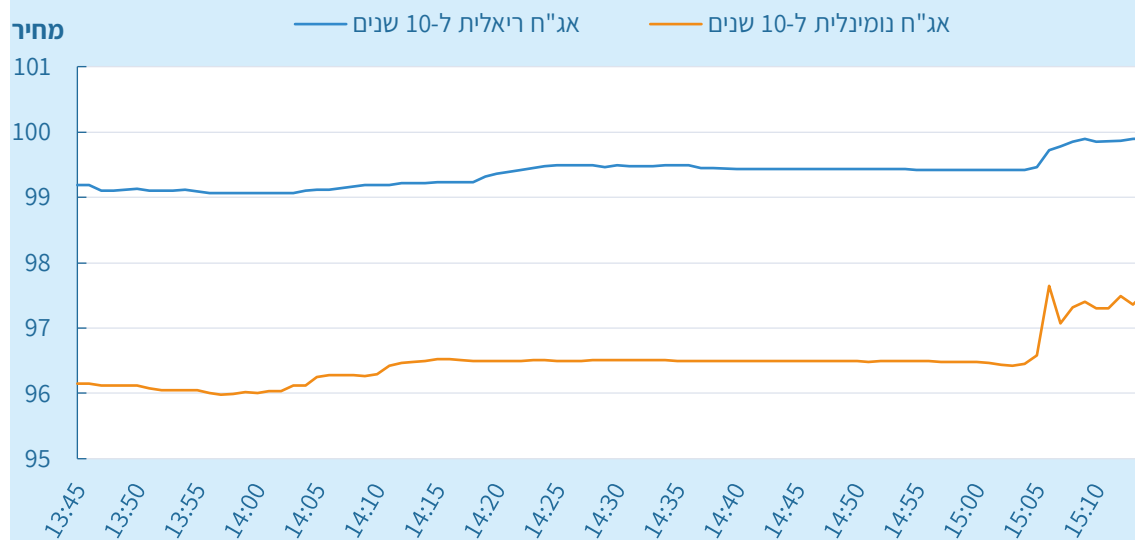
כדי לבחון זאת, הסתכלתי על הנתונים התוך-יומיים של שתי אגרות החוב הממשלתיות (צמודות ולא צמודות) הקרובות ביותר לעשר שנים (איור נ-1.3), משעה 13:45 ועד שעה 15:15 בצוהריים, במרווחים של דקה. התוצאות אכן מראות שהאפקט על התשואות היה מיד לאחר ההכרזה של בנק ישראל, כאשר המחיר של האג"ח הצמודה ב-15 דקות לאחר ההודעה של בנק ישראל עלה בכ-0.5% והלא צמודה – בכ-1%. עוד ניתן לראות כי השוק גם הגיב להכרזה של הפדרל ריזרב בעלייה בתשואות האחזקה, אם כי בעוצמה נמוכה יותר: כ-0.2% באג"ח הצמודה וכ-0.5% באג"ח הלא צמודה. כאמור, בשעה 14:00 הפדרל ריזרב התערב בשוק האג"ח הממשלתי האמריקאי וגרם לעליית תשואות הן בארה"ב והן בישראל, כך שלא ניתן לייחס את כל הירידה בתשואות להודעת בנק ישראל. עם זאת, ההסתכלות התוך-יומית ותוצאות הרגרסיה מלמדות אותנו כאמור שכן ניתן לזהות את האפקט של בנק ישראל ב-23 במרץ: השינוי בתשואות בארה"ב לא יכול להסביר את כל השינוי בתשואות שהתרחש בארץ.

¹³ משתנים אחרים שהוספתי הם השינוי ב-VIX בישראל, הזרמים לכל שוק קרנות הנאמנות והזרמים בפיגור לקרנות המתמחות באג"ח ממשלתיות.

¹⁴ להרחבה על תוצאות האמידה ראו: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/3-6-2020A.aspx>

מעניין גם לציין שתוצאה דומה התקבלה בבדיקה של גמרסני (2009) בדבר התערבות בנק ישראל בשוק האג"ח הממשלתי בפברואר 2009. הוא מצא כי להודעה בדבר ההתחייבות של בנק ישראל לרכוש אג"ח ממשלתי בהיקף של 25 מיליון ש"ח היה את כל האפקט על התשואות, כאשר לרכישות בפועל לאחר מכן לא היה אפקט.

איור ת-1.3



המקור: רשות ני"ע ועיבודי בנק ישראל.

איור ת-1.3 מציג נתונים תוך יומיים של המחירים של שתי אגרות החוב הממשלתיות (צמודה בכחול ולא צמודה בכתום) שהכי קרובות ל-10 שנים לפדיון (אג"ח ממשלתית צמודה מספר נייר ערך 1157023 ואג"ח ממשלתית לא צמודה מספר נייר ערך 1160985). אינטרוול הזמן שנבחר הוא דקה מ-13:45 ועד 15:15. המחירים נלקחו מספר הציטוטים של הבורסה. המחיר הינו ממוצע של מחיר ההיצע הכי טוב ומחיר הביקוש הכי טוב.

אציין כי בתזכיר זה התמקדתי בערוץ אחד שבו פעל בנק ישראל: ערוץ אספקת הנזילות. בנק ישראל השפיע ככל הנראה בעוד ערוצים על המחירים בשוק האג"ח הממשלתי, כדוגמת הוזלת מימון החוב הממשלתי. מה-16 במרץ 2020 ועד ה-21 באפריל, ממשלת ישראל גייסה בשוק המקומי 5.3 מיליארד ש"ח באג"ח לא צמודות, ו-1.3 מיליארד ש"ח באג"ח צמודות.¹⁵ כאמור, השוק המשני מהווה benchmark לשוק ההנפקות הראשוניות, ואם מתרחשת עליית תשואות גבוהה הדבר יתבטא במחירים נמוכים יותר בשוק הראשוני שהממשלה תוכל להנפיק בו. באותו אופן, בנק ישראל ככל הנראה השפיע גם באופן עקיף על שוק האג"ח הקונצרני ועל עלויות הגיוס של משקי הבית, באמצעות הורדת התשואות הממשלתיות המהוות benchmark לריביות בשווקים אלו. עוד ערוץ שדרכו השפיע בנק ישראל הוא ציפיות המשקיעים, בכך שהוא מיתן את חששות המשקיעים שלא פדו את כספם מקרנות אלו, והודיע כי לא תהיה בעיית נזילות חמורה בשוק אם גם הם ירצו לפדות את כספם. למעשה הדבר דומה ל-run on the banks. אם המשקיעים היו חוששים שאם הם לא היו פודים את כספם ראשוניים ייתכן שהם לא היו מצליחים לפדות אותו מאוחר יותר, רוב המשקיעים היו מנסים לפדות אותו (ראו לדוגמה, Goldstein, Jiang and Ng, 2017). ייתכן שזוהי הסיבה לכך שהפדיונות לא נמשכו מעבר ל-23 במרץ – התאריך שבו בנק ישראל התחייב שהוא ירכוש אג"ח ממשלתיות בהיקף של 50 מיליארד ש"ח.

¹⁵ אציין כי ממשלת ישראל גייסה גם סכומי כסף גבוהים בשוק האג"ח הבינלאומי.

בהסתכלות ארוכת טווח, נכון לזמן פרסום דוח המדיניות המוניטרית, התשואות הממשלתיות חזרו לרמתן שלפני המשבר ולא הייתה מאז עדות לבעיית נזילות בשוק. בנוסף, בנק ישראל נקט צעדים נוספים על מנת לוודא כי הנזילות בשוק לא תיפגע בעתיד, כאשר בראשית חודש יולי הבנק הכריז על תוכנית לרכישת אג"ח קונצרני בשוק המשני בהיקף של 15 מיליארד ש"ח. מטרתה המוצהרת של התוכנית היא המשך הפעילות התקינה של שוק אג"ח החברות. ייתכן גם כי באופן עקיף, פעולה זו תגרום לכך שהנזילות בעתיד בשוק האג"ח הממשלתי לא תיפגע באופן משמעותי, שכן במקרה של זעזוע נזילות נוסף, קרנות הנאמנות יוכלו גם למכור אג"ח קונצרניות בנוסף לאג"ח ממשלתיות, וכך להקטין את פרמיית הנזילות שיהיה עליהם לשלם על אג"ח ממשלתיות.

ביבליוגרפיה

- Ben-Rephael, Azi, Shmuel Kandel, and Avi Wohl. "Measuring investor sentiment with mutual fund flows." *Journal of financial Economics* 104.2 (2012): 363-382.
- Duffie, Darrell. "Presidential address: Asset price dynamics with slow-moving capital." *The Journal of finance* 65.4 (2010): 1237-1267.
- Gamrasni Inon. "The effect of the BOI's purchases of government bonds in Israel". Mimeo.
- Goldstein, Itay, Hao Jiang, and David T. Ng. "Investor flows and fragility in corporate bond funds." *Journal of Financial Economics* 126.3 (2017): 592-613.
- Grossman, Sanford J., and Merton H. Miller. "Liquidity and market structure." *the Journal of Finance* 43.3 (1988): 617-633.
- Schrimpf, Andreas, Hyun Song Shin, and Vladyslav Sushko. Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis. No. 2. Bank for International Settlements, 2020.

תיבה 2 – אינפלציה בימי הקורונה – אתגרי מדידה ופרשנות¹

עיקרים

- משבר הקורונה מציב אתגרים רבים בכל הקשור למדידת האינפלציה ולפרשנותה בעת הנוכחית.
- תופעות כדוגמת שינויים בהרכב סל הצריכה המייצג, רכיבים חסרים, ירידה באיכות המוצרים הנצרכים, ושינויים באופי הרכישה, מעוותות את נתוני האינפלציה הרשמיים – ולכן מקשות על היכולת לפרשם.
- מרבית התופעות שצינו לעיל גורמות לכך שהאינפלציה הרשמית שמפרסמת הלמ"ס מוּסָה כלפי מטה ביחס לאינפלציה הרלוונטית לקובעי המדיניות הכלכלית.
- התמקדות במדדי ליבה, במדד מחירים משוקלל על פי סל הצריכה השוטף, ובציפיות לאינפלציה עשויה לספק תמונה מאוזנת יותר לאינפלציה הבסיסית במשק.

א. מבוא

האינפלציה מחושבת כשיעור השינוי על פני זמן בהוצאה הדרושה לקניית סל מוצרים שהרכבו קבוע². מעבר לחשיבותה בהקשר של היעד המרכזי של בנק ישראל, מהווה האינפלציה אינדיקטור כלכלי חשוב העוזר לנו להבין טוב יותר את מצב המשק ואת מקור הזעזועים הפוקדים אותו. בפרט, שינויים באינפלציה מרמזים בעיתות שגרה על אופי הזעזועים שחוזה המשק – למשל, ירידה בפעילות ובאינפלציה מרמזת על ירידה בביקוש המצרפי, ומנגד, ירידה בפעילות לצד עלייה באינפלציה מרמזת על בעיות בצד ההיצע. אפיון זה בתורו עוזר לקובעי המדיניות המוניטרית להגיב בהתאם – עידוד הביקושים במקרה הראשון או מדיניות ניטרלית או אף מרסנת במקרה השני.

פרוץ משבר הקורונה הציב שתי בעיות עיקריות המקשות על היכולת לפרש את האינפלציה כתמול שלשום. ראשית, המשבר גורר שינוי חד בהרגלי הצריכה של הצרכנים, הבאים לידי ביטוי בשינוי בהרכב הסל ובמחירים היחסיים, וכן באופן הרכישה ובאיכות המוצרים והשירותים. שנית, חלה ירידה משמעותית בזמינותם של חלק מרכיבי המדד, עד כדי היעלמות גמורה עקב הגבלות חוקיות מטעם הממשלה³. כפי שנראה בהמשך, תופעות אלו גורמות ככל הנראה להטיות בנתוני האינפלציה הרשמית, ומפחיתות משמעותית את תועלת השימוש בה כאינדיקטור לאיזון בין רמת הביקוש וההיצע המצרפיים במשק. קושי זה צפוי להתמיד כל עוד יימשך המשבר. בתיבה זו נסקור את בעיות המדידה העיקריות העומדות בפני הלמ"ס, ונתאר את הפתרונות שמיישמת הלמ"ס בכדי להתמודד עימן, ואת הקושי שנוצר בעקבות זאת בפרשנות של נתוני האינפלציה הרשמיים לצורכי קביעת המדיניות.

¹ יצחק שיזגל ואיתמר כספי.

² בפועל, הרכב הסל משתנה על פני זמן כתוצאה מכמה גורמים, לרבות שינויים בהרגלי הצריכה, שינויים במחירים היחסיים, והיעלמות וכניסה של מוצרים. אך הנחת העבודה המקובלת של הגופים הסטטיסטיים האחרים על מדידת האינפלציה בארץ ובעולם היא ששינויים אלו מתרחשים בתדירות נמוכה, ולכן משקלות הסל מתעדכנים אחת לכמה שנים. בישראל, מתעדכן הסל אחת לשנתיים, כאשר העדכון האחרון בוצע בשנת 2019.

³ לצד אלו קיים גם קושי תפעולי הנובע מהבעייתיות בשליחת סוקרי הלמ"ס לנקודות המכירה, בין אם בגלל בעיות כוח אדם ובין אם בגלל המגבלות. גם בעיה זו משותפת למדינות נוספות.

גישת הלמ"ס להתמודדות עם בעיות המדידה שנוצרו במהלך המשבר תואמת את גישתם של גופים מקבילים כדוגמת ה-eurostat, המציין שלושה עקרונות מנחים בנוגע לאיסוף מחירים בתקופת משבר הקורונה⁴. העיקרון הראשון הוא שמירה על יציבות במשקלות הסעיפים השונים. כלומר המשקלות הינם קבועים מתחילת השנה (או מתחילת השנה שעברה, במקרה הישראלי שבו הם מתעדכנים בכל שנתיים), והם צריכים להישאר כאלו גם בימי הקורונה. העיקרון השני קובע שכל סעיפי המשנה יימדדו, אף אם חלק מהקטגוריות המרכיבות אותם כוללות מוצרים ושירותים שלא קיימים כעת בשווקים. בנוגע לאלו, הרי שמחיריהם יחושבו בעזרת זקיפה. העיקרון השלישי המוזכר בנייר הוא שמחירים חסרים יושלמו ממקורות חלופיים ככל האפשר, כדוגמת אתרי אינטרנט.

בדומה למתרחש בעולם, התפשטות נגיף הקורונה בישראל לצד צעדי הריחוק החברתי גרמו בהדרגתיות להפחתה משמעותית ואף להפסקת הצריכה של מוצרים ושירותים שונים. בשיאו של המשבר, הושפעו חמש קבוצות צריכה עיקריות: נסיעות לחו"ל (4% ממדד המחירים לצרכן); ארוחות מחוץ לבית (3.3%); עריכת מסיבות ואירועים (1.5%); מופעי ספורט, הצגות, בתי קולנוע וכדומה (0.9%); והוצאות על נופש בארץ (0.8%). כך, בחישוב המדד של מרץ 2020, חילקו בלמ"ס את הסעיפים הבעייתיים לשלושה חלקים: פריטים שלא נמדדו (טיסות ושהייה בחו"ל ועריכת מסיבות – כ-5.6% מהמדד), סעיפים אשר נמדדו רק על סמך השבועיים הראשונים של החודש (הארוחה ונופש, מופעים וקולנוע וארוחות מחוץ לבית – כ-5% מהמדד), ושאר רכיבי המדד שהושפעו – קרי כל שאר השירותים והמוצרים שההוצאה בעבורם קבועה באופייה, כדוגמת דיור. בנוגע לאחרונים, בוצעה פקידה במלואה במחצית הראשונה של החודש, ואילו בשבועיים האחרונים אחוזי הפקידה היו כ-65%, עקב הסגירה ההדרגתית של מקומות המסחר והבילוי במשק.

באשר לזקיפת סעיפים לשירותים ולמוצרים שנעדרו כליל מהשוק, מסמך של הלמ"ס אשר צורף לפרסום מדד חודש מרץ, קבע כי ההמלצה הכללית לטיפול בתצפיות חסרות היא לעבוד "מלמטה למעלה": בשלב הראשון יש לאמוד את שיעורי השינוי על פי שינויים של מוצרים ושירותים דומים לאלו החסרים. אם אין כאלו, האמידה צריכה להיות על פי שינויי מחירים בקבוצות הצריכה היותר גבוהות במעלה הפירמידה של סל הצריכה⁵.

בסך הכול, כאמור, בחודש מרץ, שיעור הסל שנזקק כתוצאה ממחסור בנתונים היה 5.6%. בשיאו של המשבר, בחודשים אפריל ומאי, עלה שיעור הרכיבים שלא נמדדו לכ-8% מהמדד, ועם פתיחת המשק ירד שיעור הרכיבים הלא נמדדים, וההערכה היא שבחודש יוני שיעור זה יהיה 4.8% בלבד. נציין שבהשוואה בינלאומית מדובר בשיעור זקיפה נמוך יחסית. לשם השוואה, בגוש האירו נזקפו רכיבים שמשקלם 32%-22% מהמדד בחודשים אפריל ומאי בהתאמה, ובבריטניה נזקפו רכיבים שמשקלם כ-23% מהמדד בחודש אפריל⁶.

לצד בעיות המדידה, משבר הקורונה הביא עימו בנוסף שינויים חדים בהרכב סל הצריכה של הצרכנים. לצד היעלמות של חלק מהרכיבים, כפי שצוין לעיל, חלו גם שינויים בשיעור ההוצאה על הרכיבים שכן היו זמינים לרכישה. ככלל, לא קיים מידע רשמי זמין לגבי המשקל השוטף של הוצאות משקי הבית, ולכן קשה להעריך כיצד מורכב הסל העדכני. עם זאת, ניתן לקבל אומדן סביר לגבי השינויים בהרכב סל הצריכה, בעזרת שימוש בנתונים על הוצאות בכרטיסי אשראי הכוללים סיווג הוצאות התואם חלקית את חלק מסעיפי המדד⁷. דוגמאות בולטות

⁴ Eurostat: Methodological note. Guidance on the Compilation on the HICP in the Context of the COVID-19 Crisis. 3 באפריל 2020.

⁵ דוגמאות למוצרים הנזקפים למוצרים דומים או לקבוצות צריכה דומות בימי שגרה, הם פירות עונתיים, כדוגמת ענבים בחודשי החורף, אשר יחושבו לפי סעיף הפירות הטריים.

⁶ לפרטים, ראו <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/methodology>.

⁷ ראו "נתונים מעודכנים על השינויים ברכישות בכרטיסי אשראי כתוצאה ממשבר נגיף הקורונה".

לשינוי בדפוס הצריכה הן הוצאות הציבור בכרטיסי אשראי על רכישת דלק, אשר ירדו בחדות גם ברמה וגם בשיעור מתוך סך ההוצאה בתקופת ההסגר, והירידה החדה בשיעור ההוצאה על מסעדות, שקזזה בשל גידול בשיעור ההוצאה על רכישת מזון בחנויות. מנגד, שיעור ההוצאה על שכר דירה עלה משמעותית כפועל יוצא של הירידה בהוצאה הכוללת על הסל והשמירה על רמת ההוצאה על שכר דירה ללא שינוי משמעותי.

ג. מה בדיוק מודדת האינפלציה בזמן משבר הקורונה?

לנוכח הבעיות והפתרונות שהוצגו בחלק הקודם, נשאלת השאלה מה למעשה מודדת האינפלציה שמפרסמת הלמ"ס בחודשים שעברו מאז פרוץ משבר הקורונה, ועד כמה היא רלוונטית ליעד האינפלציה שאליו מכוון בנק ישראל? התשובה לשאלה זו תלויה רבות במידת ההתמדה של המשבר ושל השינויים החדים שאנו רואים בזמינות הרכיבים ובהרכב סל הצריכה שבאים בעקבותיו. בטרם נענה על שאלה זו, נעזר בשלוש הגדרות שונות לאינפלציה, הנבדלות ביניהן ביחס למשקלות סל הצריכה ולאופן מדידת מחירי הרכיבים החסרים:

1. אינפלציה **רשמית**: מתארת את שינויי המחירים במונחי הסל הקבוע של ערב המשבר, הכולל זקיפה בעבור מוצרים או שירותים חסרים (זוהי האינפלציה שהלמ"ס מודדת ומפרסמת).
2. אינפלציה **שוטפת**: מתארת את שינויי המחירים של סל שוטף, כלומר סל המשקלל את מחיריהם של המוצרים והשירותים שהצרכנים רוכשים בהתאם להרכב הסל בפועל בכל חודש.
3. אינפלציה **בסיסית**: מתארת את שינויי המחירים בסל הקבוע של ערב המשבר, כאשר עבור רכיבים שלא נמדדים נזקף מחיר הצל, המוגדר כמחיר המקסימלי שהצרכנים יהיו מוכנים לשלם בעבור יחידה נוספת של מוצר שאספקתו מוגבלת.

סיכום הגדרות השונות לאינפלציה וההנחות בבסיס החישוב מופיע בלוח נ-2.1 להלן.

לוח נ-2.1. הגדרות שונות לאינפלציה בזמן משבר הקורונה ודרכי חישובה

אינפלציה	משקלות	טיפול ברכיבים חסרים	הערות
רשמית	2019	זקיפה	זו האינפלציה המפורסמת בפועל בידי הלמ"ס.
שוטפת	שוטפים	לא נכללים בסל	לא ניתנת לחישוב בגלל חוסר במידע לגבי משקלות צריכה שוטפים.
בסיסית	2019	מחיר צל	לא ניתנת לחישוב, ולכן בלתי נצפית.

תחת ההנחה שהשפעת משבר הקורונה על הרכב סל הצריכה זמנית, האינפלציה הבסיסית (והבלתי נצפית) אמורה לשמש כנקודת הבסיס עבור קובעי המדיניות. הסיבה לכך היא שתחת הנחת יציבות הסל, תתכנסנה בסופו של דבר האינפלציה הרשמית והשוטפת לאינפלציה הבסיסית. כך, בהנחה שלא יחולו שינויים משמעותיים בהרכב סל הצריכה לאחר תום המשבר, שיעור השינוי של המדד הכללי בין החודש הראשון שלאחר תום המשבר והחודש האחרון של טרם פרוץ המשבר ישקף נאמנה את האינפלציה במהלך תקופת המשבר. מסקנה זו מהווה למעשה את המוטיבציה מאחורי העיקרון המנחה של הלמ"ס ושל גופים סטטיסטיים מקבילים בחו"ל של שמירה על הרכב סל קבוע גם בעת הנוכחית.

אף על פי כן, קשה מאוד להעריך בעת הנוכחית את מידת ההתמדה של השינויים החדים בדפוסי הצריכה של הצרכנים ובוודאי כיצד ייראה סל הצריכה בתום המשבר. בעוד שרבים משינויים אלה בדפוסי ההוצאות מתהפכים עם פתיחתה מחדש של הכלכלה, לא מן הנמנע כי חלקם יתמידו. ככל שחלק גדול יותר מהשינויים בדפוסי הצריכה יתמידו, תגדל חשיבותה של האינפלציה השוטפת, שתהפוך בסופו של יום לאינפלציה הבסיסית

שלאחר המשבר. כלומר זו המחושבת על בסיס הסל הנוכחי של הצרכנים, מכיוון שהיא מבטאת טוב יותר את שינויי המחירים בפועל.

ד. הטיות אפשריות של האינפלציה הרשמית

1. ד. מחירים חסרים

משמעות זקיפת המחירים החסרים שביצעה הלמ"ס היא, שהאינפלציה הרשמית מחושבת בפועל בניכוי אותם סעיפים (כלומר, תרומתם למדד היא אפס בהגדרה). לדוגמה, עד שלא יוסרו המגבלות, כמעט שאי אפשר לנפוש בחו"ל. כפועל יוצא, אין בנמצא מחיר שאותו ניתן למדוד (והכמות הנצרכת היא אפס בהגדרה) ולכן לא ניתן לחשב שינוי מחיר. זקיפת רכיב הטיסות לחו"ל למדד הכללי שקולה לחישוב "מדד ללא טיסות לחו"ל". זקיפה מסוג זה יוצרת עיוות בהשוואת המדדים לעומת חודשים קודמים ולעומת השנה האחרונה. עיוות זה הינו פחות משמעותי בחודש מרץ, שכן הסעיפים הזקופים לא היו צפויים להשפיע מהותית על המדד. אולם בחודש אפריל למשל, שבו זקיפות מסוג זה כיסו כ-8% מהמדד, עיוות זה משמעותי יותר.

בנוסף, אי הכללתם של מוצרים או של שירותים שנעלמו בעקבות המשבר עשוי להטות את האינפלציה הרשמית כלפי מטה ביחס לאינפלציה הבסיסית (האינפלציה במונחי הסל המקורי של ערב המשבר, שהיא כאמור בלתי נצפית). ניתן לפרש מגבלה זו על רכישתו של מוצר או של שירות מסוים כך ש"מחיר הצל" שלו, כלומר המחיר המקסימלי שהצרכן יהיה מוכן לשלם בעבור יחידה נוספת של אותו מוצר או שירות שאספקתו מוגבלת, הוא בקירוב אינסוף⁸. לכן, תחת פרשנות זו, האינפלציה הרשמית העושה שימוש בזקיפת המחירים החסרים תהיה מוטה כלפי מטה ביחס לאינפלציה הבסיסית (עם משקלות 2019). אף על פי כן, כפי שצינו בחלק ב', סביר שההטיה מכיוון זקיפת המחירים נמוכה יחסית בישראל, בגלל המשקל הנמוך יחסית של המדד הנזקף בפועל, שאינו עולה על 8%.

2. ד. שינויים בהרכב הסל

כפועל יוצא מהשינויים החדים בהרכב סל הצריכה, האינפלציה הרשמית, המבוססת כאמור על סל קבוע, הופכת למדד פחות מדויק של האינפלציה השוטפת – זו ש"מורגשת" בפועל על משקי הבית. ככל שמשקי בית הוציאו פחות על רכיבים שמחירים יורד (כדוגמת דלק), ויותר על רכיבים שמחירים עלה (או שיותר ללא שינוי), כך תהיה האינפלציה הרשמית נמוכה יותר מהאינפלציה השוטפת. כך למשל, עקב השמירה על המשקלות הקבועים של הסל של האינפלציה הרשמית, הירידה החדה בשיעור ההוצאה על דלק לא באה לידי ביטוי בתרומת הסעיף למדד הכללי, שהייתה משמעותית מאוד במהלך התקופה וששיקפה בעיקר את השינויים במחירי הנפט. כך, ההוזלה במחירי הדלק שהשתקפה במדד המחירים לצרכן הורגשה פחות בקרב הצרכנים, שצרכו ממנו פחות. במקביל, סך ההוצאה על שכר דירה נותר דומה גם לאחר המשבר, ולכן שיעור ההוצאה עליו עלה משמעותית, וכן גם התרומה שלו לאינפלציה השוטפת.

3. ד. שינויי איכות

⁸ ראו למשל, Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., & Werning, I. (2020). Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? (No. w26918). National Bureau of Economic Research.

תופעה נוספת המתרחשת בזמן המשבר היא ירידה באיכות השירותים הנצרכים שלא תמיד מובאת בחשבון במדידות הסטנדרטיות⁹. שינוי האיכות החדש והמשמעותי בעת הנוכחית קשור לסכנה הבריאותית הנלווית לרכישת שירותים ומוצרים מסוימים במדד. כך למשל, סביר להניח שהאיכות של ארוחה במסעדה, אירוע ונופש עבור הצרכן הממוצע נמוכה כיום בהשוואה למצב טרום הקורונה, זאת בשל החשש הבריאותי הנלווה כעת לכל פעילות מסוג זה. מצב שבו מחיר ארוחה במסעדה מסוימת נותר ללא שינוי בהשוואה לתקופה שלפני המשבר, משקף למעשה ירידת מחיר אפקטיבית תחת ההנחה שעצם הסיכון הבריאותי וחוסר הנוחות הנלווה אליו (שמירת מרחק, מדידת חום, מסכות) פוגעים בהנאה מהצריכה עבור הלקוח הממוצע¹⁰. גם במקרה זה, הקושי לתקן בזמן אמת ירידת איכות זו תביא להטיה כלפי מטה של המחיר הנמדד.

4. ד. שינויים בהרגלי הצריכה

משבר הקורונה לווה גם בשינויים בהרגלי הצריכה של הצרכנים, העשויים אף הם לגרום להטיות במדידת האינפלציה. מצב שבו הצרכנים עוברים לרכוש במכולות היקרות ליד הבית במקום בסופרים הגדולים והזולים מחוץ לעיר בגלל החשש הבריאותי, ייטה את המדד כלפי מטה. באופן דומה, מעבר מרכישות בסופרים הזולים מחוץ לעיר ומישיבה במסעדות להזמנת משלוחים עשויה לייקר את העלות הכוללת של רכישת אותו מוצר או שירות בעלות המשלוח. תופעה זו עשויה להביא להטיה כלפי מטה באינפלציה, ככל ששינוי זה אינו משתקף במתודולוגיית הדגימה של הלמ"ס.

דוגמה נוספת לשינויים בהרגלי הצריכה קשורה לשימוש הגובר ברכישות אונליין, בין אם עקב המגבלות החוקיות או בגלל שיקולים בריאותיים של הציבור והימנעותו מהתקהלויות בעלות סיכון הדבקה גבוה. הטיות מדידה בהקשר זה יתרחשו ככל שהעלייה בשיעור ההזמנות אונליין יתמיד, אך לא יובא בחשבון במתודולוגיית דגימת המחירים. כך, במקרה שבו מחירי אונליין מתנהגים באופן שונה ממחירים בחנויות הפיזיות, הן ברמה והן בתדירות העדכון, הרי שהתבססות על מחירים בחנויות הפיזיות לחישוב המדד עלולה ליצור עיוותים לגבי שינויי המחירים בפועל שמרגישים הצרכנים¹¹. כך למשל, במקרה שבו המחירים באתר נמוכים מהמחירים בחנויות הפיזיות, תתרחש הטיה כלפי מעלה של האינפלציה הרשמית. מנגד, במקרה שעלות המשלוח מייקרת את סך העלות של המוצר המוזמן, תתרחש דווקא הטיה כלפי מטה.

ה. פתרונות אפשריים להתמודדות עם בעיות ההטיה

פתרון אפשרי להתמודדות עם שינוי ההרכב לעיל הוא התמקדות במדדים מנוכחים. כך למשל, התמקדות באינפלציה של המדד ללא אנרגיה מנטרלת לפחות חלקית את בעיות המדידה של סעיף האנרגיה. הסרת

⁹ תופעה זו מתרחשת בדרך כלל במוצרי צריכה ובכיוון ההפוך. כך למשל, ההפנמה של שיפור איכות המוצרים האלקטרוניים כדוגמת טלפונים חכמים ומחשבים כתוצאה משיפורים טכנולוגיים מתרחשת בדרך כלל בפיגור, ולכן מייצרת הטיה כלפי מעלה של האינפלציה.

¹⁰ הטיה זו תתרחש גם במקרה שבו לא חל שינוי בהרכב סל הצריכה.

¹¹ הספרות הכלכלית חלוקה באשר לרמת השוני בין מחירים בחנויות פיזיות ומחירי אונליין. כך למשל (Cavallo (2017 מצביע על כך שמחירים אונליין מתנהגים בצורה דומה למחירים בחנויות הפיזיות – הן ברמה והן בתדירות העדכון. מנגד, Goolsbee and Klenow (2018) מעריכים שהאינפלציה של מחירי האונליין נמוכה משמעותית מזו הנמדדת בחנויות פיזיות (בכ-1.3 נקודות אחוז בשנה). להרחבה, ראו:

Cavallo, Alberto, 2017. "Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multichannel Retailers," American Economic Review 107(1): 283-303.

Goolsbee, A. D., & Klenow, P. J. (2018, May). Internet rising, prices falling: Measuring inflation in a world of e-commerce. In AEA Papers and Proceedings 108, pp. 488-92.

רכיבים בעייתיים נוספים עשויה גם היא לעזור, אם כי היא עשויה להיות מורכבת יותר. כך, בעבור סעיפים כדוגמת הלבשה והנעלה, שבהם הייתה ירידה משמעותית בהיקף הפעילות (ככל הנראה הפעילות המקוונת איננה קרובה לכיסוי ירידת נפח הפעילות בחנויות הפיזיות), לא ברור אם נכון להסתכל על מדד המנכה את ההו"ה, שכן המוצרים עודם נמכרים בחנויות האינטרנט, גם אם משקל הסעיף בסל הצריכה קטן משמעותית ביחס למשקל הרשמי במדד (זאת מעבר לקושי שהוזכר לעיל, בהשוואת מחירים של מכירות רק בחנויות פיזיות לחודש הכולל רק מכירות אונליין).

אומנם, הוצאת רכיבים מהמדד מגדילה בהתאמה את משקלם של כל שאר הרכיבים, דבר המשקף חלקית את השינויים בסל השוטף, אך במקביל, המשקל היחסי של כל רכיב ביחס לרכיבים שכן נמדדים נותר קבוע. לחלופין, ניתן לעקוב אחר מדדי ליבה סטטיסטיים כדוגמת מדד האינפלציה החציונית (median inflation) המנכים תנודות חריגות במספר מצומצם של רכיבים¹².

אחד הפתרונות האפשריים להתמודדות עם בעיית השינוי בהרכב הסל, הוא עדכון משקלות המדד כך שישקפו נאמנה את השינויים בעלות סל הצריכה בימי המגיפה. כך למשל (Diewert and Fox (2020 טוענים שחוסר התאמה שוטפת לשינויים בסל הצריכה, בעיקר בזמני הסגר שבהם יורדת הזמינות של רכיבים רבים של המדד, תביא להטיה כלפי מטה במדידת האינפלציה, וממליצים על שימוש בסקרי הוצאות רציפים כדי לתעד את השינויים בסל ולתקן את הטיות המדידה. הבעיה עם פתרון זה היא שבמרבית המדינות נתוני סקרי הוצאות מתפרסמים בתדירות נמוכה, ולכן לא ניתן להשתמש בהם בצורה רציפה בכדי לעדכן באופן שוטף את משקלות המדד. בישראל למשל, סקר הוצאות משק הבית מבוצע באופן שוטף מדי שנה, כל השנה, ותוצאותיו מתפרסמות אחת לשנה.

בספרות הכלכלית עולות הצעות להתמודדות עם המחסור בנתונים על הסל השוטף בעזרת שימוש בנתונים חלופיים בזמן אמת על הרכב ההוצאות של משקי הבית. כך למשל (Cavallo (2020 משתמש בנתונים מצרפיים על סך ההוצאות בכרטיסי אשראי ודביט בארה"ב כדי לחשב את השינויים בסל הצריכה של הצרכנים, ומחשב בעזרתם את שיעור האינפלציה השוטפת עבור סל צריכה דינמי. באופן עקבי עם מה שנטען לעיל, הוא מוצא שהאינפלציה השוטפת גבוהה מהאינפלציה הרשמית. בבדיקת המשך באותו מחקר נמצאו ממצאים דומים עבור עשר מתוך 16 מדינות נוספות, ואילו עבור שש הנותרות נמצאה תופעה הפוכה – האינפלציה של הסל החדש הייתה נמוכה מהאינפלציה הרשמית.

לבסוף, ניתן להתמודד עם בעיית המדידה באמצעות מעקב אחר הציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני-ארוך, כלומר בפרק הזמן שלאחר המשבר, שבו יתייצב סל הצריכה המייצג. אומנם קשה להסיק מנתוני הציפיות מה יהיה אותו סל מייצג בעתיד, ובפרט – אילו שינויים יתמידו ואילו לא, אך קצב השינוי הצפוי של סל זה מעיד בסופו של יום על אמינותו של יעד האינפלציה.

¹² להרחבה לגבי מדדי ליבה סטטיסטיים ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2017.

