

פרק ג'

המדיניות המוניטרית והאינפלציה

- בשנת 2012 האינפלציה נעה בחלקו התחתון של תחום היעד (1 עד 3 אחוז), קצב הצמיחה התמתן, והיו חששות להידרדרות נוספת במצב הכלכלה העולמית עקב משבר החובות באירופה ועקב השפעות "הצוק הפיסקלי" בארה"ב. לנוכח התפתחויות אלה הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית במהלך השנה ב-0.75 נקודת אחוז, מרמה של 2.75 אחוזים בתחילתה ל-2 אחוזים בסופה. את הריבית לינואר 2013 היא הורידה ברבע נקודת אחוז נוסף.
- מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2012 ב-1.6 אחוז, ושיעור זה נמצא בתחום יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים, על פי שוק ההון ותחזיות החזאים, נעו במהלך השנה מעט מעל אמצע תחום יעד האינפלציה – 2 אחוזים.
- לאינפלציה הממותנת השנה תרמו בעיקר שני סעיפים במדד: סעיף החינוך והתרבות, וזאת כתוצאה מירידה בעלות גני הילדים עקב יישום המלצות ועדת טרכטנברג; וסעיף התקשורת, וזאת עקב הגברת התחרות בענף. לעומת זאת עלו סעיפי המזון, וסעיפי אחזקת הדירה עלו עקב השפעתם של מחירי האנרגיה. סעיף הדיור (שכר דירה) עלה מעבר לעליית המדד הכללי, אך קצב גידולו התמתן לעומת שנים קודמות.
- שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחת במתינות בשלושת הרביעים הראשונים של השנה ובסיומה חל בו ייסוף; בסיכומה של השנה השקל נחלש ב-0.6 אחוז. בנק ישראל לא התערב בשוק המט"ח השנה.
- על רקע התחדשות העלייה במחירי הדירות, בעיקר במחצית השנייה של השנה, ובהמשך לצעדים שנקטו בשנה שעברה, המפקח על הבנקים הגביל בנובמבר את שיעור המשכנתא במימון דירה במטרה להקטין את הסיכון לחוסר יציבות במערכת הבנקאית. צעד זה גם מצמצם את התמסורת מריבית בנק ישראל אל הביקוש לדירות וכך מקנה לקובעי המדיניות המוניטרית יותר חופש פעולה בהחלטות הריבית.

1. המדיניות המוניטרית

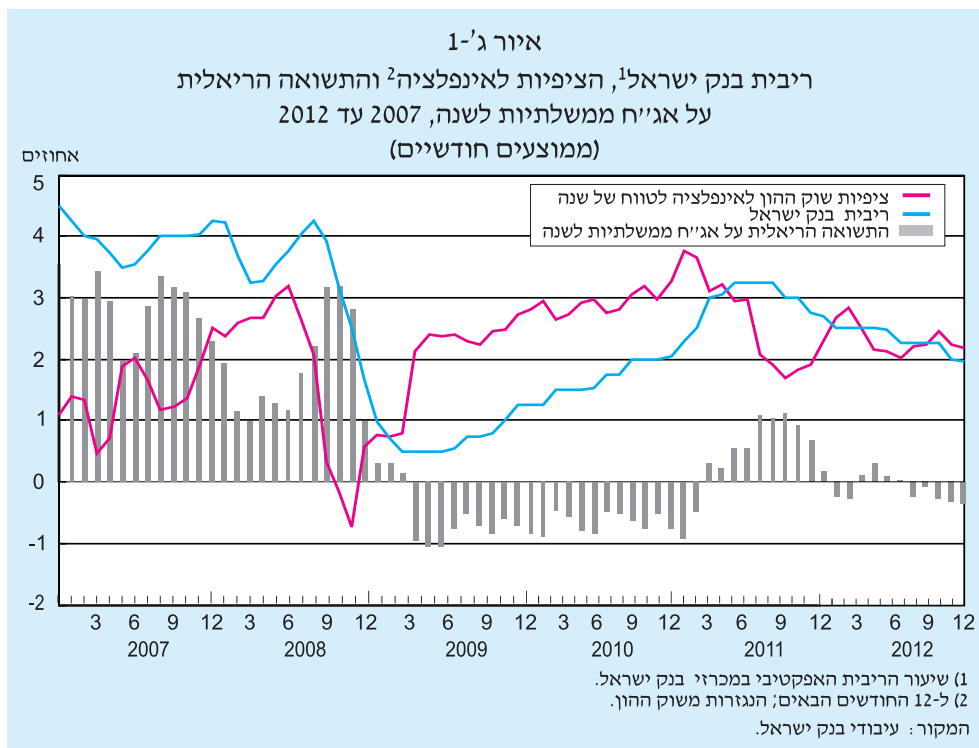
א. צעדי המדיניות

המדיניות המוניטרית ב-2012 הייתה מרחיבה והיוותה המשך למגמתה מסוף השנה הקודמת. במהלך השנה הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית בהדרגה, מרמה של 2.75 אחוזים בתחילתה ל-2 אחוזים בסופה (לוח ג'-1), וזאת עקב האטה בקצב ההתרחבות של המשק יחסית לשנתיים הקודמות ועקב חשש מהחרפת המשבר בעולם ומהשפעתו על המשק הישראלי. יצוין ששנת 2012 הייתה השנה המלאה הראשונה שבה החלטות המדיניות התקבלו ע"י הוועדה המוניטרית, ועדה שהחלה לפעול באוקטובר 2011.

מספר גורמים תמכו בקביעת תוואי יורד לריבית. האינפלציה במהלך השנה נעה בחלקו התחתון של תחום היעד (1 עד 3 אחוז); לאורך כל השנה הציפיות לאינפלציה היו גבוהות מהאינפלציה בפועל, אך הן לא חרגו מתחום היעד (איור ג'-1). קצב הצמיחה במהלך השנה היה מתון. ההשקעה בנכסים קבועים, בפרט במכונות ובציוד, התכווצה, והיצוא הפגין חולשה. במשקים המפותחים – ובמיוחד באירופה, על רקע משבר החובות הפיסקליים – נמשכה ההאטה הכלכלית, והסחר העולמי התרחב בקצב נמוך; אלה העיבו על קצב ההתרחבות של היצוא הישראלי. אי ודאות ביחס לפתרון משבר החובות באירופה, ובסוף השנה גם ביחס ל"צוק הפיסקלי" בארה"ב, העלתה חששות להידרדרות נוספת בכלכלה העולמית ולכך שזו מצדה תדרדר את המשק המקומי.

במהלך 2012 הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית.

בהיעדר לחצים אינפלציוניים, התמתנותה של הפעילות הכלכלית הביאה לתוואי יורד של הריבית במהלך השנה.



המפקח על הבנקים
הגביל את שיעור
המשכנתא במימון דירה
על מנת להקטין את
הסיכון הנשקף למערכת
הבנקאית מהתחדשות
הביקושים בשוק הדיור.

החלטות המדיניות
המוניטרית מתקבלות על
ידי הוועדה המוניטרית.

התחדשות הביקושים לדירות ועליית מחיריהן הניעו את המפקח על הבנקים להגביל את שיעור המשכנתא במימון דירה. שוק הדיור התעורר במהלך השנה, לאחר צניחה בכמות העסקאות וירידת מחירים מסוימת שבאו לאחר המחאה החברתית של קיץ 2011. החל מהרביע השני של השנה כמות העסקאות גדלה, מחירי הדירות שבו לעלות, והיקף המשכנתאות גדל בהתאם. על רקע זה, ובהמשך לצעדים מקרו-יציבותיים שננקטו בשנים האחרונות בשוק הדיור, המפקח על הבנקים הגביל בנובמבר את שיעור המשכנתא במימון דירה. צעד זה נועד להקטין את הסיכון הנשקף מחוסר יציבות של המערכת הבנקאית. כמו כן צעד זה צפוי לצמצם את השפעתה של המדיניות המוניטרית על הביקוש למשכנתאות ודרכו על מחירי הדירות, ובכך הוא יאפשר גמישות רבה יותר בניהול מדיניות הריבית. החל מאוקטובר 2011, עת התקבלה ההחלטה על הריבית לחדש נובמבר 2011, המדיניות המוניטרית נקבעת ע"י הוועדה המוניטרית. בוועדה שישה חברים, בראשותה עומד הנגיד, והחלטותיה מתקבלות ברוב קולות; במקרה של שוויון לנגיד יש קול כפול¹. לוח ג'-1 מציג את החלטות הוועדה המוניטרית מאז הקמתה ואת התפלגות הקולות בכל החלטה.

לוח ג'-1					
החלטות הריבית מיום הקמת הוועדה המוניטרית					
התפלגות הצבעת חברי הוועדה המוניטרית בהחלטות הריבית					
החודש	החלטה (נקודות אחוז)	גובה הריבית (נקודות אחוז)	העלאה	ללא שינוי	הורדה
נובמבר-11	ללא שינוי	3	0	6	0
דצמבר-11	-0.25	2.75	0	2	4
ינואר-12	ללא שינוי	2.75	0	5	1
פברואר-12	-0.25	2.5	0	1	5
מארס-12	ללא שינוי	2.5	0	6	0
אפריל-12	ללא שינוי	2.5	0	6	0
מאי-12	ללא שינוי	2.5	0	6	0
יוני-12	ללא שינוי	2.5	0	5	1
יולי-12	-0.25	2.25	0	1	5
אוגוסט-12	ללא שינוי	2.25	0	6	0
ספטמבר-12	ללא שינוי	2.25	0	6	0
אוקטובר-12	ללא שינוי	2.25	0	6	0
נובמבר-12	-0.25	2	0	2	4
דצמבר-12	ללא שינוי	2	0	6	0
ינואר-13	-0.25	1.75	0	1	5
פברואר-13	ללא שינוי	1.75	0	6	0

המקור: בנק ישראל.

¹ עד נובמבר 2011 החלטות הריבית התקבלו ע"י הנגיד. בתיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל 2011 מופיע דיון בהרכב הוועדה המוניטרית, בדרך קבלת ההחלטות בה וביתרונות ובחסרונות הכרוכים בקבלת החלטות במסגרת ועדה לעומת מחליט יחיד.

עד כה מרבית ההחלטות להשאיר את הריבית ללא שינוי התקבלו פה אחד, בשעה שכל ההחלטות לשנות את הריבית התקבלו תוך חילוקי דעות בין חברי הוועדה.

הלוח מעלה שלוש עובדות ראויות לציון. ראשית, עד כה שרר קונצנזוס רק לגבי החלטות להשאיר את הריבית ללא שינוי (9 החלטות), אם כי לא בכל מקרה כזה שרר קונצנזוס. שנית, וכפי שמשמע מהעובדה הראשונה, עד כה לא שרר קונצנזוס לגבי החלטות לשנות את הריבית (5 החלטות). לבסוף, כאשר התקבלה החלטה להותיר את הריבית ללא שינוי מבלי להגיע לקונצנזוס (2 החלטות), אזי בחודש העוקב הריבית השתנתה בהתאם לדעת המיעוט בהחלטה הקודמת. מתוצאות אלה עולה כי לפחות עד כה ההחלטות לשנות את הריבית התקבלו תוך מחלוקת בין חברי הוועדה המוניתרית. ואולם לאור העובדה שהתצפיות הן מתקופה שבה הריבית הייתה במגמת ירידה, סביר להניח כי המחלוקת נסבה בעיקר על עיתוי הורדת הריבית ולא על מגמתה.

הניסיון בעולם מלמד שהתפלגות ההצבעות בוועדות מוניתריות נושאת מידע ביחס לתוואי הריבית בעתיד, מעבר למידע הקיים בשווקים². לכן, שקיפות בנוגע למגוון הדעות בקרב חברי הוועדה המוניתרית תורמת לצמצום מסוים של חוסר הוודאות ביחס למדיניותה. יודגש כי לאור מיעוט התצפיות בישראל עד כה, אין לייחס משקל רב לתוצאות שהוצגו לעיל, ויש להמשיך לבחון אותן לאורך זמן.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על המדיניות המוניתרית

(1) האינפלציה והמשטר המוניתרי

מטרתו העיקרית של בנק ישראל היא שמירה על יציבות המחירים. ואולם הבנק תומך גם במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, בפרט צמיחה ותעסוקה, בתנאי שלדעת הוועדה המוניתרית החתירה אליהן לא תפגע ביציבות המחירים – כלומר לא תסיט את האינפלציה בפועל מתחום היעד – במשך תקופה העולה על שנתיים³. בטווח הקצר אפוא לבנק ישראל יש גמישות בנוגע לעמידה ביעד האינפלציה.

גמישות זו באה לידי ביטוי ב-2008–2010. במהלך שנים אלה האינפלציה נעה סביב גבולו העליון של תחום היעד, ובמרבית התקופה היא נמצאה מעליו (איור ג'-2). בשנים 2008 ו-2009 המדיניות המוניתרית הייתה מרחיבה בשל ציפיות להתמתנות הפעילות הכלכלית בתחילת התקופה ובשל התממשותן של ציפיות אלה בהמשכה. ב-2010, על רקע התאוששות בפעילות הכלכלית, בנק ישראל נסוג מההרחבה המוניתרית ובמקביל לכך האינפלציה נכנסה אל תחום היעד.

במהלך 2012 האינפלציה נעה בתחום היעד. בניכוי הסעיפים המושפעים ישירות ממחירי האנרגיה – מחירים שאינם רגישים לתנאי המקרו של המשק המקומי – האינפלציה נעה

בשנת 2012 האינפלציה והציפיות לה נעו בתחום היעד.

² ראו: Horvath, R., Smidkova, K., Zapal, J., 2012. "Central Banks' Voting Records and Future Policy." International Journal of Central Banking 8(4), pp. 1-19.

³ חוק בנק ישראל קובע לבנק מטרה נוספת - צמצום פערים חברתיים. למדיניות המוניתרית אין הכלים הדרושים כדי להשיג יעד זה באופן ישיר. אולם במסגרת תפקידו של הבנק כיועץ כלכלי לממשלה, חטיבת המחקר מנתחת היבטים שונים של המשק ובהתאם לכך מעלה המלצות בנוגע למדיניות. בכלל זה ניתן לציין לדוגמא את מעורבותו של הבנק בהחלט תוכנית מענק ההכנסה (לשעבר "מס הכנסה שלילי") ובדיונים על קביעת גיל הפרישה לנשים - נושאים שיש להם השפעה ישירה על אי השוויון במשק. נוסף על כך, מחקרים בעולם מראים כי אינפלציה היא מס גרסיבי, והיא מתואמת באופן חיובי עם אי שוויון. על כן חתירה ליציבות מחירים פועלת גם לצמצום פערים בחברה. אלה מחקרים על הקשר בין אינפלציה לאי שוויון.

Erosa, A., Ventura, G., 2002. "On Inflation as a Regressive Consumption Tax." Journal of Monetary Economics 49(4), pp. 761-795.

Albanesi, S., 2007. "Inflation and Inequality." Journal of Monetary Economics 54(4), pp. 1088-1114.

לוח ג'-2

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2007 עד 2012

2012									
IV	III	II	I	2012	2011	2010	2009	2008	2007
א. האינפלציה (אחוזים)									
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3
-1.9	4.6	2.3	1.5	1.6	2.2	2.7	3.9	3.8	3.4
-1.0	4.6	-1.6	4.5						
2.3	2.2	2.3	2.6	2.3	2.7	2.9	1.8	1.9	1.4
2.3	2.3	2.4	2.5	2.3	2.5	2.5	2.3	3.0	2.4
2.0	2.3	2.4	2.4	2.3	2.8	2.7	1.8	2.5	2.0
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)³									
2.1	2.3	2.5	2.6	2.3	2.9	1.6	0.8	3.7	3.9
-0.3	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.4	-0.7	-0.4	1.9	2.9
4.3	4.5	4.8	4.8	4.6	5.1	4.9	5.4	6.1	5.6
1.7	2.0	2.2	2.2	2.0	2.4	2.2	2.9	3.5	3.4
ג. שיעור הפיחות (אחוזים)⁶									
-3.7	3.4	0.4	0.6	0.6	3.6	-7.1	3.5	-8.3	-1.4
-4.6	1.7	3.4	-0.3	0.1	4.7	-4.9	-2.1	-0.9	-7.1
-2.3	4.0	-1.8	0.0	-0.3	4.2	-13.9	6.3	-8.4	2.4
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)									
0.4	6.9	-7.0	4.7	4.5	-22.1	12.6	78.8	-46.4	22.9
2.2	2.2	1.0	1.2	6.8	4.0	14.1	19.9	10.6	3.2
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁶									
-0.7	5.4	6.2	-2.2	8.6	1.6	4.6	52.1	17.5	17.7
-1.5	1.2	0.9	4.0	4.8	6.3	2.7	-0.5	6.6	6.0
ו. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות)									
6.9	6.8	6.9	6.8	6.9	7.1	8.4	9.5	7.6	9.1
2.4	2.7	2.8	2.6	3.1	4.6	5.0	1.1	4.1	5.9
				71.6	72.4	74.4	77.8	75.4	76.6

(1) מדד המחירים לצרכן, במשך התקופה. הנתונים הרבעוניים מחושבים במונחים שנתיים.

(2) כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 ברוח האינפלציה לרביע הראשון של 2010). מונחים שנתיים.

(3) ממוצע תקופתי.

(4) על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

(5) שיעור התשואה ברוטו על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.

(6) ממוצע החודש האחרון מול ממוצע החודש האחרון בתקופה הקודמת.

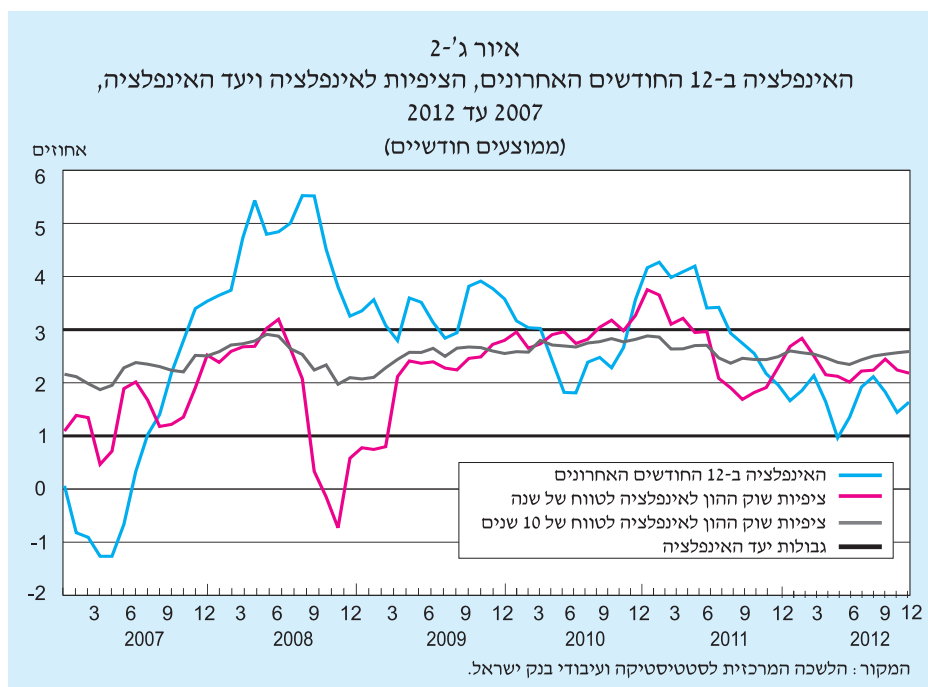
(7) נתון 2012 מתייחס ל-11 החודשים הראשונים של השנה, ונתון הרביעי מתייחס לאוקטובר ונובמבר בלבד.

(8) ממוצע התקופה מול הממוצע של התקופה הקודמת.

(9) נתון לסוף שנה.

המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בתחומי התחתון של היעד ובחלק מהתקופה היא אף הייתה נמוכה ממנו. התפתחות זו עולה בקנה אחד עם החולשה שהפעילות הכלכלית הפגינה במהלך השנה. הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים, על פי שוק ההון ותחזיות החזאים, נמצאו במהלך כל השנה בתוך תחום היעד. היעדרם של לחצים אינפלציוניים משמעותיים, כמו גם צפי לכך שסביבת האינפלציה תימצא בתחום היעד, אפשרו להוריד את הריבית לאורך השנה במענה להתמתנותה של הפעילות הכלכלית.



המדיניות המוניטרית שמרה במהלך השנה על אמינותה בעיני הפעילים בשוק. הציפיות לאינפלציה השנתית לטווחים של שנתיים עד עשר שנים (ציפיות פורוורד) היו יציבות יחסית ונעו מעט מעל אמצע תחום היעד לאורך השנה כולה. המסקנה שהמדיניות המוניטרית שמרה על אמינותה מקבלת משנה תוקף מכך שאומדני הציפיות על פי שוק ההון מכילים פרמיות סיכון ונזילות, ועל כן הם גבוהים מעט מהציפיות בפועל.

(2) הפעילות הכלכלית במשק הישראלי

בהיעדר לחצים אינפלציוניים, התמתנותה של הפעילות הכלכלית הביאה לתוואי יורד של הריבית במהלך השנה. בהמשך להאטה שהצמיחה רשמה במחצית השנייה של 2011, התמ"ג התרחב השנה בקצב נמוך מעט מהקצב הפוטנציאלי⁴. במהלך השנה התוצר שמר על קצב צמיחה יציב יחסית, של כ-2.6 אחוזים במונחים שנתיים, והתוצר העסקי צמח בשיעור מעט גבוה יותר. המדד המשולב למצב המשק – אינדיקטור המתפרסם לפני התוצר וזמין למקבלי ההחלטות בתדירות גבוהה מזו של נתוני החשבונאות הלאומית – הפגין גם הוא חולשה במהלך השנה וקצב גידולו הואט. על אף ההאטה בקצב הצמיחה, שיעור האבטלה נותר יציב במהלך השנה, והוא נע סביב רמה של כ-6.9 אחוזים⁵. ואולם נראה שהתמיכה בתעסוקה השנה הגיעה מהמגזר הציבורי, ועל כן סביר להניח שהתפתחות שיעור האבטלה אינה מבטאת נאמנה את מצב מחזור העסקים. זאת משום שבמגזר העסקי חלה ירידה בביקוש לעובדים, והדבר השתקף בירידה בשיעור המשרות הפנויות, מממוצע של 3.1 אחוזים ב-2011 לממוצע של 2.8 אחוזים השנה. כמו כן, ההתמתנות בקצב הגידול של השכר מעידה גם היא על רפיון מסוים בשוק העבודה.

בהיעדר לחצים

אינפלציוניים,

התמתנותה של הפעילות

הכלכלית הביאה לתוואי

יורד של הריבית במהלך

השנה.

⁴ דיון בקצב הצמיחה של התוצר הפוטנציאלי מופיע בתיבה ב'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2011.

⁵ השנה חלו שינויים בדרך שבה מודדים את האבטלה מסקר כוח אדם של הלמ"ס, ולכן הנתונים המופיעים בפרק זה שונים מהנתונים המופיעים בדוחות בנק ישראל משנים קודמות.

התמתנות הפעילות הריאלית תמכה כאמור בהחלטות על הורדת הריבית במהלך השנה, וסביר להניח שאילולא רמתן הנמוכה של הריביות הריאליות לאורך כל עקום התשואות, הפעילות במשק השנה הייתה נמוכה אף יותר.⁶

(3) ההתפתחויות בעולם

ההתפתחויות בעולם – במיוחד האטה בצמיחה העולמית לצד מדיניות מוניטרית מרחיבה – תמכו בהורדת הריבית בישראל.

במהלך 2012 הצמיחה בעולם הואטה.

במהלך 2012 הואטה הצמיחה בעולם. בגוש האירו התוצר התכווץ, ובגרמניה – המדינה החזקה בגוש – הצמיחה נחלשה מאוד. במדינות המתפתחות קצב הצמיחה הואט, והוא הדין בקצב ההתרחבות של הסחר העולמי. לעומת אלה, בארה"ב חל שיפור מסוים, אך קצב הצמיחה נותר נמוך.

במוקד ההתפתחויות בעולם עמד השנה משבר החובות באירופה. על מנת להתמודד עמו ננקטת מדיניות פיסקלית מרסנת, אולם במקביל לה הבנק המרכזי האירופי מקדם הרחבה מוניטרית כדי לתמוך בפעילות הכלכלית ולהפחית את עלותם של גיוסי הון חדשים על ידי הורדת התשואות בשווקים.

בארה"ב הפעילות הכלכלית מתאוששת, גם אם בקצב איטי. קצב התרחבות התוצר הואץ ושיעור האבטלה ירד, אולם רמת הפעילות הכלכלית עדיין נמוכה ולקראת סוף השנה המשק האמריקאי שב להפגין סימני חולשה. בתחילת 2013 היו אמורים להיכנס לתוקף הן קיצוץ בהוצאות הממשלתיות והן ביטול של פטורים שונים ממס – צעדים אלה של ריסון פיסקלי זכו לכינוי "הצוק הפיסקלי". הסכמות מתחילת 2013 אמנם מטפלות, לפחות חלקית, בהכנסות ממסים, אך הטיפול בהוצאות בינתיים רק דוחה את הקיצוץ; על כן הסיכון הנגזר מהריסון הפיסקלי עדיין מעיב על המשך ההתאוששות בארה"ב.

הבנקים המרכזיים בעולם שמרו במהלך השנה על מדיניות מרחיבה.

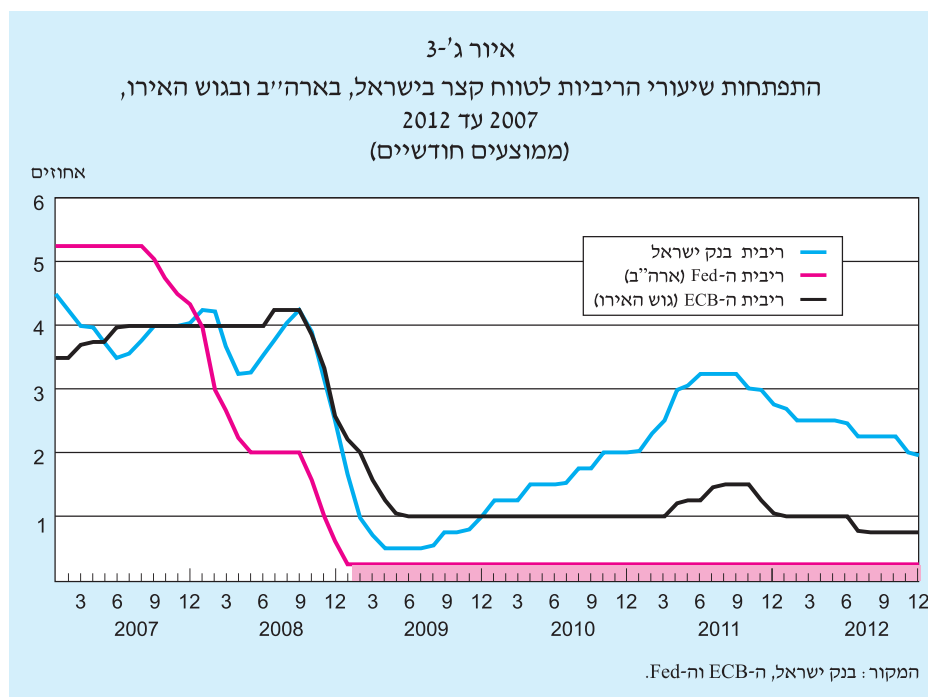
לאור התפתחויות אלה המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה. המדינות המפותחות שמרו על רמות הריבית הנמוכות, ובאירופה אף הורידו את הריבית לרמתה הנמוכה ביותר מאז פרוץ המשבר – 0.75 אחוז (איור ג'-3). נוסף על כך הבנקים המרכזיים המשיכו לרכוש נכסים. בהקשר זה יש לציין שבארה"ב המוטיבציה לרכישות השתנתה במהלך המשבר, והדבר בא לידי ביטוי בסוג הנכסים שהבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) רוכש. בתחילה הרכישות נועדו להוציא נכסים מסוכנים ממאזני המוסדות הפיננסיים ולספק להם נזילות לטווח קצר, בהמשך, לעומת זאת, רכישות הנכסים נועדו בעיקר להפחית את הריבית לטווח ארוך במטרה לתמוך בפעילות הכלכלית, וזאת בהתאם לפעולתו השגרתית של בנק מרכזי לאורך מחזור העסקים.⁷

במדינות המפותחות נשמרת, כאמור, רמת ריבית נמוכה זה למעלה מארבע שנים. הדבר אמנם תומך בפעילות הכלכלית בטווח הקצר, אך ייתכן שהוא טומן בחובו סיכונים להתפתחויות בלתי רצויות בטווח ארוך יותר.⁸ טיעון מרכזי לטובת עמדה זו הוא שריבית נמוכה עשויה להביא לעודף השקעות בהווה (overinvestment); ועם עליית הריבית

⁶ הרחבה על הפעילות הריאלית במשק מופיעה בפרק ב'.

⁷ השפעת רכישות הנכסים האחרונות על מאזן ה-Fed התקווה בחלקה על ידי מכירת נכסים שמועד פירעונם הוא לטווח קצר.

⁸ דיון בהשלכותיה של מדיניות מוניטרית מאוד מרחיבה ("ultra easy monetary policy") מופיע אצל: White, W. R., 2012. "Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences." Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 126.



לרמה ששררה לפני המשבר, ההשקעות ירדו לרמה שלא תפצה על שחיקת מלאי ההון, והמשק ייכנס למיתון. נוסף על כך, אם ריבית נמוכה אינה מלווה בירידה בתיאבון לסיכון אצל הפרטים, הרי שהיא עשויה לעודד נטילת סיכונים, הן בהשקעות ריאליות והן ברכישת נכסים פיננסיים, ועל כן תיתכן הקצאה שגויה של מקורות על פני מיזמי השקעה (malinvestment). זאת ועוד, ריבית נמוכה לאורך זמן מטיבה עם הלווים במשק ופוגעת במלווים; ולכן תשואות נמוכות של איגרות חוב לטווח ארוך עשויות ליצור אצל החוסכים לפנסיה אפקט עושר שלילי, דבר שיביא לצמצום ביקושים בהווה ועל כן לפגיעה ברמת הפעילות הכלכלית. כנגד טיעונים אלה, ונוסף על היתרון של עידוד הפעילות בטווח הקצר, יש לציין כי לריבית נמוכה, בעיקר זו לטווח ארוך, יש גם השפעה מייצבת על המשק, שכן היא מעודדת נטילת אשראי לטווח ארוך יותר ומקטינה את עלותו השוטפת לאורך זמן⁹. ההתפתחויות בעולם משפיעות באופן משמעותי על הפעילות הכלכלית בישראל, היות שהמשק הישראלי קטן ופתוח. התמתנות של הפעילות הכלכלית בעולם מצמצמת את הביקוש ליצוא. כמו כן, המדיניות המוניטרית בעולם משפיעה על המדיניות המקומית, הואיל ואם ריבית בנק ישראל גבוהה באופן משמעותי מרמתן של הריביות בעולם, הדבר מביא לכניסת הון לטווח קצר; הון זה מצדו לוחץ לייסוף השקל ומעיק על היצוא, כפי שקרה בשנים האחרונות. איור ג'-4 ממחיש נקודה זו. האיור מציג את הפער בין הריבית המוניטרית בישראל לריביות המוניטריות במדינות המפותחות העיקריות – ארה"ב, גוש האירו, יפן ובריטניה¹⁰ – ואת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל מול המטבעות של אותן מדינות. מהאיור ניכר כי קיים מתאם שלילי בין המשתנים (-0.78); כלומר, גידול

ההאטה העולמית ותגובת המדיניות המוניטרית אליה, בעיקר במשקים המפותחים, משפיעות על המשק הישראלי ועל המדיניות המוניטרית המקומית.

⁹ ראו עדותו של יו"ר ה-Fed בפני הקונגרס מתאריך ה-26/2/2013.

¹⁰ ממוצע משוקלל במשקלות הבאים: 0.49 לארה"ב, 0.32 לגוש האירו, 0.13 לבריטניה ו-0.06 ליפן.



של פער הריביות מול העולם מלווה בלחצים לייסוף השקל, לפחות משנת 2007. יש לציין שבתקופות קודמות חלק ניכר מהשינויים בפער הריביות מול העולם שיקף תנודות בפרמיית הסיכון של ישראל, ולכן בעבר גידול בפער הריביות לווה לא אחת בפיחות של השקל ולא בייסוּפו; כך קרה למשל בשנות האינפלציה השנייה ובמהלך משבר LTCM בסוף שנות התשעים. הן ההאטה הכלכלית בעולם והן ההרחבות המוניטריות של הבנקים המרכזיים העיקריים תמכו אפוא בהפחתתה של הריבית המקומית במהלך השנה האחרונה. ראוי לציין שבדומה לישראל, משקים מפותחים וקטנים אחרים שבו להוריד את הריבית המוניטרית במהלך השנה, לאחר שזו כבר התחילה לעלות מרמת השפל שאליה היא הגיעה ב-2009¹¹.

(4) שער החליפין ושוק המט"ח

שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוּחַת במתינות בשלושת הרבעים הראשונים של השנה, ובסיומה חל בו ייסוף. עם הכוחות הלוחצים לפיחות נמנו השנה הורדות הריבית, אף על פי שפער הריביות מול חו"ל נותר חיובי, וחוסר יציבות פוליטי במזרח התיכון; מנגד, הירידה שחלה במחצית השנייה של השנה בפרמיית הסיכון לחדלות פירעון של הממשלה, כפי שמשקף ממרווח ה-CDS של ישראל, תמכה בשקל. החשבון השוטף עבר מגירעון במחצית הראשונה של השנה לעודף במחצית השנייה.

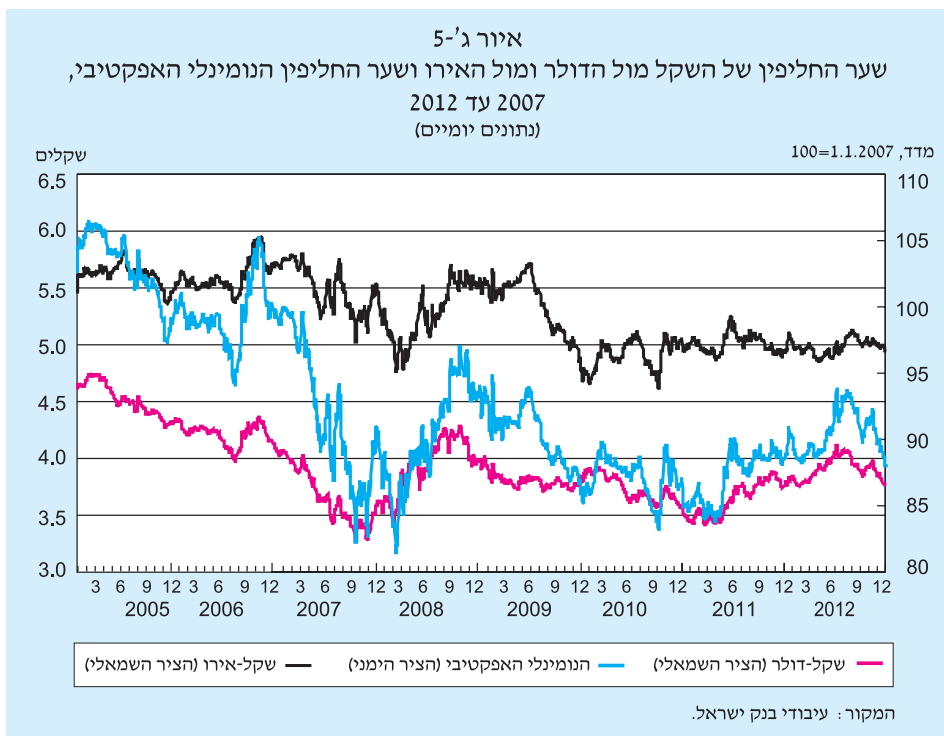
במשך שלושת הרבעים הראשונים של 2012, ובעיקר ברביע השלישי, חל פיחות בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, וברביע הרביעי חל בשקל ייסוף. במהלך 2012 פיחות השקל הסתכם ב-0.6 אחוז (ממוצע דצמבר 2012 לעומת ממוצע דצמבר 2011). בשער החליפין הריאלי האפקטיבי חל פיחות בשיעור מעט גבוה יותר, 1.8 אחוז. זו השנה השנייה שבה חל פיחות מתון בשער החליפין של השקל לאחר הייסוף המתמשך שהחל בשנת 2006 (איור ג'-5).

הפער האפקטיבי של התשואות לטווח קצר מול העולם היה נמוך השנה לעומת השנה שעברה. שלושה ערוצים עיקריים תרמו לצמצום הפער: תחילה, התוואי היורד של הריבית בישראל, והיציבות ברמת הריביות בשווקים המפותחים, הקטינו את פער הריביות. שנית, במהלך השנה שעברה בוטל לתושבי חוץ הפטור ממס על הכנסות מריבית על אג"ח ממשלתיות קצרות ומריבית על מק"ם וכן על רווחי הון ממלוות מדינה קצרי מועד; צעד זה הוריד את התשואה האפקטיבית שמקבלים תושבי חוץ על נכסים אלה ולכן תרם לצמצום פער התשואות. לבסוף, בשנה שעברה בנק ישראל הטיל חובת נזילות, בשיעור של 10 אחוזים, על עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח; חובה זו הורידה גם היא את התשואה

שער החליפין הנומינלי
האפקטיבי פוּחַת
במתינות זו השנה
השנייה, לאחר ייסוף
מתמשך משנת 2006.

פער התשואות לטווח
קצר מול העולם
הצטמצם השנה ועל כן
תמך בהיחלשות השקל.

¹¹ למשל שבדיה, נורבגיה, קוריאה ודנמרק.



האפקטיביות שמקבלים תושבי חוץ על נכסים מקומיים, ועל כן היא תרמה לצמצום פער התשואות האפקטיבי מול העולם.

גורמים אלה הפחיתו את האטרקטיביות של פיקדונות שקליים לטווח קצר ותרמו לצמצום החזקתם בידי תושבי חוץ. ייתכן שלהשפעתם הישירה של צעדים אלה נוספה השפעה עקיפה: נכונותם של קובעי המדיניות לפעול באופן ממוקד, ולשחוק את התשואה לטווח קצר בפיקדונות השקליים של תושבי חוץ, הובילה לכך שזרים צמצמו את החזקותיהם מחשש לצעדים נוספים בעתיד.

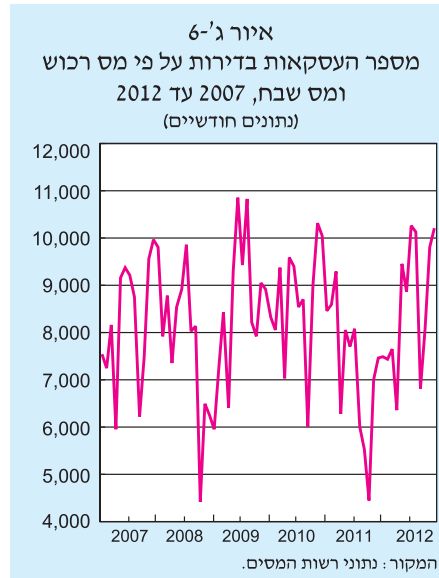
בחשבון השוטף של מאזן התשלומים נוצר גירעון בתחילת השנה על רקע הפסקת יבוא הגז ממצרים והחלפתו ביבוא נפט, תשומה יקרה יותר. הגירעון בחשבון השוטף לחץ לפיחות שער החליפין. יבוא הנפט צפוי להמשיך להשפיע על החשבון השוטף עד לתחילת הזרמת הגז ממאגר "תמר", אולם אין זה ברור איזו השפעה תהיה לכך על שער החליפין, שכן בשלב זה האפקט של הזרמת הגז מ"תמר" צפוי, וסביר להניח שחלקו לפחות כבר מתומחר בשער הנוכחי. דיון נוסף על שער החליפין ומאזן התשלומים מופיע בפרק ז'.

לעומת גורמים אלה, הירידה בפרמיית הסיכון לחדלות פירעון של ישראל הקטינה את הלחצים לפיחות השקל במהלך השנה. מרווח ה-CDS של ישראל ירד ב-2012, בעיקר במחצית השנייה של השנה, ב-59 נקודות בסיס (ממוצע דצמבר 2012 לעומת ממוצע דצמבר 2011), לרמה של 138 נקודות בסיס, וזאת על אף חוסר היציבות הפוליטי במזרח התיכון, ההסלמה במצב הביטחוני במחצית השנייה של השנה ומבצע "עמוד ענן" שבא בעקבותיה. האחרונים התבטאו בעליית מרווח התשואות של איגרות החוב של ממשלת ישראל, ככל הנראה עקב עליית חוסר הוודאות באופן כללי, למשל ביחס לשער החליפין ולתנאי המקרו, אך לא בסיכון לחדלות פירעון.

הירידה בפרמיית הסיכון
לחדלות פירעון תמכה
השנה בשקל.

(5) שוק הדיור

בשנת 2012 הביקוש עלו הדיור, לאחר שבקיץ אשתקד הם ירדו עם פרוץ המחאה החברתית. במקביל לכך מחירי הדירות שבו לעלות בקצב מהיר יחסית, אף כי נמוך מקצב עלייתם בגאות של השנים 2008–2010. בסה"כ מחירי הדירות עלו במהלך 2012 בכ-7 אחוזים. התעוררות השוק ניכרת היטב בגידול בכמות העסקאות במהלך השנה (איור ג'-6).



המפקח על הבנקים הגביל את שיעור המשכנתא במימון דירה על מנת להגביר את יציבות המערכת הבנקאית.

במקביל לעליית מחירי הדירות, שכר הדירה המשיך לעלות גם השנה בשיעור גבוה משיעור עליית מדד המחירים לצרכן. ההתפתחויות בשוק הדיור הובאו בחשבון במסגרת הדיונים המוניטריים על גובה הריבית.

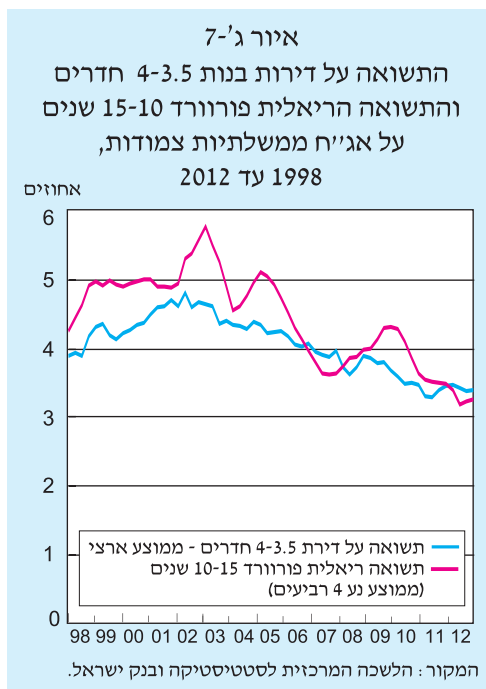
לגידול האחרון בכמות העסקאות התלוותה התרחבות מהירה של האשראי לדיור. התפתחות זו הגבירה את הסיכון לערעור יציבותה של המערכת הבנקאית, בפרט משום שבשנים האחרונות כבר נרשמו עליות במחירי הדירות וגידול בשיעור המינוף במימון רכישת דירות. לאור זאת, ובהמשך לצעדים שננקטו בשוק המשכנתאות בשנים 2010 ו-2011, בנובמבר 2012 הגביל המפקח על הבנקים את שיעור המשכנתא במימון דירה: לרוכשי דירה למגורים שזו דירתם היחידה (בעיקר רוכשי דירה ראשונה) השיעור הוגבל ל-75 אחוזים,

לרוכשי דירה להשקעה ותושבי חוץ השיעור הוגבל ל-50 אחוזים, ולרוכשי דירות אחרים (בעיקר משפרי דיור) – ל-70 אחוזים. צעד זה נועד להגביר את יציבות המערכת הבנקאית, אולם הוא גם מצמצם את התמסורת מהריבית המוניטרית אל הביקוש לדירות. צמצום זה מצדו מקנה לקובעי המדיניות המוניטרית יותר חופש בקביעת שיעור הריבית לשם השגת יעדי העיקריים של בנק ישראל – יציבות מחירים וצמיחה – תוך השפעה פחותה על הביקוש לדירות.

שכר הדירה עלה בשנים האחרונות בשיעור ניכר. עלייה זו מצביעה על כך שהביקוש לשירותי דיור גדל בקצב מהיר מהתרחבות ההיצע.

שכר הדירה בחוזים חדשים ומתחדשים¹² עלה בשיעור גבוה משיעור עליית מדד המחירים לצרכן זו השנה החמישית ברציפות. הקצב המהיר של עליית שכר הדירה בשנים האחרונות מעיד על כך שהביקוש לשירותי דיור גדל בקצב מהיר יחסית להתרחבות ההיצע, זאת להבדיל מהביקוש לרכישת דירות, שחלקו נובע מהצורך במקום מגורים וחלקו נובע ממניעי השקעה. בשנים האחרונות מחירי הדירות עלו בקצב מהיר מזה של שכר הדירה, ועל כן התשואה מהשכרת דירות נשחקה, במקביל לירידה בתשואות ריאליות אחרות בשוק. מהצגה זו עולה שניתן לבחון את עליית מחירי הדירות דרך שני ערוצים עיקריים: (1) התנאים בשוק הדיור כפי שהם משתקפים בהתפתחות שכר הדירה, ו-(2) התפתחות התשואות הריאליות. בערוץ הראשון עליית שכר הדירה, כאשר התשואות האלטרנטיביות קבועות, תביא לעליית מחירי הדירות בשיעור דומה על מנת שהתשואה בשוק הדיור תישאר ללא שינוי. בערוץ השני ירידת התשואות בשוק ההון, כאשר שכר הדירה קבוע, תביא

¹² סעיף שירותי דיור בבעלות הדיירים במדד המחירים לצרכן.



לעליית מחירי הדירות על מנת להתאים את התשואה בשוק הדיור לתשואות האלטרנטיביות.

איור ג'-7 מציג את התשואה הריאלית פורוורד בטווח ארוך לעומת התשואה הממוצעת (על פני אזורים¹³) מהדירות השכיחות בשוק, היינו דירות בנות 3.5 עד 4 חדרים. מהאיור ניכר שרמתן של התשואות דומה והן נעות יחד על פני זמן, ובפרט בולטת בהן מגמת ירידה מתמשכת מ-2003. החל מינואר 2008 ועד סוף 2012 העלייה בשכר הדירה, המשקפת ביקוש לשירותי דיור, מסבירה למעלה ממחצית העלייה במחירי הדירות, וחלק מהיתרה מיוחסת לירידת התשואות הריאליות האלטרנטיביות^{14,15}. על כן, עליית מחירי הדירות בקצב מהיר מעלית שכר הדירה, שהתרחשה בשנים האחרונות, משקפת בין היתר את התפתחות התשואות הריאליות האלטרנטיביות משוק ההון.

הירידה בתשואות הריאליות האלטרנטיביות תמכה בשנים האחרונות בעליית מחירי הדירות בקצב מהיר משכר הדירה.

ג. ניתוח המדיניות המוניטרית

(1) התשואות הריאליות והמדיניות המוניטרית

במהלך השנה חלה תזוזה כלפי מטה בעקום התשואות הריאליות הנגזרות מאיגרות חוב ממשלתיות (איור ג'-8). שיפוע העקום נשאר יציב במשך השנה, אולם יחסית למחצית השנייה של 2011 העקום היתלל, שכן עיקר הירידה בתשואות הריאליות היה בצידו הקצר, ביטוי להורדת הריבית המוניטרית. התשואות הריאליות פורוורד לטווח ארוך, כ-10 שנים, נשארו יציבות יחסית, בעיקר במחצית הראשונה של השנה. ייתכן שיציבות

התשואות הריאליות לכל הטווחים ירדו במהלך השנה.

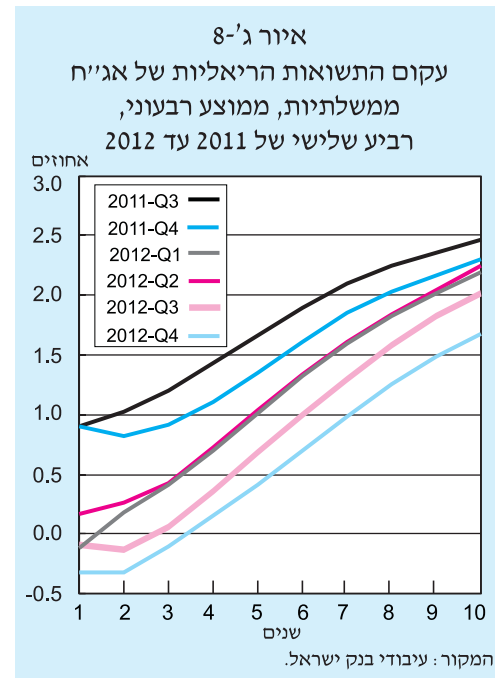
¹³ כלומר מדובר בממוצע ארצי של התשואות האזוריות.

¹⁴ תוצאה זו עקבית עם אומדן התרומות שגורמי הביקוש וההיצע תורמים למחירים, ובפרט עם אומדן תרומתה של התפתחות האוכלוסייה יחסית למלאי הדירות, כפי שהדבר נגזר מהמודל שפיתחו נגר וסגל 2011 (נגר, ו., סגל, ג., 2011. "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר הדירה בישראל בשנים 2009–2010?" סקר בנק ישראל 85, עמ' 7–59). דיון בעניין זה מופיע במסגרת הניתוח של ענף הבנייה בפרק ב'.

¹⁵ ראוי לציין שעל פני תקופת המדגם כולה, ובפרט מ-2003, התשואות בשוק ההון ירדו בשיעור חד יותר מאשר התשואות בשוק הדיור. הפער בין התשואות משקף פערי פרמיות בין סוגי הנכסים, למשל פרמיית סיכון ופרמיית נוזלות. העובדה שבתחילת המדגם התשואה משוק ההון הייתה גבוהה מהתשואה על דירות אולי משקפת פרמיית ביטוח (פרמיית סיכון שלילית) עבור בעלות על דירה לעומת מגורים בשכירות, ועל כן צמצום הפער משקף ירידה בפרמיית הביטוח (עלייה בפרמיית הסיכון). בנוסף, ייתכן שהפרמיה מתאפיינת בהתנהגות מחזורית שכן בחלקו הראשון של המדגם שוק הדיור היה בשפל ובסופו הוא נמצא בגאות. דיון על פרמיית הביטוח הכרוכה במגורים בדירה בבעלות הדיירים, וכן על תוצאות אמפיריות עבור שוק הדיור האמריקאי, מופיע אצל: Sinai, T., and Souleles, N. (2005). "Owner Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk." Quarterly Journal of Economics 120(2), pp. 763-789.

תשואות הפורוורד הארוכות משקפת את הערכת השווקים שההתמתנות האחרונה של הפעילות במשק היא זמנית, ואינה מעידה על כך שהצמיחה תהיה נמוכה יותר באופן מתמשך.

רמתה של הריבית הריאלית הקצרה והתפתחותה על פני זמן, בשילוב עם הערכות בנוגע לסביבת האינפלציה והפעילות הריאלית, מעידות על מידת ההרחבה, או הצמצום, של המדיניות המוניטרית. כך למשל, במשך שנתיים – החל מהרביע השני של 2009, עם תחילת ההתאוששות מהמיתון שפקד את המשק עקב המשבר העולמי – התשואה הריאלית הצפויה על אג"ח ממשלתיות לשנה הייתה שלילית, וזאת למרות העלאה מתמשכת של הריבית המוניטרית. רק העלאה מהירה נוספת של הריבית המוניטרית – ב-1.25 נקודת אחוז, במחצית הראשונה של



2011 – העלתה את התשואה הריאלית הקצרה לרמה חיובית, אף כי זו עדיין הייתה נמוכה בהשוואה היסטורית. התפתחויות אלה, בשילוב עם צמיחה מהירה ואינפלציה שנעה משני צדדיו של הגבול העליון של תחום היעד, תומכות בהערכה שהמדיניות המוניטרית הייתה מרחיבה במהלך תקופה זו.

הורדת הריבית המוניטרית במהלך 2012 לוותה כאמור בירידה של הריבית הריאלית הקצרה, וזו חזרה להיות שלילית בעיקר במחצית השנייה של השנה (איור ג'-8). על אף ירידת הריבית לא ניכרו השנה לחצים אינפלציוניים משמעותיים, והאינפלציה בפועל וזו הצפויה נשארו בתחום היעד. מאלה, ולאור הפעילות הריאלית הממותנת, ניכר שמידת ההרחבה המוניטרית השנה הייתה מתונה מזו שהמשק התנסה בה ב-2009. אילולא ירידתן של התשואות הריאליות, סביר שההתמתנות בקצב ההתרחבות של המשק הייתה חדה יותר וקצב האינפלציה נמוך יותר.

בהקשר זה יש לציין כי הריביות הריאליות המקומיות מושפעות הן מריבית בנק ישראל והן מסביבת הריבית בעולם. זאת משום שבמשק קטן ופתוח עם תנועות הון חופשיות, כלומר במשק כדוגמת המשק הישראלי, תנועות ההון פועלות להשוואת התשואות המקומיות והעולמיות, וההבדלים הנותרים ביניהן נובעים מהבדלים בין פרמיות הסיכון בין המשקים, מהבדלי מיסוי ומחכוכים שונים המאטים את תהליך ההתאמה. כך למשל, ירידת התשואות בארץ התרחשה במקביל לירידת התשואות הריאליות על אג"ח ממשלתיות של ארה"ב (TIPS), הנמצאות במגמת ירידה רצופה מסוף 2008. כמו כן, רגרסיה פשוטה של התשואה הריאלית המקומית, הן לטווח קצר והן לטווח ארוך, כנגד התשואה המקבילה בארה"ב וריבית בנק ישראל, מעלה כי לשני הגורמים יש השפעה מובהקת מבחינה סטטיסטית ומשמעותית מבחינה כלכלית, ואת עיקר ההסבר תורמת ריבית בנק ישראל. ואולם ככל שתקופת המדגם מתקצרת ומתמקדת בשנות המשבר הפיננסי, השפעת הריבית בעולם גדלה, והיא נעשית יותר דומיננטית מריבית בנק ישראל בהסבר של הריבית הריאלית

מאחר שהמשק הישראלי קטן ופתוח, הריביות הריאליות המקומיות מושפעות הן מהמדיניות המוניטרית והן מהריביות בעולם.

הארוכה¹⁶. על כן, את ירידת התשואות הריאליות בשוק המקומי אין לייחס רק למדיניות המוניטרית. יש לייחס אותה גם – ובשנים האחרונות בעיקר – להתפתחויות בעולם.

(2) כלל טיילור והריבית המוניטרית

כלל טיילור (Taylor Rule) הוא כלל מוניטרי הנותן אינדיקציה לרמת הריבית המתאימה לתנאי המשק על פי פער התוצר, סטיית האינפלציה מהיעד ושיעור הריבית הטבעית¹⁷. פשוטות הכלל, וכן המתאם בין הריבית הנגזרת ממנו לזו שנקבעה בפועל בתקופות ובמדינות שונות, הפכו אותו לכלי עזר פופולרי בניתוח של מדיניות מוניטרית. חשוב להדגיש שכלל טיילור הוא רק כלי עזר, והוא אינו מביא בחשבון מידע או שיקולים נוספים שיש להעריך בעת קבלת ההחלטות על המדיניות, כמו למשל ההתפתחויות הצפויות בעתיד, סיכונים שונים ומצב השווקים הפיננסיים. בפרט, כלל טיילור מביא בחשבון את ההתפתחויות הצפויות באינפלציה, אך הוא אינו מביא בחשבון באופן מלא את ההתפתחות הצפויה בפעילות הכלכלית.

ניתן לבחון את התפתחות הריבית המוניטרית בישראל בראי כלל טיילור. איור ג'-9 מציג את הריבית המוניטרית בפועל לצד זו המתקבלת מכלל טיילור למשק פתוח, כלל שדומה למשוואת הריבית במודל החיזוי של חטיבת המחקר בבנק ישראל^{18,19}.

מהאיור עולה כי בשנים שקדמו למשבר הפיננסי כלל הריבית מתאר היטב את תוואי הריבית בפועל, ומפרוץ המשבר הכלכלי העולמי, בתחילת 2008, נוצר ביניהם פער אף כי תנודותיהם המשיכו להיות מתואמות. נראה אם כן כי בתקופת המשבר הכלכלי העולמי המדיניות המוניטרית התנהלה באופן שונה, שהושפע מגורמים שאינם נכללים במשוואת הריבית; בפרט גורמי סיכון מהכלכלה העולמית, וייסוף שער החליפין וצפי להשפעה ממתנת עתידית שלהם על המשק הישראלי, הביאו לריבית נמוכה יותר מזו הנגזרת מהמשוואה. ערב המשבר, בתחילת 2008, בנק ישראל הוריד את הריבית מתוך הערכה שתחול הידרדרות במצב הכלכלי בעולם, אף על פי שההרעה טרם התרחשה בפועל והמשתנים המופיעים

כלל טיילור הוא כלי פשוט, הנותן אינדיקציה לרמת הריבית המתאימה לתנאי המשק באמצעות מספר מצומצם של משתנים.

מתחילת 2008, ערב חרפת המשבר העולמי, קובעי המדיניות צפו כי ההתפתחויות בחו"ל ימתנו את הפעילות במשק המקומי, ועל כן הריבית המוניטרית הייתה נמוכה מזו הנגזרת מכלל טיילור.

¹⁶ גם ריבית בנק ישראל עצמה מושפעת מסביבת הריביות העולמית, אולם כאשר מוסיפים את רמת הריביות המוניטריות בעולם כמשתנה מסביר, הדבר אינו גורע מכוח ההסבר של ריבית בנק ישראל.

¹⁷ Taylor, J. B., 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, pp. 195-214.

¹⁸ ראו: אלקיים, ד., ארגוב, א., בורנשטיין, א., בנימיני, א., ברנע, ע., רוזנשטרום, ע., 2012. "מודל DSGE למשק הישראלי." בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון, מאמר מס' 2012.06.

¹⁹ כלל הריבית שהניב את התוצאות המוצגות באיור ג'-9:

$$i_t = 0.2 \times [r_t^{\text{fwd}} + \pi_t^T + 2.5 \times (\pi_t - \pi_t^T) + 0.8 \times \text{gap}_t + 0.1 \times \Delta S_t] + 0.8 \times i_{t-1}$$

כאשר: i_t - ריבית בנק ישראל, r_t^{fwd} - ריבית ריאלית לשנה פורוורד על אג"ח ממשלתיות, ממוצע 5-עד 10 שנים, π_t^T - יעד האינפלציה, π_t - ממוצע של (1) האינפלציה בפועל בארבעת הרבעים האחרונים ושל (2) הציפיות לאינפלציה לארבעת הרבעים הבאים, gap - פער התוצר הנמדד כסטייה של לוג התמ"ג ממגמת Hodrick-Prescott, ΔS - שיעור הפיחות הנומינלי האפקטיבי מול סל של ארבעת המטבעות החשובים: דולר (משקל 0.49), אירו (משקל 0.32), לירה סטרלינג (משקל 0.13), וין יפני (משקל 0.06).

להבדיל מהכלל המקורי, שנוסח ב-Taylor (1993), כלל הריבית הנידון מכיל את הריבית בפיגור, וכך הוא יוצר מנגנון להחלקת ריבית. כמו כן הכלל לעיל מאפשר לאומדן הריבית הריאלית הטבעית להשתנות על פני זמן. המוטיבציה לשני השינויים מקורה ב-Woodford (2001); Woodford מדגיש את היתרון שבמנגנון החלקת ריבית: העלאת ריבית בתקופה מסוימת מביאה לציפיות לריבית גבוהה יותר גם בתקופות הבאות, וכך האפקטיביות של המדיניות המוניטרית גוברת והשינויים הנדרשים בריבית מתונים יותר. דבר זה תורם ליציבות המשק. לבסוף, הוספת שער החליפין לכלל הריבית היא פרקטיקה מקובלת במודלים של משקים קטנים ופתוחים, כדוגמת המשק הישראלי.

Woodford, M., 2001. "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy." The American Economic Review 91(2), Papers and Proceedings, pp. 232-237.

בכלל תמכו בהעלאת ריבית ולא בהורדתה. על כן בשלב זה נוצר פער בין הריבית בפועל לבין הריבית הנגזרת מהכלל, וניתן לראות במדיניות הריבית שננקטה הקדמת תרופה למכה. כלומר, בנק ישראל הקדים את הורדות הריבית מתוך הערכה שההרעה בעולם תשפיע על המשק הישראלי, ומתוך הכרה בכך שהמדיניות המוניטרית משפיעה על הפעילות והמחירים בפיגור. גם לאחר שיאו של המיתון במשק המקומי, ברביע הראשון של 2009, סיכונים משמעותיים נותרו בעינם, ובפרט התפתח משבר החובות באירופה, משבר שאיים – ועדיין מאיים – על הפעילות הכלכלית המקומית. הצפי להתמתנות הפעילות בעולם, החשש מפני החרפת המשבר והשפעתו על המשק, לצד חוזקו של השקל היו מהגורמים לשמירה על רמת ריבית נמוכה. אם משבר החובות באירופה יידרדר, הריבית הנדרשת בישראל אכן תהיה נמוכה יותר; אולם כל עוד הסיכון אינו מתממש, סטייה כלפי מטה מכלל הריבית היא מתבקשת.

נוסף על גורמי הסיכון מהכלכלה העולמית יש להפנות את תשומת הלב לכך שעל אף הפער בין הריבית בפועל לזו המתקבלת מכלל הריבית, הן האינפלציה והן רמת הפעילות בשנה החולפת לא היו גבוהות. עובדה זו תומכת במדיניות המוניטרית שננקטה בפועל, מדיניות שניסתה להקדים תרופה למכה והייתה מרחיבה מזו שנגזרה מכלל הריבית. זאת משום שקביעת הריבית בהתאם לכלל הייתה מביאה לאינפלציה ולרמת פעילות נמוכות מאלה שהיו בפועל.



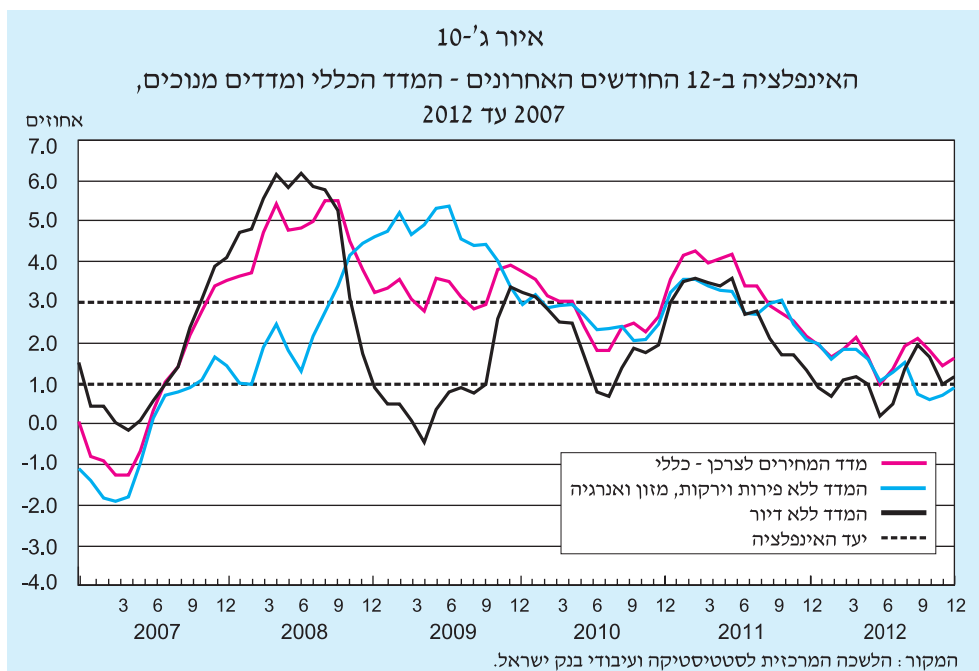
2. המחירים

א. התפתחות האינפלציה ורכיביה

שיעור השינוי של מדד המחירים לצרכן עמד ב-2012 על 1.6 אחוז, והוא נמצא בתחום יעד יציבות המחירים של הממשלה, יעד המשתרע משנת 2003 בין 1 ל-3 אחוז. לאורך השנה האינפלציה בשנים עשר החודשים הקודמים נעה בחלקו התחתון של תחום היעד, בהמשך למגמת ההתמתנות באינפלציה שהחלה באמצע השנה שעברה (איור ג'-10).

התפתחות דומה אפיינה את המדד בניכוי פירות וירקות, מזון ואנרגיה – היינו התמתנות בקצב עליית המחירים מאז אמצע 2011 – ובסוף 2012 המדד המנוכה הורה על אינפלציה נמוכה מעט מהגבול התחתון של היעד. נוח לנכות את הסעיפים הנידונים מהמדד כאשר

האינפלציה במדד המחירים לצרכן עמדה בשנת 2012 על 1.6 אחוז, בתחום היעד.



בוחנים את התפתחות האינפלציה במשק. זאת משום ששינויים במחירי הפירות והירקות משקפים בעיקר זעזועי היצע זמניים, ומחירי המזון והאנרגיה מושפעים מאוד מגורמים שלמדיניות המוניטרית יש רק השפעה מוגבלת על התפתחותם ולכן הם אינם משקפים את "סביבת האינפלציה" המקומית^{20,21}.

הסעיפים המרכזיים שעלו השנה בקצב מהיר מהמדד הכללי כוללים את הדיור (שכר דירה), אחזקת הדירה, והמזון (איור ג'-11). סעיף הדיור, הכולל בעיקר שכר דירה, עלה השנה ב-3.3 אחוזים ותורם 0.8 אחוזים למדד הכללי, כמחצית מסך עליית המחירים הכללית. זו השנה החמישית ברציפות שבה מדד הדיור עולה מעבר לשיעור עליית המדד הכללי²². העלייה בסעיף אחזקת דירה משקפת את התייקרות מחירי האנרגיה בעולם דרך השפעתם על מחירי החשמל, הגז והנפט והסולר לחימום. רכיבי המדד המושפעים ישירות ממחירי האנרגיה עלו השנה בשיעור חד של 6.5 אחוזים על אף התמתנותם בעולם. הסיבות המרכזיות לכך הן הפסקת יבוא הגז ממצרים והחלפתו בנפט, תשומה יקרה יותר, וכן פחות השקל יחסית לדולר במשך מרבית השנה. אספקת הגז ממאגר "תמר", הצפויה להתחיל במהלך 2013, תמתן בעתיד את מחירי האנרגיה המקומיים. סעיף המזון עלה השנה ב-4.0 אחוזים במקביל לעליית מחירים דומה בעולם.

התפתחות מדדי הליבה הייתה דומה להתפתחות המדד הכללי – התמתנות בקצב העלייה מאז אמצע 2011.

הסעיפים העיקריים שתרמו במהלך השנה לעלייתו של מדד המחירים לצרכן היו הדיור (שכר דירה), אחזקת הדירה והמזון.

²⁰ במסגרת בחינת המדדים המנוכחים מקובל להפחית גם את מדד הדיור מכיוון שבעבר התנודות בו שיקפו בעיקר את תנודות שער החליפין, ופחות את סביבת האינפלציה, וזאת עקב הנוהג לנקוב מחירי שכר דירה בדולרים. עם התחזקות השקל בשנים האחרונות דעך נוהג זה, ובמהלך שנת 2012 כ-97 אחוזים מהחוזים היו נקובים בשקלים. כתוצאה מכך פחתה התנודתיות במדד הדיור, ולכן סביר להניח שהוא משקף טוב יותר את סביבת האינפלציה גם בטווח הקצר. נראה אפוא שפחת הצורך להפחית את מדד הדיור מהמדד הכללי.

²¹ דיון במדדים לאינפלציית הליבה, ובשיקולים לניכוי סעיפים שונים מהמדד הכללי, מופיע אצל: ריבון, ס., 2010, "מדדים לאינפלציית הליבה בישראל", סקר בנק ישראל 84, 125-169.

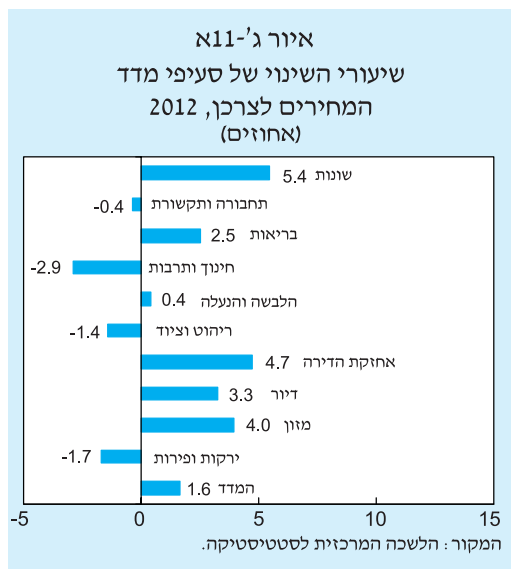
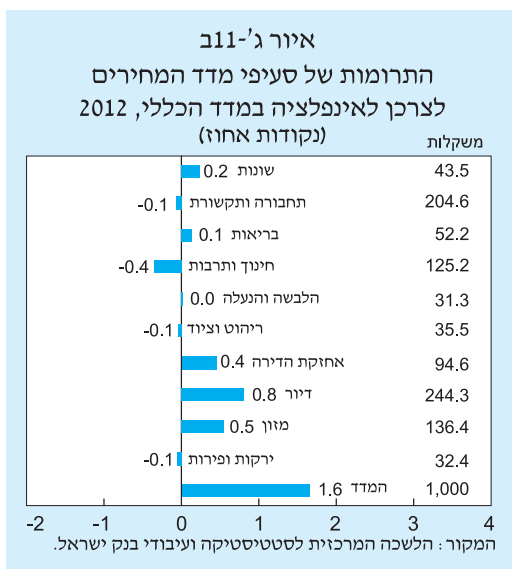
²² דיון בהתפתחויות בשוק הדיור מופיע בפרק זה, חלק 1 (המדיניות המוניטרית), סעיף ב' (5).

לוח ג'-3
התפתחות המחירים לפי רכיבים שונים, עד 2012

המקופה	המחירים לצרכן	ינקות ופירות	מזון	דיר	אחזקת דירה	רצוד וצוד	הלכשה והנעלה	תרבות ובידוד	בריאות ותקשורת	שונות	מדד האנרגיה ¹	המדד ללא		המדד מנוכה שונות ²
												אנרגיה	מדד	
2007	3.4	7.0	6.3	1.9	6.1	0.6	-0.7	1.5	1.9	4.2	1.3	14.4	1.9	0.4
2008	3.8	-2.0	9.1	12.1	3.9	-2.5	-3.0	1.6	1.8	-2.0	2.2	-9.5	4.2	0.3
2009	3.9	8.4	1.1	5.6	5.2	-1.2	-4.4	1.4	2.5	6.5	4.5	13.0	3.6	0.4
2010	7.2	16.0	2.0	9.4	2.1-	-2.8	4.5	1.5	0.6	2.0	3.2	-0.4	3.1	0.2
2011	2.2	-8.1	2.3	1.5	9.3	-0.4	2.1	-0.3	2.6	1.7	1.3	9.2	1.6	0.2
2012	6.1	-1.7	4.0	3.3	7.4	-1.4	0.4	-2.9	2.5	-0.4	5.4	6.5	0.8	0.4
(שעור השינוי החורשיים, אחוזים)														
2012	0.0	-1.9	0.5	0.3	0.5	-0.2	-7.7	-0.5	0.4	0.4	1.4	0.9	-0.2	0.4
ינואר	0.0	3.2	0.2	0.0	0.3	0.1	-5.6	0.2	-0.2	0.4	-0.1	1.7	-0.2	0.3
פברואר	0.0	-1.0	0.1	0.4	0.1	0.4	-0.2	0.3	0.2	1.1	-0.1	2.3	0.3	0.4
מרץ	0.9	0.1	0.0	0.8	2.4	-0.9	6.6	0.5	0.2	0.9	-0.4	3.0	0.8	0.2
אפריל	0.0	3.8	-0.4	0.3	0.1	-0.5	1.0	0.1	0.1	-0.8	0.2	-1.0	0.2	-0.2
מאי	-0.3	-5.9	0.0	0.1	-0.1	-0.3	4.0	-0.1	0.5	-1.1	0.2	-1.7	-0.2	-0.4
יוני	0.1	1.3	-0.6	1.0	0.2	-0.7	-8.3	0.3	0.9	0.3	0.1	-1.4	0.4	-0.2
יולי	1.0	7.9	0.9	1.1	0.4	0.6	-6.0	1.3	-0.1	1.3	3.4	3.3	0.9	1.0
אוגוסט	0.0	2.7	0.9	-0.1	0.6	0.6	-0.9	-3.6	0.3	0.7	0.1	4.4	-0.6	0.4
ספטמבר	-0.2	-2.4	1.0	-0.8	0.2	0.3	5.5	-0.2	0.5	-1.0	0.3	-2.0	-0.2	-0.3
אוקטובר	-0.5	-7.2	0.8	-0.2	-0.1	-0.1	3.7	-0.8	0.1	-1.3	0.2	-2.4	-0.5	-0.2
נובמבר	0.2	-1.4	0.6	0.4	0.1	-0.7	10.5	-0.3	-0.3	-1.1	0.2	-0.4	0.2	0.3
דצמבר														

1) רכיב האנרגיה כולל דלק ושמים לרכב וששמל, גז וסולר לצרכיה ביהות.
2) כפי שמחשבים זאת בחטיבת המחקר בבנק ישראל. (ראו חובה 1 בדרך האנפלציה לרביע הראשון של 2010).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



הסעיפים העיקריים שמיתנו במהלך השנה את עלייתו של מדד המחירים לצרכן היו החינוך והתרבות וסעיף התקשורת.

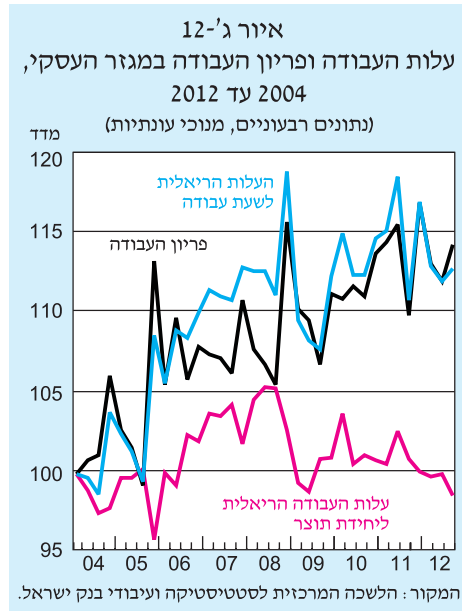
ב. גורמי הרקע להתפתחות המחירים

התפתחות המחירים
השנה תאמה את ההאטה
בקצב ההתרחבות של
המשק.

גם משוק העבודה לא
ניכרו השנה לחצים
לעליית מחירים.

גם משוק העבודה לא
ניכרו השנה לחצים
לעליית מחירים.

²³ התמורה לעבודה היא עלות העסקת העובדים, והיא כוללת בעיקר תשלומי שכר והפרשות סוציאליות.



בקצב שנתי ממוצע של כשני אחוזים (איור ג'-12). במקביל לכך התמורה הריאלית לעבודה גדלה בתקופה זו בשיעור דומה, ועל כן במהלך העשור האחרון לא ניכרו קשיחויות שיצרו חוסר איזון מתמשך בשוק העבודה. בתדירות של מחזורי עסקים התמורה לעבודה סוטה מהפריון, אם כי במידה לא גדולה, וסטיות אלה יכולות ליצור לחצים שיתבטאו בעליית מחירים בשיעור גבוה או נמוך משיעור עלייתם ארוך הטווח, וזאת בהתאם לכיוון הסטיות זמן מה אחר כך. כך למשל, בתקופת הגאות שקדמה למשבר בסוף 2008 התמורה לעבודה הייתה גבוהה מהפריון, ובסוף תקופה זו האינפלציה בפועל חרגה מהיעד; בזמן המשבר הפריון היה נמוך מהתמורה לעבודה ובמקביל האינפלציה התמתנה

מאוד; ובזמן ההתאוששות מהמשבר התמורה לעבודה שוב עלתה על הפריון ואיתה גברו גם הלחצים לעליית מחירים²⁴. בסוף השנה שעברה נסגר הפער בין הפריון והתמורה לעבודה, ומאמצע 2012 התמורה לעבודה נמוכה מהפריון. על כן נראה שההתפתחויות בשוק העבודה נמנו עם הגורמים שמיתנו את עליות המחירים השנה.

אם לעבור מגורמים מחזוריים לגורמים מבניים, בעשור האחרון שיעור האבטלה מצוי במגמת ירידה, ותופעה זו מרמזת על ירידה מבנית בשיעור האבטלה²⁵, ועל כן על לחצים נמוכים יותר לאינפלציה מכיוון שוק העבודה, שכן היא מגדילה את כושר הייצור הפוטנציאלי של המשק. בפירוט, כאשר האבטלה המבנית נמוכה, אפשר להיענות ביתר קלות לגידול בביקושים באמצעות הגדלת הייצור ע"י הרחבת התעסוקה, ולכן הלחץ לעליית מחירים פוחת. נראה אפוא שבשוק העבודה גם הכוחות המחזוריים וגם הכוחות המבניים פעלו להתמתנות האינפלציה. דיון נוסף על שוק העבודה מופיע בפרק ה'.

שער החליפין משפיע על האינפלציה דרך השפעתו על מחירי המוצרים המיובאים: מחירי היבוא נקובים לרוב במטבע חוץ, ותנודות בשער החליפין משפיעות על העלות השקלית שהיבואנים צריכים לספוג; מחיר זה מתגלגל אל הצרכן הסופי, אם דרך השפעה ישירה על מחיר המוצר הסופי ואם דרך השפעתו על עלויות הייצור²⁶. לפי אומדן חטיבת המחקר, התמסורת משער החליפין אל המחירים לצרכן נעה בין 0.1 ל-0.35; כלומר פיחות

²⁴ דירוג פריון העבודה לעומת התמורה לה מניח שבתחילת 2004 הלחצים לאינפלציה משוק העבודה היו מאוזנים. זוהי הנחה סבירה לאור העובדה שבנקודה זו המשק נמצא בין המיתון של שנות האינתיפאדה לבין הצמיחה שבאה אחריה. בחירת נקודת איזון אחרת תשנה מעט את עיתוי הדירוג בין שתי הסדרות אך לא את מגמת הפער ביניהן.

²⁵ ניתוח של הירידה בשיעור האבטלה המבנית בישראל מופיע אצל: Yakhin, Y., Presman, N., 2013. "A Flow-Accounting Model of the Labor Market: An Application to Israel." Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper. Forthcoming.

²⁶ תנודות בשער החליפין הנומנילי יכולות להפעיל על המחירים המקומיים השפעה עקיפה גם מצד הביקוש, וזאת במידה שתנודות אלה מתבטאות גם בשער החליפין הריאלי. כך למשל, בעקבות פיחות ריאלי המוצרים המקומיים נעשים זולים יחסית למוצרי חו"ל; הדבר מגביר את הביקוש העולמי למוצרים המקומיים ומביא ללחץ לעליית המחירים המקומיים תוך שחיקת הפיחות הריאלי הראשוני.

לוח ג'-4

מחירי היבוא, שער החליפין והמחירים לצרכן, 2007 עד 2012

(שיעורי השינוי באחוזים)

מחירי היבוא בדולרים	מחירי היבוא בשקלים ¹					מדד					
	מוצרי	התשומות לייצור	שער הדולר	מוצרי	התשומות לייצור						
							מוצרי	התשומות לייצור			
התקופה	הצריכה	ההשקעה	ללא דלק	דלק	התקופה	הצריכה	ההשקעה	ללא דלק	דלק	לצרכן	
(לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)											
2007	3.4	3.7	8.7	13.1	-7.8	-4.6	-4.4	0.3	3.9	0.5	
2008	8.8	2.7	10.8	43.1	-12.7	-5.0	-10.4	-3.3	24.4	4.6	
2009	-3.5	-2.1	-12.0	-37.4	9.6	5.7	7.3	-3.5	-31.2	3.3	
2010	3.0	-1.2	4.2	25.4	-5.1	-2.2	-6.2	-1.1	19.5	2.7	
2011	7.5	3.3	9.5	39.3	-4.1	3.0	-1.0	4.9	33.5	3.5	
2012	-2.8	-2.8	-3.6	-5.3	7.8	4.8	4.8	3.9	2.1	1.7	
(לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרביע האחרון)											
2007	4.7	4.5	10.2	48.1	-7.4	-3.1	-3.2	2.0	37.2	2.8	
2008	5.5	-2.5	2.3	-21.5	-3.2	2.1	-5.7	-1.0	-24.0	4.6	
2009	-1.6	3.0	-5.9	8.5	-1.3	-2.9	1.6	-7.1	7.0	3.6	
2010	4.9	-1.1	4.6	15.0	-3.9	0.9	-4.9	0.5	10.6	2.5	
2011	2.5	0.2	4.6	29.3	2.8	5.4	3.0	7.6	33.0	2.5	
2012	-1.2	-1.2	-2.3	-5.7	3.2	1.9	2.0	0.8	-2.7	1.6	
(לעומת הרביע הקודם)											
2010	I	0.3	-2.0	-0.6	3.8	-0.8	-0.5	-2.8	-1.4	3.0	-0.7
II	-0.9	-2.3	-0.2	1.9	1.3	0.4	-1.1	1.1	3.3	1.2	
III	1.8	1.3	1.0	-1.2	0.3	2.1	1.6	1.3	-0.9	1.2	
IV	3.7	2.1	4.4	10.0	-4.6	-1.1	-2.6	-0.4	4.9	0.8	
2011	I	2.6	0.8	3.3	19.5	-0.5	2.0	0.3	2.7	18.9	0.7
II	2.8	2.5	4.0	14.4	-4.4	-1.7	-2.1	-0.6	9.3	1.3	
III	-0.3	-0.8	-0.5	-1.9	3.1	2.8	2.2	2.6	1.2	0.4	
IV	-2.5	-2.2	-2.1	-3.7	4.9	2.3	2.6	2.7	1.1	0.1	
2012	I	-0.8	-0.6	-2.6	0.0	1.3	0.5	0.7	-1.3	1.4	0.1
II	-0.4	-0.6	0.2	-5.8	1.4	1.0	0.8	1.7	-4.5	1.0	
III	-1.1	-1.4	-1.4	-2.2	4.3	3.2	2.9	2.8	2.0	0.6	
IV	1.1	1.4	1.4	2.4	-3.7	-2.6	-2.4	-2.3	-1.4	-0.1	

(1) מחירי היבוא בדולרים מוכפלים בשער החליפין של השקל מול הדולר.

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

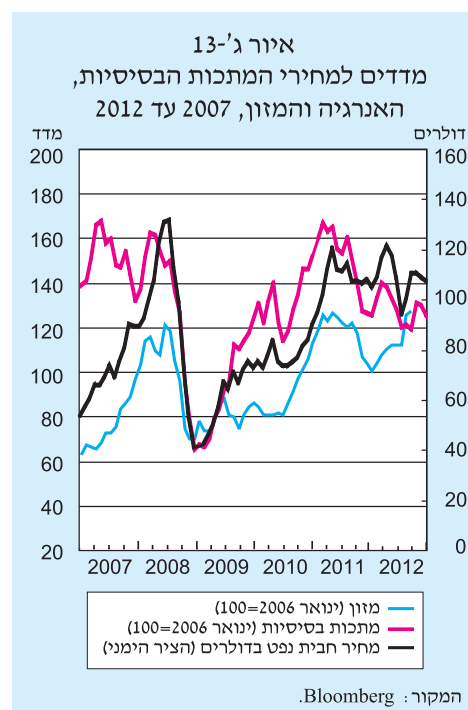
של אחוז אחד בשער החליפין מעלה את המחירים לצרכן במהלך השנה העוקבת בשיעור שבין 0.1 ל-0.35 אחוז, תלוי בסיבות לפיחות – עלייה בפרמיית סיכון, ירידה בפער הריביות מול חו"ל או ירידה בביקוש ליצוא²⁷. במהלך השנה ירדו המחירים הדולריים של מוצרי היבוא בכל שימושיהם – צריכה, השקעה ותשומות ייצור – אולם פיחות השקל מול הדולר בשלושת הרבעים הראשונים של השנה הביא לעליית מחירים שקלית של מוצרי היבוא (לוח ג'-4). לפי אומדן חטיבת המחקר, כ-27 אחוזים מסל הצריכה המקומי הוא מיובא, או לפחות סחיר²⁸. ב-2012 רכיב זה במדד המחירים לצרכן עלה ב-3.1 אחוזים ותרומתו לאינפלציה הכללית הייתה כ-0.8 אחוזים. פיחות שער החליפין לאורך מרבית השנה נמנה עם הגורמים שמשכו את המדד הכללי מעלה.

סחורות אחרות (commodities) מהוות חומר גלם בייצור ועל כן התפתחות מחיריהן משפיעה על עלויות הייצור ודרכן על המחירים במשק. להוציא את מחירי המזון, מחירי הסחורות ירדו השנה (איור ג'-13). החששות ממיתון באירופה, השפעות "הצוק הפיסקלי" על כלכלת ארה"ב והאטת הצמיחה בסין הפעילו השנה לחצים כלפי מטה על מחירי הסחורות. בניגוד למגמה זו, מחירי המזון בעולם עלו בשיעור ניכר באמצע השנה, ועל רקע זה עליית מחירי המזון בארץ התרכזה בעיקר במחציתה השנייה של השנה. בסיכומה של השנה מחירה של חבית נפט (בדולרים) לא היה שונה מאוד מהמחיר בתחילתה, על אף התנודתיות

הרבה. בנוגע לארץ, מחירי האנרגיה עלו הן משום שלאורך מרבית השנה חל בשקל פיחות ביחס לדולר, והן עקב הפסקת יבוא הגז ממצרים שבעטייה יובאו דלקים יקרים יותר לצורך ייצור חשמל. לסיכום, להוציא את מחירי המזון, התפתחות מחירי הסחורות בעולם תמכה בהתמתנותה של האינפלציה המקומית.

הריבית המוניטרית משפיעה על האינפלציה דרך השפעת הריבית הריאלית על הביקושים וכן דרך השפעה על שער החליפין ומחירי סחר החוץ. ההשפעה שהשינויים בריבית המוניטרית מפעילים על האינפלציה חלה בעיקרה בפיגור של כחצי שנה. לכן הורדת הריבית, החל מסוף השנה שעברה, מיתנה השנה את הירידה של סביבת האינפלציה, וסביר להניח שאלמלא הורדת הריבית, האינפלציה בפועל הייתה נמוכה יותר.

להוציא את מחירי המזון, מחירי הסחורות האחרות בעולם תרמו לירידת עלויותיהם של חומרי הגלם ועל כן תמכו בהתמתנות המחירים המקומיים.



הורדת הריבית החל מסוף 2011 מיתנה את הירידה של סביבת האינפלציה במהלך השנה.

²⁷ האומדן מבוסס על: Argov, E., Barnea, A., Binyamini, A., Borenstein, E., Elkayam, D., Rozenshtrom, I., 2012. "A DSGE Model for Analysis of the Israeli Economy (MOISE)." Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No. 2012.06.

²⁸ יש לציין שחלק ממחיריהם של מוצרים סחירים מושפע גם מגורמים בלתי סחירים, כמו עלויות אחסנה, שכר דירה, הובלה וכו'.

3. מצרפי הכסף

כאשר במשטר המוניטרי משתנה המדיניות המרכזי הוא הריבית הנומינלית, היצע הכסף גמיש לחלוטין וכמות הכסף נקבעת על פי ביקוש הציבור לנזילות, בהתאם לריבית ולתנאי השוק.

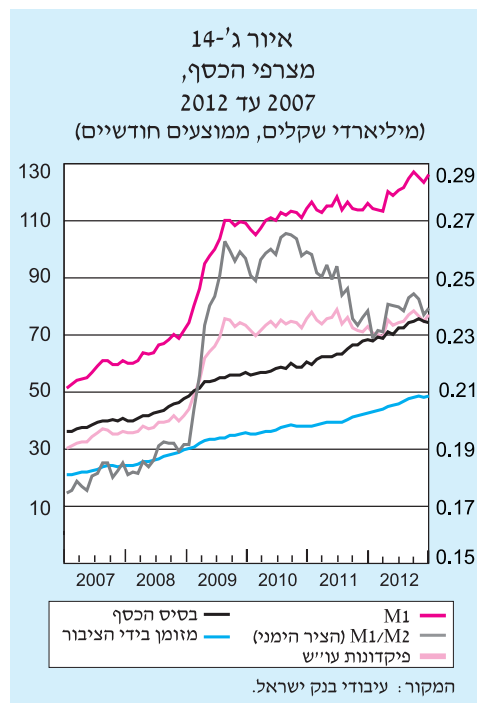
ירידת הריבית החדה, בעקבות המשבר העולמי בסוף 2008, ניכרת היטב בהתפתחות כמות הכסף, $M1$ (איור ג'-14). המצרף $M1$ כולל את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העו"ש, והוא גדל במהלך 2009 בכ-52 אחוזים (ממוצע דצמבר 2009 לעומת ממוצע דצמבר 2008). עלייה זו נבעה בעיקר מגידול של פיקדונות העו"ש, ופחות מהרחבת היקף המזומן שבידי הציבור, וזאת משום שפיקדונות העו"ש שימשו כאמצעי חיסכון בגלל הריבית הנמוכה בשווקים. כלומר פיקדונות העו"ש שימשו תחליף לפיקדונות נושאי ריבית לטווח קצר, היות שבאלה האחרונים הריבית הגיעה לשיעור אפסי; תמיכה במסקנה זו מתקבלת מעליית שיעורו של המצרף $M1$ במצרף $M2$ (איור ג'-14). האחרון כולל, נוסף על $M1$, גם פיקדונות לא צמודים עד שנה. לכן עליית שיעורו של $M1$ במצרף $M2$ מצביעה על כך שבתקופה הנידונה הציבור החליף, במידה מסוימת, פיקדונות נושאי ריבית בפיקדונות עו"ש כאמצעי לשמירה על ערך נכסיו.

הגידול החד בנזילות לא לווה בעלייה של האינפלציה, אף על פי שהתיאוריה הכלכלית צופה כי לרוב יתקיים מתאם חיובי בין כמות הכסף למחירים, לפחות בטווח הארוך. בכדי להבין מדוע הגידול בנזילות לא לווה בעליית מחירים בסדר גודל דומה, חשוב לפרוט לרכיבים את סך הביקוש לנזילות. שני מניעים עיקריים יוצרים את הביקוש לנזילות: עניין בביצוע עסקאות ועניין בשמירת ערך לטווח קצר, בעיקר בהיעדר אפיקי חיסכון מושכים.

מניע העסקאות הוא הרכיב שיוצר את הקשר בין הנזילות למחירים. בזמני גאות במשק הביקוש המצרפי למוצרים ושירותים גדל ומפעיל על המחירים לחץ כלפי מעלה. במקביל לכך היקף הפעילות במשק עולה, ועל מנת לקיימו יש צורך בנזילות רבה יותר לצורך ביצוע העסקאות. כך נוצר המתאם החיובי בין נזילות למחירים.

בנוגע לעניין שמירת ערך, רכיב זה רגיש יותר לגובה הריבית. כאשר הריבית גבוהה, להחזקת מזומן בפיקדונות עו"ש יש עלות אלטרנטיבית משמעותית: מאחר שפיקדונות אלה אינם נושאים ריבית, ערוץ זה אינו שומר ביעילות על ערך הרכוש שבידי הציבור. לעומת זאת, בזמנים בהם הריבית נמוכה, העלות האלטרנטיבית קטנה, ובתוספת עלויות עסקה כדאיותן של האלטרנטיבות פוחתת

על רקע החרפת המשבר העולמי בסוף 2008, הורדת הריבית החדה, הביאה לעלייה ניכרת בכמות הכסף ($M1$) תוך תחלופה בין $M1$ ל- $M2$.



לוח ג'-5

שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2007 עד 2012

(סוף תקופה, ממוצע חודשי, השינוי באחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד)

	3+4+5+6=7	6	5	4	1+2=3	2	1	
			פז"ק ³ עד 3 חודשים	פז"ק ³ עד שנה	פז"ק ⁴ עד שנה	מזומנים בידי פיקדונות ע"ש	הציבור	בסיס הכסף
2007	14.4	13.7	10.9	14.2	17.7	19.5	15.0	13.6
2008	13.5	13.3	12.0	12.5	17.5	14.6	21.8	16.7
2009	13.6	40.2	1.8	-4.4	52.1	75.3	19.6	19.9
2010	3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.2	7.6	6.3
2011	10.5	4.5	25.4	14.5	1.6	-3.4	11.5	12.3
2012	8.2		8.5	8.0	8.6	5.8	13.4	9.2
2010								
I	5.1	2.4	-1.2	-1.2	24.8	32.1	12.6	11.3
II	3.9	-2.2	11.7	1.9	10.1	10.3	9.6	7.2
III	0.9	-6.3	26.3	-1.5	3.0	-0.9	11.4	7.0
IV	3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.2	7.6	6.3
2011								
I	7.4	-2.6	27.6	9.1	4.9	3.2	8.2	9.2
II	9.3	-6.6	27.7	13.0	7.6	7.8	7.2	9.4
III	13.3	5.8	20.0	22.1	0.6	-2.7	7.0	10.9
IV	10.5	4.5	25.4	14.5	1.6	-3.4	11.5	12.3
2012								
I	8.9	2.0	19.6	13.4	0.6	-6.2	13.6	10.7
II	7.9	5.9	12.2	10.9	1.8	-5.6	16.6	13.8
III	7.2	-0.9	7.9	7.8	11.2	8.2	16.4	12.3
IV	8.2		8.5	8.0	8.6	5.8	13.4	9.2

(1) M1=מזומן ופיקדונות ע"ש.

(2) M2=M1 + פז"ק + פיקדונות עד שנה בשקלים.

(3) פיקדון לזמן קצוב.

(4) פיקדון חור קרדיטורי - פיקדון יומי נויל.

המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

עוד יותר²⁹. נוסף על כך, אם הריבית עולה במועד מוקדם מזה שהשווקים צופים, הדבר יביא להפסדי הון בנכסים נושאי ריבית, ועל כן גורם זה מקטין עוד יותר את העלות האלטרנטיבית הכרוכה בהחזקת נזילות.

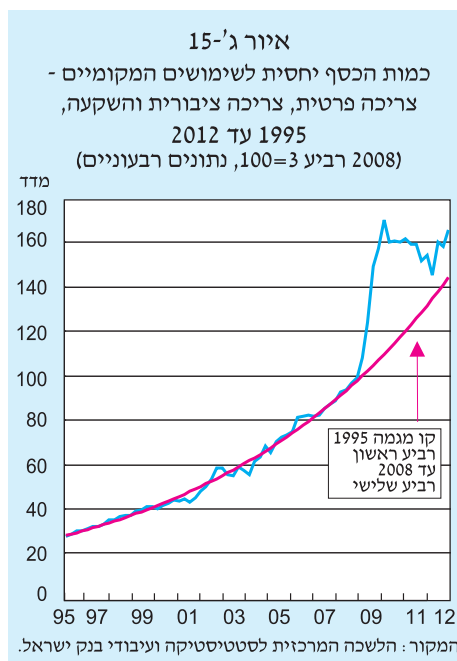
עם הורדת הריבית לרמה אפסית, במהלך 2009, הגידול בכמות הכסף – ובנזילות בכלל – נבע מהיעדר אפיקי חיסכון מושכים, ולא מצורך חריג בנזילות לשם ביצוע עסקאות; לכן הגידול החד בכמות הכסף לא השתקף בעליית מחירים כללית בשיעור דומה, שכן הנזילות לא נועדה למימון ביקושים. על כך מעידה התפתחות כמות הכסף יחסית

²⁹ ראו לציון שגם הרכיב הראשון בביקוש לכסף - הרכיב הנובע ממניע העסקאות - מגיב לשינויים בריבית, אולם רגישותו אליה נמוכה מזו של הרכיב המונע משמירת ערך. זאת משום שנכסים נושאי ריבית לרוב אינם יכולים למלא את התפקיד שממלא הכסף בביצוע עסקאות, ואילו לצורך שמירת ערך הם מהווים תחליף טוב עבורו.

הגידול החריג בכמות הכסף לא לווה בעלייה דומה של האינפלציה, מכיוון שהוא נבע מהיעדר אפיקי חיסכון מושכים ולא מביקוש לנזילות לצורך ביצוע עסקאות.

לשימושים המקומיים במחירים קבועים – הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית וההשקעות (איור ג'-15). עם פרוץ המשבר יחס זה עלה עלייה חדה אל מעבר למגמתו ערב המשבר, וזאת מבלי שניכרו במשק לחצים אינפלציוניים בשיעור דומה. על כן ניכר שגידולה של כמות הכסף לא חלחל אל הביקושים המקומיים. עם התאוששות הפעילות הכלכלית היחס בין כמות הכסף לשימושים חוזר למגמתו לפני פרוץ המשבר, אף כי קצב ההתאמה איטי והורדות הריבית האחרונות מעכבות את התהליך. השוואת התפתחות כמות הכסף יחסית לתוצר מעלה תמונה דומה.

קצב הגידול של כמות הכסף השנה היה גבוה יחסית לשנתיים האחרונות, ובדצמבר 2012 כמות הכסף הייתה גבוהה בכ-8.5 אחוזים בממוצע לעומת דצמבר 2011. הורדות הריבית במהלך השנה תמכו בקצב גידול מהיר יחסית של אמצעי התשלום. עם זאת, ועל אף ההתרחבות המהירה של כמות הכסף השנה, ניכר כאמור כי מצרפי הכסף חוזרים לתוואי התפתחותם ערב המשבר.



4. המקורות לשינוי בבסיס הכסף

הכלי העיקרי של המדיניות המוניטרית הוא הריבית הנומינלית הקצרה. הריבית היא עלותה האלטרנטיבית של החזקת נזילות, ועל כן שינויים בריבית משפיעים על הביקוש לנזילות ועל כמותה בשווקים. חלק הנזילות שלבנק ישראל יש השפעה ישירה עליו הוא בסיס הכסף, היינו סך השטרות והמעות במחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל³⁰.

לבנק ישראל מספר כלים שבאמצעותם הוא סופג נזילות מהשווקים או מזרים אותה אליהם, ביניהם המכרזים המוניטריים לבנקים, הנפקת מק"ם ומסחר בנכסים שונים (למשל מט"ח ואג"ח). המכרזים המוניטריים מתוכננים כך שיתמכו בריבית שקבע הבנק; משמע שהיצע הנזילות הוא גמיש לחלוטין בגובה הריבית שנקבעה על ידי המדיניות המוניטרית. גם פעולות הממשלה משפיעות על בסיס הכסף. חשבונות הממשלה מתנהלים בבנק ישראל, וזאת על פי חוק בנק ישראל. כל משיכה או הפקדה של הממשלה בבנק משפיעה על בסיס הכסף. אם כתוצאה מפעולות אלה נוצרים, בריבית הקיימת, עודפי נזילות זמניים בשווקים, הם יחזרו לבנק ישראל דרך פיקדונות הבנקים המסחריים או דרך ספיגה של גידול

³⁰ גם פיקדונות העו"ש של הציבור הם חלק מהנזילות במשק, אך לבנק ישראל יש רק השפעה עקיפה על היקפם, וזאת באמצעות חובת הנזילות המוטלת על הבנקים המסחריים.

לוח ג'-6 המקורות לשוניי בבסיס הכסף, עד 2007

(מיליוני ש"ח)

	2012									
	IV	III	II	I	2012	2011	2010	2009	2008	2007
1. הזרמת הממשלה והסוכנות	2,493	-1,714	-672	-9,238	-9,131	-2,142	1,418	-14,195	-17,371	-10,809
מזדה: הממשלה	2,407	-1,856	-850	-9,366	-9,665	-2,611	598	-14,949	-18,470	-11,977
2. המרות מטבע חוץ ¹	-62	-111	-3	-58	-234	15,901	43,064	78,216	43,034	-870
מזדה: בנק ישראל	0	0	0	0	0	16,169	43,752	77,413	43,995	0
3. סך הכול (1+2)	2,431	-1,825	-675	-9,296	-9,365	13,759	44,482	64,021	25,663	-11,679
4. הזרמת בנק ישראל	-4,224	1,298	6,080	6,891	10,045	-7,495	-32,962	-58,855	-17,305	15,694
מזדה: הלואאה מוניטרית	0	0	0	0	0	0	-420	420	0	-7,500
מק"ם	6,100	7,610	-3,288	-2,274	8,148	16,651	-47,269	4,960	8,847	23,729
החלף	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
פז"ק בנקים	-11,000	-7,000	8,625	8,375	-1,000	-27,635	13,135	-63,189	-28,011	-300
ריבית ²	527	540	599	636	2,302	2,894	1,255	421	14	21
רכישות אג"ח	0	0	0	0	0	0	0	18,000	0	0
ריפז	0	0	0	0	0	0	0	-2,009	1,974	-6
5. סך כל השוניי בבסיס הכסף	-1,982	-490	5,427	-2,208	747	6,079	11,509	5,141	8,280	3,979

(1) סעיף זה כולל, בין היתר, תקבולים ותשלומים של בנק ישראל הממשלה במטבע חוץ למגזר הפרטי, בנק תשלומי מט הכנסה, תשלומים אלה אינם משנים את בסיס הכסף, הם מופיעים בסעיף הזרמת הממשלה וכן בסעיף זה, בסיומן הנגדי.

(2) ללא מק"ם.

המקור: נתוני חשבות בנק ישראל.

הביקוש למק"ם. באופן דומה, מחסור בנזילות יתבטא במשיכה של הבנקים מפיקדונותיהם ובירידת הביקוש למק"ם.

עד המשבר ב-2008 פעילות הממשלה נמנחה עם הגורמים העיקריים שהשפיעו על בסיס הכסף (לוח ג'-6). בשנים 2008 עד אמצע 2011, עם המעבר לרכישות מט"ח – וב-2009 גם כתוצאה מרכישות אג"ח ממשלתיות – נדרש הבנק לקזז את השפעותיהן של פעולותיו הוא על בסיס הכסף; זאת מפני שהרכישות הזרימו לשוק עשרות מיליארדי שקלים בכל שנה, וללא ספיגתם בחזרה היה נוצר לחץ על הריבית הקצרה. לחץ זה מצדו היה מוריד את הריבית הקצרה לרמה נמוכה מזו שקבע בנק ישראל. בשנים 2009 ו-2011 עיקר הספיגה נעשה באמצעות פיקדונות הבנקים, ובשנת 2010 ספיגת הנזילות התבצעה באמצעות הנפקת מק"ם.

מאז אמצע 2011 בנק ישראל אינו מתערב בשווקים הפיננסיים באמצעות רכישות נכסים, ועל כן אינו נדרש לספוג את השפעתו על בסיס הכסף, אלא רק את השפעתה של הממשלה, כפי שהיה לפני 2008. במהלך השנה הפקדות הממשלה בבנק ישראל צמצמו את בסיס הכסף בכ-9 מיליארדי ש"ח. כנגד סכום זה בנק ישראל הזרים חזרה נזילות לשווקים בעיקר דרך הקטנת יתרת המק"ם המונפקת (לוח ג'-6). בסיכומה של השנה בסיס הכסף גדל בשיעור מינורי, במיוחד בהשוואה לשנים האחרונות, וזאת על אף הורדות הריבית במהלך השנה.

בשנים 2008 עד אמצע 2011 בנק ישראל ספג את עודפי הנזילות שנוצרו מרכישות המט"ח שהוא ביצע באמצעות פיקדונות הבנקים והנפקת מק"ם.

השנה חל גידול מינורי בבסיס הכסף יחסית לשנים קודמות.