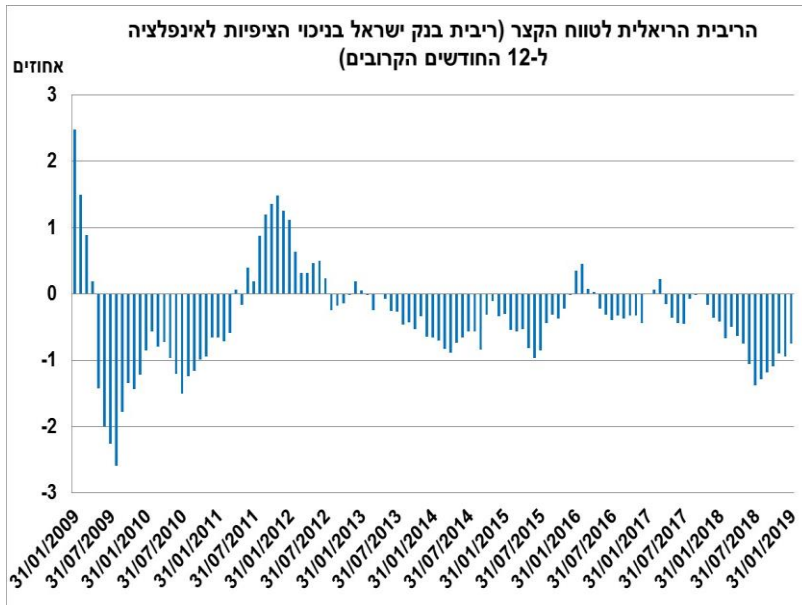


27/02/2019

## השבוע במאקרו

הוועדה המוניטארית הותירה את הריבית ברמה של 0.25%; המשך תהליך העלאות הריבית צפוי להיות איטי וזהיר



הוועדה המוניטארית החליטה, בישיבתה מה-25.2.19, להותיר את ריבית בנק ישראל, כצפוי, ללא שינוי, ברמה של 0.25%. בנוסף, צוין בהודעה כי "הוועדה מעריכה שתוואי העלאות הריבית בעתיד יהיה הדרגתי וזהיר, באופן שיתמוך בתהליך שבסופו האינפלציה תתייצב בסביבת מרכז תחום היעד, ובפעילות הכלכלית". כלומר, המשך העלאות הריבית מצד בנק ישראל בראשות הנגיד הנוכחי, ובהתאם למסגרת המדיניות הנוכחית של "יעד יציבות מחירים", צפוי להיות איטי וזהיר, באופן שלא יכביד על הפעילות הכלכלית במשק מצד אחד, בפרט בתקופה בה הביקושים העולמיים במגמת התמתנות, ובאופן שלא יפגע בחזרתה והתייצבותה של האינפלציה בתחום יעד יציבות המחירים (1%-3%) מהצד השני. הנימוקים להחלטת הריבית כללו, בין היתר, את הנתונים הבאים:

1. הערכת בנק ישראל ש"סביבת האינפלציה" מצויה כיום בסביבת הגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1%-3%), והיא צפויה להישאר בסביבה זו גם בחודשים הבאים. בהודעה צוין כי האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים חזרה לתוך תחום היעד בינואר (1.2%), ציפיות האינפלציה לשנה הקרובה מצויות בסביבת הגבול התחתון של היעד (סביב 1%), וציפיות האינפלציה לטווח הבינוני-ארוך עלו מעט לכיוון מרכז היעד (סביב 2%). עם זאת, צוין כי שער החליפין התחזק בהשוואה לרמתו מהישיבה הקודמת, התפתחות אשר צפויה להקשות על התבססות האינפלציה במרכז תחום היעד (סביב 2%), הקיים במסגרת המדיניות הנוכחית של "יעד יציבות מחירים". נתונים אלה אינם תומכים בהעלאת ריבית.

2. צוין כי ברביע הרביעי אשתקד הכלכלה המקומית שבה לצמוח בקצב דומה לפוטנציאל (כ-3%), זאת לאחר שני רביעים רצופים של קצב צמיחה איטי יחסית. במבט קדימה, בבנק ישראל מעריכים כי קצב התרחבות הפעילות הכלכלית צפוי להישאר בסביבה דומה, ולהערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל השנים 2019-2020 צפויות להסתכם בצמיחה של כ-3.5%; בנוסף, צוין כי בחודשים האחרונים שיעור האבטלה עלה מעט ושיעור המשרות הפנויות ירד, אך יש להמתין לנתוני החודשים הבאים בכדי לקבוע אם מדובר בשינוי מגמה של ממש.

### הריבית הריאלית לטווח קצר עדיין שלילית- האם תואמת את מצב המשק?

החלטת בנק ישראל שלא לשנות את הריבית, לצד סביבת האינפלציה הקרובה לאחוז, משמעותה ריבית ריאלית שלילית לטווח הקצר (ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנגזרות מנתוני שוק ההון). כפי שניתן לראות בגרף, במרבית העשור האחרון, מצויה ריבית זו בסביבה שלילית. בכך היא תמכה בפעילות הכלכלית. יחד עם זאת, לאור הערכת בנק ישראל בדבר צמיחת המשק בקצב התואם את הפוטנציאל, נשאלת השאלה האם שמירה על ריבית ריאלית שלילית לאורך זמן רב אמנם תואמת את הצרכים הנוכחיים והעתידים של המשק והאם אין "מחיר" לכך. "המחיר" יכול להיות בצורות שונות כמו: "אינפלציה של מחירי נכסים" אשר מקצינה פערים כלכליים; סיומן של תקופות של "אינפלציה של מחירי נכסים", שלובו באמצעות ריבית ריאלית נמוכה "מדי", תוך פגיעה לא אחידה בחסכונות הציבור; פגיעה ברווחה הכלכלית הנובעת דרך הקטנת פוטנציאל ההכנסה השוטפת מחסכונות פנסיוניים ועוד.

אנו מעריכים כי תהליך הצמצום המוניטארי של בנק ישראל צפוי להימשך באיטיות רבה במהלך השנים הקרובות, וצפוי להיות מושפע מההתפתחויות הכלכליות בישראל ובעולם, ובכלל זה התפתחויות במחירי הנכסים. נראה כעת, כי לקראת סוף המחצית הראשונה של השנה ייפתח "חלון הזדמנויות" אשר עשוי לאפשר את העלאת הריבית הבאה, בעיקר מסיבות של התפתחות "סביבת האינפלציה", ב-12 החודשים האחרונים ושנה קדימה, על-פני החודשים הבאים. להערכתנו, לאחר מכן, התנאים להמשך העלאת הריבית, במסגרת המדיניות של יעד יציבות מחירים, יפחתו מאוד. מכאן, שסביבת הריבית הריאלית השלילית עשויה להימשך בשנים הקרובות, מצב העלול להקשות על המשק, בעיקר בהשפעתו על שוקי הנכסים, כמו גם כנקודת מוצא להתמודדות עתידית עם האטה כלכלית, אם וכאשר תגיע.

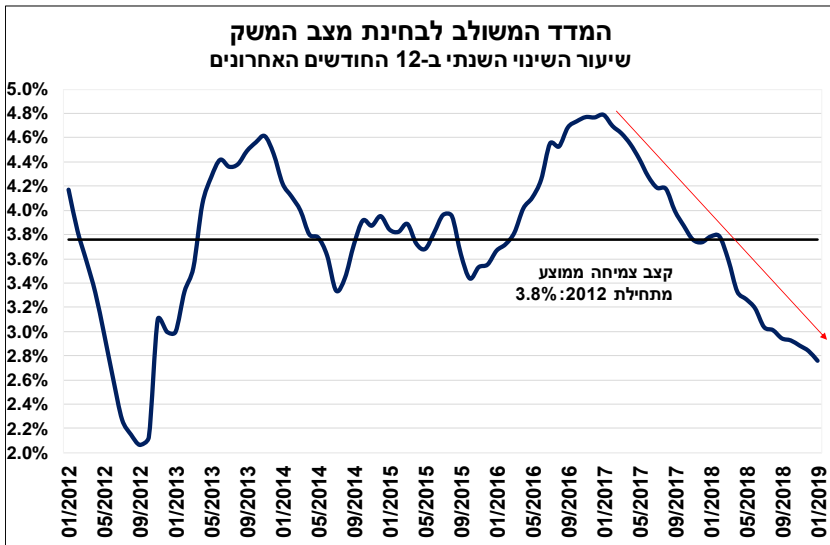
על רקע זה, עולה גם השאלה האם בעת הנוכחית נכון להמשיך לדבוק ביעד "יציבות המחירים" הנוכחי, הקיים במשק הישראלי, בפרמטרים הנוכחיים שלו, מאז שנת 2003. בעולם, קיים בשנים האחרונות דיון ער בסוגיה זו, שכן הדילמות בקרב חלק מהמשקים המערביים בהקשר של כלי המדיניות המוניטארית ויעד האינפלציה- דומות. בנאום שנשא ב-22 בפברואר, ג'ון וויליאמס, נשיא שלוחת הפד של ניו-יורק וסגן יו"ר ה-FOMC (ועדת השוק הפתוח המחליטה על הריבית בארה"ב), הוא

התייחס גם לסוגיה של סביבת האינפלציה הנמוכה והצורך בחשיבה מחודשת על מסגרות שונות להשגת יעד האינפלציה תוך שהוא מציין כי הפד עוסק בנושא בשנה הנוכחית<sup>1</sup>:

*The risk of the inflation expectations anchor slipping toward shore calls for a reassessment of the dominant inflation targeting framework. A number of alternative frameworks and strategies have been proposed that hold the promise of better achieving the inflation goal and holding fast the inflation anchor. In this regard, I am very pleased that the Federal Reserve is undertaking a review of our policy framework this year...*

כפי שצינו כבר בעבר, נראה שיש מקום, בעת הנוכחית, של סביבת כלכלית שונה מזו שהייתה בעשורים הקודמים, לדיון מעמיק, סדור ושקוף גם בישראל, בשאלת המשך השימוש ביעד יציבות המחירים הנוכחי והכלים הקיימים להשגתו.

**נתוני המדד המשולב מצביעים על התכנסות סביבת הצמיחה הנוכחית לכיוון פוטנציאל הצמיחה של המשק (כ-3%)**



המדד המשולב לבחינת מצב המשק עלה בחודש ינואר 2019 בכ-0.28%, בדומה לקצב עלייתו הממוצע בשנת 2018. לפי הודעת בנק ישראל, המדד הושפע לטובה מהעלייה ביבוא התשומות. את קצב עלייתו של המדד מיתנו הירידות בייצוא הסחורות וביבוא מוצרי הצריכה בינואר, והירידה בפדיון השירותים בדצמבר.

בחודשים האחרונים מצוי הקצב השנתי של המדד המשולב במגמה של האטה והוא נמוך מהממוצע של השנים האחרונות (ראה/י גרף) כאשר הוא מתכנס (ואף נמוך במעט) מפוטנציאל הצמיחה של המשק, שהוא כ-3%, כפי שמוערך על-ידי בנק ישראל וגופים בינלאומיים אחרים. כאמור, האטה זו באה לאחר מספר שנים של צמיחה בקצב גבוה מהפוטנציאל בדומה להתפתחויות במחזור העסקים בחלק ניכר מהמדינות המתקדמות. לאור העובדה שקיים

מתאם חיובי גבוה בין שיעורי הצמיחה (השנתיים) של המדד המשולב לבין שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי הגולמי, נראה כי התפתחות המדד המשולב משקפת התכנסות של המשק לעבר פוטנציאל הצמיחה שלו.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי שנת 2019 תסתכם בקצב צמיחה נמוך במעט מזה שהיה בשנת 2018 (כ-3.3%), לפי האומדן האחרון של הלמ"ס). עם זאת, במבט לטווח ארוך יותר ניתן לזהות גורמים העשויים להשפיע לחיוב על קצב הצמיחה בשנים הבאות, בהם פעילותו של מאגר הגז לווייתן וכן האצת הפעילות בענף הרכיבים האלקטרוניים לאור הודעת אינטל על השקעותיה הצפויות.

**כתבו: יניב בר**  
**איל רז**

לתגובות, הערות והארות: ניתן לפנות לאיל רז, ראש ענף כלכלה, בנק לאומי  
דואר אלקטרוני: [eyalr@bll.co.il](mailto:eyalr@bll.co.il), טלפון: 076-8858039

<sup>1</sup> Remarks at the U.S. Monetary Policy Forum, New York City by John C. Williams, President and Chief Executive Officer. Discussion of 'Prospects for Inflation in a High Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or Is It Just Hibernating?' by Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi. February 22, 2019.