



הכותב, ערן מעוז סמנכ"ל וחבר הנהלת בנק לשעבר, יועץ פרטי מומחה למשכנתאות, מרצה בקורסים להסמכת יועצי משכנתאות באוניברסיטאות ומכללות מובילות וספק הדרכה במספר בנקים.

אחד מתפקידיו המרכזיים של יועץ משכנתאות מקצועי הוא לבנות עבור הלקוח תמהיל משכנתא אופטימלי, כזה שמתאים לפרופיל הפיננסי שלו, ליכולת ההחזר, לרמת הסיכון הרצויה ולתנאי השוק המשתנים.

אחת ההחלטות החשובות ביותר בבניית התמהיל היא הבחירה בין מסלולים **צמודי מדד** לבין מסלולים **שאינם צמודים למדד**. החלטה זו עשויה להשפיע באופן משמעותי על גובה ההחזר החודשי, על יתרת הקרן לאורך השנים ועל העלות הכוללת של המשכנתא.

כדי לקבל החלטה מושכלת, לא די להסתכל רק על הריבית הנוכחית. חשוב להבין גם מהן ציפיות האינפלציה לשנים הבאות כלומר, כיצד צפוי מדד המחירים לצרכן להתפתח בעתיד. אחד הכלים המרכזיים המסייעים בכך הוא פרסום ציפיות האינפלציה של בנק ישראל, המבוסס על נתוני שוק ההון, תחזיות הבנקים ובתי ההשקעות, וכלים כלכליים נוספים.

בכתבה זו אסביר כיצד בנק ישראל מעריך את האינפלציה העתידית, מהם המקורות שעליהם הוא מתבסס, וכיצד ניתן להשתמש במידע זה ככלי חשוב בקבלת החלטות בעת בניית תמהיל משכנתא נכון ומאוזן.

בנק ישראל אינו מסתמך על מקור יחיד או על תחושות בטן כדי לחזות את האינפלציה, אלא משלב בין מודלים כלכליים מתקדמים לבין מעקב הדוק אחר שלושה סוגי מקורות מרכזיים. השילוב הזה מאפשר לו לקבל תמונה רחבה הן של מה שקורה בפועל בשווקים הפיננסיים, והן של האופן שבו הציבור והמומחים תופסים את העתיד.

המקורות והכלים שעליהם מתבסס הבנק מתחלקים לארבע קטגוריות עיקריות:

### **קטגוריה ראשונה- שוק ההון (ציפיות אינפלציה נגזרות)**

זהו אחד המקורות החשובים והמיידיים ביותר של הבנק, כיוון שהוא משקף היכן אנשים וגופים מוסדיים שמים את הכסף שלהם בפועל.

### **הפרשי תשואות (Break-even Inflation)**

הבנק בוחן את הפער בין התשואות של איגרות חוב ממשלתיות שקליות (לא צמודות) לבין איגרות חוב ממשלתיות צמודות מדד לאותו טווח פדיון. לפי "משוואת פישר", הפער הזה מגלם את האינפלציה שהשוק צופה, בתוספת פרמיית סיכון.

- סטיה קלה אך חשובה להבנת המושג "משוואת פישר"

**משוואת פישר** (Fisher Equation), היא אבן יסוד במיקרו ובמקרו-כלכלה, והיא קרויה על שמו של הכלכלן האמריקאי אירווינג פישר (Irving Fisher), שניסח אותה בשנות ה-30 של המאה הקודמת.

המשוואה מגדירה את הקשר ההרמוני והבלתי ניתן להפרדה שבין שלושה משתנים מרכזיים בכלכלה. הריבית הנומינלית, הריבית הריאלית והאינפלציה (או ציפיות האינפלציה).

כדי להבין אותה לעומק, נפרק קודם כל את המושגים, נראה את הניסוח המתמטי המדויק (והקירוב השימושי שלו), ואז נבין כיצד בנק ישראל משתמש בה כדי "ללכוד" את ציפיות השוק.

## 1. השחקנים על המגרש: הבחנה בין נומינלי לריאלי.

כדי להבין את משוואת פישר, צריך להבחין בין מה שכתוב על הנייר לבין כוח הקנייה האמיתי

- **ריבית נומינלית (R):** הריבית "היבשה" או הנקובת בשקלים. זו הריבית שאתה רואה בחשבון הבנק, בתוכנית החיסכון או על גבי איגרת החוב. אם הפקדת 100 ש"ח וקיבלת כעבור שנה 105 ש"ח, הריבית הנומינלית היא 5%. היא מייצגת את קצב גידול הכסף.
- **ריבית ריאלית (r):** הריבית המנכה את השפעת עליית המחירים. היא מייצגת את קצב השינוי בכוח הקנייה שלך. אם קיבלת 5% ריבית נומינלית, אך המוצרים בחנויות התייקרו באותו זמן ב-5% כוח הקנייה שלך לא גדל בכלל, הריבית הריאלית שלך היא 0%
- **אינפלציה צפויה ( $\pi^e$ ):** קצב עליית המחירים הכללי במשק כפי שהשוק או הציבור מעריך שיקרה בטווח זמן נתון.

## 2. הנוסחה: הגרסה המדויקת מול הגרסה המקורבת.

מבחינה מתמטית, הקשר בין המשתנים הוא מכפיל (ולא חיבור פשוט), מכיוון שהאינפלציה פועלת גם על הקרן וגם על הריבית שהצטברה.

$$(1 + R) = (1 + r)(1 + \pi^e) \quad \text{הגרסה המדויקת (הקשר האקספוננציאלי):}$$

$$1 + R = 1 + r + \pi^e + (r \cdot \pi^e) \quad \text{אם נפתח את הסוגריים בצד ימין, נקבל:}$$

$$R = r + \pi^e + (r \cdot \pi^e) \quad \text{נחסיר 1 משני הצדדים, ונקבל את הנוסחה המלאה:}$$

### הגרסה המקורבת (הלינארית)

כאשר שיעורי הריבית והאינפלציה הם נמוכים (למשל, מספרים חד-ספרתיים כמו 2% או 3%), המכפלה שלהם

$$(r \cdot \pi^e) \quad \text{היא מספר זעיר ושואף לאפס למשל, (} 0.02 \times 0.03 = 0.0006 \text{) לכן, לצורכי נוחות בשיחות יום-יומיות}$$

$$R \approx r + \pi^e \quad \text{ובניתוחים מהירים, נוהגים להשמיט את האיבר האחרון ולהשתמש בנוסחה הפשוטה:}$$

$$r \approx R - \pi^e \quad \text{או בניסוח ההפוך (איך מחשבים את התשואה האמיתית):}$$

דוגמא להבדל: אם הריבית הנומינלית היא 6% והאינפלציה היא 3%

- לפי הנוסחה המקורבת: הריבית הריאלית היא  $6\% - 3\% = 3\%$

- לפי הנוסחה המדויקת:  $6\% : 3\% = 2.91\%$

הפער קטן מאוד, אך בנקים מרכזיים וחדרי מסחר ישתמשו תמיד בנוסחה המדויקת כדי למנוע טעויות ארביטראז'.

### 3. משוואת פישר בשירות בנק ישראל (והנדסת שוק האג"ח).

כפי שראינו קודם, בנק ישראל משתמש במשוואה הזו "בכיוון הפוך" כדי לחלץ את הציפיות של המשקיעים. בשוק ההון נסחרות אג"ח ממשלתיות שקליות (שנותנות תשואה נומינלית  $R$ ) ואג"ח ממשלתיות צמודות (שנותנות תשואה ריאלית  $r$ ), מאחר ושני הנתונים הללו גלויים ונסחרים בכל שנייה, בנק ישראל מבודד את האינפלציה הגלומה ומתקבלת הנוסחה:

$$(1 + \pi^e) = \frac{1 + R}{1 + r}$$

#### מדוע המנגנון הפיננסי הזה עובד? ("חוק מחיר אחיד").

המשוואה נשענת על ההנחה שמשקיע רציונלי בשוק ההון אמור להיות אדיש בין השקעה במסלול שקלי לבין השקעה במסלול צמוד מדד, בהנחה שהאינפלציה תתממש בדיוק לפי התחזית.

אם מסיבה כלשהי הנוסחה תצא מאיזון – למשל, האג"ח השקלית תציע תשואה נמוכה מדי יחסית לסיכוני האינפלציה – המשקיעים ימכרו מיד אג"ח שקליות ויקנו אג"ח צמודות. כוחות השוק (היצע וביקוש) יתקנו את המחירים במהירות הבזק ויחזירו את שוק האג"ח בדיוק אל שיווי המשקל שמכתיבה משוואת פישר.

#### 4. תובנת המקרו החשובה: "האפקט של פישר" (The Fisher Effect).

לאירווינג פישר הייתה תובנה ארוכת טווח לגבי האופן שבו כלכלות מתנהגות, תובנה שמנחה נגידי בנקים מרכזיים עד היום, בטווח הארוך, הריבית הריאלית במשק נקבעת על ידי גורמים מבניים, אמיתיים (כמו פריון העבודה, קצב הגידול בדמוגרפיה, טכנולוגיה וחסכון).

לכן, לשינויים במדיניות המוניטרית (הדפסת כסף או שינויי ריבית של הבנק המרכזי) אין השפעה ארוכת טווח על הריבית הריאלית.

• **התוצאה** = אם הבנק המרכזי מייצר אינפלציה גבוהה יותר לאורך זמן, הריבית הנומינלית בשוק פשוט תעלה בדיוק באותו שיעור כדי לפצות את המלווים.

• זו הסיבה שבמדינות עם אינפלציה כרונית גבוהה (כמו ארגנטינה או טורקיה), הריביות הנומינליות בבנקים יכולות להגיע לעשרות ומאות אחוזים – זהו "אפקט פישר" בפעולה, שבו הריבית הנומינלית רודפת אחרי ציפיות האינפלציה כדי לשמור על ראש מעל המים (על ריבית ריאלית חיובית).

נחזור עכשיו לכתבה מהסטיה הקטנה שעשינו...חזרה אל שוק ההון המהווה מקור לציפיות האינפלציה.

#### חוזי אינפלציה ( Inflation Swaps ) וריביות פנימיות של הבנקים:

עסקאות החלף ונגזרים פיננסיים בשוק שבהם הגופים הפיננסיים מגדרים את סיכוני המדד שלהם. שוק ההון הוא המקור הדינמי והמידי ביותר העומד לרשות בנק ישראל. בעוד שחזאים מקצועיים מעדכנים את התחזיות שלהם פעם בחודש, והמודלים של חטיבת המחקר רצים על בסיס רבעוני או חודשי, שוק ההון מייצר תחזית אינפלציה בזמן אמת, בכל שנייה של מסחר.

הסיבה שהבנק מייחס משקל עצום למקור הזה היא שהוא משקף "ציפיות ממותנות בכסף אמיץ" Skin in the game חברות ביטוח, קרנות פנסיה, בנקים ומשקיעים פרטיים מקבלים החלטות השקעה במיליארדי שקלים בהתבסס על מה שהם מאמינים שיקרה לאינפלציה. כדי להבין את הסיבה לעומק נפרק את ביטוי המפתח שבו:

מה זה "כסף אמיץ" Skin in the game ?

את הביטוי "Skin in the game" בתרגום חופשי: "בשר בתוך המשחק" או "מחויבות אישית" טבע הכלכלן והוגה הדעות נסים טאלב. המשמעות שלו פשוטה: לדבר זה בחינם, אבל בשביל לפעול צריך לשלם.

כלכלן בטלוויזיה יכול לומר, "אני מעריך שהאינפלציה בשנה הקרובה תזנק ל-6%". אם הוא טעה והאינפלציה הייתה רק 2%, הדבר היחיד שנפגע הוא האגו שלו או המוניטין המקצועי שלו. הוא לא הפסיד שקל מחשבון הבנק שלו.

לעומתו כאשר מנהל השקעות בקרן פנסיה קונה אג"ח שקלית במקום אג"ח צמודה במיליארד ש"ח, הוא מקבל החלטה שמשפיעה ישירות על ביצועי הקרן. אם הוא יטעה בהערכת האינפלציה, הקרן תפסיד מיליוני שקלים, החוסכים ייפגעו, והוא עלול לסיים את תפקידו. הוא מסכן את ה"עור" של עצמו ושל החברה שלו.

"כסף אמיץ" הוא כינוי לכסף שנמצא בסיכון אמיתי. הציפיות בשוק ההון הן לא "משאלת לב" או "תחזית תיאורטית" – הן פעולות פיננסיות קשות שנשענות על כסף אמיתי שנמצא על שולחן ההימורים.

מהן "ציפיות ממותנות"?

כאשר אדם נשאל בסקר "מה תהיה האינפלציה?", הוא עשוי לענות מתוך רגש, פחד פוליטי, או כותרת שהוא קרא בבוקר (למשל, להגזים ולומר 8% כי חלב התייקר).

אבל כשגוף מוסדי (כמו חברת ביטוח או בנק) צריך להשקיע מיליארדי שקלים, הוא לא יכול להרשות לעצמו לפעול מתוך רגש. הוא מפעיל אנליסטים, בוחן נתונים קרים, ומקבל החלטה שקולה ומחושבת מאוד. הסיכון הכלכלי העצום "ממתן" את הציפיות – הוא מנקה את רעשי הרקע, הפאניקה הרגעית וההצהרות הדרמטיות, ומאלץ את הגופים להציג את התחזית הריאלית, המדויקת והמיושבת ביותר שהם מסוגלים להגיע אליה.

מדוע הבנק המרכזי מייחס לזה "משקל עצום"?

בנק ישראל יודע שכדי לנהל את הריבית של המדינה, הוא חייב את הנתונים הכי אמינים שיש. כשחברות הביטוח וקרנות הפנסיה (המנהלות את כספי הציבור לטווח ארוך) מזיזות מיליארדי שקלים ממסלול השקעה אחד למשנהו, הן משנות את המחירים בשוק בפועל.

הבנק המרכזי מסתכל על הפעולות האלו ואומר לעצמו:

"האנשים האלה מנהלים את הכסף הגדול של המדינה. הם לא מנחשים – הם בדקו היטב את הנתונים לפני שהם סיכנו סכומים כאלה. לכן, המחיר שהם מוכנים לשלם בשוק כרגע על הגנה מפני אינפלציה, הוא האמת המזוקקת ביותר לגבי מה שהשוק חושב שיקרה".

להלן הרחבה על המנגנונים הפיננסיים שבאמצעותם בנק ישראל "קורא" את שוק ההון

## 1. ציפיות אינפלציה נגזרות Break-even Inflation ו"משוואת פישר"

זהו כלי העבודה המרכזי, מדינת ישראל, באמצעות משרד האוצר, מנפיקה שני סוגים עיקריים של איגרות חוב ממשלתיות (אג"ח)

א. אג"ח שקלית (קבועה/ממשלתי שקלי) = איגרת חוב שאינה צמודה למדד. המשקיע יודע בדיוק כמה כסף (בריבית נומינלית) הוא יקבל בכל שנה ובפדיון.

ב. אג"ח צמודה (ממשלתי צמוד) = איגרת חוב שהקרן והריבית שלה צמודות למדד המחירים לצרכן. אם האינפלציה עולה, התשלומים למשקיע גדלים בהתאם.

חטיבת השווקים של בנק ישראל מביטה על אג"ח שקלית ואג"ח צמודה שיש להן את "אותו תאריך פדיון מדויק" (למשל, בעוד 5 שנים). כאן נכנסת לפעולה "משוואת פישר" המקרו-כלכלית, המגדירה את הקשר הבא:

$$1 + R_{nominal} = (1 + R_{real})(1 + \pi^e)$$

כאשר:

$R_{nominal}$  היא התשואה לפדיון של האג"ח השקלית.

$R_{real}$  היא התשואה לפדיון של האג"ח הצמודה.

$\pi^e$  היא אינפלציית האיזון (Break-even) – כלומר, ציפיות האינפלציה של השוק.

בצורה פשוטה ומקורבת, הנוסחה מיושמת כך:

**תשואת אג"ח צמודה – תשואת אג"ח שקלית  $\approx$  ציפיות האינפלציה**

דוגמא מספרית:

אם אג"ח ממשלתית שקלית ל-5 שנים נסחרת בתשואה של 4.5%, ואג"ח ממשלתית צמודה לאותו טווח נסחרת בתשואה של 2%, השוק מגלם ציפיית אינפלציה ממוצעת של כ-2.5% לשנה לאורך 5 השנים הבאות.

## 2. חוזי אינפלציה (Inflation Swaps)

מלבד שוק האג"ח הממשלתי, קיים שוק נגזרים פיננסיים המכונה "עסקאות החלף" (Swaps). בשוק זה, שני גופים פיננסיים (למשל, בנק מסחרי וקרן פנסיה) מחליפים ביניהם תזרימי מזומנים: צד אחד משלם ריבית קבועה ידועה מראש, והצד השני משלם את שיעור האינפלציה בפועל כפי שיתפרסם על ידי הלמ"ס.

הריבית הקבועה שבה נסגרים החוזים הללו בבורסה בכל יום משקפת בצורה נקייה מאוד את ציפיות השוק לאינפלציה בטווחים השונים (שנה, שנתיים, 5 שנים וכו'), ללא תלות באילוצי היצע וביקוש ספציפיים שיכולים להשפיע לעיתים על איגרות החוב עצמן.

כדי להבין איך פועלת "עסקת החלף" (Inflation Swap) על מדד המחירים לצרכן, נסתכל על דוגמה מעשית מהשוק הישראלי, בהשתתפות שני גופים עם אינטרסים הפוכים (שמנהלים "כסף אמיץ"):

## הרקע והשחקנים

נניח שאנו נמצאים בתחילת השנה, וקונצנזוס החזאים מעריך שהאינפלציה בשנה הקרובה תהיה באזור ה-2%. בשוק נסגר חוזה החלף (Inflation Swap) לטווח של **שנה אחת**, על סכום רעיוני (Notional Amount) של **100 מ' ש"ח**.

העסקה מפגישה בין שני צדדים:

- צד א' – קרן פנסיה** (משלמת הריבית הקבועה): לקרן יש התחייבויות עתידיות לעמיתים שצמודות למדד. היא חוששת שהאינפלציה תזנק ל-4% או 5%, מה שיגדיל משמעותית את ההתחייבויות שלה. היא רוצה "לקנות ביטוח" ולקבע את עלויות המדד שלה.
- צד ב' – בנק מסחרי** (משלם האינפלציה בפועל): לבנק יש מחלקת מחקר מצוינת והוא מעריך שהאינפלציה דווקא תהיה נמוכה מאוד, נניח 1%. הבנק מוכן לקחת את הסיכון תמורת קבלת ריבית קבועה וידועה מראש.

תנאי החוזה:

הצדדים מסכמים על ריבית קבועה של 2.2% (זהו "מחיר השוק" של החוזה באותו רגע).

**קרן הפנסיה** מתחייבת לשלם לבנק: ריבית קבועה של 2.2% על 100 מיליון ש"ח.  
**הבנק המסחרי** מתחייב לשלם לקרן: את שיעור האינפלציה בפועל (כפי שיפרסם הלמ"ס לאותה שנה) על 100 מיליון ש"ח.

- הערה: בעסקאות כאלו כסף לא עובר ידיים בהתחלה, ובסוף השנה לא מעבירים את כל ה-100 מיליון, אלא רק את "ההפרש" נטו שנוצר ביניהם).

תרחישי הפדיון (כעבור שנה):

נעבור על שני תרחישים הפוכים כדי לראות מי מרוויח ואיזה מידע בנק ישראל מפיק מכך:

**תרחיש 1:** האינפלציה בפועל זינקה ל-3.5%

בסוף השנה, הלמ"ס מפרסמת כי המדד עלה ב-3.5%. הגיע זמן ההתחשבנות:

**קרן הפנסיה חייבת לבנק:  $100,000,000 \times 2.2\% = 2,200,000$  ש"ח.**

**הבנק חייב לקרן הפנסיה:  $100,000,000 \times 3.5\% = 3,500,000$  ש"ח.**

**התוצאה נטו: הבנק מעביר לקרן הפנסיה 1,300,000 ש"ח.**

**המשמעות:** קרן הפנסיה "הרוויחה" מהחוזה – האינפלציה הכתה אותה בהתחייבויות לחוסכים, אך הנגזר הפיננסי פיצה אותה וגידר עבורה את הסיכון בצורה מושלמת.

**תרחיש 2:** המשק נקלע להאטה והאינפלציה בפועל הייתה רק 1.2%

בסוף השנה, המדד עלה ב-1.2% בלבד. הגיע זמן ההתחשבנות:

**קרן הפנסיה חייבת לבנק:  $100,000,000 \times 2.2\% = 2,200,000$  ש"ח.**

**הבנק חייב לקרן הפנסיה:  $100,000,000 \times 1.2\% = 1,200,000$  ש"ח.**

**המשמעות** הבנק הרוויח מהעסקה. קרן הפנסיה שילמה "פרמיית ביטוח" יקרה יותר מהאינפלציה שהתרחשה בפועל, אך מבחינתה היא קנתה שקט נפשי וידעה מראש מה יהיו עלויותיה.

## מה בנק ישראל לומד מהמספר הזה?

בנק ישראל לא מחכה לסוף השנה כדי לראות מי "ניצח", הוא מביט על **המחיר הקבוע** (2.2% בדוגמה שלנו) שבנוסגרות עסקאות חדשות בכל יום בבורסה.

אם בנק ישראל רואה שבתחילת החודש חוזי ה-Swap לשנה נסגרו על ריבית קבועה של 2.2% ושבועיים לאחר מכן (בעקבות פחות בשקל או עליית מחירי נפט) חוזים חדשים נסגרים רק על 2.8%, הוא מבין מיד: **הגופים הגדולים במשק לחוצים מאינפלציה**. הם מוכנים לשלם ריבית קבועה גבוהה בהרבה רק כדי שמישהו אחר יקח מהם את סיכון המדד. הנתון הטהור הזה (2.8%) זורם ישירות למערכת השיקולים של הוועדה המוניתרית כאינדיקטור מיידי לציפיות השוק הריאליות.

עכשיו אתם בטח שואלים את עצמכם :

על כל קונה של חוזה יש גם מוכר, ועל כל גוף מוסדי שחושש מאינפלציה (צד א'), יש בנק או קרן גידור שמוכנים לקחת את הסיכון כי הם חושבים שהאינפלציה תהיה נמוכה יותר (צד ב').

אז אם שני הצדדים מחזיקים בדעות הפוכות, מה בנק ישראל לומד מזה? מי מהם משפיע עליו?

התשובה היא שבנק ישראל אינו מקשיב לצד א' ואינו מקשיב לצד ב' – הוא מביט בנקודת המפגש שנוצרה ביניהם, שהיא "מחיר שיווי המשקל" של השוק.

הנה ההסבר כיצד המחיר הזה משקף את מאזן הכוחות, ומה הבנק מפיק ממנו:

## 1. החוזה הפיננסי כמטוטלת של כוחות

חשוב על מחיר עסקת ההחלף (הריבית הקבועה) כמו על נקודת האיזון במאזניים. המחיר הזה אינו קבוע, הוא נע בהתאם להיצע ולביקוש:

כשצד א' (החושש מאינפלציה) חזק ואגרסיבי יותר: נניח שיוצא נתון כלכלי מדאיג (כמו זינוק במחירי הנפט). פתאום, יש המון גופים כמו צד א' שרצים לשוק ורוצים לקנות הגנה. מנגד, הגופים של צד ב' אומרים: "רגע, הסיכון עלה, אנחנו כבר לא מוכנים להבטיח לכם הגנה תמורת 2.2% בלבד. אם אתם רוצים שנקלוט את הסיכון שלכם, אתם חייבים לשלם לנו ריבית קבועה גבוהה יותר.

התוצאה: כדי שהעסקה תצא לפועל והצדדים יסכימו לחתום, המחיר חייב לעלות (למשל ל- 2.8%)

## 2. מה המספר הזה מייצג עבור הבנק?

כאשר בנק ישראל רואה שהמחיר בשוק עלה מ-2.2% ל-2.8% הוא מבין שמאזן הכוחות הכללי במשק השתנה.

המספר 2.8% הוא לא הדעה של צד א' ולא הדעה של צד ב'. הוא הערכת ההסתברות הממוצעת המשוקללת של כל השוק. הוא מייצר את "**מחיר האדישות**": הנקודה שבה צד א' וצד ב' מסכימים שהסיכונים לשני הכיוונים שווים.

## בנק ישראל לומד מכך שני דברים קריטיים:

## א. תזוזה של הקונצנזוס הפיננסי.

אם המחיר עלה ל-2.8% המשמעות היא שגם צד ב' (זה שצופה אינפלציה מתונה) נאלץ להעלות את הרף שלו. צד ב' כבר לא מאמין שהאינפלציה תהיה 1.2% כעת, כדי שהעסקה תשתלם לו, הוא מעריך שתרחיש סביר הוא שהאינפלציה תהיה קרובה יותר ל-2.8%. כלומר, הדעות של שני הצדדים גם יחד נעו כלפי מעלה.

## ב. מדד לחץ (Sentiment) של הכסף הגדול.

בעולם הכלכלי, הציפיות הן מה שמניע את האינפלציה בפועל (נבואה שמגשימה את עצמה). אם הגופים הגדולים במשק מוכנים לסגור עסקאות ברמה של 2.8%, המשמעות היא שרמת החשש הכללית עלתה.

אנלוגיה פשוטה משוק דירות:

אם קונה (צד א') מעריך שמחירי הדירות יזנקו, ומוכר (צד ב') מעריך שהמחירים ירדו, הם מתווכחים. בסוף הם סוגרים עסקה על מחיר של 3 מיליון ש"ח. השמאי הממשלתי (בנק ישראל) לא שואל את הקונה כמה הוא קיווה לשלם או את המוכר כמה הוא רצה לקבל. השמאי רושם בדוחות שלו: "מחיר השוק של הדירה הוא 3 מיליון ש"ח". זה הנתון האובייקטיבי היחיד שמשקף היכן נפגשו כוחות ההיצע והביקוש.

**לסיכום** בנק ישראל אינו בוחר צד. הוא מתייחס למחיר החוזה כאל הציפייה הממוצעת הנוכחית של המשק. כשהמספר הזה עולה, זהו סימן עבור הוועדה המוניטרית שציפיות האינפלציה הולכות ומתנתקות מהיעד, וייתכן שהגיע הזמן להעלות את הריבית הרישמית כדי לצנן את החששות של צד א' ולחזק את הביטחון של צד ב'.

## קטגוריה שניה – תחזיות של חזאים מקצועיים ומחלקות מחקר

קטגוריה זו מייצגת את הניתוח המתודי, המנומק והגלוי של הכלכלנים המובילים במשק.

בנק ישראל אוסף מדי חודש את התחזיות הכלכליות של הגופים המרכזיים שמנהלים את הכלכלה הריאלית והפיננסית בישראל, רשימת החזאים הזו (הכוללת לרוב כ-10 עד 15 גופים) מורכבת מהכלכלנים הראשיים של:

- \* הבנקים המסחריים הגדולים\*\* (כמו לאומי, הפועלים, מזרחי-טפחות ודיסקונט).
- \* בתי ההשקעות המובילים\*\* (כמו מיטב, פסגות, אנליסט, הפניקס ועוד).
- \* חברות ייעוץ, דירוג ומחקר כלכלי\*\* (כמו חברות דירוג האשראי או גופי ייעוץ עצמאיים).

להלן הרחבה על אופן האיסוף, שיטות העבודה של החזאים, ומדוע המקור הזה קריטי לבנק המרכזי:

### 1. כיצד נבנית תחזית החזאים?

שלא כמו מודל ה-DSGE של בנק ישראל, שהוא מודל מתמטי סגור ומובנה, הכלכלנים הראשיים בשוק הפרטי משלבים בין מספר מתודולוגיות כדי לבנות את "רכיבי המדד"

### ניתוח סעיפי המדד ברזולוציה גבוהה (Bottom-Up)

מדד המחירים לצרכן מורכב ממאות סעיפים ותתי-סעיפים (דיוור, מזון, הלבשה, בריאות, נסיעות לחו"ל וכו'), החזאים הפרטיים מנתחים מדי חודש כל סעיף בנפרד. הם בודקים, למשל, את מחירי החיטה והתירס בעולם כדי לחזות את סעיף המזון, עוקבים אחר מחירי האנרגיה המקומיים והעולמיים עבור סעיף הדלק, ומנטרים את נתוני הלמ"ס העדכניים לגבי חוזי שכירות חדשים עבור סעיף הדיור (שהוא הסעיף הכבד ביותר במדד).

### שקלול עונתיות מובהקת

חזאים פרטיים מצטיינים בזיהוי דפוסים עונתיים מדויקים בשוק הישראלי (למשל: ירידת מחירי הלבשה בסוף עונה, התייקרות חופשות וטיסות בחודשי הקיץ ובחגי תשרי, או תנודות במחירי הפירות והירקות בהתאם לעונות השנה והיתרי יבוא).

## 2. "קונצנזוס החזאים" כמדד ייחוס (Benchmark).

הנתון המרכזי שבנק ישראל מפיק מהקבוצה הזו הוא **ממוצע התחזיות או חציון התחזיות לטווחים קצרים** – בעיקר ל-12 החודשים הקרובים. הקונצנזוס הזה משמש כ"קו האמצע" של הציפיות במשק.

המונח "קונצנזוס החזאים" (Consensus Forecast) הוא כלי סטטיסטי ופרקטי מרכזי בעולם המקרו-כלכלה והשקעות. הרעיון שמאחוריו פשוט אך עוצמתי: במקום להסתמך על דעה של כלכלן יחיד או גוף מחקר אחד, אוספים את התחזיות של שורה ארוכה של מומחים, ומחשבים את הממוצע (או החציון) שלהן.

מאחורי המושג הזה עומדים כמה עקרונות כלכליים ופסיכולוגיים חשובים:

### 1. "חכמת ההמונים" בעולם הפיננסי.

לכל מחלקת מחקר יש את מודל העבודה שלה, הדגשים שלה והנחות היסוד שלה. כלכלן אחד עשוי להעניק משקל יתר לשער הדולר, בעוד אחר יתמקד במדד מחירי הדיור או בשוק העבודה. שקלול של כולם יחד נוטה "לנקות" הטיות קיצוניות, טעויות חישוב מבודדות או אופטימיות/פסימיות יתר של חזאי ספציפי, ומייצר קו אמצע יציב יותר.

### 2. עוגן לקבלת החלטות בשוק.

הקונצנזוס הוא מה שהשוק "מתמחר" בפועל. כאשר חברות עסקיות, יזמים או משקיעים מתכננים את הצעדים שלהם, הם לרוב לא מחפשים את התחזית המקורית ביותר, אלא את זו שמשקפת את הלך הרוח הכללי.

"אפקט ההפתעה" השווקים הפיננסיים מגיבים בעוצמה לא לנתון עצמו, אלא לפער שבין הנתון בפועל לבין הקונצנזוס, אם קונצנזוס החזאים לאינפלציה בחודש מסוים היה 0.3% והמדד בפועל עלה ב-0.6%, השוק יחווה זאת כ"הפתעה כלפי מעלה" והדבר עשוי להוביל לתגובה חריפה באג"ח ובמניות – גם אם הנתון כשלעצמו אינו גבוה אבסולוטית.

### 3. כלי עזר (ולא תחליף) לבנקים מרכזיים.

עבור הוועדה המוניטרית של בנק ישראל, הקונצנזוס הוא אינדיקטור מצוין ל"ציפיות האינפלציה הלא-ממותנות" – כלומר, מה חושבים האנשים שמייעצים לגופים שמנהלים את הכסף הגדול במשק. עם זאת, הבנק המרכזי אינו מחויב לקונצנזוס. לא פעם, חטיבת המחקר של בנק ישראל מפרסמת תחזית רשמית השונה מהקונצנזוס, מכיוון שלבנק יש גישה לנתונים בזמן אמת (כמו נתוני אשראי ומסים) שלחזאים הפרטיים אין, או משום שהבנק מביא בחשבון את המדיניות שבכוונתו להפעיל כדי לשנות את כיוון השוק.

### מגבלת הקונצנזוס (חשיבת יחד).

החיסרון המרכזי של קונצנזוס החזאים הוא הנטייה שלו לשמרנות ו"חשיבת עדר" (Herd Behavior) חזאים פרטיים לעיתים חוששים לצאת מתחומי הקונצנזוס כדי לא להיתפס כטועים בצורה חריגה. כתוצאה מכך, הקונצנזוס מצטיין בחיזוי מגמות קיימות וב"החלקה" של נתונים, אך הוא כמעט תמיד יחמיץ תפניות חדות בעלילה – כמו משברים פתאומיים או שינויים מבניים דרמטיים בכלכלה.

### יש לקונצנזוס הזה תפקיד כפול:

1. "נטרול רעשים קיצוניים" חזאי בודד יכול לנקוט בעמדה קיצונית (למשל, לצפות שהדולר יזנק ב-10% ולכן האינפלציה תשתולל). כשהבנק לוקח את הממוצע של 12 כלכלנים בכירים, העמדות הקיצוניות מתקזזות ומותירות קו חיזוי יציב ומיושב יותר.

2. "זיהוי מאזן הסיכונים" הבנק לא מביט רק על ה"מספר" של הממוצע, אלא על **פיזור התחזיות** (השונות הסטטיסטית ביניהן). אם כל 12 החזאים חוזים אינפלציה של 2.2%, המשמעות היא שיש קונצנזוס מוחלט והרמוניה בשוק. אך אם מחציתם חוזים 1.5% ומחציתם חוזים 3.5%, הבנק מבין שהשוק נמצא במצב של אי-ודאות עמוקה ושהחזאים חלוקים לגבי כיוון הכלכלה.

### 3. ערוץ התמסורת של הציפיות (השפעה על הציבור).

החזאים הפרטיים אינם פועלים בוואקום – הם הכלכלנים שמופיעים מדי יום בכלי התקשורת, מתראיינים בטלוויזיה, כותבים טורים בעיתונות הכלכלית ומפצים סקירות שבועיות לעשרות אלפי לקוחות מוסדיים ופרטיים.

לכן, לתחזיות שלהם יש אפקט של **"נבואה שמגשימה את עצמה"**

\* אם הכלכלנים הראשיים של הבנקים הגדולים מפרסמים ש"האינפלציה בשנה הקרובה צפויה לעלות ל-3.5%", הציבור הרחב והמגזר העסקי קוראים את זה ומשנים את התנהגותם.  
\* חברות מסחריות יזדרזו להעלות מחירים כדי להתגונן, וועדי עובדים ידרשו תוספות שכר כדי שהכוח הצרכני שלהם לא יישחק.

בנק ישראל עוקב באדיקות אחר החזאים הללו בדיוק בגלל הכוח שלהם לייצר את הציפיות בשטח ולעצב את הפסיכולוגיה הצרכנית של המשק.

### 3. מדוע בנק ישראל צריך את החזאים אם יש לו שוק הון?

זו שאלת מפתח: הרי שוק האג"ח (קטגוריה 1) משקף ציפיות של מיליארדי שקלים, אז למה להקשיב לכלכלנים? התשובה היא ש"ציפיות שוק ההון לעיתים" **"מלוכלכות"** באילוצים טכניים, בעיות נזילות או פאניקה רגעית של משקיעים. לעומת זאת, תחזיות החזאים מבוססות על מודלים כלכליים קרים והגיוניים.

כאשר נוצר **פער מובהק** בין הציפיות הנגזרות משוק האג"ח לבין קונצנזוס החזאים (למשל: השוק מגלם אינפלציה של 3.2% בעוד החזאים מתעקשים על 2.4%), עבור הוועדה המוניתרית זהו תמרור אזהרה בזה. פער כזה מסמן לבנק שאחד מהשניים קורה: או שהמשקיעים בשוק נמצאים בפאניקה יתר ורוכשים הגנות מדד בכל מחיר (מה שמנפח את הציפיות באג"ח), או שהחזאים הפרטיים "שאננים" ומפספסים שינוי מגמה מהיר שקורה בפועל בשווקים הפיננסיים בזמן אמת.

### ה"לכלוך" שבנק ישראל צריך לנקות (פרמיות סיכון ונזילות).

החישוב היבש של הפער בין השקלי לצמוד אינו מושלם. בנק ישראל מודע לכך שהפער הזה כולל בתוכו רכיבים נוספים שהכלכלנים מכנים **"רעשים"** או **"לכלוך"**, והבנק מפעיל מודלים סטטיסטיים כדי לנטרל אותם:

\* **"פרמיית סיכון אינפלציונית" (Inflation Risk Premium)** משקיעים חוששים מחוסר ודאות. אם הם קונים אג"ח שקלית, הם חשופים לסיכון שהאינפלציה תזנק ותשחק את כספם. לכן, הם דורשים פיצוי ("פרמיה") בדמות תשואה גבוהה יותר על האג"ח השקלית. המשמעות היא שהפער הגולמי בין האג"ח הצמוד לזה שאינו צמוד לעיתים **מגזים** ומציג ציפיות אינפלציה מעט גבוהות מהציפיות האמיתיות.

\* **"פרמיית נזילות" (Liquidity Premium)** שוק האג"ח השקליות בישראל הוא לרוב נזיל וגדול יותר משוק האג"ח הצמודות. בזמני לחץ בשווקים, משקיעים בורחים לנכסים הנזילים ביותר, מה שעלול לעוות את התשואות באופן זמני.

#### 4. מבנה העקומות ועיגון הציפיות (Anchor).

בנק ישראל אינו מסתכל רק על מספר אחד, אלא על "עקומת הציפיות כולה" – מהטווח הקצר (שנה קדימה) ועד לטווח הארוך מאוד (10 ו-30 שנה קדימה).

\* "הטווח הקצר" (1-2 שנים)

מושפע מאוד מזעזועים נוכחיים ומחזוריים (מחירי הנפט בעולם, פיחות זמני בשקל, או שינויי מיסוי מקומיים).

\* "הטווח הבינוני והארוך" (5-10 שנים)

כאן נמדדת "האמינות" (Credibility) של בנק ישראל. בטווחים הארוכים, השפעת הדלק או הדולר הנוכחיים דועכת. אם הציפיות לטווח הארוך נשארות יציבות סביב מרכז היעד של הבנק (אזור ה-2%), המשמעות היא שהציפיות "מעוגנות" (Anchored) השוק מאמין שבנק ישראל נחוש ויכול להשתמש בכלי הריבית כדי להחזיר את האינפלציה לתלם, גם אם בטווח הקצר ישנה חריגה כלפי מעלה או מטה.

### קטגוריה שלישית - מודלים מקרו-כלכליים של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר של בנק ישראל מפעילה מודלים מבניים מורכבים (כמו מודל ה-DSGE של הבנק) המדמים את הכלכלה הישראלית כולה. מודלים אלו משקלים משתנים ריאליים ונומינליים כדי ליצור תחזית עקבית:

\* נתוני יסוד של המשק.

פערי תוצר (ההפרש בין הפוטנציאל של המשק לביצועים בפועל), מצב שוק העבודה (שיעור האבטלה, השתתפות ושכר), והמדיניות הפיסקלית של הממשלה (גירעון ותקציב).

\* משתנים גלובליים יבוא.

מחירי הסחורות בעולם (כמו נפט ומזון), האינפלציה במדינות המערב, ושער החליפין של השקל מול הדולר והאירו (שכן פיחות או ייסוף משפיעים ישירות על מחירי המוצרים המיובאים).

חטיבת המחקר של בנק ישראל היא ה"מנוע המדעי" שמאחורי החלטות הריבית. בעוד ששוק ההון והחזאים הפרטיים מציגים לבנק מה השוק "חושב" שיקרה, המודלים המקרו-כלכליים של חטיבת המחקר מנסים להבין "מדוע" דברים קורים וכיצד צעדי מדיניות שונים ישפיעו על העתיד.

העבודה המודלית של החטיבה אינה נשענת על משוואה אחת, אלא על מערך משולב של מודלים (Multi-model approach) הפועלים במקביל ומזינים זה את זה.

**בואו נפרט על המודלים המרכזיים ואופן פעולתם**

#### 1. מודל ה-DSGE המרכזי (Dynamic Stochastic General Equilibrium) מודל שיווי משקל כללי, דינמי ואקראי

זהו חלון הראווה המקצועי של חטיבת המחקר בבנק ישראל הוא מכונה לרוב מודל- (MOISE – Macroeconomic Model for Israel) מדובר במודל מבני מתקדם המדמה את התנהגות המשק הישראלי ככלכלה קטנה ופתוחה.

\* "הבסיס המיקרו-כלכלי": המודל מניח שהשחקנים במשק פועלים בצורה רציונלית ומתוך "צפיות רציונליות" קדימה. הוא מגדיר מתמטית כיצד משקי הבית מחליטים בין צריכה לחיסכון, כיצד חברות קובעות מחירים ומעסיקות עובדים, וכיצד הממשלה והבנק המרכזי מגיבים.

\* "קשיחויות מובנות": המודל משלב "קשיחויות נומינליות" (כמו קשיחות שכר ומחירים שלא משתנים בן רגע), מה שמאפשר לו לחזות כיצד זעזועים זמניים (למשל, קפיצה במחיר חומרי הגלם) הופכים לאינפלציה מתמשכת.

## 2. מודלים לטווח קצר ומודלי נאו-קאסטינג.

מודל ה-DSGE מצוין לניתוח מגמות של שנה-שנתיים קדימה, אך הוא פחות יעיל לחיזוי המדד של החודש הבא. לשם כך מפעילה החטיבה מודלים סטטיסטיים טהורים (כמו מודלי VAR - Vector Autorecession או מודלי פקטורים):

\* "שקלול נתונים בתדר גבוה": מודלים אלו קולטים נתונים בזמן אמת – החל מרכישות בכרטיסי אשראי, דרך נתוני ייצור תעשייתי, ועד למדדי אמון צרכנים וסקרי מגמות בעסקים של הלמ"ס.  
תפקידם: לספק את "נקודת המוצא" המדויקת ביותר למדדים הקרובים, שכן טעות בנקודת הזינוק תעוות את התחזית לטווח הארוך יותר.

אילו משתני מפתח נכנסים לתוך המערכת?  
המערכת המודלית של הבנק בוחנת את הלחצים האינפלציוניים דרך שני ערוצים מרכזיים:  
לחצי ביקוש (מתוך המשק) ולחצי היצע/עלויות (מבית ומחוץ).

**לחצי ביקוש מקומיים**

בנק ישראל בוחן את האינפלציה דרך שתי עדשות מרכזיות: לחצי ביקוש הנוצרים בתוך המשק הישראלי, ולחצי עלות והיצע המגיעים מהזירה הגלובלית. שקלול המשתנים הללו מאפשר לבנק להעריך האם המשק נמצא במצב של עודף ביקוש או תת-ניצול.

**לחצי עלות והיצע גלובליים**

**שער החליפין (שקל/דולר/אירו)**  
פיחות בשקל מייקר את מחירי היבוא וחומרי הגלם, מה שדוחף את המחירים כלפי מעלה.

**שוק העבודה והמדיניות**  
אבטלה נמוכה, עליות שכר ונידול בהוצאות ממשלה מנדלים את כוח הקנייה והביקוש במשק.

**פער התוצר**  
מדד הבוחן האם המשק פועל מעבר ליכולתו (עודף ביקוש) או בתת-ניצול של משאביו.

**מחירי סחורות, נפט ותובלה**  
התייקרות האנרגיה והשינוע הגלובלי מגולגלת ישירות לעלויות הייצור והמחיר הסופי לצרכן.

**מדדי מחירים בחו"ל**  
עלויות מחירים במדינות הסחר של ישראל "מיובאות" פנימה דרך מחירי המוצרים והשירותים.

**הערכת האינפלציה**

א. ערוץ הביקוש והפעילות הריאלית (Domestic Demand)

\* **פער התוצר (Output Gap)**.  
זהו המשתנה המקרו-כלכלי החשוב ביותר לחיזוי אינפלציה ארוכת טווח. המודל מחשב את "התוצר הפוטנציאלי" של ישראל (כמה המשק יכול לייצר ללא לחצי אינפלציה). אם התוצר בפועל גבוה מהפוטנציאל ("פער תוצר חיובי"), המשק נמצא בתעסוקת יתר וביקושים קשיחים, מה שמוביל לעליית מחירים.

\* **שוק העבודה (עקומת פיליפס החדשה-קיינסיאנית)**.  
המודל מנתח את שיעור האבטלה המבני אל מול האבטלה בפועל. שוק עבודה הדוק (אבטלה נמוכה מאוד, מחסור בעובדים) מייצר לחצי שכר. המעסיקים נאלצים להעלות שכר כדי לגייס עובדים, ומגלגלים את עלויות השכר הללו אל הצרכן בדמות התייקרות מוצרים ושירותים (ספירלת שכר-מחירים).

\* **המדיניות הפיסקלית**  
המודל משקלל את תקציב הממשלה. גירעון ממשלתי גבוה או הרחבה פיסקלית (הזרמת כספים, מענקים, הגדלת תשלומי שכר במגזר הציבורי) מתורגמים ישירות לביקושים נוספים בשוק, שעלולים לתדלק את האינפלציה.

## ב. ערוץ העלויות וההשפעות הגלובליות (Imported Inflation)

משק קטן כמו ישראל מושפע דרמטית מהעולם, והמודלים מקצים משקל רב למשתנים הבאים:

### \* מנגנון התמסורת של שער החליפין (Exchange Rate Pass-Through).

המודל מחשב כיצד שינוי בשער השקל מול הדולר או האירו מתגלגל למחירים לצרכן. פיחות של השקל מייקר מיד את המוצרים המיובאים (חומרי גלם, מכונות, דלק, מוצרי צריכה) ויוצר לחץ אינפלציוני מהיר. המודל של הבנק יודע להעריך לא רק את עוצמת התמסורת, אלא גם את פער הזמנים (לרוב בין חודש לשלושה חודשים) מרגע השינוי בשער החליפין ועד להשפעתו על המדד.

### \* אינפלציית שותפות הסחר.

הבנק מזין למודל את תחזיות האינפלציה של הבנקים המרכזיים המובילים (ה-Fed בארה"ב וה-ECB באירופה). אם האינפלציה בעולם עולה, המודל מניח ש"ניבא אינפלציה" ("אינפלציה מיובאת") תגיע לישראל. הבנק מנסה להבין: האם האינפלציה הנוכחית בישראל היא "תוצרת בית" (ואז העלאת ריבית בארץ תעזור מאוד כי היא תקרר את הביקושים של הישראלים), או שהיא "אינפלציה מיובאת" (שמולה להעלאת הריבית בישראל יש פחות כוח, כי הנגיף שלנו לא יכול לשלוט במחיר הנפט העולמי או במחיר החיטה בבורסה של שיקגו).

### \* מחירי סחורות ותשומות.

מחיר חבית נפט (המשפיע ישירות על סעיף האנרגיה והתחבורה במדד), מחירי הסחורות החקלאיות (חיטה, תירס, סויה) ומדדי תובלה ימית העולמיים.

## מהו פלט המודל (The Output)?

בסופו של תהליך, חטיבת המחקר אינה מפיקה "מספר בודד" אלא **תחזית מותנית**. המודל מציע מספר תרחישים המבוססים על שאלות מסוג "מה אם?":

1. **תרחיש הבסיס** התחזית הריאלית ביותר לדעת הכלכלנים, תחת הנחה שהריבית תשתנה במסלול מסוים.
2. **מניפת סיכונים** (Fan Chart) גרף המציג את טווח ההסתברויות סביב תחזית הבסיס. המניפה מראה לוועדה המוניטרית האם מאזן הסיכונים מוטה "כלפי מעלה" (סיכוי גבוה יותר שהאינפלציה תהיה גבוהה מהתחזית) או "כלפי מטה", ומאפשרת לבנק לנהל סיכונים בצורה מושכלת ולא לפעול על עיוור.

## קטגוריה רביעית – סקרים והערכות שיפוטיות

### \* סקר הציפיות של בנק ישראל.

הבנק עורך סקרים בקרב חברות ועסקים במשק לגבי כוונות התמחור שלהם בעתיד הקרוב (האם הם מתכננים להעלות מחירים, ובכמה).

### \* הערכה שיפוטית של הוועדה המוניטרית.

המודלים מספקים את הבסיס, אך חברי הוועדה המוניטרית של הבנק מפעילים שיקול דעת ומשקללים אירועים חריגים שקשה למדל במדויק – כמו שינויים גיאופוליטיים דרמטיים, השפעות של לחימה, או מגבלות היצע פתאומיות (למשל, מחסור בידיים עובדות או שיבושים בשרשראות האספקה).

## חשוב!

הבחנה חשובה בנק ישראל מבדיל בין **ציפיות לטווח קצר** (שמושפעות מאוד ממחירי הדלק, הירקות או שער הדולר הנוכחי) לבין **ציפיות לטווח בינוני וארוך** (ל-3 עד 10 שנים קדימה). הציפיות לטווח הארוך, הנגזרות בעיקר משוק האג"ח, מראות לבנק האם הציבור מאמין שהוא יצליח לשמור על האינפלציה בתוך תחומי יעד יציבות המחירים של הממשלה (1% עד 3%).

הציפיות לטווח הארוך, הנגזרות בעיקר משוק האג"ח, מראות לבנק האם הציבור מאמין שהוא יצליח לשמור על האינפלציה בתוך תחומי יעד יציבות המחירים של הממשלה (1% עד 3%).

בעוד שמודלים מתמטיים מורכבים יודעים לטפל מצוין בנתוני עבר ובמגמות היסטוריות, הכלכלה האמיתית מונעת לא פעם מפסיכולוגיה של המונים, מהחלטות של מנהלים בזמן אמת ומאירועים בלתי צפויים שאי אפשר להכניס לשום משוואה.

כאן נכנסת לתוקפה **קטגוריה 4: הסקרים וההערכות השיפוטיות**, זהו השלב שבו בנק ישראל מוריד את העיניים מהמסכים של חוקרי האקדמיה, ויוצא לבדוק את "השטח" ומאזן הסיכונים האמיתי.

## 1. סקרי הציפיות והמגמות (ההקשבה לשטח)

בנק ישראל מפעיל ומנתח מספר סקרים שנועדו לתפוס את הלחצים האינפלציוניים עוד לפני שהם מתגלגלים למדד המחירים לצרכן הרשמי של הלמ"ס.

\* **סקר מגמות בעסקים (של הלמ"ס, בניתוח בנק ישראל).**  
סקר חודשי מקיף בקרב מאות מנהלי חברות במשק (בתחומי התעשייה, המסחר, השירותים והבינוי). אחת השאלות המרכזיות בו היא: "האם בכוונתך להעלות את מחירי המכירה של מוצרי או שירותי החברה בחודשים הקרובים?".

\* **מדוע זה קריטי?**  
אם אחוז גבוה מהמנהלים מדווח על כוונת תמחור חיובית (כלומר, כוונה להעלות מחירים), הבנק מבין שיש כאן לחץ אינפלציוני "חם" שמגיע מצד ההיצע, עוד לפני שהצרכנים הרגישו אותו בכיס.

\* **סקר החברות של בנק ישראל.**  
סקר רבעוני שעורכת חטיבת המחקר של הבנק עצמו. הסקר מעניק הצצה לתוך "חדרי הישיבות" של המגזר העסקי בישראל. הבנק בוחן שם את מגבלות הפעילות של החברות (למשל: האם קשה להן לגייס עובדים? האם עלויות חומרי הגלם עלו?) ואת ציפיות האינפלציה של אותם מנהלים עצמם. כאשר מנהל חברה מצפה לאינפלציה גבוהה, הוא יטה להעלות מחירים מראש כדי "להקדים תרופה למכה".

## 2. הערכה שיפוטיות (Expert Judgment) של הוועדה המוניטרית.

השלב הסופי והמכריע בקביעת המדיניות והתחזית מתרחש סביב שולחן הוועדה המוניטרית (הגוף שאחראי על החלטת הריבית, בראשות הנגיד). חברי הוועדה מקבלים את פלטי המודלים מחטיבת המחקר, אך תפקידם הוא להפעיל "שיפוט אנושי" (Discretion) ולתקן את התחזיות הסטטיסטיות בהתאם למציאות המשתנה.

**ישנם שלושה מצבים מרכזיים שבהם ההערכה השיפוטיות גוברת על המודלים:**

**א. אירועים קיצוניים ואי-ודאות גיאופוליטית (Black Swans).**

מודלים כלכליים מניחים סביבה נורמלית או תנודות סטטיסטיות מוכרות. הם אינם יודעים לחשב לבד השלכות של מלחמה, סגרים בריאותיים, או סנקציות כלכליות עולמיות. חברי הוועדה המוניתרית צריכים להעריך "שיפוטית" כיצד, למשל, מתיחות ביטחונית מתמשכת תשפיע על תעשיית התיירות (ירידה בביקוש) אל מול השפעתה על ענף הבנייה (מחסור בפועלים שיוצר ירידה בהיצע ועליית מחירים).

**ב. שינויים מבניים ורפורמות ממשלתיות.**

אם הממשלה מחליטה באופן פתאומי על העלאת מע"מ, הטלת מס קנייה חדש, או רפורמה מבנית בשוק החשמל – המודל ההיסטורי לא יראה את זה עד שהנתונים יתחילו לזרום (באיחור של חודשים). חברי הוועדה מכניסים את השינויים הללו באופן ידני ("שיפוטית") לתוך שיקולי האינפלציה של הטווח הקצר והבינוני.

**ג. ניהול סיכונים אסימטרי (The Cost of Being Wrong)**

ההערכה השיפוטית עוסקת בעיקר בשאלה: "מה המחיר של טעות?". גם אם המודל היבש מראה שהאינפלציה צפויה לרדת ל-2.2%, חברי הוועדה עשויים להסתכל על השטח (למשל, על שוק עבודה הדוק מאוד או גירעון ממשלתי תופח) ולהחליט שגורם הסיכונים נוטה כלפי מעלה. הם יפעילו שיקול דעת שמרני, מתוך הבנה שאם הם יקלו ראש ויאפשרו לאינפלציה "להתפרץ", העלות הכלכלית של ריסונה בשלב מאוחר יותר תהיה כואבת ויקר בהרבה (במונחי אבטלה ומיתון) מאשר שמירה על ריבית גבוהה לזמן ארוך יותר כרגע.

**בשורה התחתונה:**

המודלים מספקים לבנק ישראל את המפה ואת המצפן, אבל הסקרים וההערכות השיפוטיות הם אלו שמאפשרים לו לראות את האבנים הקטנות ואת הבוץ שעל השביל בזמן אמת, ולנווט את הכלכלה הישראלית בדינמיות הנדרשת.

לנו יועצי המשכנתאות העוסקים בתכנון תמהיל אופטימלי ללקוח, ההבנה וההסתמכות על ציפיות בנק ישראל לגבי האינפלציה העתידית היא כלי בעל חשיבות עליונה בעבודתנו.

פרסום הציפיות לאינפלציה שמפרסם מדי חודש בנק ישראל.

בנק ישראל - החטיבה למידע ולסטטיסטיקה								
הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים								
(ממוצעים חודשיים, אחוזים)								
שיעור האינפלציה הצפוי								
תאריך	ציפיות משוק ההון <sup>1</sup> לשנה הראשונה	ציפיות משוק ההון <sup>1</sup> לשנה השנייה (פורורד)	ציפיות משוק ההון <sup>1</sup> לשנה השלישית (פורורד)	ציפיות משוק ההון <sup>1</sup> לשנים 3-5 (פורורד) <sup>2</sup>	ציפיות משוק ההון <sup>1</sup> לשנים 5-10 (פורורד) <sup>3</sup>	ממוצע תחזיות <sup>4</sup> אינפלציה ל-12 חודשים קדימה	לשנה מהריביות הפנימיות <sup>5</sup>	
מאי 2026	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	2.1	2.0	
אפר 2026	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9	2.3	2.1	
מרץ 2026	1.7	1.8	1.9	1.9	2.1	2.1	1.8	
פבר 2026	1.5	1.7	1.8	1.8	2.2	1.9	1.6	
ינו 2026	1.4	2.0	1.9	1.9	2.3	1.9	1.7	

• אין לראות בכתבה זו המלצה כזו או אחרת לגבי בחירת מסלול הלוואה הצמוד או שאינו צמוד למדד!

