



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2010
הרביע השני

אב התש"ע - אוגוסט 2010

31

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114110031/8

דפוס מאור וולך, ירושלים



דוח האינפלציה לרביע השני של 2010 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל בראשות הנגיד – הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית¹.

מדד המחירים לצרכן עלה ברביע השני של 2010 ב-1.5 אחוזים, בעיקר בהשפעת גורמים עונתיים. בניכוי הרכיבים העונתיים - פירות וירקות והלבשה והנעלה - עלה המדד ברביע זה ב-0.7 אחוז. עלייתו של סעיף הדיור, המודד באמצעות שכר הדירה את מחיר שירותי הדיור, הייתה ברביע הנסקר מהירה מזו של שאר רכיבי המדד – 2.3 אחוזים. קצב האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים התמתן ברביע השני ל-2.4 אחוזים, לאחר תקופה ארוכה של אינפלציה בקרבת הגבול העליון של היעד ואף מעליו.

ברביע הראשון נמשכה ההתאוששות בפעילות הריאלית העולמית ובסחר העולמי, בהובלתן של ארה"ב והמדינות המתפתחות, בעוד שהצמיחה באירופה הייתה מתונה יותר. על רקע רמת פעילות נמוכה מזו הפוטנציאלית ושיעורי אבטלה גבוהים יחסית נותרה סביבת האינפלציה העולמית ממותנת.

במהלך הרביע השני חריף משבר החובות הפיסקליים, בעיקר במדינות דרום אירופה, ולפיכך התגברה מאוד אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים בעולם, וגם בישראל; זאת במיוחד בתחילת הרביע, עד להכרזתם של האיחוד האירופי וקרן המטבע הבין-לאומית על קרנות לסיוע לאותן מדינות באירופה הנתונות בקשיים פיננסיים, ועד שמדינות אלה החלו לנקוט מדיניות פיסקלית מרסנת כדי להתמודד עם המשבר. לאחר מכן נבלמו הירידות בשווקים הפיננסיים, אולם אי-הוודאות נותרה גבוהה.

הפעילות הכלכלית במשק הישראלי המשיכה להתרחב ברביע השני של 2010, אף כי חלק מהאינדיקטורים לרביע זה מצביעים על האטה בקצב ההתרחבות. על פי הנתונים שבידינו נראה כי בעוד שהביקושים המקומיים הוסיפו להתרחב, גידול היצוא, המושפע ישירות מההתפתחויות בעולם, התמתן. בשוק העבודה ניכרת מגמת ההתאוששות, ומתבטאת בהמשך הירידה של שיעור האבטלה ובעלייה של השכר הריאלי.

המשבר הפיסקלי במדינות אירופה עלול להשפיע על המשק הישראלי - בגלל פגיעה אפשרית בביקושים ליצוא של ישראל והשפעה על שוק ההון הישראלי בשל המיתאם בינו לבין השווקים הפיננסיים בעולם.

שער החליפין הנומינלי והריאלי של השקל יוסף במשך רוב הרביע השני, אולם באמצע יוני התהפכה המגמה: בסוף הרביע הוא פוחת, וכן ביולי. רכישת מטבע חוץ על ידי בנק ישראל באפריל ובמאי מיתנה את הייסוף בחודשים אלה. ביוני לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ.

המדיניות המוניטרית של בנק ישראל בתקופה הנסקרת נקבעה במסגרת תהליך החזרתה של הריבית לרמה נורמלית, התואמת את תנאי המשק וסביבת האינפלציה. יחד עם זאת, התגברות אי-הוודאות לגבי המצב הכלכלי בעולם והשפעתו על המשק הישראלי התבטאה בהאטת קצב העלאתה של הריבית ברביע השני. ריבית בנק ישראל לאפריל הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, ל-1.5 אחוזים, והושארה ברמה זו עד חודש יולי. הריבית לאוגוסט הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, ל-1.75 אחוזים. מגמת הירידה של האינפלציה לעבר מרכז היעד, (בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים), התגברות אי-הוודאות לגבי קצב התאוששותו של המשק הישראלי בהמשך השנה והציפייה להשאר הריביות של הבנקים המרכזיים הגדולים בעולם ברמות נמוכות עוד לזמן ממושך - כל אלה תמכו בהשאר הריבית ללא שינוי במשך הרביע השני.

1 עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק בנק ישראל החדש, יתקבלו החלטות הריבית במסגרתה.

כדי למתן את המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות בראשית 2010 ואת ההתרחבות המהירה של האשראי לדזור - בין היתר על רקע הריבית הנמוכה - ולתמוך ביציבות הפיננסית, הוציא המפקח על הבנקים בבנק ישראל הוראה, שנכנסה לתוקף ב-1 ביולי, המורה לבנקים לבחון בקפידה את נושא האשראי לדזור, תוך דרישה להפרשה נוספת בגין הלוואות לדזור שניתנו ביחס מימון גבוה. צעד זה תואם את הגישה שלפיה, לצורך יישום מדיניות הבנק המרכזי, יש מקום להפעיל כלים מקרו-יציבותיים (macro prudential), נוסף על השימוש בכלים המוניטריים הרגילים, כדי לטפל בנושאים הקשורים ליציבות הפיננסית. השימוש בכלים אלה מאפשר השפעה ממוקדת - בשונה משינויים בריבית, המשפיעים על המשק כולו.

קצב האינפלציה צפוי להיות בשנה הקרובה בחלקו העליון של תחום יעד האינפלציה, והצמיחה צפויה להיות נמוכה במקצת מ-4 אחוזים, כך שפער התוצר השלילי יצטמצם מעט. עם זאת, עקב אי-הוודאות לגבי התפתחותו של המשבר באירופה והשפעתו על כלכלת העולם ועל המשק הישראלי, ייתכן שהפעילות והאינפלציה יסטו משמעותית מהתחזית. גם להתפתחותם של מחירי הדזור בתקופה הקרובה צפויה להיות השפעה על התפתחות האינפלציה.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בארץ ובעולם ולפעול לשמירה על האינפלציה בתחום היעד, תוך תמיכה בפעילות הריאלית ושמירה על היציבות הפיננסית. מסלול הריבית ייקבע גם בעתיד בהתאם לסביבת האינפלציה, לתנאי המשק, להתפתחויות העולמיות, ובכלל זה לתוואי הריבית העולמית, ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל.

במארג השנה התקבל בכנסת חוק בנק ישראל החדש, והוא נכנס לתוקף ביוני. החוק החדש מעגן את עצמאותו של בנק ישראל באמצעות הגדרה ברורה של יעדי הבנק, תפקידיו ודרך קבלת החלטות, וכן באמצעות קביעת הכלים להשגת היעדים ודרך הפעלתם. החוק קובע שהיעד העיקרי של הבנק המרכזי הוא שמירה על יציבות המחירים, ועימו תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה ושמירת יציבותה של המערכת הפיננסית. עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק זה, יתקבלו החלטות המדיניות המוניטרית, ובפרט החלטות על שינויים בריבית, במסגרתה.

בברכה,

ס. ניסן

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

התוכן

	תקציר	
7		
9	1. הרקע והאינפלציה	
9	א. הסביבה העולמית	
12	תיבה 1 : תוכניות צמצום פיסקליות באיחוד האירופי	
16	ב. התפתחות שער החליפין של השקל	
17	ג. ההתפתחויות הריאליות	
20	ד. ההתפתחויות הפיננסיות	
22	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה	
24	2. המדיניות המוניטרית	
26	3. עדכון התחזיות	
26	א. הסביבה העולמית	
28	ב. הפעילות הריאלית בישראל	
28	ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים	
34	לוחות נספח	

- האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה ברביע השני של 2010 (הרביע הנסקר) בשיעור מצטבר של 1.5 אחוזים. הגורם העיקרי לעליית המדד הוא עליית מחירים עונתית, בעיקר בסעיפי הפירות והירקות וההלבשה וההנעלה; המדד ללא סעיפים אלו עלה בשיעור של 0.7 אחוז. במהלך הרביע הנסקר התמתן קצב האינפלציה השנתי, וביוני היה שיעורו 2.4 אחוזים - בתחום יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים עלו מעט ונותרו בחלקו העליון של יעד האינפלציה.
- הסביבה העולמית:** במהלך הרביע הנסקר החריף משבר החובות הפיסקליים, ובעטיו עלתה רמת הסיכון בשווקים הפיננסיים, ומחירי הנכסים הפיננסיים ירדו בשיעורים חדים. בתגובה על החרפת המשבר הכריז האיחוד האירופי יחד עם קרן המטבע הבין-לאומית על תוכנית סיוע למדינות המצויות במשבר חוב. על רקע תוכניות הסיוע נבלמו הירידות של מחירי הנכסים, אולם אי-הוודאות נותרה גבוהה. התאוששות הכלכלה העולמית נמשכה בתקופה הנסקרת, אף כי לא במידה אחידה: קצב ההתאוששות בארצות הברית ובמדינות המתפתחות היה גבוה מאשר באירופה.
- הפעילות הריאלית:** ברביע הראשון של 2010 נמשך במשק הישראלי תהליך ההתאוששות, בהתבסס על עלייה בצריכה הפרטית וביצוא, וכך הצטמצם פער התוצר השלילי. אינדיקטורים לפעילות ברביע הנסקר מצביעים על האטה של קצב ההתאוששות, על רקע התמתנות היצוא.
- שער החליפין:** התפתחות שער החליפין של השקל ברביע הנסקר לא הייתה אחידה. בתחילת הרביע נמשכה מגמת הייסוף בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, על רקע היחלשות האירו, עודף במאזן התשלומים ופער ריביות בין ישראל למשקים אחרים. בתקופה זו המשיך בנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ במקרי התחזקות חריגה של השקל. בסוף הרביע התהפכה המגמה, ושער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחד בשיעור ניכר. בסך הכול הוא פוחד במשך הרביע הנסקר בשיעור מתון.
- השווקים הפיננסיים:** מחירי הנכסים הפיננסיים ירדו ברביע הנסקר בשיעורים משמעותיים, על רקע החרפתו של משבר החובות הפיסקליים באירופה. במקביל נרשמו עלייה בסיכון הפיננסי ומעבר של משקיעים לאפיקים סולידיים. בדומה להתפתחויות בשווקים הפיננסיים בעולם נבלמה בחודש יוני ירידת מחיריהם של הנכסים הפיננסיים בישראל, אך אי-הוודאות נותרה גבוהה.
- המדיניות המוניטרית:** ברביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך ההתאמה של מידת ההרחבה המוניטרית לקצב ההתאוששות של המשק, במטרה לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתרום להמשך ההתאוששות בפעילות המשקית תוך תמיכה ביציבות הפיננסית. על רקע החרפה של משבר החובות הפיסקליים וההתפתחויות בעקבותיה הואט במהלך הרביע הנסקר קצב העלאות הריבית. הריבית לחודש אפריל הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1.5 אחוזים, לחודשים מאי עד יולי היא הושארה ללא שינוי, ולחודש אוגוסט היא הועלתה שוב ב-0.25 נקודת אחוז. לנוכח העלייה המהירה של מחירי הדירות, וכיוון שמרבית האינדיקטורים תומכים בהשאת הריבית בסביבה נמוכה, הפעיל בנק ישראל צעדים מקרו-יציבותיים לטיפול בעלויות המחירים בשוק הדיור, בשל השפעתן האפשרית על יציבות המערכת הפיננסית.
- תחזית בנק ישראל:** להערכת בנק ישראל שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הבאים יעמוד על כ-2.6 אחוזים. הייסוף האפקטיבי, שהיה בחודשים האחרונים, ופער התוצר השלילי, שעדיין קיים - תוצאת השפעתו של המשבר העולמי על הפעילות המשקית בישראל - יתמכו בריסון האינפלציה. הצמיחה בשנים 2010 ו-2011 תסתכם, להערכת הבנק, ב-3.7 ו-4.0 אחוזים, בהתאמה, כך שפער התוצר השלילי יצטמצם במהלך שנים אלה. שיעור האבטלה צפוי להמשיך ולרדת במדינות בשנים 2010 ו-2011. תחזיות אלה צפויות להתממש במקביל לתהליך הדרגתי של העלאת ריבית בנק ישראל.

* המשטר המוניטרי שבו פועל בנק ישראל חותר להשגת יציבות מחירים, המוגדרת כאינפלציה בטווח של 1 עד 3 אחוזים. (לפירוט ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 17).

1. הרקע והאינפלציה

לשם ניהול המדיניות המוניטרית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות מאפשר לבחון ברציפות את תגובת השווקים ואת השלכותיה הצפויות על האינפלציה, וכך לקבוע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד יציבות המחירים, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירת יציבות בשווקים הפיננסיים. במהלך הרביע השני של 2010 (הרביע הנסקר) המשיך בנק ישראל בתהליך ההדרגתי של החזרת הריבית לרמתה הנורמלית, ונקט מדיניות התואמת את הערכת ההשפעות הבאות על המשק: (1) החרפת משבר החובות הפיסקליים בעולם, שהביאה לירידת מחיריהם של נכסים פיננסיים ולעלייה בסיכון הפיננסי, וכן לדחית המועד הצפוי של העלאת הריביות על ידי הבנקים המרכזיים המובילים; (2) המשך ההתאוששות במגזר הריאלי, תוך התמתנות קצב ההתאוששות; (3) סביבת אינפלציה התואמת את יעד יציבות המחירים ופער תוצר שלילי, הפועל לסביבת אינפלציה ממותנת; (4) עלייה מהירה של מחירי הדירות, להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית, בשער החליפין, בפעילות הריאלית, בפעילות הפיננסית ובאינפלציה, התפתחויות שעמדו ברקע להחלטות בנק ישראל על המדיניות המוניטרית.

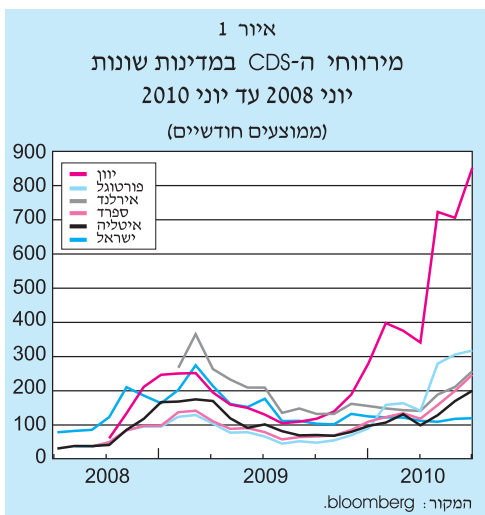
א. הסביבה העולמית

(1) היציבות הפיננסית בעולם

הרביע השני של שנת 2010 אופיין בהחמרה והעמקה של משבר החובות הפיסקליים בכמה ממדינות אירופה. על רקע החובות הפיסקליים הגבוהים, שעלו עלייה חדה כתוצאה מצעדי המדיניות להתמודדות עם המיתון, התגבר ברביע הנסקר החשש כי מספר מדינות לא יוכלו לעמוד בהחזר החובות. החרפת המשבר החלה בשל התגברות החששות כי יוון תתקשה לשלם או למחזר את חובותיה לטווח הקצר, התפתחות שהביאה לעלייה חדה של התשואות ומירווחי ה-CDS¹ על איגרות החוב הממשלתיות של יוון. כתוצאה מכך נתקלה הממשלה היוונית בקשיים בהנפקת איגרות חוב ובמיחזור החוב הציבורי שלה. התפתחות זו ביוון התגלגלה במהירות לשווקים נוספים, בעיקר בדרום אירופה, והובילה לעליית מירווחי ה-CDS של מדינות נוספות (איור 1). דירוגי האשראי של יוון, פורטוגל וספרד הורדו פעם נוספת, לאחר הורדתם בסוף 2009, מחשש כי הן לא יוכלו לעמוד בהחזרי חובותיהן.

בתגובה להחרפת משבר החובות הפיסקליים העניקו האיחוד האירופי וקרן המטבע הבין-לאומית סיוע ליוון, וכן הכריזו על הקמת קרן סיוע למדינות השרויות במשבר חוב. בשל החשש כי חדלות פירעון של יוון עלולה להוביל למשבר פיננסי במדינות נוספות בגוש האירופי, מפני

¹ מירווחי ה-CDS הם מדד לפרמיית הסיכון באיגרות חוב. להרחבה ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מ-29/09/03.



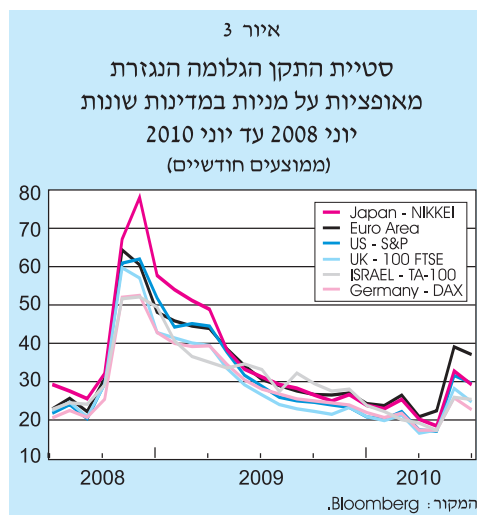
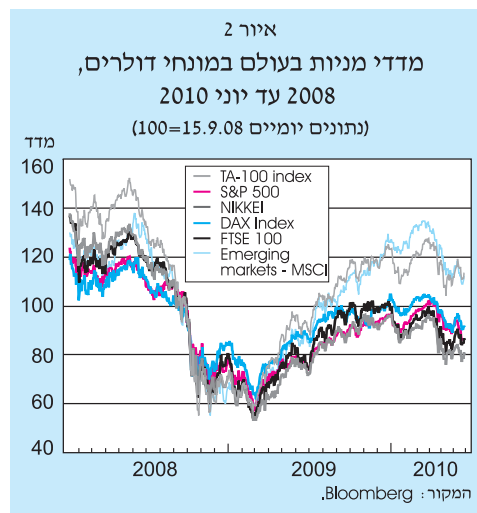
חשיפתן לאיגרות חוב של ממשלת יוון, החליט האיחוד האירופי, יחד עם קרן המטבע הבין-לאומית, על חבילת סיוע ליוון. התוכנית כוללת הלוואה בהיקף של 110 מיליארדי אירו בפריסה על פני שלוש שנים, במטרה לעזור לממשלת יוון לפרוע את חובותיה לפרק זמן זה. בתמורה התחייבה ממשלת יוון להפעיל תוכנית להקטנת חובה, הכוללת העלאת מסים וקיצוץ בתקציב. כצעד משמעותי נוסף למניעת משבר פיננסי באירופה החליטו האיחוד האירופי וקרן המטבע הבין-לאומית על תוכנית סיוע נוספת בהיקף של 720 מיליארדי אירו. תוכנית זו נועדה לספק את צורכי המימון של מדינות הנקלעות לקשיים במיוחד החוב, ואלה יידרשו לנקוט בתמורה מדיניות פיסקלית מרסנת וצעדי התייעלות, כפי שעשתה יוון. נוסף על כך הפעיל הבנק המרכזי האירופי תוכנית להתמודדות עם החרפת משבר החובות הפיסקליים, הכוללת רכישת איגרות חוב בשוק האירופי ומספר צעדים להגברת הנזילות. תוכניות הסיוע שהוכרוזו על ידי האיחוד האירופי הן חריגות בהיקפן, והדרך לאישורן הייתה רצופה במחלוקות ובקשיים בירוקרטיים, שהגדילו באותה עת את אי-הוודאות לגבי התפתחות המשבר.

השווקים הפיננסיים בעולם הגיבו על החרפת משבר החובות הפיננסיים בירידות שערים חדות ובעליית הסיכון. לאחר הודעת האיחוד האירופי על הקמת קרן הסיוע התייצבו מדדי המניות המובילים בעולם, אך אי-הוודאות בשווקים נותרה גבוהה. בתגובה על החמרת המצב הכלכלי ביוון ובשל החשש כי חדלות פירעון של יוון תוביל למשבר פיננסי באירופה ולמיתון חוזר, רשמו מדדי המניות המובילים בעולם ירידות חדות, בין 10 ל-17 אחוזים (איור 2). הדיונים המתמשכים על אישור חבילות הסיוע והקשיים באישורן הביאו לעלייה חדה של אי-הוודאות ושל רמת הסיכון בשווקים, התפתחות שהתבטאה בעלייה של סטיית התקן הגלומה במדדי המניות (איור 3). על רקע הודעות האיחוד האירופי על חבילות הסיוע בסוף מאי 2010, נבלמו ירידות השערים במדדי המניות, ובחלקם אף נרשמו עליות. עם זאת, אי-הוודאות נותרה גבוהה, שכן חבילות הסיוע צפויות לספק את צורכי המימון של המדינות בקשיים רק בטווח הקצר, ואילו פתרון יסודי של המשבר מחייב צעדים לצמצום היקף החובות, ואלה קשים ליישום. זאת ועוד, תוכניות הצמצום הפיסקלי, אם אכן ייושמו, עלולות להביא להתמתנות הביקושים ולירידה בפעילות הכלכלית.

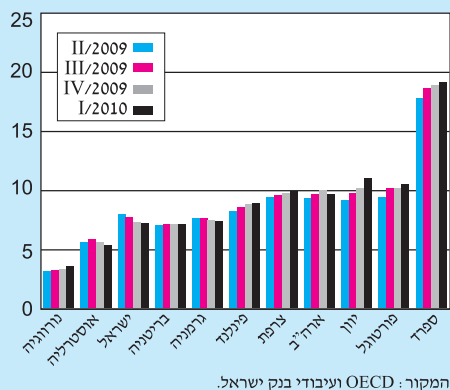
(2) הפעילות הריאלית בעולם

ברביע הראשון של 2010 נמשכה מגמת ההתאוששות בפעילות הריאלית העולמית. על פי נתוני החשבונאות הלאומית² נרשמו ברביע הראשון של 2010 שיעורי צמיחה חיוביים במרבית המשקים בעולם (איור 4). את תהליך ההתאוששות הובילו משקי ארצות הברית וסין, שצמחו בשיעור של 3 ו-12 אחוזים, בהתאמה. לעומת זאת באירופה נרשמה צמיחה מתונה ולא אחידה. מספר מדינות, בעיקר ספרד ויוון, מתקשות להתאושש מהמשבר, בעטיים של שיעורי אבטלה גבוהים (איור 5) ומשבר חובות פיסקליים

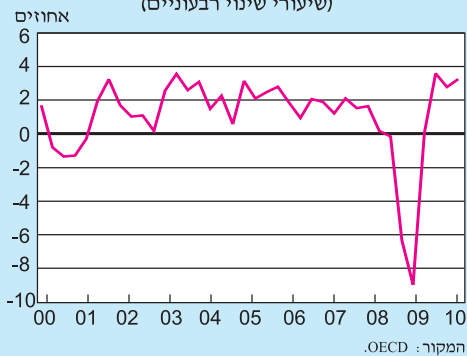
² נתוני החשבונאות הלאומית מבוטאים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.



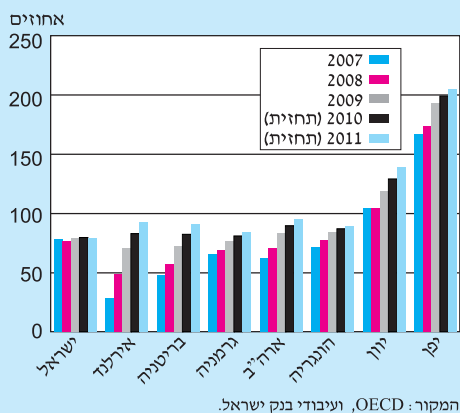
איור 5
שיעור האבטלה במדינות נבחרות
(ארבעת הרבעים האחרונים)



איור 6
היקף הסחר העולמי בסחורות ובשירותים,
עד הרביע הראשון של 2010
(שיעורי שינוי רבעוניים)



איור 7
יחס החוב לתוצר בשנים 2007 עד 2009
במדינות נבחרות ותחזית ל-2010 ו-2011



בהן. בסחר העולמי נמשכה מגמת ההתאוששות שאפיינה את הרבעים הקודמים, וברביע הראשון של 2010 הוא עלה בכ-3.5 אחוזים במונחים רבעוניים (איור 6).

מאינדיקטורים לפעילות הריאלית העולמית ברביע השני של 2010

מתקבלת תמונה מעורבת. בארצות הברית נמשכת מגמת ההתאוששות, המתבססת ברביע הנסקר בעיקר על השיפור במגזר הפרטי, אך בשוקי העבודה, הדיור והאשראי לא ניכרת התאוששות של ממש. המשך ההתאוששות בארצות הברית לצד העלייה החדה של יחס החוב לתוצר (איור 7) השתקפו בדברי יו"ר הבנק הפדרלי, Ben Bernanke, בדבר הצורך בריסון פיסקלי³. באירופה מרבית האינדיקטורים מצביעים על המשך מגמת ההתאוששות האיטית. עם זאת, ההתאוששות בגוש האירופי אינה אחידה: מספר מדינות, בעיקר ספרד ואיטליה, ממשיכות לדשדש - מדד הייצור התעשייתי בהן אינו מצביע על שיפור, ושיעורי האבטלה ממשיכים לעלות. הפעילות במדינות האיחוד האירופי הושפעה במהלך הרביע הנסקר משני כוחות מנוגדים: כנגד ההשפעה השלילית של החרפת משבר החובות הפיסקליים פעל פחות האירו במהלך מרבית הרביע לתמיכה ביצוא ופעילות הכלכלית. בבריטניה מראים הנתונים האחרונים על הפעילות הכלכלית יציבות ברמה נמוכה משמעותית מהשיא של 2008, ללא שינוי משמעותי באבטלה ובמדד הייצור התעשייתי. במדינות המתפתחות מצביעים מרבית האינדיקטורים על המשך הצמיחה. המשק הסיני המשיך לצמוח בקצב מואץ, אך ניכרים סימנים להתמתנות הצמיחה, על רקע צעדי מדיניות שנקטו לשם מניעת התרחבות יתר בשוקי הדיור והאשראי.

משבר החובות הפיסקליים באירופה עלול להשפיע על המשק הישראלי בשלושה ערוצים עיקריים: סחר החוץ, שער החליפין והערוץ הפיננסי.

היצוא הישראלי למדינות שבמוקד משבר החובות (איטליה, יוון, ספרד ופורטוגל) מצומצם יחסית, כ-5 אחוזים מסך היצוא של ישראל, ולכן ההשפעה הישירה של המשבר במדינות אלו צפויה להיות מוגבלת. עם זאת, המשבר במדינות אלו עלול להדביק מדינות נוספות באירופה, ובכך להשפיע על ישראל יותר. כדי להתמודד עם משבר החובות, החלו מרבית מדינות אירופה ומדינות נוספות בעולם בגיבוש צעדים לריסון פיסקלי כדי להביא לצמצום הגירעון ולהקטנת החוב. (הרחבה על התוכניות הפיסקליות המתגבשות במדינות אירופה ראו בתיבה 1.) אם תוכניות אלו ייושמו (חלק מהמדינות כבר החלו ביישומן) הן צפויות להביא לירידה ניכרת של הביקושים, ובכלל זה של הביקוש ליצוא הישראלי. משקלה של אירופה בסך היצוא של ישראל הוא כ-35 אחוזים, כך שירידת ביקושים בה צפויה להשפיע משמעותית על המשק. ערוץ השפעה אפשרי נוסף הוא ערוץ שער החליפין: המשך חולשתה היחסית של כלכלת אירופה עלול להביא להיחלשותו של האירו, וכך לפגוע בכדאיות היצוא; גמישות היצוא של

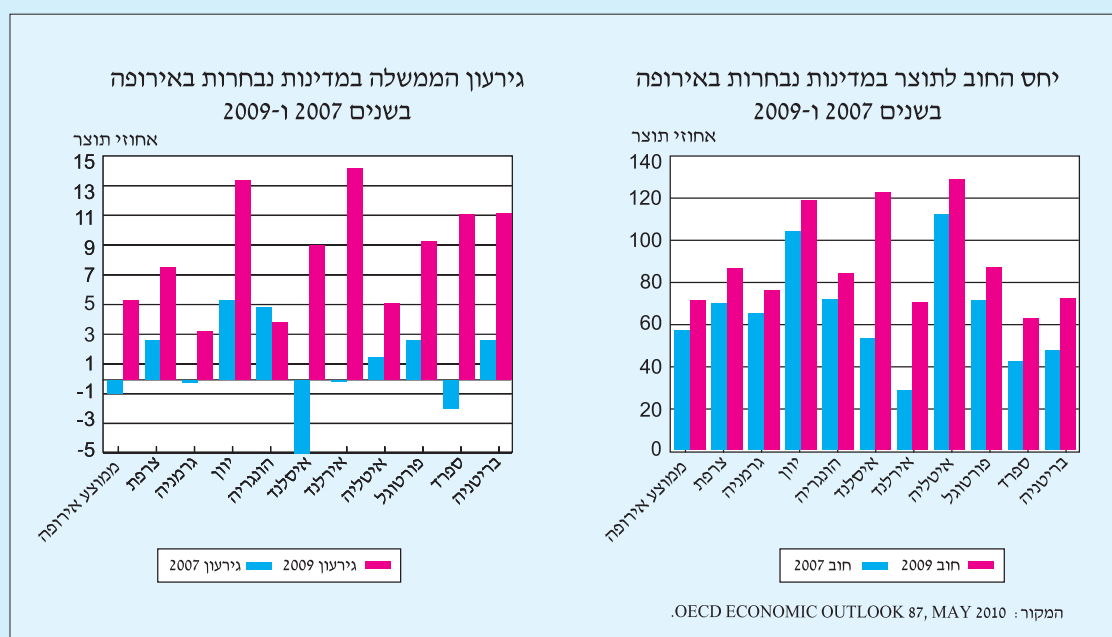
³ ראו נאומו של Ben Bernanke בפני National Commission on Fiscal Responsibility ב-27.04.2010.

ישראל לשער החליפין הריאלי מוערכת ב-0.2⁴, וכאמור, ליצוא לאירופה חלק משמעותי בסך היצוא של ישראל; לכן לערוץ שער החליפין יכולה להיות השפעה מהותית על המשק הישראלי. החרפה נוספת של משבר החובות באירופה, שתביא להחמרת המצב בשווקים הפיננסיים, יכולה להשפיע על ישראל גם דרך הערוץ הפיננסי. זאת בשל המיתאם הגבוה בין שוקי ההון בעולם (איור 2) ובשל חשיפה ישירה של משקיעים ישראלים לנכסים פיננסיים באירופה⁵.

תיבה 1: תוכניות צמצום פיסקליות באיחוד האירופה

בתגובה למשבר הגלובלי הפעילו רוב המדינות המפותחות תוכניות האצה פיסקליות במטרה להגדיל את הביקושים במשקיהן, וכך להקטין את השפעת המשבר. חלק מהצעדים נועדו לתמוך באוכלוסיות שנפגעו מהמשבר במיוחד, על ידי צעדים כהעלאת דמי האבטלה, הארכת תקופת הזכאות להם והרחבת תוכניות להכשרת עובדים. זאת נוסף על פעולתם של "המייצבים האוטומטיים", שהתבטאה בירידת ההכנסות ממסים וכן בהגדלת ההוצאות – בעיקר לתמיכה במובטלים. חלק מהמדינות המפותחות הפעילו גם תוכניות לתמיכה במערכת הפיננסית המקומית, שכללו הלאמת בנקים, העברות הון לבנקים, הרחבת הביטוח לפיקדונות הציבור, רכישת נכסים מסוכנים ועוד.

המשבר והתוכניות בתגובה עליו גרמו לעלייה ניכרת בגירעונות התקציביים של המדינות המפותחות וביחס החוב לתוצר; זאת גם במדינות האיחוד האירופי, שברובן הגירעונות חורגים מכללי מסטריכט – תקרת גירעון של 3 אחוזי תוצר במצבי שפל כלכלי. (ראו האיור). גירעונות וחובות אלו איימו על היציבות הפיסקלית, במיוחד במדינות שנדרשו לתמוך בהיקף נרחב במערכות הפיננסיות שלהן (אירלנד, בריטניה) ובמדינות שמצבן הפיסקלי או כושר



⁴ ראו י' לביא וע' פרידמן (2007), "שער החליפין הריאלי וסחר החוץ של ישראל", סקר בנק ישראל 79.

⁵ לפי אומדני בנק ישראל מוחזקים בחו"ל כ-12 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור, מתוכם כ-25 אחוזים בנכסים מאירופה.

התחרות שלהן היו חלשים ערב המשבר (יוון, ספרד, פורטוגל). הגירעונות הגדולים בעייתיים במיוחד על רקע הצורך של רבות מהמדינות המפותחות בקונסולידציה פискаלית משמעותית, לנוכח התפתחויות דמוגרפיות הצפויות בהן. בעקבות הגירעונות הגבוהים, החורגים מתקרת מסטריכט, ולפי המלצות של האיחוד האירופי, של קבוצת ה-G-20 ושל קרן המטבע הבין-לאומית היו רוב מדינות אירופה צפויות להתחיל בקונסולידציה פискаלית ב-2011, בתנאי שההתאוששות הכלכלית תתייצב. ואולם בסוף 2009 ובתחילת 2010 נחשף כי הדיווח של ממשלת יוון על הגירעון בתקציב לא היה מדויק, וכי הגירעון בפועל ל-2009 היה 12.7 אחוזי תוצר, ולא 6 אחוזים כפי שדווח תחילה; גילוי זה גרם לעליית פרמיית הסיכון של יוון ולהורדות דירוג חוזרות ונשנות של איגרות החוב שלה, והביא את ממשלת יוון לסף פשיטת רגל. זעזועים אלו עוררו חששות בשווקים, ועמם עלו פרמיית הסיכון של ספרד, פורטוגל ואירלנד, שנתפסו כלא-יציבות כלכלית; לפיכך הורד הדירוג למדינות אלו, והתגברו החששות להידבקות של האיחוד האירופי כולו בבעיות הפיסקליות; זאת גם בגלל סיכון ליציבותם של בנקים ממדינות שונות, בגין החזקותיהם באיגרות חוב של המדינות הלא-יציבות.

כדי להתמודד עם משבר האמון בשווקים הפעילו האיחוד האירופי (ובפרט המדינות החברות בגוש האירו) וקרן המטבע הבין-לאומית תוכנית הצלה נרחבת ליוון ומסגרת נוספת לתמיכה במדינות אחרות, למקרה הצורך. כתנאי לקבלת הסיוע הכינה יוון תוכנית מקיפה לצמצום גירעונה, וכבר השנה הוחל בביצועה. מייד לאחר מכן יצאו גם ספרד ופורטוגל בתוכניות צמצום - אף שהן טרם ביקשו סיוע מהאיחוד - במטרה לשכנע את השווקים ואת האיחוד שהן מחויבות לתוואי של קונסולידציה. (בשני המקרים קרא האיחוד להגדלת הקיצוץ ב-2011). התוכנית הספרדית ממוקדת בהקטנת ההוצאות, ואילו התוכנית הפורטוגלית בעיקר מעלה מסים. תוכניות אלה מתוסספות על תוכניתה של אירלנד; זו החלה בתהליך קונסולידציה פискаלית עוד בתחילת 2009 - תוכנית להקטנת הגירעון ב-11.25 אחוזי תוצר בשנים 2009-2014, כולל צמצום ההוצאות ב-2.5 אחוזי תוצר השנה, בין השאר על ידי הורדות שכר שבין 5 ל-15 אחוזים לעובדי המגזר הציבורי. גם צ'כיה הפעילה כבר ב-2009 תוכנית קונסולידציה לטווח הקצר - ל-2010 בלבד (כי הממשלה ב-2009 הייתה ממשלת מעבר) - במטרה לשפר את המצב הפיסקלי ביציאה מהמשבר ולהקל בקונסולידציה עתידית. יוון הצליחה ביולי להנפיק איגרות חוב לחצי שנה בריבית נמוכה יחסית, ולפי דיווחי קרן המטבע הבין-לאומית היא עומדת בהתחייבויותיה לפי התוכנית. גם פורטוגל וספרד הצליחו להנפיק איגרות חוב לטווח בינוני ולטווח ארוך.

מלבד המדינות האמורות, שנדרשו להפעיל ריסון פיסקלי כבר השנה בשל לחץ השווקים, הקדימו מדינות נוספות את הצגת הצעדים שהן ינקטו החל מ-2011 כדי לצמצם את הגירעון ולהרגיע את השווקים. גרמניה ואיטליה הודיעו, מוקדם מהמתוכנן, על תוכניות צמצום לשנים 2011 ואילך, וצרפת הודיעה במאי על הקפאת ההוצאות הציבוריות לשנים 2011-2013 ועל מכירת 1,700 מבני ציבור, וביוני - על תוכנית להקטנת הגירעון בשנים 2010-2014. בריטניה כבר החלה בקונסולידציה בתקציב 2010 של הממשלה הקודמת, שביצעו החל במארכ השנה, אך הציגה ביוני צעדים נרחבים, המתחילים ב-2010, כדי לשכנע את השווקים ואת חברות הדירוג שהיא מסוגלת להוריד את הגירעון.

עד לכתובת מסמך זה הכריזו תשע מדינות באיחוד האירופי על תוכניות צמצום מפורטות, שהקדימו את צעדי הצמצום או את ההכרזה עליהם, בהתאם לדחיפות שהתבטאה בשווקים. עיקרי התוכניות מפורטים בלוח להלן, ומהם עולה כי הן מתבססות על הקטנת הוצאות יותר מאשר על העלאות מסים, כי ברובן (בשש מתוך התשע) ננקטו הקפאות שכר וקיצוצי שכר במגזר הציבורי, וכי ארבע מתוך תשע התוכניות כוללות גם פיטורי עובדים במגזר הציבורי או ביטול משרות פנויות.

תוכניות להקטנת הגירעון הפיסקלי – אירופה 2010

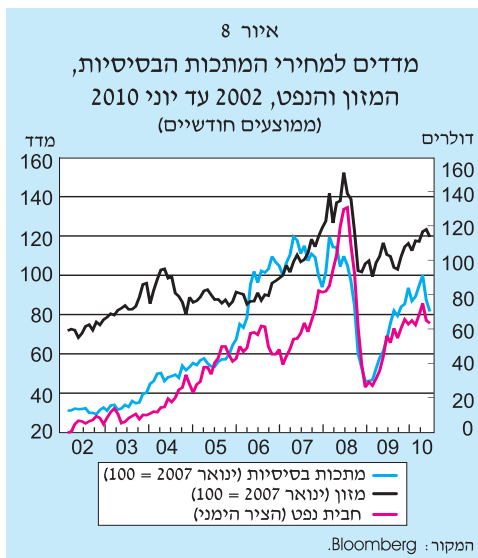
הגדלת הצעדים העיקריים	ההכנסות	צמצום ההוצאות	הפריסה (לא מצטבר, % תוצר)	גודל ההתאמה (תוצר)	
<ul style="list-style-type: none"> העלאת המע"מ ב-1% העלאת מס ההכנסה ב-1% הורדת שכר חברי הפרלמנט ומנהלי החברות הממשלתיות ב-5% 	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 0.6% 2011 - 1.4% 	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 0.6% 2011 - 0.8% 	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 1.2% 2011 - 2.2% 	3.4%	פורטוגל
<ul style="list-style-type: none"> הורדת השכר בשירות הציבורי ב-5% החל ביוני והקפאתו ב-2011 ביטול קצבת הלידה של 2,500 אירו מ-2011 קיצוץ של 0.6% תוצר בהשקעות הציבוריות פיטורי 13,000 עובדי ציבור 	-	<ul style="list-style-type: none"> צמצום הוצאות בלבד 	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 0.5% 2011 - 1.0% 	1.5%	ספרד
<ul style="list-style-type: none"> העלאת המע"מ ב-2% העלאת הבלו תשלום שכר על 12 חודשים בשנה, במקום על 14, במגזר הציבורי וקיצוץ שכר נוספים קיצוצים בפנסיות איחוד רשויות מקומיות פיטורי עובדי ציבור 	4%	15%	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 2.5% 2011 - 4.1% 2012 - 2.4% 2013 - 2.0% 	11.0%	יוון
<ul style="list-style-type: none"> הטלת מסים על תחבורה אווירית, על אנרגיה גרעינית ועל המגזר הפיננסי. הקטנת דמי הבטחת ההכנסה וביטול סובסידיות לפנסיה וקצבאות למקבלי הבטחת הכנסה. פיטורי 10,000 עובדי ציבור. רפורמה בצבא – כולל הקטנת הצבא ב-40,000 חיילים. הפיכת דמי האבטלה משלומי חובה של המדינה לתשלומים על פי שיקול הדעת של משרד העבודה. 	1.20%	2.20%	<ul style="list-style-type: none"> 2011 - 0.5% 2012 - 0.8% 2013 - 1.0% 2014 - 1.2% 	3.4%	גרמניה
<ul style="list-style-type: none"> הקפאת שכר עובדי המדינה לשלוש שנים. קיצוץ רוחבי של 10% בתקציבי משרדי הממשלה. הקטנת ההעברות לרשויות המקומיות. 	-	<ul style="list-style-type: none"> צמצום הוצאות בלבד 	<ul style="list-style-type: none"> 2011 - 0.5% 2012 - 1.0% 	1.5%	איטליה
<ul style="list-style-type: none"> הקפאת ההוצאות הממשלתיות, חוץ מתשלומי הריבית והפנסיות, בשנים 2011-2013 העלאת גיל הפרישה מ-60 ל-62 ביטול צעדי האצה בסך 0.8% תוצר סגירת פרצות מס בסך 0.25% תוצר קיצוץ-הוצאות אחרים בסך 2.3% תוצר 	0.30%	3.10%	2014-2010	3.4%	צרפת
<ul style="list-style-type: none"> העלאת המע"מ ב-1% העלאת מס ההכנסה הכפלת מס הרכוש העלאת הבלו 			<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 2.0% 	2.0%	צ'כיה
<ul style="list-style-type: none"> קיצוץ שכר של 5-15 אחוזים במגזר הציבורי בסך 0.63% תוצר קיצוץ בדמי האבטלה ובקצבת הילדים קיצוץ בהשקעות הציבוריות בהיקף של 0.63% תוצר 		<ul style="list-style-type: none"> צעדי 2010 2.5% 	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 2.5% 2011 - 1.75% 2012 - 2.75% 2013 - 2.25% 2014 - 2.0% 	11.25%	אירלנד
<ul style="list-style-type: none"> העלאת המע"מ מ-17.5% ל-20% מס על מאזני הבנקים הקפאת שכר לעובדי המגזר הציבורי בשנים 2011-2012 קיצוצים בקצבת הדיור ובזיכויי מס הצמדת הקצבאות והפנסיות למדד המחירים לצרכן במקום למדד המחירים הסיטוניים קיצוץ של 0.4% תוצר בהוצאות ב-2010 	2.35%	6.24%	<ul style="list-style-type: none"> 2010 - 0.6% 2011 - 1.1% 2012 - 1.7% 2013 - 2.3% 2014 - 2.9% 	8.6%	בריטניה

¹ התוכנית היוונית כוללת רפורמות מבניות בניהול והתכנון התקציבי ובמערכות הניהול וגביית המסים, שצפויות להביא להקטנת הגירעון ב-1.8% תוצר.

(3) האינפלציה בעולם

על רקע החרפת משבר החובות הפיסקליים ממאי 2010 רשמו מדדי האנרגיה והסחורות ירידות שערים חדות, והעלויות במחירי המזון נבלמו. במחירי המזון, הסחורות והאנרגיה נמשכה בתחילת התקופה הנסקרת מגמת העלייה, שהחלה בראשית 2009, עם ההתאוששות בכלכלה העולמית, ובפרט במשקי המדינות המתפתחות. החששות לגבי היכולת של מספר מדינות, בעיקר מגוש האירו, לפרוע את חובותיהן הביאו לירידה בהערכות השווקים לגבי הצמיחה העתידית, וכתוצאה מכך - לירידות חדות של מחירי הסחורות והנפט החל ממאי 2010 (איור 8)⁶. השפעתה של החרפת המשבר על מחירי המזון הייתה מתונה יותר, והתבטאה בבלימת העלויות.

האינפלציה בעולם נותרה ברביע הנסקר ברמה ממותנת. פערי התוצר השליליים שעדיין מתקיימים במרבית המשקים בעולם, שיעורי האבטלה הגבוהים, ירידות מחירי האנרגיה והחרפת משבר החובות הפיסקליים - כל אלה פעלו ברביע הנסקר להמשך הרמה הנמוכה של האינפלציה בעולם (לוח 1). כנגד זאת פעלו לעליית קצב האינפלציה המדיניות המוניטרית



לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובח"ל, 2008 עד הרביע השני של 2010 (שיעורי השינוי)

אירופה				ארה"ב				ישראל				
*II 2010	*I 2010	2009	2008	*II 2010	*I 2010	2009	2008	*II 2010	*I 2010	2009	2008	
2.2	1.9	0.9	1.6	0.6	3.2	2.7	0.1	6.3	-3.4	3.9	3.8	מדד המחירים הכללי
0.5	2.1			-1.5	0.9			2.5	-0.4			מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות ¹
8.9	19.5	1.8	-3.7	3.2	16.1	18.2	-21.3	-5.7	-9.5	13.1	-9.5	אנרגיה ²
1.6	0.4	0.7	3.5	0.5	2.5	-0.5	5.9	0.0	2.0	1.1	9.1	מזון (ללא פירות וירקות)
1.6	9.0	-1.5	2.8	-11.6	11.0	-3.0	3.4	19.7	-8.3	8.4	-2.0	פירות וירקות
1.6	2.6	1.9	2.2	1.4	0.9	-0.2	2.4	9.7	-0.7	5.6	12.1	דיר
1.7	-0.7	1.5	1.8	0.4	1.9	1.8	1.8	8.2	-3.5	3.4	3.6	מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות

¹ האומדן למדד המחירים לצרכן מנוכה העונתיות בישראל מבוסס על עיבודי בנק ישראל. מדד המחירים הכללי מנוכה העונתיות לאירופה אינו כולל מוצרי טבק.

² מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

* במונחים שנתיים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ECB ועיבודי בנק ישראל.

⁶ מחודש מאי 2010 עד לסוף הרביע הנסקר ירדו מדדי המתכות והנפט ב-21 וב-13 אחוזים, בהתאמה.

המרחיבה שנקטה במדינות רבות וההתאוששות בכלכלה העולמית, אך השפעתן הייתה פחות דומיננטית.

(4) המדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים בעולם

המדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים בעולם לא שונתה משמעותית במהלך התקופה הנסקרת, ונשארה מרחיבה. באירופה הכריז הבנק המרכזי על תוכנית להגברת הנזילות, על רקע הידוק התנאים בשוק האשראי. על רקע פערי התוצר השליליים וסביבת האינפלציה המתונה, לא שונתה משמעותית המדיניות המוניטרית בעולם במהלך הרביע הנסקר. ריביות הבנקים המרכזיים נותרו ברמת שפל היסטורית: ריבית הבנק הפדרלי של ארצות הברית נעה בין 0 ל-0.25 אחוז, וריבית הבנק המרכזי של אירופה נותרה ברמה של אחוז אחד (איור 9)⁷. החשש ממשבר חובות פיסקליים, התגברות אי-הוודאות כתוצאה מכך, וכן הציפיות להתאוששות איטית ולסביבת אינפלציה ממותנת, הובילו לדחייה בתוואי הציפוי של העלאות הריבית. לפי תחזיות הבנק הפדרלי של ארצות הברית יעבור זמן רב עד ששיעורי הצמיחה, האבטלה והאינפלציה בארצות הברית יחזרו לרמות הטווח הארוך⁸, ומכאן שהריבית בארצות הברית תישאר ברמתה הנמוכה עוד תקופה ממושכת. ההערכות הן כי ריבית הבנק הפדרלי של ארצות הברית תושאר ברמתה הנוכחית עד תחילת 2011, וכי ריבית הבנק המרכזי של אירופה תתחיל לעלות רק ברביע השני של 2011⁹. משמעותה של דחיית ההעלאה הציפוי של הריבית בארצות הברית ובאירופה היא שהעלאה של הריבית על ידי בנק ישראל תרחיב את פער הריביות מול מדינות אלו. כדי להתמודד עם התגברות אי-הוודאות בשווקים ולמנוע משבר אשראי, חזר הבנק המרכזי של אירופה להשתמש בכלי ההרחבה הכמותית, כחלק מתוכנית להגדלת הנזילות¹⁰. תוכנית זו כוללת רכישת איגרות חוב בשוק האירופי, הצעת מכרזי החלף (swap) מול הדולר בשיתוף עם הבנק הפדרלי של ארצות הברית והחזרת האפשרות להלוואות לטווחים של שלושה ושישה חודשים.

ב. התפתחות שער החליפין של השקל

התפתחותו של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי¹¹ במהלך הרביע הנסקר לא הייתה אחידה: בתחילת הרביע נמשכה מגמת התחזקותו של השקל, ואילו מאמצע חודש יוני נרשם פחות משמעותי. בהמשך למגמה

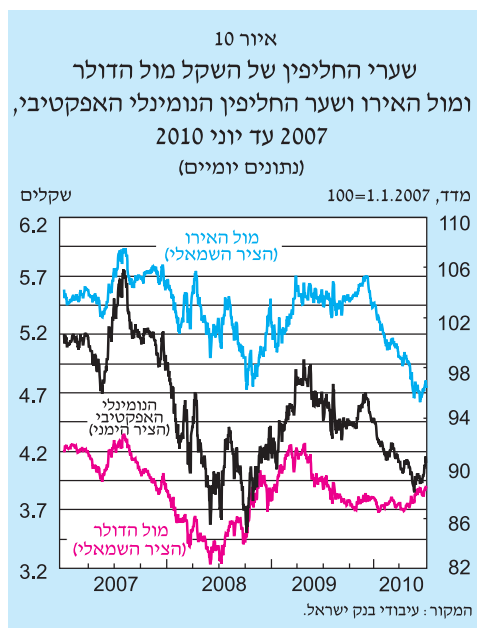
⁷ מרבית הבנקים המרכזיים בעולם הותירו את הריבית במהלך הרביע הנסקר ללא שינוי. הבנקים המרכזיים של צ'כיה, הונגריה ודרום אפריקה הורידו את הריבית במתינות, בעוד שהבנקים המרכזיים של קנדה, נורבגיה, הודו ואוסטרליה העלו אותה במתינות. המדינה היחידה שבה שונתה המדיניות המוניטרית מהותית היא ברזיל: בה הועלתה הריבית במהלך הרביע הנסקר ב-1.5 נקודות אחוז.

⁸ ראו הודעת הבנק הפדרלי של ארצות הברית מ-14.07.2010.

⁹ לפי ממוצע הציפיות של בתי השקעות מובילים. המקור: בלומברג.

¹⁰ ראו הודעה לעיתונות של הבנק המרכזי של אירופה מ-10.05.2010.

¹¹ שער החליפין הנומינלי האפקטיבי מחושב כממוצע משוקלל של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקלות הסחר של ישראל עם מדינות אלו.



מסוף שנת 2009 התחזק השקל בתחילת הרביע הנסקר, כך שעד אמצע יוני יוסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-1.5 אחוזים (איור 10). בתקופה זו התחזק השקל מול האירו בכ-6 אחוזים, ולראשונה מאז סוף שנת 2008 ירד שער החליפין מהרמה של חמישה שקלים לאירו. מול הדולר נחלש השקל בשיעור של 3 אחוזים. מגמת התחזקותו של השקל התהפכה במחצית השנייה של חודש יוני, ובמהלכה נרשם פחות של כ-2 אחוזים בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, תוצאת היחלשותו של השקל מול האירו. בסך הכול פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי במשך הרביע בשיעור מתון של כחצי אחוז.



רוב הגורמים הבסיסיים המשיכו לפעול לייסוף השקל ברביע הראשון של 2010 ובמרבית הרביע הנסקר. הגורמים להתחזקותו של השקל עד אמצע חודש יוני הם: (1) עודף בחשבון השוטף ברביע הקודם (איור 11)¹² - ברביע הראשון של 2010 אמנם הצטמצם העודף בחשבון השוטף, אך הוא נותר גבוה, ולכן פעל לייסוף השקל; (2) היחלשות האירו, על רקע החרפת משבר החובות הפיסקליים באירופה; (3) הגדלת פער הריביות בין ישראל למשקים אחרים, כתוצאה מהעלאת ריבית בנק ישראל לחודש אפריל; (4) קבלת ישראל לארגון OECD, העשויה להביא לגידול ההשקעות הזרות בישראל. כנגד גורמים אלה פעלו רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל למיתון התחזקותו של השקל.

היחלשותו של השקל במחצית השנייה של חודש יוני נובעת מהתחזקות האירו בתקופה זו, בהשפעת הכרזתו של האיחוד האירופי על חבילות סיוע להתמודדות עם המשבר.

ג. ההתפתחויות הריאליות

במשק הישראלי נמשכה מגמת ההתאוששות, שהחלה ברביע השני של 2009. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2010 מצביעים על התרחבות בפעילות הכלכלית. גידולו המהיר של התוצר ברביע האחרון של 2009 וברביע הראשון של 2010 הביא את הפעילות לרמה גבוהה, יחסית לרמתה בזמן המשבר, בתחילת 2009. ברביע הראשון של 2010 צמח התוצר המקומי הגולמי ב-3.4 אחוזים (איור 12)¹³, התוצר העסקי גדל ב-4.4 אחוזים, וצמיחתו התבססה על עלייה של הצריכה הפרטית ועל גידול היצוא (לוח 2). הודות להמשך צמיחת התוצר העסקי, לגידול התעסוקה, ולהתקרבות לקו המגמה של הצמיחה ארוכת הטווח, המשיך פער התוצר השלילי להצטמצם גם ברביע הראשון של 2010 (איור 13). עם זאת, ההשקעה בנכסים קבועים אינה מגלה סימני התאוששות: ברביע הראשון של 2010 היא עלתה בשיעור מתון בלבד, כך שרמתה נותרה נמוכה.



¹² ברביע הראשון של 2010 עמד העודף בחשבון השוטף המנוכה מעונתיות על 1.6 מיליארדי דולרים, ובמהלך ארבעת הרביעים האחרונים - על 7.1 מיליארדים.

¹³ נתוני החשבונאות הלאומית מבוססים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיים.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים, 2007 עד הרביע הראשון של 2010

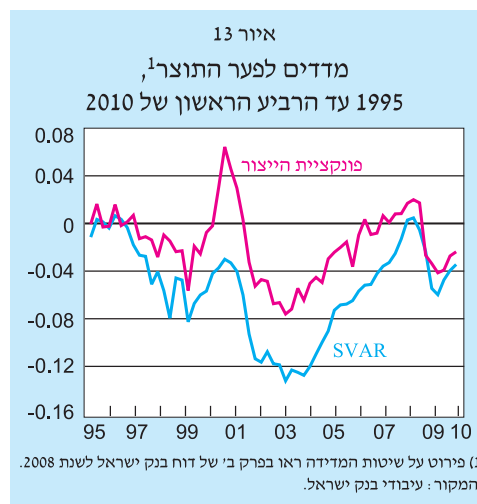
(נתונים מנוכחי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

I 2010	IV 2009	III 2009	II 2009	I 2009	IV 2008	2009	2008	2007	
3.4	4.4	3.8	1.3	-2.9	-2.0	0.7	4.0	5.2	התוצר המקומי הגולמי
4.4	4.8	3.5	1.3	-5.3	-3.2	-0.2	4.5	5.6	התוצר של המגזר העסקי
12.6	8.2	13.8	1.0	-40.0	-8.8	-12.3	7.2	13.6	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
4.4	5.0	6.1	10.0	-2.7	-2.0	1.4	3.6	6.3	הצריכה הפרטית
5.8	5.0	3.6	8.6	0.8	0.6	2.5	2.7	5.1	מוזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
4.1	3.9	2.9	10.2	-3.0	-1.1	2.2	2.1	3.4	הצריכה הציבורית
-0.8	2.5	5.4	13.6	-1.9	-0.6	3.7	2.2	4.1	מוזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
29.5	-30.6	-10.3	-28.3	-21.3	30.9	-8.9	1.4	10.1	ההשקעה המקומית הגולמית
1.3	-8.2	5.0	2.7	-14.4	-4.5	-6.0	4.4	15.3	מוזה: בנכסים קבועים
1.0	33.3	10.3	-3.7	-27.2	-26.2	-9.6	10.5	10.4	היצוא ללא יהלומים
2.9	27.4	10.1	2.4	-28.7	-27.8	-9.1	9.7	10.9	מוזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ברביע הראשון של השנה הורעו תנאי הסחר החיצוניים (מחירי היבוא יחסית למחירי היצוא); עם זאת הם עדיין נוחים הרבה יותר מאשר בערב המשבר. שער החליפין הריאלי - REER¹⁴ - מצביע על ייסוף ניכר ברביע הראשון של 2010, וזאת מפני שקצב האינפלציה בישראל גבוה יותר מאשר בעולם ומפני ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי.

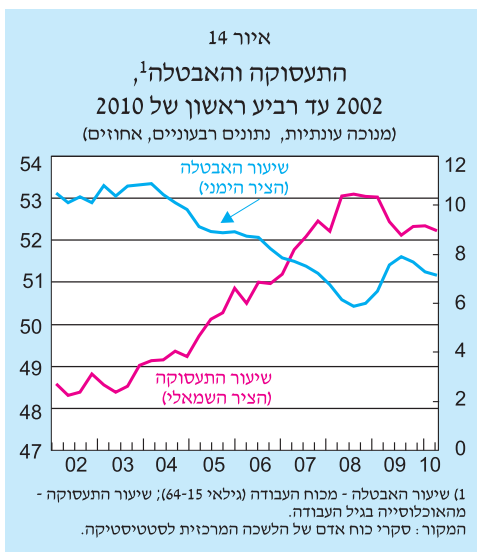
האינדיקטורים לפעילות הריאלית ברביע הנסקר מצביעים על המשך מגמת הצמיחה - אמנם בקצב מתון יותר מאשר ברביע הקודם, בגלל ירידת הביקושים מחו"ל. נתוני סקר החברות והמדד המשולב לרביע הנסקר מצביעים על המשך התרחבותה של הפעילות העסקית במשק, אמנם במידה מתונה במקצת ביחס לרביע הקודם. העלייה בפעילות התמקדה בעיקר בשוק המקומי, ופחות במכירות לחו"ל. חיזוק לתמונה בדבר המשך צמיחתו של המשק הישראלי למרות התמתנות הביקושים מחו"ל מתקבל מנתוני הייצור התעשייתי, שעלו בחודשים אפריל ומאי, וזאת למרות ירידות ביצוא התעשייתי במהלך הרביע הנסקר. התמתנות הביקושים מחו"ל נובעת, ככל הנראה, מהקושי להתמיד בקצב גבוה של התאוששות, במיוחד בתקופה של חוסר ודאות באשר לכלכלת העולם.



¹⁴ שער החליפין הריאלי האפקטיבי מוגדר כשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, מתוקן בגין האינפלציה בישראל ביחס לשותפות הסחר שלה.

נתוני סחר החוץ לרביע הנסקר מצביעים על ירידה ביצוא, לראשונה מזה כשנה, ועל האטה בקצב ההתרחבות של היבוא. נתוני סחר החוץ (במונחי דולרים שוטפים) לרביע השני של 2010 מצביעים על ירידה ביצוא, אך רמתו עדיין גבוהה לעומת אשתקד, הודות למגמת העלייה המתמשכת במהלך 2009 וברביע הראשון של שנה זו. ייתכן כי תרמה להאטה התמתנות הסחר העולמי. ברביע הנסקר הואט קצב גידולו של היבוא, לאחר עלייה של מרבית רכיביו ברביע הראשון של השנה. התמתנות זו מוסברת בירידת הביקוש לחומרי גלם, לנוכח ירידת היצוא, ובירידת הביקוש למוצרי השקעה, לנוכח חוסר הוודאות באשר להמשך ההתאוששות. כנגד זאת נמשכה מגמת העלייה ביבוא של מוצרי צריכה.

נמשכת מגמת ההתאוששות בשוק העבודה. זו מתבטאת בירידה של שיעורי האבטלה ובעלייה של השכר. נתונים מסקר כוח האדם לרביע הראשון של השנה מלמדים על עלייה במספר המועסקים, אך זאת תוך ירידה של שיעור התעסוקה מתוך האוכלוסייה בגיל העבודה (איור 14) ושל מספר המועסקים במשרה מלאה. הירידה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה הביאה לירידה מתונה של שיעור האבטלה, יחסית לשני הרביעים הקודמים, בקרב הנשים והגברים כאחד. האבטלה במשק עדיין גבוהה מהרמה הנמוכה ששררה לפני המשבר, והתמתנות ירידתה נובעת מהתמתנות העלייה של הביקוש לעובדים במהלך הרביע הראשון. מדד הביקוש לעובדים ונתונים מסקר המשרות הפנויות מלמדים על חזרה לקצב התאוששות מהיר יותר במהלך הרביע הנסקר. השכר הריאלי והנומינלי במשק, בפרט במגזר העסקי, עלו עלייה ניכרת ברביע הראשון של השנה, לאחר יציבות בשכר הנומינלי במהלך המחצית השנייה של 2009. הסתכלות ארוכת טווח מלמדת כי עליית השכר ברביע הראשון החזירה את השכר הריאלי לרמתו לפני שנה, במאוס 2009. באפריל נרשמו ירידות בשכר הריאלי והנומינלי במשק.



על פי התפתחות הגירעון הממשלתי מתחילת השנה, צפויה הממשלה לעמוד בתקרת הגירעון. ברביע הנסקר התמתן קצב הגידול של תקבולי המסים, התפתחות שיש בה כדי להצביע על התמתנות קצב ההתאוששות של המשק. הגירעון המקומי במחצית הראשונה של השנה הוא כאחוז מהתוצר. שיעור זה נמוך מהתוואי, תוצאת הכנסות (בעיקר ממסים) גבוהות מתחזית התקציב והוצאות נמוכות במקצת מהתוואי העונתי המתאים לביצוע מלא של התקציב. לפיכך, ולפי התחזית בתקציב, צפויה הממשלה לעמוד בתקרת הגירעון הממשלתי, ושיעור הגירעון צפוי להיות כ-4 אחוזים. למרות גובהן של ההכנסות עולה מנתוני המגמה (בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות) כי קצב הגידול של תקבולי המסים החל להתמתן ברביע הנסקר; בולטת ההתמתנות בגביית המע"מ על הייצור המקומי, המבטאת כנראה האטה בקצב ההתאוששות של הפעילות.

ביולי אישרה הממשלה תקציב דו-שנתי לשנים 2011 ו-2012, מהלך שיתרום ליציבות פיסקלית ולהקטנת אי-הוודאות במשק. כחלק מהתקציב צפויה הממשלה להחליט על העלאת המיסוי העקיף של מספר מוצרים, ביניהם

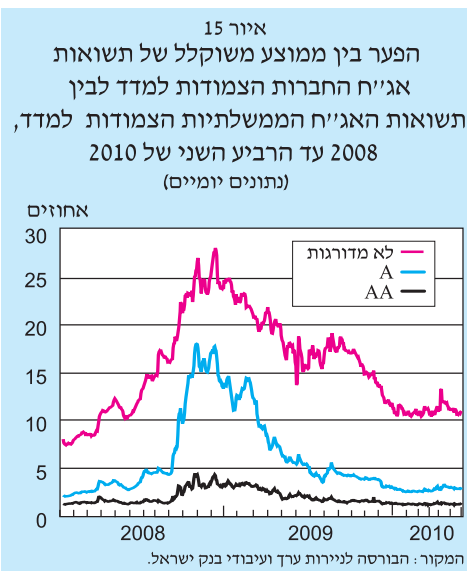
סיגירות ודלק, שינוי שצפוי להביא לעלייה חד-פעמית של מחיריהם, ובכך להשפיע על מדד המחירים לצרכן¹⁵.

על פי מרבית האינדיקטורים נמשכה ברביע הנסקר ההתאוששות במשק הישראלי, אמנם בקצב מתון ביחס לרביעים הקודמים. התפתחות זו צפויה להקטין את פער התוצר השלילי במשק, ובכך להפחית את ההשפעה הממתנת של הפעילות הריאלית על המחירים. השכר הנומינלי במשק הוא במגמת עלייה, שיש בה כדי לחוץ לעליית מחירים.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

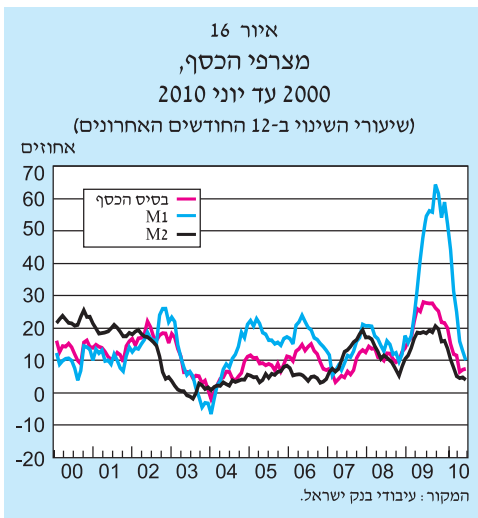
מחירי הנכסים הפיננסיים בישראל הגיבו על החרפת משבר החובות הפיסקליים בירידות שערים משמעותיות, בדומה להתפתחות מחירי הנכסים בעולם. במקביל עלתה רמת הסיכון בשווקים הפיננסיים, ירדו ההנפקות של איגרות החוב, ונרשם גיוס שלילי נטו בקרנות הנאמנות המתמחות באיגרות חוב קונצרניות ובמניות. במהלך הרביע הנסקר נשמר המיתאם הגבוה בין שוקי המניות בארץ ובעולם, וכך ירדו מחירי הנכסים בישראל בשיעורים משמעותיים, בעקבות החרפת משבר החובות הפיסקליים בעולם (איור 2). התפתחויות חיוביות בשוק האנרגיה, ובפרט בתחום חיפושי הגז, הביאו לעליות שערים במגזר זה, ומיתנו מעט את ירידות השערים הממוצעות במשק. במקביל עלו רמות הסיכון ואי-הוודאות בשוק ההון בישראל, התפתחות שהתבטאה בעלייה חדה של סטיית התקן הגלומה במדד ת"א 100 (איור 3). עליית הסיכון הביאה למעבר של משקיעים מאפיקים מסוכנים לאפיקים הנחשבים סולידיים; על כך ניתן ללמוד מההתפתחות בקרנות הנאמנות: במהלך הרביע הנסקר נרשם גיוס שלילי נטו בקרנות המתמחות במניות ובאיגרות חוב קונצרניות, לצד גיוס חיובי נטו בקרנות הכספיות. כמו כן נרשמה בחודש מאי ירידה חדה בהנפקות של איגרות חוב קונצרניות; הן הגיעו לרמתן הנמוכה ביותר מאז ינואר 2009, וזאת על רקע גידול פערי התשואות בין איגרות חוב קונצרניות לממשלתיות (איור 15). בדומה להתפתחויות בעולם התייצבו בתחילת יוני מחירי הנכסים בארץ, על רקע תוכניות הסיוע שהוכרזו על ידי האיחוד האירופי, ונרשמה עלייה בהיקף ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות, אך אי-הוודאות נותרה גבוהה. ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים ברביע הנסקר מנוגדות למגמת העלייה של מחירי הנכסים, שהחלה במארכ 2009. אמנם התפתחות ברביע בודד אינה צפויה להשפיע במידה ניכרת על המגזר הריאלי, אולם המשכן של הירידות במחירי הנכסים ושל אי-הוודאות הגבוהה, על רקע משבר החובות הפיסקליים, עלול להביא לצמצום האשראי למגזר העסקי ולהתמתנות בצריכה הפרטית, בשל אפקט העושר, וכתוצאה מכך - להשפעה ממתנת על המגזר הריאלי.

מתחילת השנה נמשכה מגמת העלייה בהיקף המשכנתאות החדשות שנלקחו, ומרביתן נלקחו במסלול שקלי בריבית משתנה. ביתרת האשראי



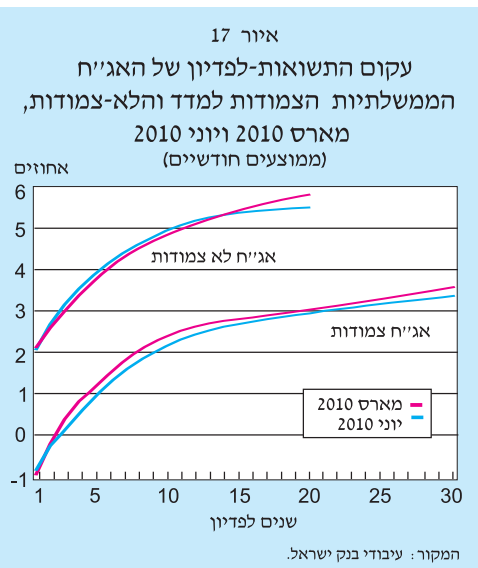
¹⁵ המסים על הסיגירות הועלו בפועל כבר בתחילת חודש יולי.

למגזר העסקי לא נרשם שינוי משמעותי בתקופה זו. יתרת האשראי הבנקאי למשקי הבית הוסיפה ועלתה מתחילת השנה עד חודש מאי, המשך לשיעורי גידול מהירים יחסית מאז 2007. העלייה משקפת בעיקר עלייה בירתת המשכנתאות, צמצמה מראשית השנה ב-4 אחוזים, לעומת קצב גידול של כ-2.6 אחוזים בתקופה המקבילה אשתקד. מרבית המשכנתאות החדשות שנלקחו היו משכנתאות שקליות לא צמודות בריבית המשתנה בהתאם לשינויים בריבית בנק ישראל, ושיעורן של אלה בסך המשכנתאות החדשות שניטלו ב-2010 עמד בממוצע על 51.6 אחוזים, לעומת כ-60 אחוזים ב-2009. העלות הכוללת של האשראי השקלי הלא-צמוד (למשקי הבית ולמגזר העסקי) עלתה ממארכ ועד חודש מאי ב-0.23 נקודת אחוז, בדומה לשיעור העלייה של ריבית בנק ישראל. עלתה גם הריבית בשוק המשכנתאות הלא-צמודות, אולם שיעור עלייתה היה מתון מזה של ריבית בנק ישראל, ובמגזר המשכנתאות הצמודות למדד היא אפילו ירדה.



יתרת האשראי הכוללת למגזר העסקי עלתה מתחילת השנה עד חודש מאי בשיעור מתון בלבד - 0.4 אחוז, המשך לירידה מתונה ב-2009. העלייה ב-2010 עיקרה באשראי הבנקאי, בעוד שיתרת האשראי החוץ-בנקאי נותרה כמעט ללא שינוי; זאת על אף הנפקות ברוטו של המגזר העסקי הלא פיננסי בהיקף של כ-9 מיליארדים, שכן אלה קוזזו על ידי פירעונות של איגרות חוב בהיקף דומה.

מגמת ההתמתנות של התרחבות מצרפי הכסף הצרים נמשכה במהלך הרביע הנסקר, אמנם בקצב איטי יותר מאשר ברביעים הקודמים. עם המשך תהליך ההעלאה של ריבית בנק ישראל נמשכה, ברביע הנסקר, מגמת ההתמתנות בקצב ההתרחבות השנתי של מצרפי הכסף הצרים (איור 16): קצב הגידול השנתי של המצרף M1, שהגיע באוגוסט 2009 ל-65 אחוזים, ירד ביוני ל-10 אחוזים, מתחת לקצב הגידול של הטווח הארוך¹⁶. ברביע הנסקר התמתנה מגמת הירידה בקצב הגידול השנתי של מצרפי הכסף הצרים, על רקע הירידה בקצב ההעלאות של ריבית בנק ישראל ומעבר של משקיעים לאפיקים סולידיים, עקב עליית אי-הוודאות והסיכון בשווקים הפיננסיים.



התשואות הריאליות לטווח הקצר לא השתנו משמעותית ברביע הנסקר, ואילו התשואות הריאליות בטווחים הבינוניים והארוכים ירדו. בתשואות הריאליות לטווחים של שנה ושנתיים לא נרשם שינוי משמעותי ברביע הנסקר. לעומתן ירדו התשואות הריאליות לטווחים של שלוש שנים ויותר במהלך הרביע (איור 17), וזאת בהשפעת כמה גורמים. העיקרי שבהם הוא החרפת משבר החובות הפיסקליים, שהביא למעבר אל נכסים פחות מסוכנים, ובכלל זה לאיגרות חוב של ממשלת ישראל¹⁷. כמו כן אפשר שירידת התשואות מבטאת ציפיות להאטת ההתאוששות, בשל החרפת המשבר. גורם נוסף שפעל לירידת התשואות הוא גירעון ממשלתי נמוך

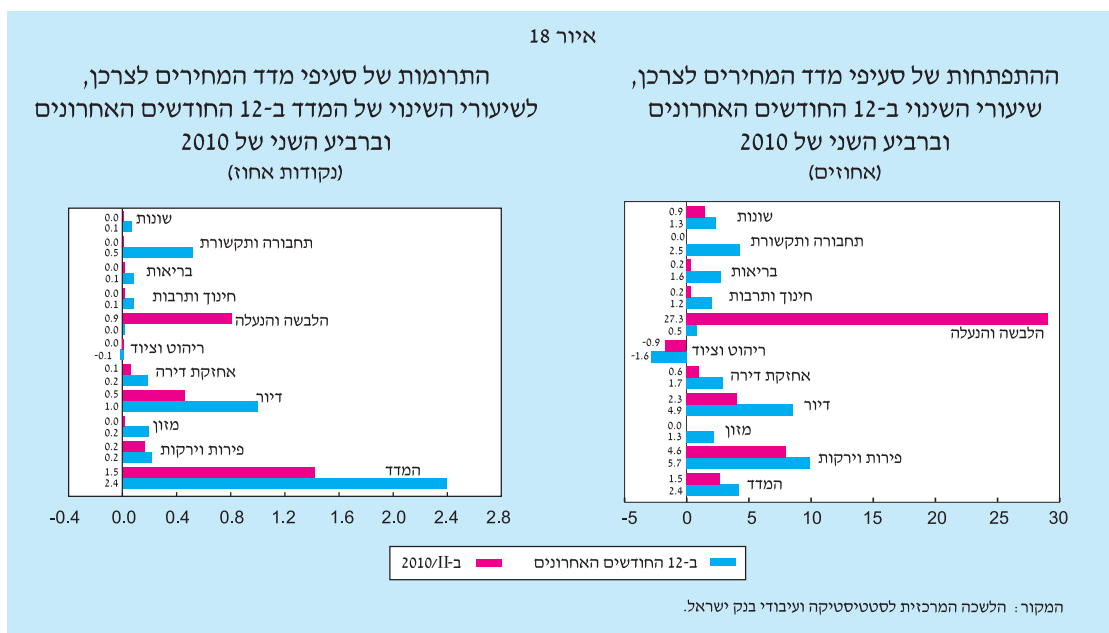
¹⁶ קצב הגידול השנתי של מצרף הכסף M1 בשנים 2000-2010 הוא כ-17.5 אחוזים.
¹⁷ בחודשים מאי ויוני נרשם גיוס חיובי נטו בקרנות המתמחות באיגרות חוב ממשלתיות, לאחר מספר חודשים של גיוס שלילי נטו.

מהתואי החזוי, שצפוי להקטין את צורכי גיוס ההון של הממשלה. כנגד גורמים אלו פעלה העלאתה של ריבית בנק ישראל בחודש אפריל למיתון הירידה בתשואות.

ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

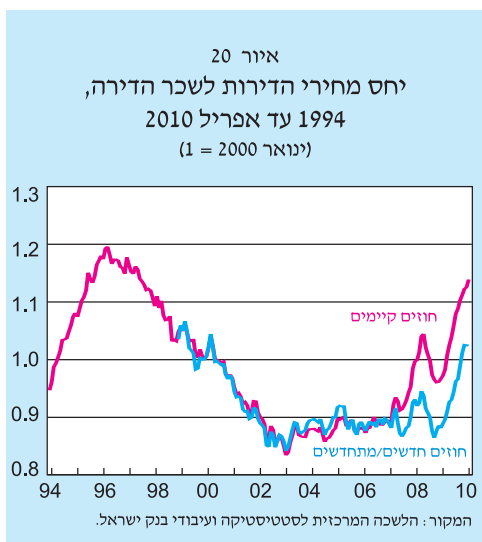
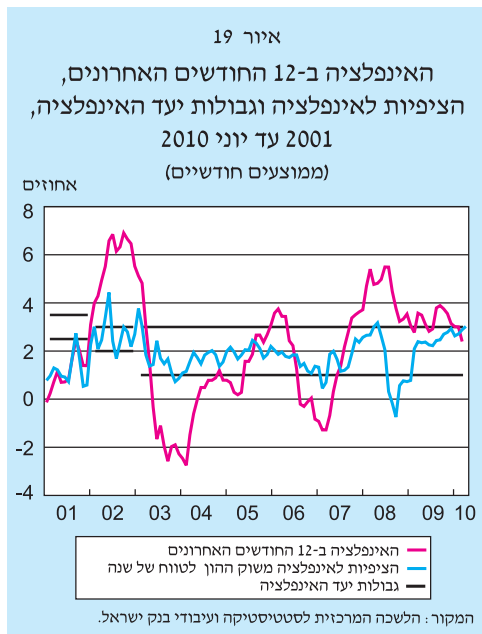
מדד המחירים לצרכן רשם ברביע הנסקר עלייה משמעותית, אולם עלייתו בניכוי עונתיות¹⁸ הייתה קרובה לשיעור המתיישב עם מרכז יעד האינפלציה. מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הנסקר בשיעור של 1.5 אחוזים (איור 18). הגורם העיקרי לעליית המדד הוא עונתי - בעיקר עלייה בסעיפי ההלבשה וההנעלה והפירות והירקות; המדד ללא סעיפים אלו עלה בשיעור של 0.7 אחוז, והמדד המנוכה מעונתיות עלה בשיעור של 0.6 אחוז¹⁹. גורם נוסף לעליית המחירים ברביע הנסקר הוא התחדשות עלייתם של מחירי הדיור, שנבלמה ברביע הקודם. כתוצאה מירידת מחירי האנרגיה בעולם במהלך הרביע הנסקר נרשמה ירידה של 1.5 אחוזים בסעיף האנרגיה.

מרבית הגורמים הבסיסיים במשק המשיכו לפעול במהלך הרביע הנסקר לסביבת אינפלציה ממותנת. פער התוצר במשק, שככל הנראה נותר שלילי גם ברביע הנסקר, פעל לסביבת אינפלציה ממותנת. כן פעלו למיתון עליות המחירים החרפת משבר החובות הפיסקליים, האינפלציה הנמוכה בחו"ל וייסוף שער החליפין במרבית הרביע. כנגד גורמים אלו פעלו לעליית



¹⁸ האומדנים למדד המחירים לצרכן מנוכה העונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל. להרחבה על הגישה לניכוי העונתיות, וכן על המניע העיקרי לניכוי לפי גישה זו ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 30.

¹⁹ לפי אומדן הלמ"ס המדד המנוכה מעונתיות עלה במהלך הרביע הנסקר בשיעור של 0.5 אחוז.



המחירים עליות המחירים בשוק הדיור, עליית הציפיות לאינפלציה והמשך המגמה של עליית השכר.

במהלך הרביע הנסקר התמתן קצב האינפלציה השנתי ונכנס לתחום היעד של יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים). קצב האינפלציה השנתי ירד משמעותית ברביע הנסקר מ-3.2 אחוזים במארס ל-2.4 אחוזים ביוני - רמתו הנמוכה ביותר מאז אוקטובר 2007 - וחזר לתחום יעד האינפלציה (איור 19). מחירי הפירות והירקות עלו בשנים עשר החודשים האחרונים בשיעור של 5.7 אחוזים, ואילו מחירי המזון והאנרגיה עלו בחודשים אלו בשיעור מתון; לפיכך עלייתו של מדד הליבה - הממד ללא פירות וירקות, מזון ואנרגיה - הייתה קרובה לזו של הממד הכללי, 2.7 אחוזים. התרומות המשמעותיות ביותר לעליית הממד בשנה האחרונה הן של סעיפי התחבורה והתקשורת ושל מדד הדיור, שתרמו לעליית הממד בשנים עשר החודשים האחרונים 0.5 נקודת אחוז ונקודת אחוז אחת, בהתאמה. נוסף על אלו תרמו החלטות הממשלה בנושא המיסוי כ-0.2 נקודת אחוז לעלייתו של מדד המחירים לצרכן בשנים עשר החודשים האחרונים. (במהלך הרביע הנסקר לא הייתה השפעה ישירה של החלטות הממשלה על מדד המחירים לצרכן). מתחילת השנה ועד חודש יוני עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 0.7 אחוז, ובניכוי עונתיות - ב-0.5 אחוז²⁰. התערבות הממשלה תרמה ירידה של כ-0.6 נקודת אחוז במדד המחירים לצרכן בתקופה זו, כך שבניכוי עונתיות והתערבות הממשלה עלה הממד מתחילת השנה בשיעור של כ-1.1 אחוזים.

מחירי הדירות (שאינם כלולים במדד המחירים לצרכן) המשיכו לעלות מתחילת השנה בקצב גבוה מזה הנגזר מגורמי היסוד בשוק הדיור - הגורמים המשפיעים על ערכם המהוון של שירותי הדיור²¹ - ורמתם התקרבה לרמה הנגזרת מגורמי היסוד. מתחילת השנה נמשכו העליות של מדד מחירי הדירות שבבעלות הדיירים, ועד אפריל הוא עלה ב-4.3 אחוזים. קצב העלייה של מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה מזה של מחירי שכר הדירה (איור 20), וכן מקצב עליית המחירים התואם את גורמי היסוד²². לפני שהחלו עליות המחירים, בשנת 2008, הייתה רמתם נמוכה מהרמה ארוכת הטווח הנגזרת מגורמי היסוד; עלייתם קירבה אותם לרמה זו, ולפי מספר מדדים אף מעט מעבר לכך.

ציפיות האינפלציה לשנה - משוק ההון ולפי הערכות החזאים - עלו עלייה מתונה במהלך הרביע הנסקר, ונותרו בחלקו העליון של יעד האינפלציה. ציפיות האינפלציה משוק ההון, שבחודש מארס נשקו לגבולו העליון של יעד האינפלציה, ירדו באפריל בכ-0.3 נקודת אחוז (איור 21), ככל הנראה בהשפעת העלאתה של ריבית בנק ישראל. בהמשך חזרו

²⁰ לפי אומדן הלמ"ס המדד המנוכה מעונתיות עלה מתחילת השנה בשיעור של 0.6 אחוז.

²¹ להרחבה על גורמי היסוד בשוק הדיור ראו תיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2009.

²² מדדים נוספים להערכת רמתם של מחירי הדירות ביחס לגורמי היסוד והתפתחותם ארוכת הטווח של מדדים אלו מוצגים בתיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2009.

הציפיות ועלו, וביוני הן הגיעו ל-2.9 אחוזים בממוצע²³. ממוצע הערכות החוזאים לגבי האינפלציה בשנה הקרובה עלה בחודש אפריל במידה מתונה של 0.2 נקודת אחוז, ובהמשך הרביע הוא נותר ללא שינוי משמעותי. החל מהרביע השלישי של 2009, במקביל לתהליך ההתאוששות של המשק מהמשבר, הציפיות לאינפלציה משוק ההון וממוצע הערכות החוזאים לאינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים הן בחלקו העליון של תחום יעד האינפלציה. במהלך הרביע הנסקר עלו הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווחים הבינוניים והארוכים בשיעורים מתונים (איור 22), ונותרו בחלקו העליון של היעד. ייתכן כי הימצאותן של הערכות החוזאים וציפיות שוק ההון לאינפלציה בחלקו העליון של היעד מבטאת הערכות כי בנק ישראל, בהחלטותיו על המדיניות המוניטרית, בד בבד עם השמירה על יציבות מחירים ויציבות פיננסית, מייחס כיום משקל גדול יחסית לתמיכה בהתאוששות הריאלית.

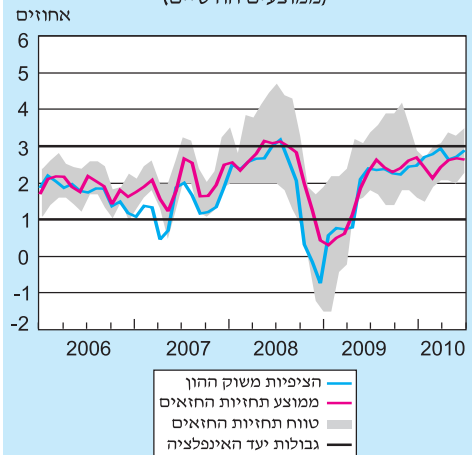
2. המדיניות המוניטרית

האינדיקטורים שעמדו בפני בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר לא הראו תמונה אחידה לגבי רמת ההרחבה הנדרשת, אולם רובם תמכו בהמשכה. לצד אינדיקטורים אלו, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה, נמשכו עליות מחירי הדירות בקצב גבוה מזה שנגזר מגורמי היסוד. ברביע הנסקר נדרש בנק ישראל להתאים את מידת ההרחבה המוניטרית לפעילות הכלכלית ולאינפלציה בארץ ובעולם. אתגר נוסף שבפניו ניצב בנק ישראל הוא איזון בין הצורך בהמשכה של המדיניות המוניטרית המרחיבה לבין הרצון להגיב על עליות המחירים בשוק הדיור. לפיכך המשיך בנק ישראל ברביע הנסקר במדיניות המוניטרית המרחיבה, באמצעות שני כלי מדיניות - הריבית והתערבות בשוק המט"ח - ובמקביל נתן הפיקוח על הבנקים הנחיות בנושא התפתחות סיכונים בגין הלוואות לדיור; זאת כדי להגיב על התפתחות הסיכונים בשוק הדיור ולייקר את עלות האשראי רק בשוק זה.

ברביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך התאמה של הריבית לקצב ההתאוששות של המשק. על רקע ההחרפה של משבר החובות הפיסקליים וההתפתחויות בעקבותיה הואט קצב העלאות הריבית במהלך הרביע הנסקר, והיא נותרה נמוכה. פער התוצר השלילי, התמתנות קצב האינפלציה השנתי וכניסתו לתחום יעד האינפלציה, הימצאותן של הציפיות לאינפלציה בתחומי יעד האינפלציה (אמנם בחלקו העליון), הציפיות שריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים יישארו נמוכות גם בחודשים הבאים, וייסוף שער החליפין במרבית הרביע

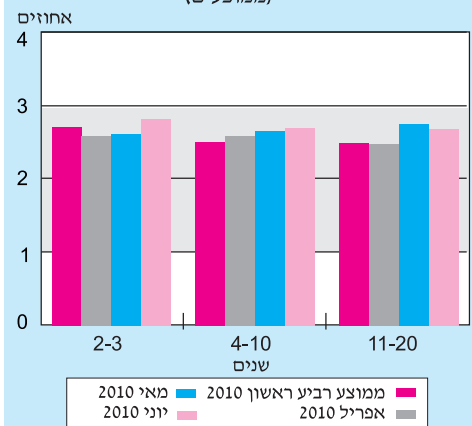
²³ התשואות הנומינליות והריאליות מכילות פרמיה, שמטרתה לפצות משקיעים על סיכוני האינפלציה ועל מחסור בנוזלות. ככל שהציפיות הן לטווח ארוך יותר, כך גדלה פרמיית הסיכון; כן ייתכן כי בחודשים האחרונים הציפיות מוטות כלפי מעלה גם בגלל היצע נמוך של איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד. לפיכך הפרשנות של הציפיות לאינפלציה מורכבת.

איור 21
הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה לפי שוק ההון והחוזאים הפרטיים, 2006 עד יוני 2010¹ (ממוצעים חודשיים)



1 החל מאפריל 2007 הציפיות לטווח של שנה מחושבות על פי שיטת המק"ם לשנה מול עקום תשואות ריאלי מלא (המביא בחשבון את כל סדרות האג"ח הצמודות). המקור: דיווחי החוזאים הפרטיים, נתוני שוק ההון ועיבודי בנק ישראל.

איור 22
הציפיות (forward) לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לטווחים הארוכים משנה, 2010 (ממוצעים)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

הנסקר - כל אלה תמכו בהשאתה של ריבית בנק ישראל בסביבה נמוכה, תוך התאמת הריבית לקצב ההתאוששות בארץ ובעולם. זאת במטרה לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתרום להמשך ההתאוששות בפעילות המשק, תוך תמיכה ביציבות הפיננסית. על רקע מגמת השיפור בכלכלה העולמית והמשך ההתאוששות במשק הישראלי העלה בנק ישראל את הריבית לחודש אפריל ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1.5 אחוזים. בהמשך הרביע הנסקר הביאה החרפת משבר החובות הפיסקליים בעולם לעליית אי-הוודאות לגבי המשך תהליך ההתאוששות. זו גררה תגובות חריפות בשווקים הפיננסיים, והניעה את הבנקים המרכזיים המובילים לדחות את המועד הצפוי של העלאת הריבית. גם האינדיקטורים למצב המשק הישראלי הצביעו ברביע הנסקר על התמתנות קצב ההתאוששות. לנוכח התפתחויות אלו הותיר בנק ישראל את הריבית לחודשים מאי, יוני ויולי ללא שינוי. הריבית לחודש אוגוסט הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז.

ברביע הנסקר המשיך בנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ. כדי להפחית את הלחצים הפועלים לייסוף שער החליפין האפקטיבי של השקל, שיש בו כדי לפגוע ביצוא ובפעילות הריאלית, וכדי לשמור על היציבות במשק, המשיך בנק ישראל ברכישות מטבע החוץ. בחודש אפריל רכש הבנק מטבע חוץ בהיקף של 2,525 מיליוני דולרים, ובחודש מאי - בהיקף של 625 מיליוני דולרים. בחודש יוני הוא לא רכש מטבע חוץ.

לנוכח העלייה המהירה של מחירי הדירות והתרחבות האשראי לדיור, נתן הפיקוח על הבנקים, שבבנק ישראל, הנחיה לבנקים, המורה להם לבחון בקפידה את תיק האשראי לדיור ואת המדיניות בתחום זה, וכן להחזיק רזרבה - הפרשה נוספת בגין הלוואות לדיור שניתנו ביחס מימון גבוה. על רקע סביבת הריבית הנמוכה, המאפשרת מינוף בעלות נמוכה ומעלה את כדאיות ההשקעה בדיור לנוכח תשואות אלטרנטיביות נמוכות, הוסיפו מחירי הדירות לעלות בשנת 2010, בהמשך לעלייתם המהירה בשנת 2009. לעליות החדות של מחירי הדירות, אם יימשכו, עלולות להיות השלכות שליליות על יציבות המגזר הפיננסי. העלאת הריבית על ידי בנק ישראל אמנם עשויה להפחית את הלחצים להעלאת מחירי הדירות, אולם במקביל יכולה להשפיע על גורמי מקרו נוספים במשק, שלהם מתאימה, כאמור, סביבת ריבית נמוכה. לכן החליט בנק ישראל להשתמש בכלים מקרו-יציבותיים (macro-prudential) כדי למתן את עליות מחירי הדירות: הפיקוח על הבנקים נתן לבנקים הנחיה המורה להם לבחון ביתר קפידה את תיק האשראי לדיור ואת מדיניותם בתחום זה, וכן להחזיק הפרשה נוספת לחובות מסופקים בגין הלוואות אשר שיעור המינוף בהן גבוה מ-60 אחוזים²⁴.

השימוש שעשה בנק ישראל בכלי מקרו-יציבותי לשם טיפול בגורמי סיכון העלולים להשפיע על המערכת הפיננסית בכללותה הוא שימוש ייחודי המהווה דוגמה להפעלת כלים משלימים לכלי המדיניות המוניטרית.

²⁴ שימוש בכלים מקרו-יציבותיים נעשה גם בחודש פברואר - מתן הנחיה לבנקים בנושא קבוצות רכישה.

בכך היה בנק ישראל מהבנקים המרכזיים הראשונים בעולם העושים שימוש בכלי מסוג זה. נציין כי אף שהמושג "פיקוח מקרו-יציבותי" מופיע בספרות על יציבות פיננסית זה יותר מעשור, תפיסה כוללת לגבי השימוש בכלים בעלי אופי פיקוחי למטרות שאופיין מערכת מצויה עדיין בתהליכי גיבוש בעולם, וכן בישראל²⁵. המשבר האחרון העלה מאוד את החשיבות המיוחדת בעולם לפיקוח מקרו-יציבותי, והמחיש את הצורך של בנקים מרכזיים בהוספת כלי מדיניות מסוג זה כדי לסייע בהשגת היעדים השונים המוצבים בפניהם.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

למרות החרפת משבר החובות הפיסקליים עדכנו הארגונים הבין-לאומיים את תחזיותיהם לצמיחה בעולם בעיקר כלפי מעלה, אמנם במידה מתונה. הצפי הוא להמשך ההתאוששות האיטית בכלכלת העולם. למרות ההתפתחויות הגלובליות ברביע הנסקר - החרפת משבר החובות הפיסקליים, שגררה תגובות חריפות בשווקים הפיננסיים והובילה להכרזה על תוכניות לריסון פיסקלי במדינות רבות - עדכנו ארגון OECD והבנק

לוח 3
**הצמיחה ב-2009 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית
 ל-2010 ול-2011
 (שיעורי השינוי, אחוזים)**

התחזית		הנתונים בפועל	
2011	2010	2009	
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
4.3	4.6	-0.6	הצמיחה העולמית
2.4	2.6	-3.2	במדינות מפותחות
2.9	3.3	-2.4	בארה"ב
1.3	1.0	-4.1	באירופה
1.8	2.4	-5.2	ביפן
6.4	6.8	2.5	במדינות מתפתחות
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
1.3	1.4	0.1	במדינות המפותחות
5.0	6.3	5.2	במדינות המתפתחות

המקור: IMF (2010) World Economic Outlook Update, 8 July 2010

²⁵ להרחבה על כלים מקרו-יציבותיים ראו פרסום של ה-Committee on the Global Financial System (2010). "Macprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences"

העולמי בחודש יוני את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מעלה, ובחודש יולי העלתה גם קרן המטבע הבין-לאומית את תחזיותיה לצמיחה העולמית בשנת 2010. (לאחר העדכונים התחזיות של OECD קרובות לאלו של קרן המטבע הבין-לאומית, ותחזיות הבנק העולמי נמוכות מהן במקצת.) לפי קרן המטבע צפויה כלכלת העולם לצמוח בשנים 2010 ו-2011 ב-4.6 ו-4.3 אחוזים, בהתאמה, והצמיחה במדינות המתפתחות צפויה להיות מהירה יותר מאשר במדינות המפותחות (לוח 3). הסחר העולמי צפוי להמשיך ולהתאושש, ולצמוח ב-9 אחוזים ב-2010 וב-6.3 אחוזים ב-2011.

סביבת האינפלציה במדינות המפותחות צפויה להישאר ממותנת. צפויה עלייה של מחירי הדלקים והסחורות. לפי קרן המטבע הבין-לאומית האינפלציה במדינות המפותחות צפויה להיות נמוכה: בשנים 2010 ו-2011 היא צפויה לעמוד על 1.4 ו-1.3 אחוזים, בהתאמה. תחזית זו עולה בקנה אחד עם הערכותיהם של בתי ההשקעות הגדולים. עוד צופה קרן המטבע הבין-לאומית כי מחירי הדלקים והסחורות בעולם יעלו בשנים הקרובות, ויובילו לעליות מחירים במדינות המתפתחות.

לוח 4

אינדיקטורים לפעילות הכלכלית הריאלית (שיעורי השינוי באחוזים - אלא אם כן צוין אחרת)

התחזית**		הנתונים בפועל		
2011	2010	2009		
4.0	3.7	0.7		התמ"ג
4.3	4.5	1.4		הצריכה הפרטית
9.0	6.2	-8.9		ההשקעה הגולמית המקומית
1.0	1.0	2.2		הצריכה הציבורית
9.2	10.2	-12.3		היבוא האזרחי (ללא או"מ ויהלומים)
7.4	9.2	-9.6		היצוא (ללא יהלומים)
3.9	4.8	7.2		החשבון השוטף נטו (מיליארדי דולרים)
6.7	7.0	7.6		האבטלה (שיעור)
3.0	4.0	5.0		גירעון הממשלה הרחבה (אחוזי תוצר)*
78.4	79.8	79.5		יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* ללא בנק ישראל.

** תחזית בנק ישראל מיום 21.04.2010. התפתחות הגירעון הציבורי ויחס החוב לתוצר

ל-2011 תלויה במדיניות הממשלה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

המשק הישראלי צפוי להמשיך ולהתרחב בשנים הקרובות, אמנם בקצב אטי יותר מאשר לפני המשבר. ברביע הנסקר לא חלו שינויים מהותיים בהערכות לגבי התפתחות הפעילות הריאלית במשק. התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח ב-3.7 אחוזים בשנת 2010 וב-4 אחוזים בשנת 2011 (לוח 4). הצמיחה במשק צפויה להימשך גם במחצית השנייה של 2010, ושיעור האבטלה צפוי להמשיך ולרדת.

ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

להערכת בנק ישראל שיעור האינפלציה בעוד 12 חודשים יהיה בחלקו העליון של תחום היעד, במקביל לתהליך הדרגתי של העלאת הריבית. שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים היה 2.4 אחוזים, בתחומי יעד האינפלציה, לאחר מספר חודשים של חריגה מגבולותיו. להערכת בנק ישראל האינפלציה תישאר בגבולות היעד, ושיעורה בעוד 12 חודשים יהיה 2.6 אחוזים. האינפלציה השנתית עשויה להמשיך לרדת בחודשים הקרובים, מפני השפעת הקצה של ירידת המחירים בחודשים הראשונים של 2010. (חלק מירידת מחירים זו נובע מגורמים חד-פעמיים - שינויים בתעריפי המים וביעור המע"מ). בהמשך צפויה האינפלציה, כאמור, לעלות לחלקו העליון של היעד, וצפוי כי במקביל תועלה ריבית בנק ישראל בהדרגה (איורים 23 ו-24).

ההערכות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר - הסבר

הערכת האינפלציה המובאת בדוח היא חלק מהערכה מקרו-כלכלית (staff forecast), שחטיבת המחקר של בנק ישראל מגבשת בכל רביע, והיא משמשת תשומה בקביעת המדיניות המוניטרית. ייחודה לעומת אינדיקטורים אחרים הנבחנים לקראת החלטות הריבית הוא שלהערכה נלווה תוואי ריבית הצפוי להחזיר את האינפלציה ליעד בתוך פרק זמן סביר (שנה עד שנתיים). בשונה ממה שנעשה בעבר, ההערכה המקרו-כלכלית אינה מבוססת על מודל אקונומטרי בודד. היא נבנית על סמך שילוב בין מיגוון רחב של מודלים אקונומטריים מתחומים שונים (כפי שמפורט בהמשך), אינדיקטורים שונים המספקים מידע בזמן אמת (ביניהם סקר החברות של בנק ישראל ומדדים משוק ההון) ושיקול דעת של כלכלני הבנק. עם המודלים המקבלים ביטוי בהערכה המקרו-כלכלית נמנים: (1) מודל ה-DSGE¹ המורחב שפותח לאחרונה בחטיבת המחקר של הבנק²; (2) מודל המקרו השנתי של המגזר הריאלי – מודל אקונומטרי המשמש זה מספר שנים לעריכת תחזיות הצמיחה השנתיות של הבנק; (3) מודל ה-nowcasting, המשמש להערכת ההתפתחויות של המצרפים העיקריים בחשבונאות הלאומית אשר התרחשו, אך טרם פורסמו (במקרה הנוכחי - ברביע השני של 2010); (4) המודלים האקונומטריים הרבעוניים (מודל ה-DSGE הקטן ומודל ה-error correction), המשמשים בשנים האחרונות אינדיקטור בתהליך המוניטרי;

1. Dynamic Stochastic General Equilibrium

2. המודל הוצג לאחרונה בכנס בין-לאומי שנערך בישראל. מצגת המסבירה חלק מרכיבי המודל ניתן למצוא באתר הכנס - http://www.boi.org.il/modelworkshop/ws_info.htm

(5) מודלים סטטיסטיים רבועניים מסוג Vector Auto Regression, המשמשים לחיזוי האינפלציה, הריבית, שער החליפין והתוצר; ו- (6) מודלים בתדירות חודשית לחיזוי השינויים במדד המחירים לצרכן.

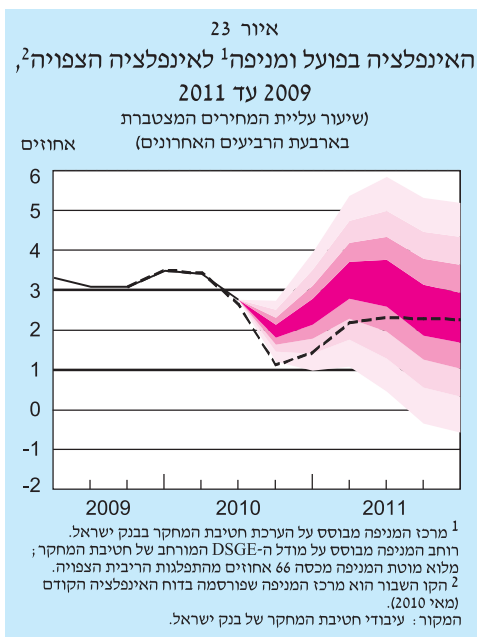
מודל ה-DSGE המורחב ממלא תפקיד מרכזי בבניית ההערכה המקרו-כלכלית. זהו מודל מבני המתאר את הקשרים בין המשתנים הנומינליים (הריבית, האינפלציה, שער החליפין, השכר) לבין המשתנים הריאליים המרכזיים (התוצר ורכיביו, התעסוקה) על בסיסם של יסודות מיקרו-כלכליים מוצקים - כלומר מתוך תפיסה שהיחידות הכלכליות במשק (משקי הבית, היצרנים המקומיים, היבואנים, היצואנים והבנק המרכזי) מקבלות את החלטותיהן לגבי המשתנים שבשליטתן על סמך תהליך של אופטימיזציה. הפרמטרים של המודל נאמדו בשיטה הבייסיאנית (Bayesian Likelihood Estimation) על נתונים רבועניים של המשק הישראלי בתקופה 1995 עד 2008. מודלים מסוג DSGE הם בחזית העבודה האקדמית בתחום הכלכלה המוניטרית, ונמצאים בשימוש או בפיתוח בכל הבנקים המרכזיים הפועלים במשטר של יעד אינפלציה. צורתו הבסיסית של המודל שנבחר עבור ישראל והגישה האקונומטרית לאמידת הפרמטרים שלו הסתמכה על ניסיונם של הבנקים המרכזיים המובילים בעולם. מבנה המודל דומה מאוד לזה של הבנקים המרכזיים של אירופה, שוודיה, נורווגיה וקנדה.

תפקידו הייחודי של מודל ה-DSGE המורחב בתהליך ההערכה המקרו-כלכלית הוא לאגד את כל המידע המתקבל מהמודלים שהוזכרו לעיל, האינדיקטורים החיצוניים ושיקול הדעת לכלל תחזית בסיסית אחת, בעלת עקביות פנימית, המשקפת את הערכתה של חטיבת המחקר. המודל מסייע לכלכלני הבנק לגבש את התמונה ואת ההסברים שמאחורי ההערכה המקרו-כלכלית. כן מאפשר המודל לבחון חלופות שונות של תוואי ריבית בנק ישראל ותרחישים שונים הסוטים מן ההערכה המרכזית – כדוגמת התממשות סיכון בעולם.

על פי הערכת בנק ישראל המובאת כאן שיעורה הצפוי של האינפלציה בעוד 12 חודשים הוא, כאמור, 2.6 אחוזים – בחלקו העליון של תחום היעד. הערכה זו משקפת השפעה של מספר כוחות מנוגדים - כאלה הפועלים לריסון האינפלציה וכאלה הפועלים לעלייתה.

הגורם המרכזי שיפעל להתמתנות האינפלציה הוא ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ-5% לעומת הרביע השני של 2009. ייסוף שער החליפין פועל להוזלת מחירי המוצרים המיובאים לישראל, אך המחירים לצרכן אינם מוזלים מייד עם הייסוף; התמסורת משער החליפין אל המחירים אינה מיידית אלא הדרגתית, ויכולה להימשך כשנה. נראה אפוא כי מחירי היבוא טרם הותאמו במלואם לרמתו החדשה של שער החליפין, כך שתהליך התאמתם כלפי מטה יימשך גם במחצית השנייה של 2010. אמנם בשבועות האחרונים אנו עדים לפיחות של כ-3.5 אחוזים, דבר שכמובן מפחית מהלחץ לירידת מחירי היבוא, אך פועלים גם כוחות לייסוף שער החליפין הנומינלי – ובכללם העודף בחשבון השוטף ופער הריביות מול חו"ל – וייתכן שהם ישובו ויתבטאו בהמשך. גורם נוסף הממתן את מחירי היבוא הוא צפי לאינפלציה מתונה בעולם (כ-1.3 אחוזים בממוצע במדינות המפותחות).

פער התוצר השלילי, שנוצר בגלל הצמיחה המתונה של התוצר הישראלי ב-2009 - תוצאת המשבר הפיננסי בעולם והשלכותיו הריאליות – יפעל בשנה הקרובה גם הוא להתמתנות האינפלציה. בהתאם להערכת הבנק כי שיעור

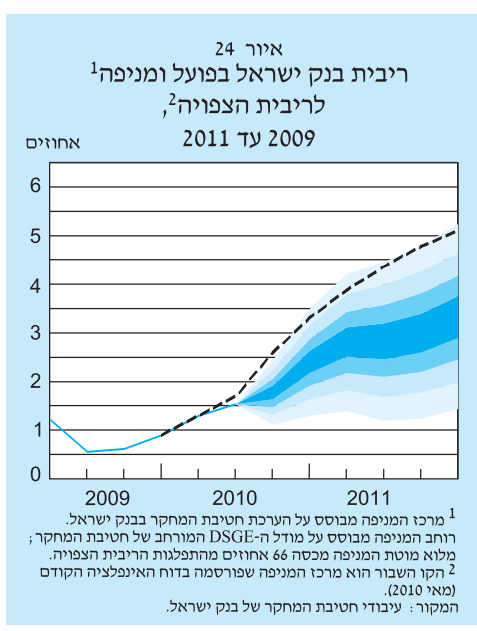


הצמיחה ב-2010 יהיה 3.7 אחוזים, שיעור הגבוה אך במעט מקצב הגידול הפוטנציאלי, פער התוצר השלילי צפוי להמשיך להצטמצם, אך עדיין להישאר שלילי בשנה הקרובה. משמעותו של פער התוצר השלילי היא שיכולת הייצור של המשק עולה על רמת הביקושים למוצרים המקומיים - מצב הפועל לריסון האינפלציה. יתר על כן, ההערכה היא כי התרחבות הפעילות הצפויה לשנים 2010 ו-2011 לא תישען רק על התרחבות התשומות (גיוסי עובדים והשקעה בהון פיזי חדש), המחייבת עלייה מקבילה של עלותם, אלא גם על גידול הפריון – התפתחות המאפשרת הרחבת פעילות בעלות נמוכה, שאינה טומנת בחובה לחץ אינפלציוני.

גורם ממתן נוסף, הפועל בעיקר לריסון עלייתה של הריבית המקומית, הוא רמתו הנמוכה ביותר של ריביות הבנקים המרכזיים בעולם (0.0-0.25 בארה"ב, 1.0 באירופה), אשר צפויה להתמיד לפחות עד אמצע 2011.

עם זאת נראה כי בטווח הקצר פועלים גם מספר כוחות לעליית מחירים. אחד מאלה הוא העלאת המסים העקיפים על ידי הממשלה - העלאת המס על סיגריות בחודש יולי וכוונת הממשלה להעלות את המס על הדלק והפחם. אנו מעריכים כי תרומתן לעליית מדד המחירים מחירים תהיה 0.3 נקודת אחוז. כוח נוסף הפועל לעליית מחירים הוא עליית מחיריהן של התשומות המיובאות, ובפרט של האנרגיה, עלייה שהחלה במחצית השנייה של 2009 ונמשכה במרבית המחצית הראשונה של 2010. (בחודש מאי, בעקבות משבר החובות באירופה, נרשם תיקון מסוים כלפי מטה במחירי האנרגיה.) גם התבססותן של ציפיות הציבור (למשל על פי הערכות החזאים, שוק ההון ודיווחי סקר החברות) כי האינפלציה תהיה גבוהה מיעדה יכולות להעלות את האינפלציה כבר בהווה, שכן בעת עדכון של מחירים ועריכת הסכמי שכר היצרנים מביאים בחשבון את האינפלציה העתידית. ולבסוף, גורם שעלול לפעול לעליית מחירים בטווח הקצר הוא עליית מחירי הנכסים בשנה האחרונה בשיעורים גבוהים, ובעיקר עליית מחירי הדירות ב-21 אחוזים. (מחירי הנכסים הפיננסיים המסוכנים כגון מניות רשמו תיקון כלפי מטה בעקבות משבר החובות באירופה.) אמנם מחירי נכסים אינם נכללים ישירות במדד המחירים לצרכן, אך הם יכולים לפעול בעקיפין לעליית מחירים כללית במשק (למשל דרך יצירת אפקט עושר, או דרך המשך עליית מחירי שכר הדירה, הנכללים במדד המחירים לצרכן).

תחזית האינפלציה גבוהה מזו של הרביע הקודם, ותוואי הריבית הצפוי עודכן כלפי מטה. באיורים 23 ו-24 מובאת השוואה להערכות שהובאו בדוח האינפלציה הקודם (מאי 2010): ניתן לראות כי תוואי הריבית עודכן כלפי מטה, אף על פי שלא הייתה הפתעה באינפלציה ובריבית שפורסמה מאז מאי 2010. עדכון זה נובע בעיקר מהעמקת המשבר במדינות אירופה – התפתחות שקיבלה ביטוי בדחיית המועד החזוי של תחילת העלאות הריבית בחו"ל ובגידול בסיכונים הריאליים. חלק מן ההסבר לתוואי הריבית הנמוך יותר הצפוי בדוח זה (בייחוד במחצית השנייה של 2011) הוא שבעקבות המשברים הריאליים האחרונים



(בארה"ב ובאירופה) והירידה המתמדת של התשואות הריאליות על איגרות החוב הממשלתיות לטווח הארוך, הופחתה ההערכה לגבי שיעור הריבית בטווח הארוך. אשר לאינפלציה - היחלשות השקל ביוני ובולי, המשך עליית מחירי הדיור והעלאת המסים העקיפים הביאו לעדכון כלפי מעלה בתחזית.

רוב ההערכות בשווקים הן כי שיעור האינפלציה השנתי יהיה גבוה מהערכות בנק ישראל (לוח 5): הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי שהן נמדדות משוק ההון, עומדות בממוצע לחודש יולי על 3.0 אחוזים, גבוהות מרמתן בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (2.7 אחוזים). הערכות החזאים הפרטיים (בממוצע) עומדות בסוף יולי על 3.2 אחוזים – מעל רמתן בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (2.7 אחוזים). התחזית הממוצעת מסקר החברות היא 2.6 אחוזים, לעומת 2.5 אחוזים ברביע הקודם. ציפיות אלו מלוות בהערכות בדבר המשך התהליך ההדרגתי של העלאת הריבית, כך שבעוד שנה היא תעמוד לפיהן על 2.5 עד 2.7 אחוזים.

אין זה פשוט לבדוק מאין נובעים פערים בין התחזיות של גופים שונים. הפערים יכולים לנבוע מהנחות שונות לגבי התפתחותם של משתנים אקסוגניים לכלכלה הישראלית, או מהערכות שונות לגבי עוצמת השפעתם של גורמים שונים על האינפלציה. כך, למשל, ייתכן שהשווקים מייחסים להשפעה האינפלציונית של העליות בתוצר ובביקושים יותר משקל מאשר להשפעה המרסנת של רמותיהם (שהן, כאמור, להערכת בנק ישראל, עדיין נמוכות ומשקפת עודף כושר ייצור). ייתכן גם שהשווקים מייחסים משקל גבוה להשפעה האינפלציונית האפשרית של עליות השכר שהתרחשו. כן אפשר שהשווקים מעריכים כי התמסורת מהייסוף שהיה בשנה האחרונה אל המחירים לצרכן היא נמוכה מאוד. ייתכן גם שחלק מהגופים מעריכים כי המצב בשוק הדיור יביא להאצת עלייתם של מחירי שכר הדירה. כנגד זאת ייתכן כי חלק מהגופים הכלכליים מניחים שמחירי הסחורות, ובפרט הנפט, יוסיפו לעלות בשנה הקרובה, בעוד שבבנק ישראל מניחים כי הם יישארו ברמתם הנוכחית.

נוסף על הגורמים הכלכליים שנמנו לעיל יש גורם טכני שיכול להסביר חלק מהפער בין תחזיות האינפלציה משוק ההון לבין הערכות בנק ישראל: הציפיות לאינפלציה משוק ההון מחושבות על פי ההפרש בין התשואה על איגרת חוב ממשלתית לא-צמודה לבין התשואה על איגרת צמודה למדד, אך בעיה ידועה בחישוב ציפיות אלה היא שפער התשואות במציאות לא משקף רק את ציפיות האינפלציה אלא גם פרמיות שונות, שאינן ניתנות למדידה ישירה. כך היה מתחילת השנה עודף פדיון גדול של איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד, שבגללו מלאי איגרות החוב הממשלתיות באפיק הצמוד ירד בכ-10 מיליארדי ש"ח. עודף הפדיון של איגרות החוב הצמודות, ועמו האפשרות שהציבור אינו רוצה לשנות את משקלן של איגרות אלה בתיק הנכסים שלו (בעיקר קרנות הנאמנות, שממשיכות להגדיל משמעותית את ביקושן לצמודים על פי תשקיפים), יוצר פרמיה במחירן, כך שזה אינו מבטא בהכרח שינוי בהערכת האינפלציה העתידית.

פרמיה זו מביאה להטיה כלפי מעלה בחישוב הציפיות לאינפלציה משוק ההון. חשוב להסתייג ולהדגיש כי אין ביכולתנו למדוד את גודלה של הפרמיה; ייתכן שהיא קטנה ביותר, ואם כך ההטיה הנגרמת בעטיה בחישוב הציפיות היא זניחה.

לוח 5

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

המודלים של בנק ישראל ⁴	סקר החברות ³	החזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	היעד	
2.6	2.6	3.2	3.0	2.0	הממוצע
	0.8-4.0	2.3-3.7		1-3	הטווח

¹ ממוצע חודש יולי.

² לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש יוני.

³ טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר. התשובות התקבלו במחצית השנייה של חודש יוני.

⁴ הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

הגורם העיקרי לאפשרות של סטיית האינפלציה, הפעילות והריבית בפועל מהתחזית הוא התפתחות הסיכון של משבר החוב באירופה. הערכות בנק ישראל נשענות על מספר הנחות (בפרט לגבי ההתפתחויות בעולם), שלא בהכרח יתממשו. סטייה של האינפלציה או של קצב צמיחת התוצר מהתחזית תחייב מטבע הדברים התאמה של תוואי ריבית בנק ישראל. נראה כי הגורם העיקרי לאפשרות של סטיית האינפלציה והפעילות בפועל מהתחזית הוא התפתחות הסיכון של משבר החוב באירופה. ההערכה המרכזית היא כי המשבר לא יפגע משמעותית בפעילות הריאלית של מדינות אירופה החזקות ויתר המדינות המפותחות, שהן שותפות הסחר החשובות של ישראל, ועל כן ההערכה דלעיל היא שהתוצר בישראל ימשיך לצמוח בקצב נאה. עם זאת קיים גם חשש (שכאמור אינו בבחינת תרחיש מרכזי כעת) כי המשבר באירופה יחריף, ויביא לירידה משמעותית של הפעילות הריאלית גם במדינות אירופה החזקות – דבר שיפגע בביקוש ליצוא הישראלי. יתר על כן, החרפת המשבר באירופה תגרור דחייה נוספת של היציאה מריביות האפס בעולם; התפתחות כזאת, יחד עם ירידה יחסית בפרמיית הסיכון של ישראל (שכן ישראל אינה מקור המשבר), יחריפו את הלחץ לייסוף שער החליפין האפקטיבי, וייסוף, יחד עם העמקת פער התוצר השלילי (כתוצאה מירידה ביצוא) עלולים להוריד את האינפלציה לסביבת הגבול התחתון של היעד, או אף מתחתיו. ערוץ נוסף שדרכו יש בהחרפת המשבר כדי להביא לסטייה מהתחזית הוא התגברות אי-הוודאות, שמטבע הדברים נלווית למשברים פיננסיים וריאליים: אי-ודאות של משקי הבית לגבי הכנסתם העתידית ושל הפירמות לגבי תשואת השקעותיהן תפעל לירידה של הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים

יחסית לאלה שבתרחיש הבסיסי – התפתחות שתעמיק עוד את פער התוצר ותתרום להאטת התהליך ההדרגתי של העלאת הריבית.

גורם אי-ודאות נוסף הוא שער החליפין. ביוני וביוולי אנו עדים לתיקון כלפי מעלה בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי (כ-3.5 אחוזים). אם התפתחות זו תימשך, היא תקזז את הלחץ הדיפלציוני שנוצר כתוצאה מהייסוף המתמשך, ובכך תביא לאינפלציה ותוואי ריבית גבוהים מאלו שבתרחיש המרכזי.

סיבה נוספת לאי-ודאות בבסיס התחזית דלעיל מקורה בסעיף הדיור של מדד המחירים לצרכן. זה עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-4.9 אחוזים, ובכך תרם כנקודת אחוז לאינפלציה. אמנם בחודשים דצמבר 2009 עד פברואר 2010 נראה היה שקצב העלייה של מחירי הדיור מתמתן, אך בחודשים מארס עד מאי התחדש קצב עלייתם הגבוה. עלייה חדה של מחירי שכר הדירה, למשל בעקבות עליות של מחירי הדירות, יכולה להביא לסטייה כלפי מעלה של האינפלציה בפועל מהתחזית, ואילו חזרה לקצב עלייה איטי בדיור, ואף תיקון כלפי מטה במחירי שכר הדירה, יכולים להביא את האינפלציה לשיעור נמוך מהתחזית דלעיל.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשק הישראלי, בעולם ובשווקים הפיננסיים. הבנק יתאים את הכלים העומדים לרשותו, ובפרט את תוואי הריבית המוניטרית, כדי להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית.

לוח נ"1
ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים, ינואר עד יוני 2010

06/10	05/10	04/10	03/10	02/10	01/10	
התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	תשואות המק"ם לשנה
3.8	4.0	4.1	4.0	3.9	4.1	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
6.0	6.0	5.7	5.7	5.8	5.8	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.8	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.7	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
0.9	1.2	1.3	1.2	1.3	1.5	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.4	3.5	3.6	3.6	3.7	3.5	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*						
1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*						
11.1	11.6	11.0	10.7	11.0	11.9	
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-0.8	-8.2	-5.4	5.1	4.3	0.7	מדד המניות הכללי
-1.9	-7.0	-5.3	6.0	3.6	-2.2	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)						
1.2	3.0	0.1	-2.2	1.9	-1.4	השקל מול הדולר
0.0	-3.8	-0.9	-3.1	-1.0	-4.3	השקל מול האירו
1.1	-0.8	0.1	-2.3	0.6	-2.4	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
9.7	9.4	8.0	7.0	8.2	10.0	סטיית התקן הגלומה
5.1	4.3	2.3	1.4	3.1	4.5	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
2.0	2.3	1.5	0.5	1.1	3.1	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* חישוב פער התשואות השתנה ביחס לדוחות קודמים: לכל אג"ח קונצרנית חושב המירווח בינה לבין אג"ח ממשלתית צמודה למדד בעלת מח"ם דומה. לאחר מכן חושב ממוצע משוקלל של כל המירווחים; המשקל של כל אג"ח נקבע בהתאם לשווי השוק של הסדרה.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית, ינואר עד יוני 2010
 (ממוצעים חודשיים)

06/10	05/10	04/10	03/10	02/10	01/10	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.3	0.4	0.9	0.1	-0.3	-0.7	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.2	0.4	0.6	0.1	-0.4	-0.4	תחזיות החוזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
2.4	3.0	3.0	3.2	3.6	3.8	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
3.0	2.7	2.7	3.0	2.8	2.7	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
2.7	2.7	2.6	2.4	2.1	2.5	תחזיות החוזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*						
2.8	2.6	2.6	2.7	2.5	2.7	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.7	2.8	2.8	2.5	2.4	2.5	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.6	2.9	2.3	2.5	2.7	2.6	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)						
1.5	1.5	1.5	1.25	1.25	1.25	ריבית בנק ישראל
-1.3	-1.2	-1.1	-1.6	-1.5	-1.4	הריבית הריאלית הנגזרת
1.25	1.25	1.25	1.0	1.0	1.0	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	תחזיות החוזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
2.9	3.0	2.9	2.8	2.7	2.9	תחזיות החוזאים לריבית בעוד שנה
1.8	1.8	1.3	1.3	1.5	1.6	פערי הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
0.9	1.0	1.0	0.9	1.1	1.2	פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב

* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החוזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.

