

הציפיות לאינפלציה הנגזרות מנתוני שוק ההון כפי שהן מחושבות על ידי בנק ישראל

הסבר שיטת החישוב

1. הציפיות לאינפלציה הנגזרות מנתוני שוק ההון מחושבות כהפרש בין התשואה-לפדיון על איגרות חוב לא-צמודות, המייצגת את התשואה הנומינלית, לבין התשואה על איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן, המייצגת את התשואה הריאלית. כך, למשל, הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה מבוססות על תשואת המ"ק"ם הארוך ביותר בצד הנומינלי, ואילו התשואה הריאלית מתקבלת ממודל של עקום התשואות הריאליות, המאפשר הערכה של התשואה לשנה, אף שלא תמיד מצויות סדרות סחירות לטווח זה בדיוק. התצפיות במודל זה משוקללות במחזורי המסחר, כדי להפחית את ההטיה בגין תשואות חריגות כתוצאה מעסקאות קטנות ובודדות.

2. כיוון שאיגרות החוב הצמודות למדד אינן מקנות הצמדה מלאה למדד, יש לתקן את התשואה-לפדיון על איגרות חוב אלה כך שהיא תבטא נכונה את התשואה הריאלית המתאימה, וזאת על ידי חלוקת משך החיים של כל איגרת לשלוש תת-תקופות: התקופה שבה חל שינוי במדד המחירים והוא טרם פורסם (בעת מדידת הציפיות), התקופה שבה איגרת החוב מקנה פיצוי מלא על השינוי במחירים, והתקופה הסמוכה לפדיון, שבה אין פיצוי על השינוי במדד המחירים.

3. כאשר מחשבים תשואה ריאלית ביום מסוים, למשל ב-10 במאי, תשלומי הקרן והריבית מתומחרים על בסיס המדד הידוע, האחרון שפורסם - במקרה זה ב-15 באפריל - מדד המשקף את רמת המחירים הממוצעת בחודש הקודם (מארס). אולם סביר כי המשקיעים הקובעים ב-10 במאי את מחיר האיגרת מביאים בחשבון גם את האינפלציה שהייתה עד אותו יום וטרם פורסמה. זאת במיוחד אם בתקופת ביניים זו היה שינוי חד בגורם חשוב המשפיע על המחירים, כגון שער החליפין. פדיון האיגרת גם הוא לפי המדד הידוע, שהתפרסם ב-15 בחודש האחרון, מוצמד לרמת המחירים הממוצעת של חודש קודם. מכאן שאיגרת החוב לא מקנה הצמדה מלאה למחירים, ויש להתחשב בכך בעת חישוב התשואה הריאלית*.

4. בהתאם למאפייני ההצמדה שתוארו לעיל, יש להניח מספר הנחות בחישוב התשואה הריאלית על איגרת חוב צמודה: אומדן השינוי במדד המחירים לצרכן שהתרחש אך טרם פורסם מבוסס על ממוצע תחזיות של בנקים וחברות ליעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר; בתקופה הסמוכה לפדיון, שבה אין הצמדה למדד המחירים, ניתן להגדיר את איגרת החוב כאיגרת נומינלית, ולהפחית את שוויה הנומינלי בתקופה קצרה זו ממחירה.

5. פירוט מדויק של הנוסחאות לחישוב מובא במאמרם של צבי וינר והלנה פומפושקו "אמידת עקומי תשואה נומינליים וריאליים מתוך איגרות חוב ממשלתיות בישראל", עיוניים מוניטריים 2006.03, סדרת מאמרים לדיון של המחלקה המוניטרית בבנק ישראל.

<http://www.boi.gov.il/deptdata/monetar/studies/mns0603h.htm>

* התופעה המתוארת בפסקה זו מכונה "פיגור הצמדה" (Indexation lag) והיא קיימת ביתר ברוב איגרות החוב הצמודות הנסחרות בחו"ל.