



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2011

שבט התשע"ב - פברואר 2012

36



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 601640

נדפס בדפוס מאור וולך, ירושלים

התוכן

5	תקציר
7	1. הרקע והאינפלציה
7	א. הסביבה העולמית
12	ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל
14	ג. התפתחות שער החליפין
14	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
17	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
21	2. המדיניות המוניטרית

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2011 הוא הדוח הראשון מסוגו שהוכן במסגרת הוועדה המוניטרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניטרית. סעיף 55 (א) של חוק בנק ישראל (2010) מסדיר את פרסומו של דוח זה לאחר כינון הוועדה (באוקטובר 2011). ההחלטה הראשונה של הוועדה הייתה ההחלטה על הריבית לחודש נובמבר 2011, שפורסמה לציבור ב-24 באוקטובר. עד להחלטה זו החלטות הריבית היו מתקבלות על ידי נגיד בנק ישראל, שהסתייע בפורום המוניטרי הבכיר – פורום פנימי של הבנק, המתואר בפרוטוקולים של החלטות הריבית שהתקבלו באותה מסגרת.

- האינפלציה:** במחצית השנייה של 2011 (התקופה הנסקרת בדוח זה) נותר מדד המחירים לצרכן ללא שינוי, ובניכוי עונתיות הוא עלה בשיעור מתון של 0.4 אחוז. הרכיבים העיקריים שתרמו לעליית המדד הכללי הם סעיפי הדיור ואחזקת הדירה. הסעיפים העיקריים שתרמו להתמתנות עליית המדד הם המזון, החינוך והתרבות והתחבורה והתקשורת. שיעור האינפלציה בשנת 2011 הסתכם ב-2.2 אחוזים – קרוב לאמצע תחום יעד האינפלציה. התרומה הגבוהה ביותר – 1.2 אחוזים – הייתה של סעיף הדיור; המדד ללא דיור עלה ב-1 אחוז בלבד.
- הסביבה העולמית:** במהלך המחצית השנייה של 2011 החרף משמעותית משבר החובות באירופה, והביא להאטה בפעילות הריאלית ולעלייה חדה של הסיכון בשווקים הפיננסיים בעולם. האטת הפעילות באירופה התפשטה למדינות מפותחות אחרות, גם למדינות מתעוררות, ואלה הגיבו בנקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה, בעיקר הורדות ריבית. לעומתן הפתיעו לטובה נתוני הפעילות בארה"ב, אך קצב הצמיחה שם נותר נמוך יחסית לשנים שלפני המשבר הפיננסי של 2007 עד 2009.
- הפעילות הריאלית המקומית:** המשבר באירופה פגע משמעותית בביקושים ליצוא הישראלי, והיה הגורם העיקרי להאטה בפעילות הריאלית המקומית; כן הואט קצב הגידול של הצריכה הפרטית, תוך ירידה ברכישת מוצרים בני קיימא. כתוצאה מכך הואט קצב הצמיחה של התוצר המקומי הגולמי מכ-4 אחוזים במחצית הראשונה של 2011 לכ-3 אחוזים במחצית השנייה. למרות ההתמתנות של קצב הצמיחה, רמת הפעילות הייתה גבוהה, ולפי רוב האינדיקטורים המשק הישראלי נמצא בקרבת תעסוקה מלאה.
- השווקים הפיננסיים:** השווקים הפיננסיים בישראל הושפעו מהתפתחות המשבר באירופה, וכן מגורמים מקומיים, אשר העיקריים שבהם הם רמה גבוהה של אי-וודאות פוליטית במזרח התיכון. כתוצאה מכל אלה ירד מדד המניות הכללי בתקופה הנסקרת ירידה חדה של 22 אחוזים (במונחי דולרים), וגברה תנודתיותו. ירידת מדד המניות בישראל הייתה מתונה יותר מאשר באירופה, אך חריפה יותר מאשר במרבית המדינות האחרות. במקביל נרשמה, לראשונה מאז המשבר הפיננסי האחרון, עליית מדרגה של פערי התשואות בין אג"ח קונצרניות לאג"ח ממשלתיות – התפתחות המעידה על ציפייה של השוק להחמרת מצבן של החברות המקומיות.
- שער החליפין:** לאחר ייסוף של כ-5 אחוזים בשער החליפין האפקטיבי במחצית הראשונה של השנה, התהפכה המגמה במחצית השנייה, ונרשם פחות של כ-4.7 אחוזים. הגורמים העיקריים לפיחות הם גלישה לגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, ירידה של פער הריביות המותאמות לסיכון בין ישראל לחו"ל והמשך הפעלתם של צעדים רגולטוריים.
- מחירי הדירות:** קצב העלייה של מחירי הדירות, בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים, התמתן והגיע בסוף השנה לכ-7 אחוזים. הנתונים לחודשים ספטמבר-נובמבר מראים ירידה קלה של מחירי הדירות, לראשונה לאחר תקופה ארוכה, התפתחות המצביעה על אפשרות של תפנית בהתפתחותם. להתמתנות זו פעלו מספר גורמים: העלאות הריבית המוניטרית שנקטו עד תחילת המחצית השנייה; צעדים מקרו-יציבותיים בשוק המשכנתאות; צעדים של הממשלה להגדלת ההיצע. כל אלה השפיעו על המחירים גם דרך ציפיות הציבור.

¹ חוק בנק ישראל (2010) מגדיר את מטרות הבנק: שמירה על יציבות מחירים כיעד מרכזי, תמיכה ביציבות של המערכת הפיננסית וכן תמיכה במטרות אחרות של הממשלה, במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שזו לא תפגע ביציבות המחירים לאורך זמן. יציבות המחירים מוגדרת כאינפלציה בטווח של 1 עד 3 אחוזים.

- **התחזיות המקרו-כלכליות בתקופה הנסקרת²:** ההאטה בפעילות הריאלית ובאינפלציה התבטאה גם בתחזיות לשנת 2012, שהוכנו בחטיבת המחקר של בנק ישראל במהלך התקופה הנסקרת, ומשמשות תשומה חשובה בקבלת ההחלטות על הריבית. בתחזית שפורסמה ב-25 ביולי 2011 השיעור החזוי של צמיחת הפעילות הריאלית ב-2012 עמד על 3.9 אחוזים, שיעור האינפלציה החזוי היה 2.6 אחוזים, ואלה תאמו לריבית מוניטרית של 4.3 אחוזים, שנחותה לסוף השנה. בתום התקופה הנסקרת שיקפה התחזית ל-2012 את ההערכות בדבר חמרת ההאטה בפעילות והתמתנות האינפלציה, ובמקביל – את ההורדות של ריבית בנק ישראל שכבר בוצעו. בגירסה מעודכנת חזו בחטיבת המחקר כי הפעילות הריאלית תגדל ב-2.8 אחוזים, כי שיעור האינפלציה יהיה 2.6 אחוזים, וכי ריבית בנק ישראל בסוף השנה תהיה 2.2 אחוזים, נמוכה בכ-2 אחוזים מאשר בתחזית של יולי.

- **המדיניות המוניטרית:** ברביע השלישי של 2011 עצר בנק ישראל את העלאות הריבית שנקטו מאז אמצע 2009, וברביע הרביעי החל במדיניות של הורדות ריבית. ריבית בנק ישראל הורדה ב-0.25 נקודת אחוז בכל אחד מהחודשים אוקטובר ודצמבר, ובסוף השנה היא עמדה על 2.75 אחוזים. הבנק המשיך להוריד את הריבית גם לאחר התקופה הנסקרת, ובפברואר 2012 היא הורדה ב-0.25 נקודת אחוז. המעבר למדיניות של הורדות הריבית נועד בראש ובראשונה לתמוך בפעילות הריאלית ולהוזיל את עלויות האשראי במשק, לנוכח ההאטה בפעילות והחשש למשבר פיננסי באירופה, והוא התאפשר כתוצאה מהתמתנות בסביבת האינפלציה. במקביל למדיניות הריבית המשיך בנק ישראל לנקוט צעדים רגולטוריים בשוקי מטבע החוץ והאשראי לדיוור כדי לשמור על יציבות פיננסית ולתמוך בפעילות הריאלית.

2 התחזית האחרונה בתקופה הנסקרת הוצגה בתמצית ב-26.12.2011, בעת פרסום החלטת הריבית לחודש ינואר 2012.

1. הרקע והאינפלציה

מכלול הגורמים ברקע החלטות על צעדי המדיניות המוניטרית של בנק ישראל

לשם ניהול המדיניות המוניטרית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. הבנק בוחן באופן שוטף את הכוחות הפועלים בשווקים ואת השלכותיהם הצפויות על האינפלציה, וכך קובע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה בתוך שנה עד שנתיים; זאת תוך עידוד התעסוקה והצמיחה, שמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים וצמצום הפערים החברתיים.

ברביע השלישי של 2011 עצר בנק ישראל את מגמת העלאות הריבית. ברביע האחרון של השנה הוא הפחית אותה פעמיים, וכן הפחית את הריבית לחודש פברואר 2012 (לאחר התקופה הנסקרת). מדיניות הריבית התבססה על ההתפתחויות הכלכליות בעולם ובישראל, שעיקרן: (1) האטה משמעותית של הפעילות הריאלית העולמית ועלייה חדה של רמת הסיכון במשקים העולמיים, על רקע חשש להתפרצות משבר פיננסי באירופה וגלישה למיתון כבד; (2) התמתנות בפעילות הריאלית המקומית, על רקע המשבר באירופה והתמתנות הביקושים המקומיים; (3) ירידה של האינפלציה בפועל ושל זו הצפויה; (4) מדיניות מוניטרית מרחיבה של הבנקים המרכזיים בעולם באמצעות הורדות הריבית וכלים אחרים; (5) התחזקות הכוחות להיחלשות השקל; (6) התמתנות קצב העלייה של מחירי הדיירות.

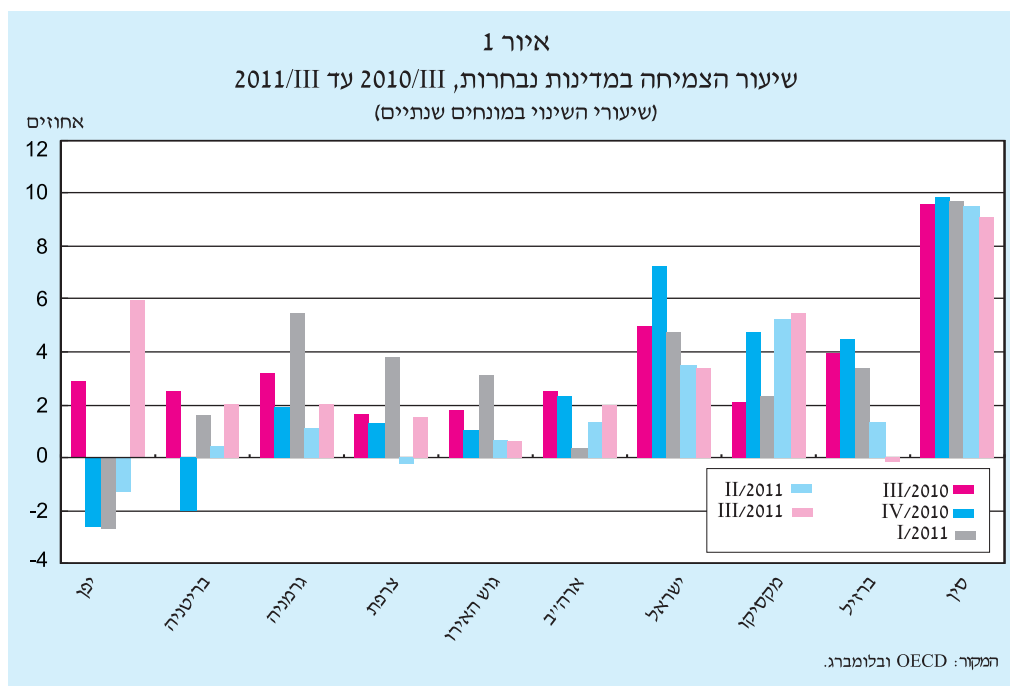
להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות במשקים העולמי והמקומי, שעמדו בבסיס החלטות בנק ישראל על המדיניות המוניטרית.

א. הסביבה העולמית

(1) הפעילות הריאלית

במהלך המחצית הנסקרת החרף משמעותית משבר החובות באירופה, והתגבשה הערכה בסיסית כי אירופה גולשת למיתון. גם במשקים המתעוררים המרכזיים התמתנה הצמיחה, ובארה"ב היא התבססה בשיעור נמוך. כמו כן גבר במהלך התקופה החשש להתפתחות קשיים חמורים במערכת הפיננסית, שיעמיקו את המיתון, ויביאו להרעה נוספת בצמיחה העולמית.

ההאטה בפעילות באה לאחר תקופה ממושכת של התאוששות מן המשבר הפיננסי של 2008 (איור 1). לקראת סוף השנה התפשטה ההאטה בצמיחה גם למשקים המתעוררים, אף כי רמת הצמיחה בהם הייתה עדיין גבוהה יחסית למדינות המפותחות. בניגוד להתפתחויות באירופה, הפגיעה לטובה צמיחת הפעילות הריאלית בארה"ב, אך רמתה עדיין נמוכה יחסית לזו ששררה לפני המשבר הפיננסי של 2007–2009; שיעור האבטלה בארה"ב נותר גבוה. כתוצאה מההאטה באירופה לצד צמיחה גבוהה יחסית במדינות המתעוררות, היקף הסחר העולמי נותר יציב יחסית (איור 2).



אירופה³

במהלך המחצית השנייה של 2011 הואטה משמעותית הפעילות הריאלית בגוש האירו. התוצר התכווץ ב-0.3 אחוז⁴ לעומת קצב צמיחה חיובי של כ-1.9 אחוזים במחצית הראשונה. במהלך התקופה הנסקרת עודכנו כלפי מטה התחזיות הבסיסיות, ולפיהן הצמיחה ב-2012 תהיה בין עלייה של 0.3 אחוז לירידה של 0.7 אחוז. הסיכון העיקרי לתחזית הבסיסית נובע מהאפשרות שיתפתח משבר פיננסי חמור, שיוביל להעמקת המיתון ולהרעה נוספת בצמיחה הגלובלית.

ארה"ב

במחצית השנייה של השנה הייתה התאוששות בפעילות הריאלית, והנתונים בפועל היו טובים יותר מההערכות הקודמות: התוצר צמח ב-2.5 אחוזים, לעומת צמיחה מתונה של 0.9 אחוז במחצית הראשונה. שיעור הצמיחה השנתי של 2011 צפוי להיות כ-1.8 אחוזים, וצמיחה דומה צפויה גם ב-2012. במקביל ירד שיעור האבטלה מ-9 אחוזים בתחילת השנה ל-8.5 לקראת סופה. למרות סימנים חיוביים אלו, נשענה הצמיחה ברובה על ביקושי המגזר הציבורי. תמכו בפעילות גם צעדים מוניטריים של ה-Fed, שעיקרם הקלות בשוק האשראי – הוזלתו על ידי רכישת אג"ח לטווחים הבינוניים והארוכים והגדלת היקפו על ידי הזרמת נזילות לשווקים הפיננסיים.

³ כל המספרים מבוטאים במונחים שנתיים.

⁴ שיעור הצמיחה של התוצר לרביע האחרון של 2011 מבוסס על תחזיות של גופים בין-לאומיים.



המדינות המתפתחות

בניגוד לרוב המדינות המפותחות, שבהן הפעילות הריאלית דשדשה, שררה במדינות המתפתחות צמיחה נאה במשך רוב שנת 2011. בלטה במיוחד סין, שבה הגיעו שיעורי הצמיחה לכ-10 אחוזים. ואולם לקראת סוף השנה התפשטה ההאטה בפעילות העולמית גם למשקים המתפתחים, ולכן עודכנו התחזיות לגביהם כלפי מטה.

(2) האינפלציה בעולם

למרות ההאטה בפעילות העולמית שיעורי האינפלציה באירופה ובארה"ב היו גבוהים יחסית, אך במחצית השנייה של השנה הם התמתנו במקצת (לוח 1). שיעורי האינפלציה השנתיים באירופה ובארה"ב היו 2.7 ו-3.0 אחוזים, בהתאמה. המקור העיקרי לאינפלציה הגבוהה יחסית במהלך השנה הוא הסחורות והאנרגיה; אלה עלו מאוד במחצית הראשונה של השנה, והמשיכו להשפיע גם במחצית השנייה. לעת עתה כוחות אלה מקוזזים רק חלקית על ידי ירידה בביקושים – תוצאת ההאטה בפעילות העולמית. שיעורי האינפלציה הגבוהים יחסית נובעים גם מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, שריכזה את רוב מאמציה בייצוב הפעילות הריאלית והפיננסית והדגישה פחות את ייצוב האינפלציה.

בניגוד למשבר הפיננסי הקודם, שבו מחירי האנרגיה והסחורות ירדו בשיעורים חדים, הרי עתה, על אף ההאטה בפעילות, המחירים מאופיינים ביציבות יחסית, ורמתם עדיין גבוהה (איור 3). הסיבה לכך נעוצה כנראה בקשיים מצד היצע הנפט, הכרוכים באי-הוודאות הפוליטית במזרח התיכון.



לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו, בישראל ובחו"ל (שיעורי השינוי, במונחים שנתיים)

אירופה						ארה"ב						ישראל						
2011	2011	2011	2011			2011	2011	2011	2011			2011	2011	2011	2011			
IV	III	II	I	2011	2010	IV	III	II	I	2011	2010	IV	III	II	I	2011	2010	
3.1	1.4	2.3	4.3	2.7	2.2	-2.1	2.1	4.1	8.1	3.0	1.5	0.0	0.0	6.0	2.8	2.2	2.7	מדד המחירים הכללי
2.3	3.1	2.0	3.3	2.7	2.1	-0.4	4.8	1.5	6.1	3.0	1.4	1.6	-0.8	2.0	6.0	2.2	2.6	מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות ¹
4.7	6.4	1.1	28.5	9.7	11.0	-26.0	-5.7	20.7	53.1	6.6	7.8	2.2	7.8	4.3	32.1	11.0	-0.4	אנרגיה ²
3.5	4.3	4.1	4.3	4.1	1.5	1.2	5.7	3.6	8.4	4.7	1.5	0.4	-8.1	7.1	10.9	2.3	2.0	מזון (ללא פירות וירקות)
6.6	-6.2	-0.1	6.7	1.6	3.2	-4.5	9.1	-12.6	20.5	2.3	1.4	18.8	-17.8	-13.5	-15.6	-8.1	16.0	פירות וירקות
0.6	1.4	2.2	1.5	1.4	1.3	-0.6	1.8	3.4	2.9	1.9	0.3	-4.3	11.0	9.2	5.2	5.1	4.9	דיור
2.6	1.4	2.6	1.3	2.0	1.1	1.8	2.1	2.9	2.0	2.2	0.6	-0.8	1.8	7.0	0.4	2.1	2.5	מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות

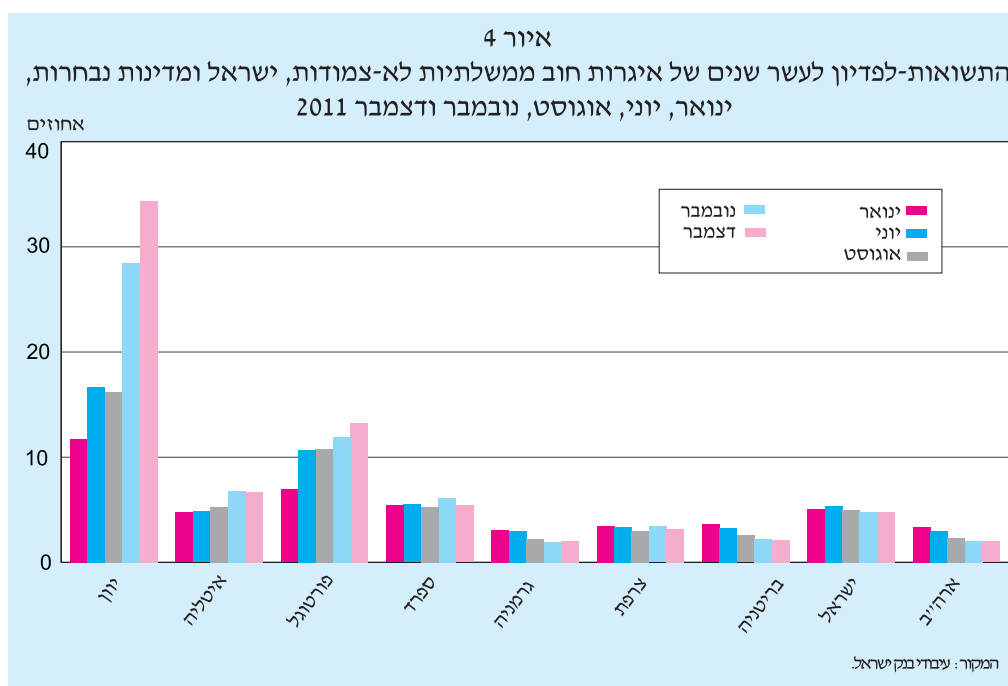
1 מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות לאירופה אינו כולל מוצרי טבק.

2 מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

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

(3) השווקים הפיננסיים בעולם

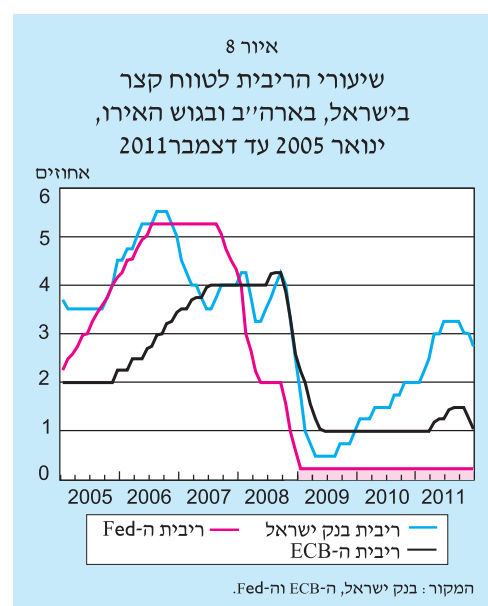
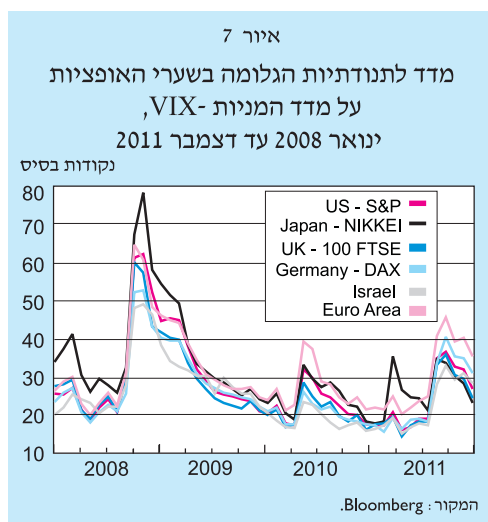
במחצית הנסקרת עלתה מאוד רמת הסיכון בשווקים הפיננסיים בעולם, בעיקר במדינות אירופה. המקור הבסיסי לעלייה בסיכון היה משבר החובות באירופה והחשש למשבר פיננסי עד כדי אפשרות של התפרקות גוש האירו, אולם התעצמותה של רמת הסיכון בהמשך נבעה מחוסר ההצלחה של קובעי המדיניות לאמץ צעדים שיובילו לסיום המשבר. על רקע ירידה בהערכת הציבור כי צעדים מספיקים ינקטו בעוד מועד עלו מאוד התשואות הארוכות על אג"ח של יוון, איטליה, ספרד ופורטוגל, והגיעו לרמות שיא, שאינן בנות-קיימא (איור 4): התשואות על אג"ח ל-10 שנים הגיעו ביוון לכ-34 אחוזים, בפורטוגל לכ-13 אחוזים, בספרד לכ-6 אחוזים ובאיטליה לכ-7 אחוזים. עלייה חדה נרשמה גם במירווחי ה-CDS⁵ במדינות אלו (איור 5) ובמדינות אחרות בעולם.



על רקע החרפת המשבר ועליית הסיכון הורידו סוכנויות הדירוג בעולם במהלך התקופה הנסקרת את דירוג האשראי של בלגיה והונגריה. כן הורידה חברת הדירוג S&P את דירוג האשראי של ארה"ב, וזאת בעיקר בגלל קשיים בקידום התוכנית לקונסולידציה פיסקלית. בתחילת 2012 הורדו הדירוגים גם למדינות נוספות באירופה: צרפת, איטליה, ספרד, פורטוגל, יוון, אוסטריה, מלטה, סלובקיה וסלובניה. הדבר עלול להעלות את פרמיית הסיכון הנדרשת על איגרות חוב ממשלתיות במדינות אלו; התפתחות כזאת תקשה עוד יותר על המדיניות הפיסקלית שם למחזר את החוב ולהקטין את נטלו, מה שעלול להביא להחרפת המשבר.

⁵ CDS (Credit Default Swap) הן מכשיר פיננסי לגידור סיכונים אשראי - בין היתר, של מדינה. מירווחי ה-CDS הוא הפרמיה הכספית שמוכר CDS דורש על התחייבותו לפרוע את החוב במקרה שמנפיק החוב יהיה במצב של חדלות פירעון.





העלייה של רמת הסיכון השתקפה גם במדדי המניות בעולם (איור 6): אלה רשמו ירידות חדות, תוך כדי עלייה בתנודתיות. הירידה הגדולה ביותר הייתה באירופה, שם השוק מחק שליש משוויו, ואילו הירידה המתונה ביותר הייתה בארה"ב, שבה מדד המניות ירד בכ-5 אחוזים בלבד. במקביל לירידה בפועל של המניות, עלו מאוד מדדי ה"פחד" (VIX) בעולם, כולל ארה"ב (איור 7), בבטאם חשש כבד להמשך הירידות של מדדי המניות.

לקראת תום המחצית השנייה של 2011 השתררה בשווקים הפיננסיים רגיעה מסוימת. זאת בזכות החלטות על צעדים להגברת המשמעת הפיסקלית וצעדים מוניטריים לשם הגברת הנזילות במערכת הפיננסית. (ראו להלן).

(4) המדיניות המוניטרית והפיסקלית בעולם

המדיניות המוניטרית בעולם

על רקע ההאטה בפעילות הגלובלית והחשש למשבר פיננסי באירופה הורידו רוב הבנקים המרכזיים בעולם את הריביות במחצית השנייה של השנה. לאחר העלאות הריבית במחצית הראשונה של 2011, הוריד הבנק המרכזי של אירופה את הריבית פעמיים במהלך המחצית השנייה, והיא עמדה בסוף השנה על 1 אחוז בלבד. הריבית בארה"ב כבר הייתה ברמה אפסית מאז 2009 (איור 8), וה-Fed אף הצהיר כי בכוונתו להשאיר אותה ברמה זו עד סוף 2013. רוב הבנקים במדינות המפותחות והמתפתחות הורידו את הריביות במהלך המחצית הנסקרת, ואף הגבירו את קצב ההורדה לקראת סוף השנה, משגברו ההאטה הגלובלית והסיכון הפיננסי.

בארה"ב ובאירופה השתמשו הבנקים המרכזיים בכלים מוניטריים נוספים, מלבד הריבית, כדי להגביר את אספקת הנזילות ולהפחית את התשואות הארוכות; זאת כדי להוזיל את עלויות האשראי, ובכך גם לתמוך ביציבות הפיננסית ובפעילות הריאלית: ה-Fed החל בתוכנית של מכירת אג"ח ממשלתיות קצרות טווח כנגד קניית אג"ח לטווחים ארוכים בהיקף של כ-400 מיליארדי דולרים (operation twist), ודובר על אפשרות של הרחבה כמותית נוספת (QE3)⁶, שלעת עתה לא התממשה. הבנק האירופי רכש אג"ח ממשלתיות של גוש האירו בהיקף של כ-110 מיליארדי אירו.

לקראת תום המחצית הנסקרת, כאשר נראה כי הצעדים שננקטו עד אז אינם מספקים, נקטו מספר בנקים מרכזיים, בהם ה-Fed והבנק האירופי, צעד מתואם להורדת הריבית הדולרית בעסקות החלף במחצית אחוז. כן יצא הבנק המרכזי של אירופה בהצעת הלוואה לבנקים הפרטיים בריבית נמוכה וקבועה בהקצאה בלתי מוגבלת לשלוש שנים, ובמקביל הגמיש את דרישתו לביטחונות (כולל הסכמה לקבל גם אג"ח של מדינות כושלות). כצעד נוסף לפתרון המשבר הוחלט כי בעתיד הקרוב תוקם קרן חילוץ חדשה, ESM⁷ (בהיקף של 500 מיליארד אירו), לתמיכה במדינות מוכות חוב באירופה; זו צפויה להחליף את הקרן הנוכחית EFSF⁸.

⁶ QE3 היא תוכנית שלישית של הרחבה כמותית (quantitative easing).

⁷ European stabilization mechanism.

⁸ European financial stability facility. שווי הקרן בהתחלה היה כ-440 מיליארדי אירו, וכעת יש בה כ-250 מיליארדי אירו.

המדיניות הפיסקלית בעולם

בניסיון לפתור את משבר החוב באירופה, כדי לחזור לצמיחה יציבה, נקטו מספר מדינות מוכות חוב באירופה ריסון פיסקלי חריף. לעומת זאת נקטה בארה"ב מדיניות פיסקלית מרחיבה, שנועדה לעודד את הפעילות הריאלית. כתנאי לקבלת סיוע כלכלי לשם פתרון המשבר נדרשו מדינות אירופה להפעיל תוכניות צנע כואבות, שעלויות להעמיק עוד יותר את ההאטה בפעילות הריאלית בהן לטווח זמן שאינו ידוע מראש, ואף לפגוע ביציבותן הפוליטית. התקווה היא שבטווח הארוך תושג צמיחה יציבה, בזכות הפניית מקורות למגזר הפרטי וירידה של פרמיית הסיכון הנדרשת על השקעות ריאליות ופיננסיות. החלופה – שלא לנקוט צעדי צנע – עלולה לגבות מחיר כבד הרבה יותר: קריסה כלכלית של מדינות מוכות חוב ופירוק גוש האירו, עם השלכות קשות על הכלכלה העולמית. מחמת החששות האלה, הודיעו ממשלות אירופה לקראת תום השנה על צעדים ראשוניים להגברת המשמעת הפיסקלית, ואף החליטו על עקרונות ראשוניים של סנקציות על מדינות שיפרו אותה.

לעומת זאת בארה"ב נמשכה במחצית הנסקרת המדיניות הפיסקלית המרחיבה, במטרה לעודד את הפעילות הריאלית. ואולם, נטל חוב ציבורי (ברוטו) גבוה יחסית של כ-100 אחוזי תוצר ב-2011 (לעומת כ-60 אחוזים בלבד לפני המשבר הפיננסי) וגירעון גדול ב-2011, יקשו על המשך ההרחבה הפיסקלית. הורדת דירוג האשראי של ארה"ב לאחרונה משקפת, בין היתר, מצב פיסקלי זה.

ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל⁹

במחצית הנסקרת הואט קצב הצמיחה של המשק המקומי; זאת בעיקר מפני ירידה משמעותית ביצוא בעטיו של המשבר באירופה, וכן בשל גורמים מקומיים, בהם שחיקת הרכוש הפיננסי של הציבור ופסימיות לגבי הצמיחה בעתיד. לאחר צמיחה מואצת בשנת 2010, החלה במחצית הראשונה של 2011 התמתנות בפעילות הריאלית, וזו אף התחזקה במחצית השנייה של השנה (איור 9 ולוח 2). התוצר המקומי הגולמי גדל במחצית הראשונה ב-4.4 אחוזים, ואילו במחצית השנייה הואט קצב גידולו ל-3.4 אחוזים¹⁰. למרות התמתנות קצב הצמיחה היה מצבו של המשק הישראלי טוב יחסית: רמת הפעילות הריאלית הייתה גבוהה, ורוב האינדיקטורים אף הצביעו על התקרבות למצב של תעסוקה מלאה.

היצוא ירד במחצית השנייה של 2011 בכ-5 אחוזים, לעומת עלייה של כ-7 אחוזים במחצית הראשונה. כנגד זאת גדלו ההשקעות בנכסים קבועים בשיעור גבוה יחסית, ולכן הפגיעה בתוצר הייתה ממותנת. נציין כי שיעור הצמיחה הגבוה של ההשקעות במחצית הנסקרת אינו מעיד בהכרח על ציפייה של המשקיעים לגאות כלכלית בעתיד; אפשר שהוא משקף בעיקרו השקעות שהוחלט עליהן בעבר.

⁹ הנתונים בסעיף זה מבוטאים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.

¹⁰ הנתון לרביע הרביעי מתבסס על הערכות חטיבת המחקר.



לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2011/3	2011/2	2011/1	2010/4	2010/3	2010/2	2010	2009	
3.6	3.8	4.9	7.3	4.9	5.9	4.8	0.8	התוצר המקומי הגולמי
4.9	3.0	5.3	8.6	4.9	7.2	5.8	0.3	התוצר של המגזר העסקי
-2.6	5.8	21.3	13.7	-0.6	14.3	9.5	-12.2	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות ומטוסים ויהלומים
1.8	-0.2	6.7	10.2	1.3	8.2	5.3	1.4	הצריכה הפרטית
2.5	2.8	4.1	7.0	2.2	4.8	4.5	2.5	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
8.0	-3.5	2.8	5.8	6.6	1.8	2.5	2.4	הצריכה הציבורית
8.9	-3.9	3.2	6.1	5.9	2.5	2.2	3.9	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
3.6	18.0	51.8	22.7	8.0	-14.8	4.0	-7.0	ההשקעה המקומית הגולמית
13.5	14.5	19.6	25.5	16.0	29.1	13.6	-4.1	מזה: בנכסים קבועים
-0.5	7.9	9.3	1.3	2.9	17.9	10.7	-10.2	היצוא ללא יהלומים
1.6	6.0	12.3	0.2	1.5	18.8	10.6	-9.7	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הציפיות להאטה בפעילות ושחיקת הרכוש הפיננסי של הציבור כתוצאה מירידות המחירים של ניירות הערך השתקפו בהתמתנות הצריכה הפרטית: קצב גידולה ירד מ-3.3 אחוזים במחצית הראשונה של 2011 ל-1.2 אחוזים במחצית השנייה. ירידה זו עיקרה צמצום משמעותי של הביקוש למוצרים בני-קיימא, המכילים רכיב יבוא גבוה: בציפיה להאטת הפעילות בעתיד הפרטים חוסכים יותר כבר בהווה, כדי לאפשר יציבות בצריכתם גם במצבי מיתון. לעלייה בחיסכון תרמה גם העלאת הריבית המוניטרית במחצית הראשונה של השנה. הציפיה להתמתנות בפעילות השתקפה גם במדד אמון הצרכנים של "גלובס", וכן במדד "גוגל", המשמש אינדיקטור לפעילות הריאלית בזמן אמת¹¹. מדדים אלה ירדו מאוד במחצית השנייה וביטאו עלייה של ההסתברות למיתון בעיני הצרכנים.

הירידה ברכישת בני קיימא במחצית הנסקרת תרמה לירידה ביבוא: זה ירד במחצית הנסקרת בכ-5 אחוזים, לעומת עלייה של 13.5 אחוזים במחצית הראשונה. הירידה ביבוא ביטאה גם ירידה ביבוא של חומרי גלם.

שיעור האבטלה הגיע לרמה נמוכה היסטורית, ורוב האינדיקטורים תומכים בהערכה כי בתנאים הנוכחיים של שוק העבודה המשק קרוב לתעסוקה מלאה. אף על פי כן לא פועלים במשק לחצים משמעותיים לעליית השכר הריאלי מעבר לפריון העבודה. במחצית השנייה של 2011 נמשכה מגמת הירידה של שיעור האבטלה, ובתום השנה הוא הגיע לרמת שפל היסטורית של 5.6 אחוזים (איור 10). חרף רמת האבטלה הנמוכה,



¹¹ ראו: טניה סוחוי (2009), "חיזוי ההווה" לפי מדדים של חיפוש ב"גוגל" והתפנית של 2008 – נתונים ישראליים. סדרת מאמרים לדיון 2009.06, בנק ישראל.

אופיין השכר הריאלי ביציבות, המשך ליציבותו בשנים האחרונות (איור 11).

למושג "תעסוקה מלאה" תפקיד חשוב בניתוח הקשר בין אבטלה לאינפלציה, אך בגלל קשיים מושגיים וקשיי מדידה, אין אפשרות להעריך בדיוק את שיעור האבטלה התואם "תעסוקה מלאה". למרות זאת, רמתה הנמוכה של האבטלה השוררת כעת די בה להביא להתפתחות לחצים משמעותיים יותר להעלאת השכר; העדר לחצים כאלה עד כה הוא, כנראה, תוצאת שילוב של גורמים מבניים וגורמי ביקוש. עם הגורמים המבניים נמנים: (1) הגלובליזציה והתחרות הפוטנציאלית בתוצר הישראלי מחו"ל; (2) גידול שיעורי ההשתתפות בכוח העבודה מצד אוכלוסיות המאופיינות בהשתתפות נמוכה, תופעה המגמישה את היצע העבודה במשק. בצד הביקושים, איומי המשבר והמיתון בחו"ל יוצרים אי-וודאות רבה לגבי שיעורי הצמיחה של המשק בשנים הקרובות, וכתוצאה מכך - לגבי המשך מגמת העלייה של הביקוש לעובדים, מגמה שאפינה את המשק בשנים האחרונות.

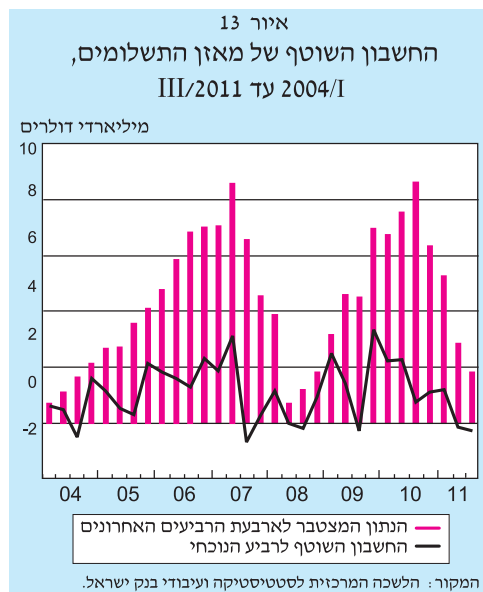
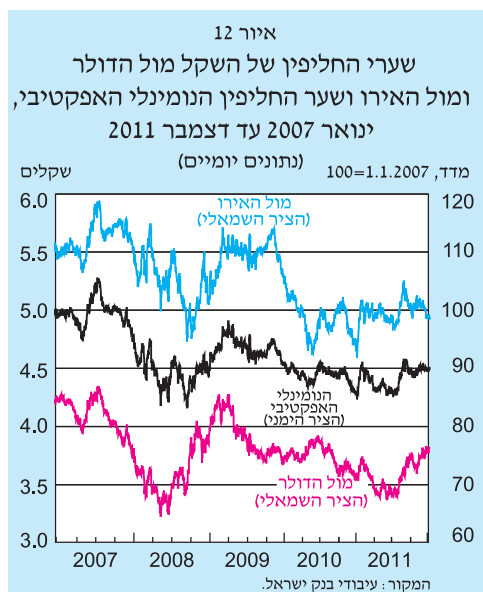
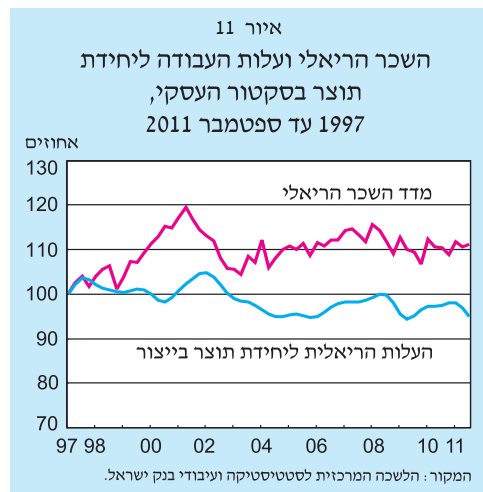
ג. התפתחות שער החליפין

במחצית השנייה של שנת 2011 חלה תפנית בהתפתחותו של שער החליפין: לאחר מגמת הייסוף שאפיינה את המשק במחצית הראשונה של השנה, במיוחד ברביע השני, פחת שער החליפין האפקטיבי במחצית השנייה ב-4.7 אחוזים (איור 12). היחלשות זו של השקל נבעה בעיקר מהפיחות שלו מול הדולר בשיעור של 12 אחוזים, בעוד שביחס לאירו השקל נותר ללא שינוי. מתחילת שנת 2011 פחת שער החליפין האפקטיבי ב-4.8 אחוזים, בדומה לשיעור הפיחות מול האירו, ומול הדולר הפיחות היה משמעותי יותר – כ-7.7 אחוזים.

מספר גורמים חיצוניים ומקומיים יצרו כוחות לפיחות השקל במחצית השנייה של 2011. הגורמים העיקריים שמקורם בהתפתחויות בעולם הם ירידה של הביקושים ליצוא הישראלי ועלייה של מחירי הנפט, שהביאו לגלישה לגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בישראל (איור 13). הגורמים המקומיים העיקריים הם: הצטמצמות של פער הריביות בין ישראל לחו"ל, שמקורה בעיקר בהורדות הריבית בישראל, הצפויות להימשך (על פי נתוני השוק והחזאים); עלייה בפרמיית הסיכון של המשק עם התגברות אי-הוודאות הפוליטית, הן במזרח התיכון בכללן והן בישראל; והמשך הפעלת צעדים רגולטוריים במטרה לשחוק את הכדאיות של השקעה שקלית קצרת-הטווח, בעיקר במק"ם, על ידי תושבי חוץ (צמצום פער הריביות האפקטיבי העומד בפני המשקיעים הזרים).

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

במהלך המחצית השנייה של 2011 התגברו משמעותית הירידות של שערי המניות. לנוכח העלייה המשמעותית של רמת הסיכון בשווקים הפיננסיים בעולם התעצמה מאוד מגמת הירידות של מדדי המניות שם,



תוך עלייה בתנודתיות (איור 6). העלייה ברמת הסיכון, נבעה, כאמור מהתגברות החשש למשבר פיננסי בגוש האירו ולהתפשטותו אל מדינות נוספות, משבר שעלול להוביל למיתון עולמי. למרות מגמה אחידה של ירידות בשווקים העולמיים ניכרו הבדלים בין המדינות בעוצמתה, שוני שניתן לייחס למצבה של כל מדינה ולסיכונה הייחודיים. בישראל ירד מדד המניות הכללי במחצית הנסקרת ב-22 אחוזים (לאחר ירידה של 5 אחוזים במחצית הראשונה), בדומה לשיעור הירידה במשקים המתעוררים¹². הירידה בישראל הייתה חריפה יותר מאשר בארה"ב, בבריטניה ובין, שבהן נרשמו ירידות של 8–10 אחוזים, אך מתונה יחסית לגוש האירו, שבו השוק מחק שליש משווי בגלל התעצמות משבר החובות. את התגובה החריפה בשוק המקומי יחסית למדינות האחרות ניתן לייחס בעיקר לשני גורמים: התגברות אי-הוודאות הפוליטית במזרח התיכון ותיקון לעליית שערי המניות בישראל, שהייתה בתקופה הקודמת מהירה יותר מאשר במדינות המפותחות.

הסיכונים לטווח הקצר (עד חודש), המתבטאים במדדי VIX¹³, מצביעים על עלייה משמעותית של רמת הסיכון בתחילת המחצית הנסקרת ברוב מדינות העולם, במיוחד באירופה (איור 7). ברביע האחרון של השנה התמתנו במידה מסוימת מדדי הסיכון בעולם, אך לא כן בישראל – כנראה משום שכאן רמת הסיכון הייתה נמוכה יחסית כבר בתחילת המחצית הנסקרת.

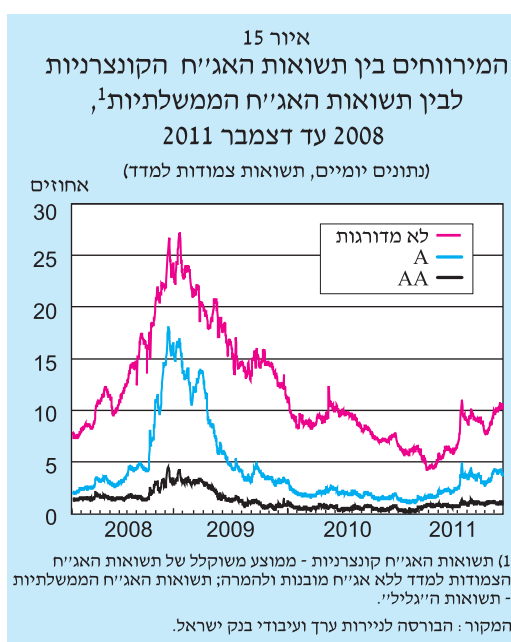
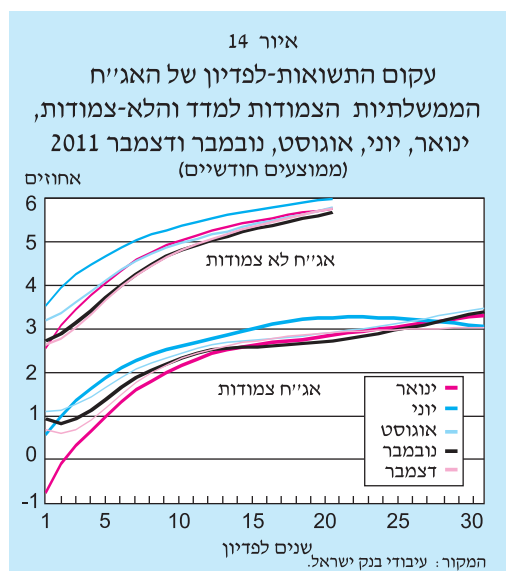
התשואות הנומינליות והריאליות של איגרות החוב הממשלתיות ירדו במחצית השנייה של 2011 לאורך כל העקום. עד חודש נובמבר ירד העקום הנומינלי בישראל לכל אורכו, והירידה המשמעותית נרשמה בטווחים הקצרים והבינוניים. מגמת הירידה של התשואות לכל הטווחים עלתה בקנה אחד עם ירידה מקבילה בארה"ב ובאירופה (בגרמניה, בריטניה וצרפת). בחודשים האחרונים של השנה נמשכה ירידת התשואות הנומינליות לטווחים הקצרים, ואילו בטווחים הארוכים עלו התשואות בשיעור מתון – התפתחות שהתבטאה בהתלל העקום (איור 14)¹⁴. התפתחות העקום הריאלי במהלך המחצית הנסקרת דמתה לזו של העקום הנומינלי, אף כי בעוצמה שונה.

את ירידת התשואות הנומינליות והריאליות בישראל לטווחים הקצרים בחודשים האחרונים של המחצית הנסקרת ניתן לייחס בראש ובראשונה לשתי ההורדות של ריבית בנק ישראל ברביע האחרון של השנה, ואילו העלייה המקבילה של התשואות לטווחים הארוכים מבטאת ככל הנראה עלייה מסוימת של רמת הסיכון בשווקים הפיננסיים בגלל החרפת המשבר באירופה.

¹² הנתונים במונחי דולרים.

¹³ מתבסס על עיבודים שנעשו בבנק ישראל.

¹⁴ נציין כי התפתחות של התשואות הנומינליות בחו"ל לטווחים הארוכים לא הייתה אחידה גם בקרב מדינות שאינן שרויות במשבר החוב באופן ישיר, כארה"ב, גרמניה וצרפת ובריטניה.



פער התשואות בין איגרות החוב הקונצרניות לממשלתיות עלה מדרגה בתחילת המחצית השנייה של השנה. לראשונה מאז פרוץ המשבר הפיננסי בשנת 2008 עלה משמעותית פער התשואות בין איגרות חוב קונצרניות לאיגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד (איור 15): הפער בין האחרונות לאלה של חברות לא מדורגות גדל פי שניים לעומת שיעורו בתום המחצית הראשונה, ועמד בסוף השנה על כ-10 אחוזים. העלייה של מירווח התשואות לגבי החברות הבטוחות יותר (בעלות דירוג A) הייתה מתונה יותר – 1.8 נקודות אחוז – ובסוף השנה הוא עמד על כ-4 אחוזים. לגבי החברות הבטוחות מאוד (בעלות דירוג AA) עלה המירווח ב-0.2 נקודות אחוז בלבד, ושיעורו בסוף השנה היה כ-1 אחוז.

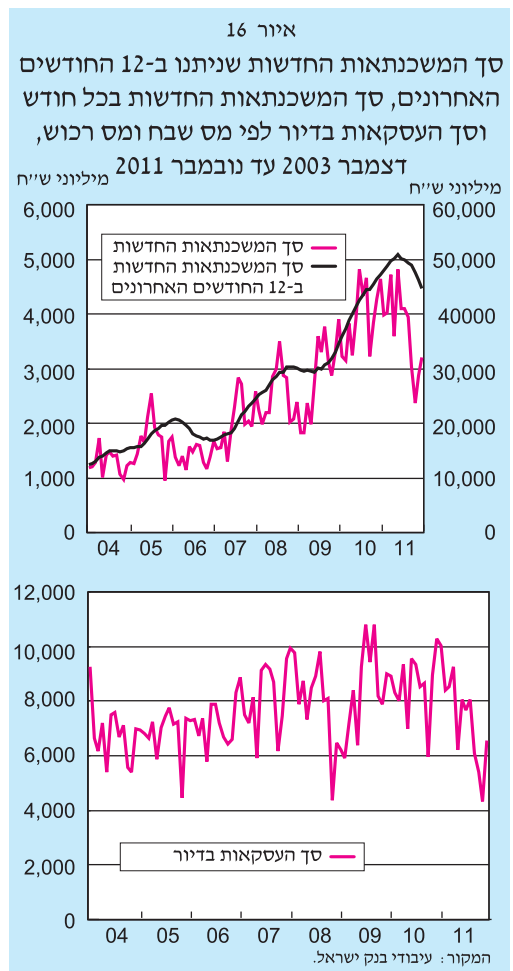
עליית המירווחים שיקפה עלייה של פרמיית הסיכון הנדרשת על איגרות חוב קונצרניות על רקע הציפייה של השוק להחמרת ההאטה בפעילות הריאלית של החברות המקומיות בגלל המשבר באירופה. פרמיה זו גבוהה יותר עבור החברות המאופיינות בסבירות גבוהה להיקלע לקשיי נזילות ולחדלות פירעון. עיקר העלייה של פרמיית הסיכון מקורו בחברות מענף הנדל"ן ובקבוצות העסקיות שרמת המינוף בהן גבוהה מאוד, ולכן הן רגישות יותר לעלייה של אי-הוודאות ולצמצום היצע האשראי.

במחצית השנייה של השנה נרשמה מגמת ירידה בהיקף המשכנתאות החדשות. ירידת הביקוש לדירות בתקופה האחרונה הובילה לצמצום מספר העסקאות ולירידה של היקף המשכנתאות החדשות שניתנו, הן על פי הסתכלות חודשית והן על פי הסתכלות שנתית (איור 16). ירידת הביקושים לדירות מוסברת בציפייה של הציבור לירידת מחירים בעתיד, לנוכח צעדי ההיצע שנקטה הממשלה, וכן בעליית הריבית הממוצעת על המשכנתאות, בעקבות צעדי בנק ישראל (איור 17).

האשראי למגזר העסקי

קצב ההתרחבות השנתי של האשראי למגזר העסקי אופיין לאחרונה ביציבות יחסית, ועומד על כ-2 אחוזים¹⁵. ההתרחבות נבעה בעיקרה מהאשראי החוץ-בנקאי, בעוד שהאשראי הבנקאי אינו צומח, וקצב עלייתו נמוך מזה של התוצר. מאז המשבר הפיננסי בשנים 2007–2009 היחס בין האשראי למגזר העסקי לתוצר מאופיין במגמת ירידה. ירידת יחס זה נמשכה גם במחצית הראשונה של 2011, אך במחצית השנייה הוא עלה מעט ועמד על 91 אחוזים.

¹⁵ הנתונים נכונים לאוקטובר 2011.

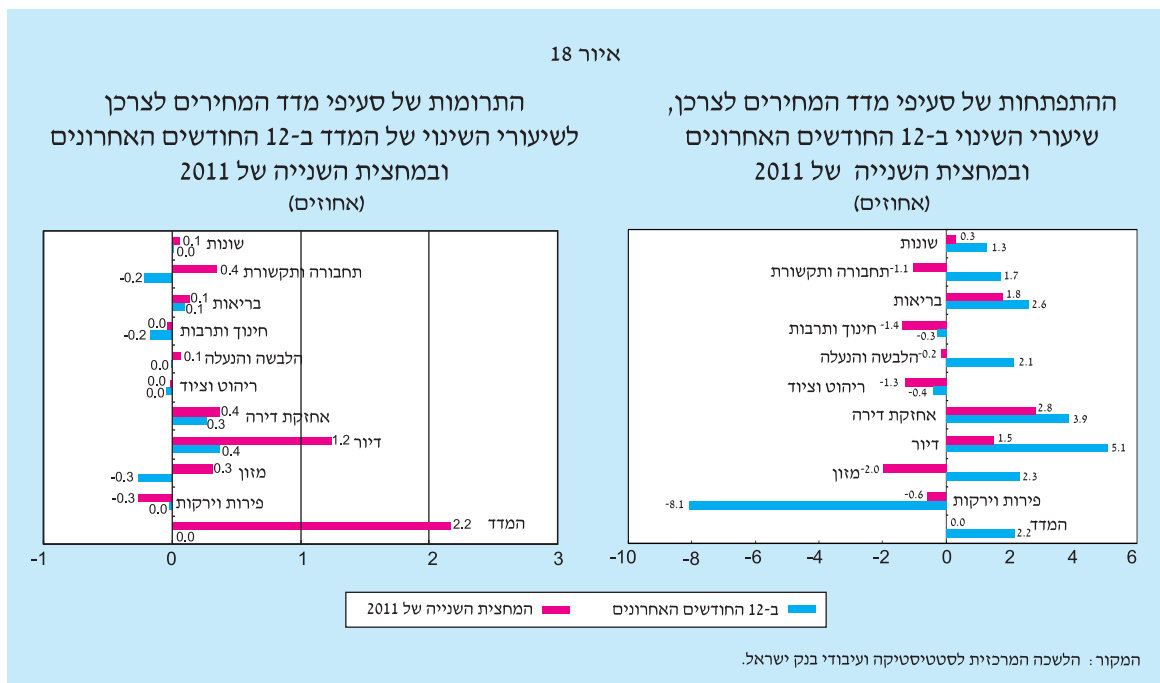


ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

התפתחות האינפלציה בפועל

במחצית השנייה של 2011 נותר מדד המחירים לצרכן ללא שינוי (איור 18) ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-0.4 (0.8 אחוז בלבד במונחים שנתיים)¹⁶.

התפתחות הסעיפים הראשיים במדד הכללי לא הייתה אחידה במהלך המחצית הנסקרת (איור 18): התרומה המשמעותית ביותר לעליית המדד הכללי, 0.4 אחוז, הייתה של סעיף הדיור (שכר הדירה). תרומות חשובות נוספות לעליית המדד היו של סעיף אחזקת הדירה וסעיף הבריאות – 0.3 ו-0.1 אחוז, בהתאמה. התרומה המשמעותית של סעיף אחזקת הדירה נבעה בעיקר מעלייה של מחירי החשמל, תוצאה מעצירת האספקה של גז ממזרים. התרומות העיקריות לירידת המדד היו של סעיף המזון, 0.3 אחוז, ושל הסעיפים חינוך ותרבות ותחבורה ותקשורת, שכל אחד מהם תרם 0.2 אחוז. לשאר סעיפי המדד הייתה השפעה קטנה עוד יותר.



השפעת המחאה החברתית על המחירים במחצית השנייה של 2011

לפי כמה אינדיקטורים המחאה החברתית פעלה להתמתנות בחלק מהסעיפים של מדד המחירים לצרכן.

מחירי מזון¹⁷

בהשפעתה של המחאה החברתית ירדו מחירי המזון (ללא פירות וירקות) ברביע השלישי של 2011 ב-8.1 אחוזים (לוח 1) – ירידה ראשונה לאחר

¹⁶ נתונים של מדד המחירים לצרכן המנוכה מעונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל.

¹⁷ כל המשתנים הם במונחים שנתיים.

תקופה ארוכה – וזאת למרות פיחות משמעותי של כ-17 אחוזים ברביע זה (במונחים שנתיים). ברביע הרביעי נרשמה עלייה קלה בלבד של מחירי המזון. התפתחות זו מנוגדת למגמת העלייה של מחירי המזון בעולם: בארה"ב ובאירופה עלו המחירים בתקופה זו ב-5.7 ו-4.3 אחוזים, בהתאמה¹⁸. את הירידה המשמעותית של מחירי המזון בישראל במחצית הנסקרת לא ניתן להסביר בירידות של מחירי הסחורות החקלאיות בעולם במהלך הרביעים הקודמים וגם לא בגורמי עונתיים¹⁹. בהסתכלות על רכיבי מדד המזון ניתן לראות כי הירידה הקיפה את רוב הסעיפים, אך שיעור הגדול ביותר היה במוצרי חלב, שמחיריהם ירדו ב-20 אחוזים. (מחירי הגבינה והיוגורט, למשל, ירדו ב-32 ו-25 אחוזים, בהתאמה). נתונים אלה מלמדים כי הירידה במחירים הייתה במידה רבה תוצאה של המחאה החברתית; זו התבטאה בהורדת המירווחים שהפירמות גובות עבור המוצרים מתוצרת מקומית, מירווחים המשקפים כוח מונופוליסטי, אך גם במחירי המוצרים המיובאים.

סעיף הדיור

לראשונה מזה תקופה ארוכה, ירד סעיף הדיור, במפתיע, במשך שלושת החודשים האחרונים של השנה, בשיעור מצטבר של 1.1 אחוז. ירידה זו נבעה ככל הנראה מרכיבים ממתנים בתמחור מחירי שכר הדירה בהשפעת הירידה המקבילה של מחירי הדירות, אך כנראה גם בהשפעת המחאה החברתית והשלכותיה העתידיות, המשתקפות בעיקר בציפיות.

למרות ירידות המחירים בשוק המקומי, שאנו עדים להן בחודשים האחרונים, קשה לדעת, בשלב זה, אם השפעת המחאה החברתית על רמת המחירים במשק תתמיד ותגלוש למגזרים נוספים – או שמא היא תדעך עם הזמן, והמשק יחזור למצב ששרר ערב המחאה. המשך התהליך תלוי בראש ובראשונה בהמשך היישום של המלצות ועדת טרכטנברג בתחום התחרותיות והמחירים.

מחירי התקשורת

מחירי התקשורת ירדו במחצית הנסקרת בשיעור הגבוה ביותר מזה שנים רבות – 1.5 אחוזים. ירידה זו נבעה בעיקר מירידות של תעריפי הטלפון הנייח והאינטרנט; הירידות של תעריפי הטלפון הנייד אינן מתבטאות עדיין בנתונים. הירידות - בפועל והצפויות - של מדדי מחירי התקשורת מיוחסות להגברת התחרות בשוק זה, בין היתר באמצעות התרת כניסתם של מפעילים נוספים. אמנם ההחלטה על כך התקבלה לפני תחילת המחאה החברתית, אך היא תואמת את עקרונות המחאה, שחלקן נועדו להגביר את התחרות במשק המקומי.

התפתחות קצב האינפלציה, במדידה של 12 החודשים האחרונים לא הייתה אחידה במהלך שנת 2011: שיעור האנפלציה השנתי עמד בתחילת השנה על 2.7 אחוזים, הועלה באמצע השנה ל-4.2 אחוזים (איור 19),

¹⁸ הנתונים הם במונחים של דולר ואירו, בהתאמה.

¹⁹ זאת על סמך ניתוח שנעשה בבנק ישראל.



אך התמתן במהלך המחצית השנייה והגיע בסוף השנה ל-2.2 אחוזים. הסיבה העיקרית להתמתנות האינפלציה במהלך המחצית הנסקרת היא ההאטה של הפעילות הריאלית, אך השפיעה גם ירידתה של האינפלציה הצפויה, ששיקפה, בין היתר, ציפיות להתמתנות הפעילות גם במהלך השנה הקרובה. גם למחאה החברתית הייתה, כאמור, השפעה ממתנת על האינפלציה.

סעיף הדיור (מחירי השכירות) תרם את התרומה הגדולה ביותר לעלייתו של מדד המחירים הכללי. התרומה המשמעותית ביותר להתפתחות האינפלציה בשנת 2011, בפרט במחציתה השנייה, הייתה של סעיף הדיור. קצב עלייתו במדידה של 12 החודשים האחרונים הוסיף להיות גבוה במהלך שנת 2011 כולה – 5.1 אחוזים, בדומה לקצב בשנת 2010. האינפלציה ללא דיור הסתכמה בשנת 2011 ב-1.0 אחוז בלבד, ובמחצית השנייה היא הייתה אף שלילית בשיעור של 0.4 אחוז.

לפי ניתוח שנערך בבנק ישראל²⁰ הגורם העיקרי לקצב הגבוה של העלייה בסעיף הדיור במהלך שנת 2011 הוא המחסור בדירות, המשתקף בעליית היחס של האוכלוסייה למלאי הדירות. גורם נוסף לעלייה של שכר הדירה הוא העלייה של מחירי הדירות במחצית הראשונה של השנה, שנבעה בעיקר מהריבית הנמוכה במשק. צעדי ההיצע שהממשלה נקטה, וכן ההאצה בהתחלות הבנייה בשנה האחרונה, צפויים להקטין את המחסור בדירות, להוזיל את מחיריהן, ובכך גם למתן את הלחץ על מחירי השכירות.

קצב העלייה של מחירי הדירות התמתן במהלך המחצית הנסקרת. מחירי הדירות אמנם אינם נכללים בחישוב מדד המחירים לצרכן, אך הם משפיעים על האינפלציה דרך השפעתם על שכר הדירה. למחירי הדירות חשיבות גם מבחינת היציבות הפיננסית ומבחינת הפעילות הריאלית, במיוחד של ענף הבנייה, שכן ירידה חדה של מחירים אלו עלולה להרע את יציבות הבנקים ולפגוע בצד ההיצע של ענף הבנייה, כפי שאירע בארה"ב ובמדינות אחרות.

שיעור העלייה השנתי של מחירי הדירות התמתן במהלך שנת 2011, וגם במחצית הנסקרת: מעלייה של כ-15 אחוזים בסוף 2010 ירד קצב עלייתם ל-12 אחוזים בתחילת המחצית הנסקרת והגיע לכ-7 אחוזים בסוף השנה. בהתאם להתפתחויות אלו הוסיף יחס מחירי הדירות לשכר הדירה לעלות במהלך השנה, אך בסיומה נראים סימנים לירידה מתונה של יחס זה (איור 20).

ברביע האחרון של השנה, לראשונה מזה תקופה ארוכה, ירדו מחירי הדירות. ירידתם, בשיעור של 1.5 אחוזים, מצביעה על אפשרות של תפנית בהתפתחותם. נראה שזוהי תוצאה של צעדים לריסון הביקושים מצד המדיניות המוניטרית, של צעדים שהממשלה נוקטת לאחרונה לשם



²⁰ ניתוח זה מבוסס על עבודה של ויצמן גר וגיא סגל (2011), "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר הדירה בישראל", סקר בנק ישראל 85.

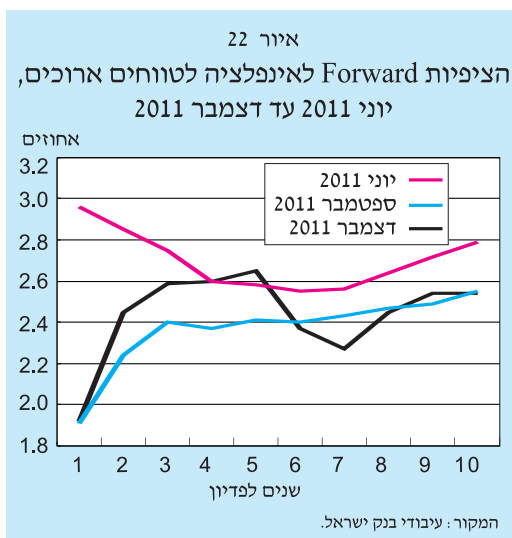
הרחבת ההיצע וצפי להמשך מדיניות זו גם בעתיד, ואולי גם של לחצי המחאה החברתית.

מהניתוח האמור, בבנק ישראל (הערה 20), עולה כי הגורם העיקרי להתמתנות העלייה של מחירי הדירות במהלך 2011 הוא העלאות הריבית המוניטרית עד לתחילת המחצית הנסקרת והמגבלה שהוטלה על שיעור המשכנתה בריבית הצמודה לפריים. ההשפעה החזקה של השינויים בריבית המוניטרית שיקפה את המשקל הגדול שהיה למשכנתאות שנלקחו במסלול של ריבית משתנה לא צמודה (פריים) באותה עת. ואולם הגבלת שיעור המשכנתה בריבית משתנה (עד 5 שנים) לשליש מסך המשכנתה על ידי בנק ישראל הקטינה את התמסורת מהריבית המוניטרית למחירי הדירות והעלתה את התמסורת מהריבית הצמודה ארוכת טווח. ההתמתנות של קצב האינפלציה, ובפרט של עליית מחירי הדירות, ואולי אף ירידתם, מאפשרת לבנק ישראל להוריד את הריבית לשם תמיכה בפעילות הריאלית.

הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים ירדו במהלך התקופה הנסקרת אל אמצע תחום היעד. לבחינת הציפיות של השוק ושל החוזאים נודעת חשיבות רבה, משום שהן משמשות אינדיקטור בהחלטות של הפירמות על מחירי מוצריהן, ולכן משפיעות על שיעור האינפלציה במשק. בתחילת המחצית הנסקרת עמדו הציפיות משוק ההון בגבול העליון של היעד – 3 אחוזים (איור 21). בחודש אוגוסט ירדו הציפיות משמעותית, עד אמצע תחום היעד – 2 אחוזים; הן הוסיפו לרדת בקצב מתון עד חודש אוקטובר, שבו הן עמדו על 1.7 אחוזים, ובסוף השנה חזרו לאמצע תחום היעד. הירידות המקבילות של הציפיות לאינפלציה ושל ריבית בנק ישראל הצפויה בעוד שנה מלמדות כי לגבי השנה הקרובה השוק מייחס משקל גבוה לירידת הביקושים ולהאטה בפעילות הריאלית המקומית – שנבעו בעיקר מההאטה בעולם. לירידה בציפיות לאינפלציה תרמו גם כוחות ממתנים על רקע המחאה החברתית והיישום הצפוי של המלצות ועדת טרכטנברג.

תחזיות החוזאים המקצועיים לאינפלציה ולריבית במהלך המחצית השנייה של 2011 היו דומות לאלה של שוק ההון (איור 21).

הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים היו בגבולות היעד במהלך כל המחצית הנסקרת. הציפיות לאינפלציה ירדו, לכל הטווחים, ושיקפו ירידה של סביבת האינפלציה כפי שהיא נתפסה על ידי הציבור (איור 22): הציפיות לאינפלציה לטווחים של 2–3 שנים עמדו בתחילת המחצית השנייה של 2011 על 2.8 אחוזים, וירדו בסוף השנה ל-2.5 אחוזים. הציפיות לאינפלציה לטווחים של 4–6 שנים ושל 7–10 שנים עמדו בתחילת התקופה הנסקרת על 2.6 ו-2.7 אחוזים, בהתאמה, ובתום השנה הן ירדו ל-2.6 אחוזים. יש לזכור כי ציפיות אלה, כפי שהן נגזרות משוק ההון, מגלמות גם פרמיית סיכון אינפלציונית, ומכאן שהציפיות האמיתיות של הציבור נמוכות יותר.



2. המדיניות המוניטרית

במחצית הנסקרת חלה תפנית במדיניות המוניטרית, לעומת המחצית הראשונה של השנה: לנוכח האטה בצמיחה של המשק הישראלי, על רקע גלישת אירופה למיתון וחשש למשבר פיננסי, שיגרום האטה נוספת בצמיחה העולמית, עצר בנק ישראל ברביע השלישי של 2011 את מגמת העלאות הריבית, מגמה שהחלה באמצע 2009, כשהריבית עמדה על 0.5 אחוז. באמצע המחצית הנסקרת נראו סימני האטה במשק הישראלי, על רקע התגברות ההאטה בפעילות הריאלית העולמית ועלייה משמעותית של הסיכון למשבר פיננסי ולמיתון עולמי. לפיכך הוריד בנק ישראל את הריבית פעמיים, ב-0.25 נקודת אחוז כל אחת, לחודשים אוקטובר ודצמבר, והריבית עמדה בסוף השנה על 2.75 אחוזים. על רקע התגברות ההאטה ורמה גבוהה של אי-וודאות, הוריד בנק ישראל את הריבית גם בתחילת 2012 ב-0.25 נקודת אחוז. הורדות הריבית התאפשרו הודות להתמתנות בסביבת האינפלציה: קצב האינפלציה השנתי בפועל ירד מ-4.2 אחוזים בתחילת המחצית ל-2.2 אחוזים בסיומה, וכל האינדיקטורים – בהם ציפיות האינפלציה על פי שוק ההון והחזאים והערכות חטיבת המחקר של בנק ישראל – הצביעו על ירידה של האינפלציה הצפויה. בתנאים אלה של המשק, הורדת הריבית של בנק ישראל נועדה לתמוך בפעילות הריאלית המקומית, תוך שמירה על האינפלציה בתחום היעד. להורדת הריבית הייתה גם השפעה ממתנת על תשואות האג"ח לטווח בינוני וארוך, אך עוצמת השפעה זו נפלה מעוצמת השפעתן של ירידת התשואות המקבילות בחו"ל. ירידתן של התשואות לטווחים הבינוניים והארוכים הקלה על גיוס האשראי של הפירמות במחצית הנסקרת ועשויה להוזיל את העלויות של מיחזור חובות בהיקפים גדולים, הצפוי ב-2012.

אחת התשומות החשובות המשמשות את בנק ישראל בקביעת הריבית המוניטרית הן תחזיות הנערכות בחטיבת המחקר. תחזיות אלו מתבססות על מיגוון רב של מקורות מידע על המשק העולמי והמשק המקומי, נערכות בסיוע מודל מקרו-אקונומטרי שפותח בחטיבה, ומבטאות גם את שיקול הדעת של עורכיהן.

במהלך התקופה הנסקרת הורדו התחזיות לקצב הצמיחה של התוצר לשנת 2012, בעיקר בשל הירידה הצפויה של הביקוש העולמי ליצוא הישראלי, וגם עקב ירידה צפויה של הביקוש המקומי: בתחילת המחצית הנסקרת עמדה התחזית לצמיחת התוצר ב-2012 על 3.9 אחוזים, באמצע התקופה היא הופחתה ל-3.2 אחוזים, ובסיומה רשמה ירידה נוספת, ל-2.8 אחוזים. כתוצאה מההאטה הצפויה בקצב הצמיחה הורדו גם תחזיות האינפלציה לשנת 2012: בתחילת המחצית עמדה התחזית על 2.6 אחוזים, היא הופחתה באמצע התקופה ל-2.2 אחוזים, ובתום 2011 הופחתה עוד במקצת, ל-2.1 אחוזים. התחזיות לפעילות ולאנפלציה מתבססות על ההשפעות ההדדיות של המדיניות המוניטרית הננקטת, המדיניות הצפויה בעתיד והפעילות והאינפלציה בהווה. התחזיות בתקופה הנסקרת תואמות הורדה צפויה של הריבית המוניטרית, אשר נועדה לתמוך בפעילות תוך

שמירה על יציבות המחירים. התחזית לריבית בנק ישראל בסוף 2012 הופחתה מ-4.3 בתחילת המחצית הנסקרת ל-2.25 אחוזים בסיימה.

בהחלטות הריבית במהלך המחצית הנסקרת ניצב בנק ישראל בפני דילמה לגבי המינון והתכיפות של הורדות הריבית: מחד גיסא, למקרה של התממשות סיכונים הגורמים לפגיעה קשה יחסית בפעילות הריאלית תוך ירידה של שיעור האינפלציה – ובראשם החמרת המיתון באירופה עד כדי מיתון עולמי – הייתה כבר נדרשת הורדת ריבית משמעותית יותר, כדי לתמוך בביקושים המקומיים בעוד מועד, תוך שמירה על אינפלציה ממותנת ויציבות פיננסית; זאת משום שההשפעה של המדיניות המוניטרית על הפעילות הריאלית פועלת בפיגור. מאידך, במקרה של התממשות התחזית הבסיסית, שלפיה תהיה האטה מתונה יחסית בפעילות הריאלית, מדיניות מוניטרית מרחיבה מדי בישראל הייתה גורמת לחריגה משמעותית וממושכת של האינפלציה בפועל ושל האינפלציה הצפויה מהגבול העליון של היעד²¹, תוך פגיעה באמינותו של הבנק המרכזי. יתר על כן, צעד כזה היה עלול להביא לעלייה-מחדש של מחירי הדירות, שהם ממילא גבוהים. בתנאים ששררו במשק – סביבת אינפלציה מתמתנת, אך לא נמוכה, ואי-וודאות גבוהה לגבי המצב הריאלי בעולם בכלל ובישראל בפרט – נקט בנק ישראל מדיניות זהירה, המאזנת בין הסיכונים האלה, אשר התבטאה בהורדה מדודה של שיעורי הריבית.

מלבד הריבית, עשתה המדיניות המוניטרית שימוש בכלים נוספים, כדי לעמוד ביעדים שנקבעו בחוק בנק ישראל – שעיקרם יציבות מחירים, תמיכה בפעילות הריאלית וביציבות הפיננסית וצמצום פערים חברתיים. הצעדים שנקטו בשוק מטבע החוץ נועדו בראש ובראשונה למתן את היקפן של תנועות ההון ולהפחית את הסיכון של שינויים חדים בשער החליפין. ב-2011 הביאו צעדים אלו למיתון הכוחות לייסוף השקל, דבר שתמך ביצואנים וביציבות הפיננסית. כמו כן המשיך בנק ישראל במדיניות המקרו-יציבותית בשוק הדיור, כדי לשמור על יציבותה של המערכת הפיננסית ולמנוע פגיעה בענף הבנייה.

במחצית הנסקרת נותרו בעינין הוראות שהוחלו בשוקי מטבע החוץ והדיור במחצית הראשונה של 2011²²: בשוק מטבע החוץ הוטלה חובת נזילות על עסקאות של תושבי חו"ל בנגזרי מט"ח, והם גם חויבו לדווח על עסקאות שלהם במק"ם ובאגרות חוב לטווח קצר; בשוק הדיור הוגבל שיעור המשתכנאות בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדיור.

במחצית השנייה של 2011 לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ²³, לנוכח ההערכה שתואי היחלשות השקל תואם את הכוחות הכלכליים הבסיסיים – ההאטה בפעילות הכלכלית ובאינפלציה; זאת בשונה מהמצב במחצית הראשונה של השנה, שבה פעלו לחצי ייסוף חזקים, ובנק ישראל התערב בשוק, ואף הפעיל, כאמור, צעדים רגולטוריים. כמו כן יושם

²¹ על פי הערכות חטיבת המחקר.

²² לפירוט בצעדים ראו דוח האינפלציה של מחצית הראשונה של 2011.

²³ הייתה רכישה חד-פעמית בחודש יולי.

במחצית הנסקרת ביטול הפטור ממס על השקעות של תושבי חוץ במק"ם ועל אג"ח ממשלתיות לטווחים קצרים²⁴. אמנם לצעד זה יש השפעה קטנה בלבד לצמצום מירווח הריביות האפקטיבי שרואים המשקיעים הזרים, בגלל קיומן של אמונות מס בין ישראל לבין מדינות אחרות – אך הוא אותת לציבור שקובעי המדיניות נחושים לנקוט צעדים נוספים, ואף חריפים יותר, כדי למתן את הכוחות לייסוף, אם יתגברו.

המדיניות הפיסקלית שמרה על תוואי ההוצאות שנקבע בתקציב ל-2011. הירידה בהכנסות ממסים כתוצאה מההאטה בפעילות השתקפה בגירעון שחרג במקצת מהתקרה שנקבעה בחוק. מתחילת המחצית הנסקרת ירד היקף הגבייה של המסים הישירים, וזאת נוסף על מגמת הירידה בגביית המסים העקיפים, שהחלה עוד במחצית הראשונה של השנה. לאחר גביית מסים גבוהה במחצית הראשונה של 2011, היו סך ההכנסות בתקופה הנסקרת נמוכות מהתוואי העונתי החזוי בתקציב, ונמוכות ריאלית בכאחוז מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. ההתמתנות בגביית המסים שיקפה האטה בפעילות הריאלית. הואיל והוצאות הממשלה מתחילת השנה היו גם הן נמוכות מעט מהתוואי התואם ביצוע מלא של התקציב, הסתכם גירעון הממשלה ב-3.3 אחוזי תוצר – גבוה ב-0.3 נקודת אחוז בלבד מהתקרה שנקבעה לו.

השמירה על המשמעת הפיסקלית בשנים האחרונות הביאה לרמת אמינות גבוהה שלה, וסיפקה למדיניות המוניטרית דרגות חופש בהתמודדות עם השלכות המשבר העולמי על המשק. בכך היא אפשרה להשיג את היעדים ביעילות גבוהה.

הסיכון לעלייה של הגירעון לשנת 2012 נובע בעיקרו מהאפשרות של החמרת ההאטה בפעילות הריאלית במשק המקומי, שבעטיה גידולן של ההכנסות ממסים יהיה נמוך מן החזוי בתקציב, מהאפשרות של הגדלת הוצאות הביטחון על רקע החמרה במצב הגיאוגרפי-פוליטי, ומהגדלת ההוצאות הקשורות למחאה החברתית. על הממשלה להימנע מחריגה של ההוצאה הכוללת מעל התקרה שנקבעה בחוק גם במקרה של התממשות סיכונים אלו.

²⁴ ההחלטה התקבלה על ידי משרד האוצר בשיתוף עם בנק ישראל.

לוח נ' 1
ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים
(שיעורי השינוי)

12/11	11/11	10/11	09/11	08/11	07/11	
						התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
2.6	2.7	2.7	2.8	3.1	3.2	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
2.6	2.8	2.8	3.0	3.2	3.5	תשואת מק"מ לשנה
3.7	3.7	3.8	3.9	4.1	4.5	תשואת אג"ח לא צמודות ל-5 שנים
5.8	5.7	5.7	5.8	5.8	5.9	תשואת אג"ח לא צמודות ל-20 שנים
0.7	0.9	1.1	1.0	1.1	0.5	תשואת אג"ח צמודות לשנה
1.2	1.4	1.4	1.6	1.7	1.7	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
3.0	3.4	3.0	2.9	3.5	3.2	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
1.6	1.6	1.4	1.6	1.4	1.1	
	15.1	16.3	15.4	13.9	12.4	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
						שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)
0.1	-3.2	7.1	-6.1	-9.5	-0.8	מדד המניות הכללי
0.3	-4.5	5.2	-4.8	-7.5	0.0	מדד ת"א 25
						שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)
0.7	5.2	-2.9	4.3	3.7	0.4	השקל מול הדולר
-2.2	0.1	0.0	-1.9	5.0	-1.0	השקל מול האירו
-0.5	2.1	-1.0	0.0	3.7	0.3	שער חליפין נומינלי אפקטיבי
						מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
10.7	11.1	10.4	11.7	12.0	10.2	סטיית התקן הגלומה
11.7	12.4	8.6	12.0	11.9	8.4	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
1.9	2.5	2.5	3.1	3.9	1.7	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* החישוב השתנה מדוחות קודמים לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומח"ם ארוך מששה חודשים. המירווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין ה"גליל" בטווח המח"ם המתאים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

12/11	11/11	10/11	09/11	08/11	07/11	
						סביבת האינפלציה (אחוזים)
0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.5	-0.3	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.2	0.1	0.0	0.4	0.2	0.4	תחזיות החזאים למדד חודשי (ממוצע תחזיות לפני פרסום המדד)
2.2	2.6	2.7	2.9	3.4	3.4	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
1.9	1.8	1.7	1.9	2.1	3.0	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה
2.3	2.2	2.2	2.4	2.7	2.9	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
						הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*
2.5	2.4	2.3	2.3	2.5	2.8	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.5	2.4	2.6	2.4	2.5	2.6	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.4	2.6	2.7	2.5	2.5	2.7	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
						הריבית ופערי הריביות
2.75	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	ריבית בנק ישראל
2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
1.69	1.73	1.50	1.75	1.75	1.80	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה
						תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
-0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	
2.6	2.9	3.0	3.4	3.9	4.3	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
2.8	2.8	2.6	2.9	2.7	2.3	פערי הריביות הארוכות הנומינליות בין ישראל לארה"ב
2.4	2.4	2.1	2.4	2.3	2.0	פערי הריביות הארוכות הריאליות 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 החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.