



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2008

הרביע הראשון

ניסן התשס"ח - מאי 2008

22



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור. מס' קטלוגי: 3114108022/1

דפוס איילון, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע הראשון של 2008 (התקופה הנסקרת בדוח זה) 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 הריבית.

דוח האינפלציה הנוכחי הוא הראשון במתכונת רבעונית חדשה של דוחות תמציתיים יותר, שעליה החליטו הנגיד והפורום המוניטרי הבכיר בקיץ 2007, כחלק מחשיבה מחודשת על מאפייני משטר יעד האינפלציה בישראל. הגברת תדירות הדיווח תוך מיקוד בהסבר המדיניות המוניטרית נועדה לתרום לשיפור השקיפות של מדיניות בנק ישראל והתקשורת בין הבנק לציבור.

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך הרביע הראשון של 2008 ב-0.1 אחוז, אך ב-12 חודשים שהסתיימו במאוס 2008 הוא עלה ב-3.7 אחוזים – מעל הגבול העליון של תחום יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים). החריגה מהיעד היא תוצאה של עליית מחירים חריגה, 2.5 אחוזים, בחודשים יוני עד אוגוסט 2007, בעקבות היחלשות השקל באותה תקופה, ושל עלייה משמעותית במחירי המזון והאנרגיה, במיוחד מאז החודשים האחרונים של 2007. מחירים אלו עלו בישראל בעקבות עליות מחירים חדות בסעיפים אלו בעולם, וכן בסעיפי הפירות והירקות, בעקבות כמה שבועות של קרה בישראל בחורף האחרון. לחצים אלו על המחירים מותנו על ידי ייסוף חד בשער החליפין.

בתקופה הנסקרת גברה מאוד אי-הוודאות במשק, הן בשווקים הפיננסיים והן מבחינת הפעילות הריאלית והאינפלציה. זאת בעקבות החרפת המשבר הפיננסי העולמי, שהחל בתחום משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב, והתפשט לשווקים פיננסיים נוספים במחצית השנייה של 2007. באותה תקופה עדיין היה קושי רב להעריך את השפעתו של המשבר האמריקאי על המשק הישראלי. בפרט, לא היה ידוע באיזו מידה תיפגע הפעילות הריאלית בארה"ב מהמצב הפיננסי, באיזו מידה יצליחו שאר המדינות לשמור על רמת פעילות יציבה (decoupling), ובאיזו מידה האטת הצמיחה העולמית תשפיע על היצוא ועל הפעילות הכלכלית של ישראל בכללה.

ההתפתחויות בתקופה הנסקרת הצביעו בעיקר על התממשות תרחיש שלילי בעולם: (1) המשבר הפיננסי החרף – נמשכו הפסדים גדולים של גופים פיננסיים גדולים, בנק השקעות גדול קרס, ונמשכו, ואף הורחבו, פעולות הסיוע של הרשויות בארה"ב ובעולם למגזר הפיננסי; (2) התקבלו נתונים מאכזבים על הפעילות הריאלית והתעסוקה בארה"ב ובמספר מדינות חשובות נוספות, וגברו ההערכות כי ההאטה בפעילות הריאלית תהיה חריפה מהצפוי, כי היא תימשך לתוך 2009, וכי בארה"ב ישרור מיתון; (3) המטבע האמריקאי נחלש מול שאר המטבעות של משקים מפותחים – בין היתר, בגלל הורדות הריבית החדות של ה-Fed וציפיות להורדות נוספות.

על רקע כל אלה התחזקה מגמת הייסוף של השקל, בעיקר מול הדולר האמריקאי, אך גם מול האירו ומטבעות אחרים. מסוף 2007 ועד סוף פברואר השנה ירד שער השקל מול הדולר ב-6.7 אחוזים, ובשבועיים הראשונים של מארס הוא ירד בכ-6 אחוזים נוספים, אל מתחת ל-3.40 ש"ח. עקב הייסוף החד נוצרה אפשרות לירידה חדה באינפלציה, הן כתוצאה מתמסורת מהשער, שאמנם פחתה אך עדיין קיימת, והן כתוצאה מפגיעה אפשרית ביצוא ובפעילות הכלכלית הריאלית בישראל. בפרט, לאחר שעד סוף 2007 לא ניכרו שום סימנים של היחלשות הפעילות הכלכלית השוטפת, הרי במהלך התקופה הנסקרת החלו להיראות סימנים מקדימים להיחלשות מסוימת. זאת

ועוד, על רקע המשבר הפיננסי בעולם, היה חשש שהמשך ייסוף משמעותי של השקל ופגיעה ניכרת ביצוא יגרמו קשיים פיננסיים גם בישראל, מה שנמנע עד כה.

לנוכח ההערכות כי תהיה היחלשות משמעותית בלחצים לעליות מחירים בישראל, כך שהאינפלציה תתכנס לתוך היעד עוד ב-2008, על רקע מגמת הייסוף של שערי החליפין מול המטבעות העיקריים וההערכות כי ההאטה העולמית בפעילות הכלכלית תביא גם להאטת הצמיחה בישראל, הפחית בנק ישראל את הריבית על המקורות לבנקים פעמיים רצופות, ב-0.5 נקודות אחוז כל פעם, לחודשים מארס ואפריל. כך הגיעה ריבית בנק ישראל ל-3.25 אחוזים, רמה נמוכה בהסתכלות היסטורית ארוכה.

בחודש מארס התערב בנק ישראל בשוק המט"ח – לראשונה זה כ-11 שנים: ב-13 וב-14 לחודש – על רקע התפתחות חריגה של שער החליפין של השקל בימים שקדמו – רכש בנק ישראל במסחר כ-600 מיליוני דולרים.

במקביל החל בנק ישראל, ב-20 במארס, להפעיל תוכנית להגדלת רמתן של יתרות המט"ח בכ-10 מיליארדי דולרים במשך כשנתיים, באמצעות רכישות יומיומיות של כ-25 מיליון דולרים, במהלך המסחר. מדובר בכמויות קטנות – יחסית למחזורי המסחר, המגיעים לכ-2 מיליארד דולרים ביום. תוכנית זו, שהוכנה במהלך החודשים הקודמים, נועדה להתאים את רמת יתרות המט"ח של ישראל לסדרי גודל מקובלים במדינות דומות, על רקע הצמיחה המהירה של המשק והרחבת השתלבותו במשק העולמי.

מכלול הצעדים המוניטריים – בריבית ובשוק המט"ח – ננקט על סמך הערכה כי האינפלציה צפויה לחזור לתחום היעד במהלך המחצית השנייה של 2008.

בסיכום, זוהי תקופה של משבר פיננסי במדינות המפותחות – אולי המורכב ביותר בשישים השנים האחרונות – והאטה בצמיחה הריאלית העולמית. המשק הישראלי נהנה במשך ארבע שנים משגשוג כלכלי – במידה רבה בזכות מדיניות מקרו-כלכלית אחראית ושקולה ותפקוד משופר של המגזר העסקי. עקב פתיחותו למסחר בין-לאומי במוצרים ושירותים ובתחום הפיננסי, הוא יושפע מההתפתחויות בעולם, אך נראה שהפגיעה בו תהיה מתונה, יחסית לרוב המשקים בעולם.

צעדי המדיניות של הבנק ימשיכו לפעול לשמירה על יציבות המחירים, ובכפיפות לכך – לתמוך בצמיחה ובתעסוקה הוביציבות הפיננסית. בדרך זו תורמת המדיניות המוניטרית לצמיחה בת-קיימא של המשק.

בברכה,

0. פישר

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
9	1. האינפלציה והרקע
9	א. הסביבה העולמית
10	ב. התפתחות שער החליפין ותנועות ההון
12	ג. הפעילות הריאלית
14	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
15	ה. התפתחות האינפלציה
18	2. המדיניות המוניטרית
21	תיבה: "זעזועים" במחירי הנפט אז ועכשיו - סיבה או תוצאה?
23	3. עדכון התחזיות
23	א. הסביבה העולמית
24	ב. הפעילות הריאלית
25	ג. הערכות לגבי שער החליפין
25	ד. הערכות לגבי האינפלציה
27	ה. מאזן סיכוני האינפלציה

תקציר*

- מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הראשון של השנה ב-0.1 אחוז. בכך האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 3.7 אחוזים, מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה (1-3 אחוזים). חריגת האינפלציה מהיעד היא בעיקרה תוצאה של עליית מחירי הנפט והמזון בעולם בשנים האחרונות, וכן של מדדי יוני עד אוגוסט 2007, שהיו גבוהים במיוחד (2.5 אחוזים) בגלל פיחות השקל שהתרחש אז. על כן חריגת האינפלציה מהיעד נראית זמנית; על פי מרבית ההערכות, לרבות אלו של בנק ישראל, האינפלציה (ב-12 החודשים האחרונים) צפויה לחזור לתחום היעד במחצית השנייה של 2008 – הן מפני שמדדי הקיץ שעבר ייצאו מהחישוב, והן מפני התמתנות הכוחות האינפלציוניים שפעלו בשנה החולפת.
- על רקע המשבר העולמי, שהחל בשוק משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב וגלש עד מהרה לשווקים פיננסיים וריאליים בעולם, הואטה הצמיחה הגלובלית כבר ברביע האחרון של 2007, בעיקר בכלכלת ארה"ב. נתוני המקרו השוטפים מצביעים על המשך ההאטה גם בתחילת 2008, ועל פי הערכות קרן המטבע הבין-לאומית, תואט הצמיחה העולמית בשנתיים הקרובות – במיוחד בארה"ב, שבה ישתרר מיתון.
- במהלך הרביע הנסקר התחזק השקל בשיעור חד במיוחד – ב-10.1 אחוזים מול הדולר וב-7.2 אחוזים מול סל מטבעות הסחר העיקריים של ישראל. הייסוף תרם לירידת המדד במהלך הרביע דרך הוזלת עלות היבוא, אולם נראה שהתמסורת חלשה מאשר בעבר. ייתכן שחלק ממחירי היבוא טרם הותאמו לשער הנמוך, מחשש כי הוא ישנה כיוון, ועל כן, בהתייצבות השער ברמתו הנוכחית גלום לחץ דיפלציוני. נוסף על כך הייסוף פוגע ברווחיות היצוא, בשעה שזה נאלץ להתמודד גם עם המשבר בפעילות הכלכלית הגלובלית, והדבר עלול לגרור האטה גם בביקושים המקומיים לצריכה פרטית ולהשקעות.
- בשבוע השני של מארס התגבר הייסוף מאוד; על רקע התפתחות חריגה של שער החליפין בימים אלו התערב בנק ישראל במסחר באופן נקודתי, במשך יומיים, על ידי רכישת 600 מיליוני דולרים.
- ב-20 במארס הודיע בנק ישראל על כוונתו לרכוש 10 מיליארדי דולרים במשך שנתיים, כדי להגדיל את יתרות המט"ח לרמתן הרצויה. בעיתוי זה, שבו שער החליפין כה מיוסף, התאמת יתרות המט"ח, הרצויה זה מכבר, מתיישבת עם יעדי הבנק בתחום יציבות המחירים והתמיכה בפעילות הריאלית.
- עד סוף 2007 לא הביא המשבר העולמי להרעה בפעילות הריאלית המקומית, והתוצר אף צמח בקצב מהיר יותר מהפוטנציאל, כך שיתכן כי נוצרו עודפי ביקושים. אלה לא התבטאו בעלייה ניכרת של עלות העבודה, אך ככל הנראה תרמו לחריגת האינפלציה מהיעד, באפשרם גלגול מהיר של עליות המחירים בעולם, בפרט של המזון, אל הצרכן הישראלי. בחינת מכלול האינדיקטורים המקדימים לפעילות הריאלית בתחילת 2008 מצביעה על האטה מסוימת בקצב ההתרחבות.
- בחודש ינואר הועלתה ריבית בנק ישראל, על רקע האצת האינפלציה בפועל וזו הצפויה, וכן על רקע אינדיקציות רבות לעודפי ביקוש במשק.
- בחודשים מארס ואפריל הופחתה ריבית בנק ישראל בשיעור כולל של נקודת אחוז. הפחתות הריבית נדרשו לנוכח הצטברות העדויות לעומקו של המשבר העולמי, התגברות הייסוף בשער החליפין וירידת הריבית בארה"ב, אשר יצרו תנאים להתמתנות האינפלציה. הפחתת הריבית עשויה להפחית את השפעת המשבר בעולם על הצמיחה בישראל.

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

- קצב הצמיחה בשנת 2008 צפוי להיות 3.2 אחוזים – מתון מזה של השנה הקודמת בהשפעת ההאטה בצמיחת המשקים הגדולים, המשך עלייה המהירה של מחירי הסחורות, ובפרט הדלק, ירידת מדדי המניות בארץ ובעולם והייסוף הריאלי של השקל מול מטבעות הסחר העיקריים.
- בחודשים הקרובים האינפלציה צפויה להישאר מעל הגבול העליון של היעד, עקב המשך עלייתם של מחירי הסחורות בעולם במהלך הרביע החולף. אולם להערכת בנק ישראל, התייצבות מחירי הסחורות בהמשך השנה, יחד עם הייסוף שהתרחש בשער החליפין וההאטה בפעילות הגלובלית, יספיקו כדי למתן בהדרגה את האינפלציה, כך שבתוך שנה היא תהיה מעט מעל מרכז תחום היעד. בכפיפות להערכה זו – ריבית בנק ישראל צפויה להוסיף להיות נמוכה יחסית במהלך השנה, כדי לקזז מהשפעת המשבר בעולם על הפעילות הריאלית המקומית.
- סיכוני האינפלציה נוטים כלפי מעלה. הם גלומים בהחרפה או שינוי במגמות של הגורמים המרכזיים המשפיעים על האינפלציה כעת: האצה נוספת במחירי הסחורות בעולם, מעבר לפיחות בשער החליפין, או עלייה של השכר במשק לנוכח עודפי ביקוש, יעכבו את חזרתה של האינפלציה לקרבת מרכז תחום היעד, וייתכן כי יחייבו העלאות ריבית בהמשך השנה. לעומת אלה יפעלו המשך הייסוף בשער החליפין או החרפת המשבר העולמי למיתון האינפלציה, ואולי אף לחריגתה כלפי מטה מהיעד.

1. האינפלציה והרקע

א. הסביבה העולמית

ההתפתחויות המרכזיות בעולם הוסיפו לבטא את המשבר הפיננסי, שהתחיל במשכנתאות הסאב-פריים בארה"ב, וגלש עד מהרה לקשת רחבה של שווקים פיננסיים וריאליים. (ראו דוח האינפלציה למחצית השנייה של 2007, תיבה 2, ודוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ד'). המשבר הפיננסי התבטא בעלייה בתפיסת הסיכונים של המשקיעים ובצמצום ניכר של היצע האשראי, שעוררו חששות למיתון בארה"ב ולהאטה ניכרת בצמיחה הגלובלית. לפיכך נרשמו במהלך הרביע ירידות חדות במיוחד, 10 עד 20 אחוזים, של מדדי הבורסות בעולם ועליות של מירווחי הסיכון. במקביל ירדו התשואות על איגרות החוב הממשלתיות בארה"ב, באירופה וביפן, כי המשקיעים חיפשו מקלט בטוח לכספם. הצמיחה הכלכלית הגלובלית הואטה כבר ברביע האחרון של 2007, בעיקר בארה"ב, שכלכלתה צמחה ב-0.6 אחוז בלבד, לעומת 4.9 אחוזים ברביע השלישי. נתוני המקרו השוטפים שהתפרסמו שם, בעיקר על שוקי הדיור והעבודה, מצביעים על המשך ההאטה גם בתחילת 2008.

על אף ההאטה בפעילות הגלובלית, האינפלציה במרבית הכלכלות הגדולות בעולם נשארה גבוהה גם במהלך הרביע. בארה"ב האינפלציה השנתית עומדת על 4.0 אחוזים, ובאירופה – על 3.6 אחוזים. זאת מפני עלייה מתמשכת של מחירי הסחורות, ובראשן הנפט ומוצרי המזון¹. מחירי הסחורות הוסיפו לעלות במהלך הרביע, והגיעו לרמות שיא (איור 1). כך, למשל, האמיר מדד הסחורות של רויטרס ב-15 אחוזים, ומחירה של חבית נפט עלה ב-12 אחוזים (מ-92 דולרים בדצמבר ל-103 דולרים במאוס). העלייה של מחירי הסחורות, ובכללם הנפט והמזון, מבטאת, מחד גיסא, גורמים ארוכי טווח, כגון (1) התרחבות כלכלות הודו וסין, ובעקבותיה – של הביקוש שלהן לחומרי אנרגיה ומזון (ראו דוח בנק ישראל לשנת 2007, תיבה ג'-1); (2) הגברת השימוש בתירס לייצור דלקים אורגניים (לפרטים נוספים ראו דוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ג'); ומאידך – גורמים קצרי טווח, כגון חולשתו של הדולר בעולם. נוסף על אלה לא מן הנמנע כי עליית מחירי הסחורות ביטאה תפיסה כי השקעה בסחורות היא חלופה טובה כשהריבית בארה"ב יורדת, הדולר נחלש ומדדי המניות יורדים בשיעורים חדים.

על רקע החשש הכבד מפני עומקו של המיתון בארה"ב ונפילות המחירים בשוקי המניות, הפחית הבנק המרכזי האמריקאי את הריבית בשתי נקודות אחוז במהלך הרביע, עד 2.25 אחוזים בחודש מאוס. אחת ההפחתות אף בוצעה כשבוע לפני המועד המתוכנן, ובשיעור חד במיוחד (0.75 נקודת אחוז). הפחתות אלו, שלוו בצעדים פיסקליים מרחיבים

1 בניכוי סעיפי האנרגיה והמזון האינפלציה השנתית בארה"ב עומדת על 2.4 אחוזים, ובאירופה – על 2.7 אחוזים.



ובמספר פעולות להגדלת הנזילות בשווקים, אותתו, מחד גיסא, על עומקו של המשבר בארה"ב, ומאידך – על נחישותו של הבנק המרכזי שלה לסייע במיתונו למרות רמתה הגבוהה של האינפלציה. בהודעותיו הביע ה-Fed את הסברה כי ההאטה הכלכלית תביא להתמתנות האינפלציה.

אירופה, יפן ואנגליה עמדו בפני דילמה דומה. מחד גיסא, המשבר הגלובלי יוצר איום ממשי על המשך הצמיחה, ומאידך, סיכוני האינפלציה נוטים כלפי מעלה, לנוכח נסיקת מחירי הסחורות. מאחר שבכלכלות אלו יציבות המחירים מוגדרת כיעד מרכזי, ולא נראו סימנים ברורים לפגיעה בפעילות אצלן, בחרו הבנקים המרכזיים, לעת עתה, לא לנקוט מהלכי הרחבה משמעותיים².

ב. התפתחות שער החליפין ותנועות ההון

במהלך התקופה הנסקרת התחזק השקל במידה משמעותית מול מרבית המטבעות: מול הדולר הוא יוסף ב-10.1 אחוזים, ומול שער החליפין האפקטיבי³ הוא יוסף ב-7.2 אחוזים (איור 2א').

הייסוף התרחש על רקע מספר כוחות הפועלים בתקופה האחרונה:

(1) המשך השיפור בתנאי היסוד של המשק והתבססות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, שהתבטאו בהמשך כניסת הון לטווח ארוך, בהעלאת דירוג האשראי של ישראל, וכן בהחלטת ארגון OECD לפתוח בתהליך של קבלת ישראל לארגון.

(2) עודף בחשבון השוטף, שהסתכם בשנת 2007 ב-5 מיליארדי דולרים, שהם כ-3 אחוזי תוצר (איור 3).

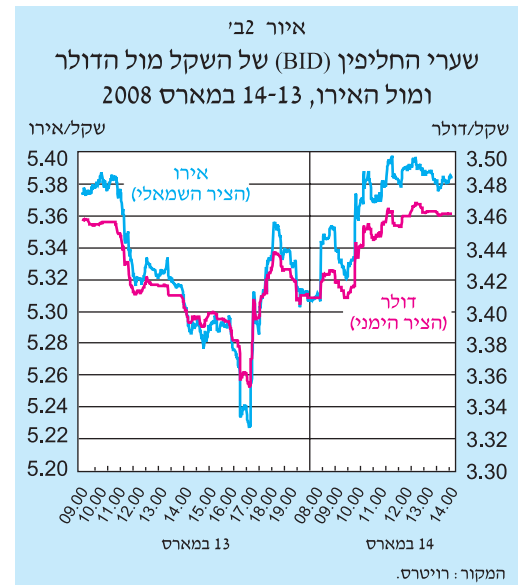
(3) מעבר לפערי ריביות חיוביים בין ישראל לארה"ב (איור 4).

(4) תמיכה בהתחזקות השקל מצד פעילותם של מרבית המגזרים: השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל עמדו על רמה אפסית – בניגוד לשנה הקודמת, שבה הם הגדילו את השקעותיהם בחו"ל, עקב הפחתת שיעורי המס על השקעות אלה (איור 5); משקי הבית מימשו השקעות בקרנות נאמנות המתמחות במט"ח והשקעות בחו"ל (איור 5); תושבי חוץ המשיכו בהשקעות ישירות בישראל, ואף השקיעו בבורסה בת"א, למרות הירידות החדות של מדדי המניות והמגמה הגלובלית של מימושים במשקים מתעוררים. מגמה זו תרמה להתחזקות השקל גם מול מטבעותיהן של המדינות המתעוררות.

בינואר שיקף ייסוף השקל, ב-5.7 אחוזים מול הדולר, בעיקר גורמים מקומיים המביאים להתחזקותו בעולם. הייסוף התרחש על רקע התרחבות פערי הריביות – כשבארה"ב הופחתה הריבית, ונראה היה שבנקים מרכזיים

² הבנק המרכזי של אנגליה הפחית פעמיים את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, ל-5.0 אחוזים. אירופה ויפן הותירו את הריבית בשיעורים של 4.0 ו-0.5 אחוזים, בהתאמה.

³ ממוצע משוקלל של שער השקל מול המטבעות של שותפות הסחר של ישראל.



נוספים עשויים ללכת בעקבותיה, בעוד שהריבית בישראל הועלתה בינואר ב-0.25 נקודת אחוז.

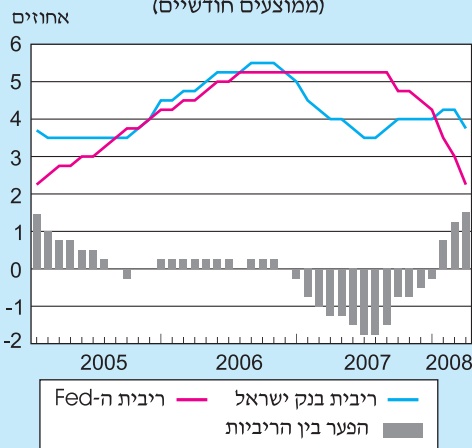
בפברואר הייתה הפוגה זמנית בייסוף, אך הוא התחדש ביתר שאת במאוס. אז שיקף הייסוף בעיקר היחלשות של הדולר בעולם בעקבות הגירעון הניכר במאזן התשלומים של ארה"ב, העמקתו של המשבר הפיננסי שם והפחתות הריבית על ידי ה-Fed. על רקע הפחתת ריבית בנק ישראל לחודש מאוס ב-0.5 נקודת אחוז פוחת השקל מעט מול סל המטבעות האפקטיבי, אך פחות זה נשמר רק שבוע אחד, ואחריו התחזק השקל מול מרבית המטבעות. לפעולותיהם של משקי הבית, הגופים המוסדיים ותושבי חוץ, שתמכו בהתחזקות השקל, הצטרף גם המגזר העסקי, שהחל למכור מט"ח; זאת לאחר שנים רבות שבהן המגזר העסקי פעל בניגוד למגמת שער החליפין – רכש מט"ח בעת ייסוף ומכר בעת פחות (איור 6). ייתכן שהיצואנים חששו מהמשך הייסוף, ולכן המירו מט"ח לשקלים. עדות מסוימת לכך היא משיכה מסיבית של למעלה ממיליארד דולרים מפיקדונות במט"ח על ידי המגזר העסקי.

בסיכומו של חודש מאוס התחזק השקל מול הדולר ב-2.3 אחוזים. התחזקות השקל מול הדולר נמשכת מאז תחילת 2006, אולם בחודש זה היא הייתה חריגה בעוצמתה: בתוך ארבעה ימי מסחר ירד שער החליפין שקל-דולר מ-3.6 שקלים אל מתחת ל-3.4 שקלים (כ-6 אחוזים), וב-13 במאוס הוא ירד מ-3.45 ל-3.35 שקלים (כ-3 אחוזים) בתוך חמש שעות מסחר (איור 2ב). על רקע ירידה מהירה זו התערב בנק ישראל במסחר, באופן חריג, על ידי רכישת 600 מיליוני דולרים במהלך שני ימי מסחר. מטרת ההתערבות הייתה למנוע ייסוף מהיר של השער שאינו נובע מכוחות כלכליים בסיסיים, כשרמתו הנמוכה כבר לוחצת לירידת האינפלציה ופוגעת בפעילות.

בהמשך מאוס הכריז בנק ישראל על שינוי במדיניותו לגבי יתרות המט"ח – רכישת 10 מיליארדי דולרים בתוך שנתיים במטרה להגדיל את היתרות. הגדלת היתרות רצויה זה מספר שנים, כדי להבטיח שגם בעתות משבר יוכל בנק ישראל לכסות את השימושים האפשריים בהן: שירות חובותיה של ממשלת ישראל הנקובים במט"ח, הוצאות חריגות של הממשלה על יבוא סחורות ושירותים בשעת חירום ופעולות של בנק ישראל בשעת משבר פיננסי. עיבוי היתרות גם מקטין את ההסתברות למשבר בשוק המט"ח ומשפר את מעמד המדינה בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. (ראו דוח בנק ישראל לשנת 2003, חלקה של מחלקת מטבע חוץ, פרק א'). הגדלת היתרות באמצעות רכישות ישירות של מט"ח על ידי בנק ישראל משפיעה על שער החליפין, שכן היא מהווה ביקוש למט"ח. כעת ניתן להגדיל את יתרות המט"ח באופן המתיישב הן עם יעד יציבות המחירים והן עם הרצון למנוע פגיעה משמעותית בפעילות הריאלית, בפרט במגזר היצוא.

איור 4

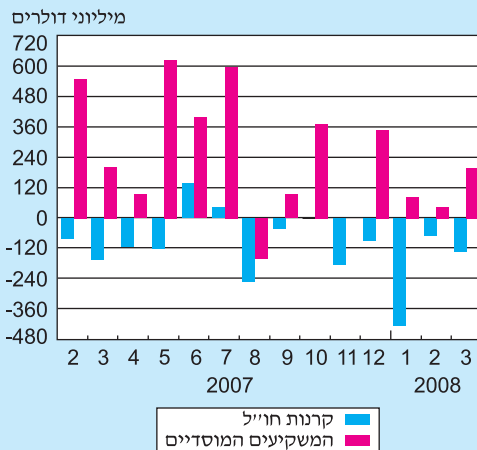
התפתחות שיעורי הריבית לטווח קצר
בישראל ובארה"ב והפער ביניהם,
ינואר 2005 עד מאוס 2008
(ממוצעים חודשיים)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 5

הצבירה (+) בקרנות הנאמנות המתמחות
בהשקעה בחו"ל והשקעות (+) המשקיעים
המוסדיים בחו"ל, פברואר 2007 עד מאוס 2008



המקור: נתוני בנק ישראל.

כתוצאה ממכלול פעולות אלו של בנק ישראל – הנבדלות זו מזו במטרתן ובאופיין – נחלש השקל במידה מסוימת; כך עמד שער החליפין בסוף הרביעי על 3.55 שקלים לדולר. עם זאת, במהלך חודש אפריל שב השקל והתחזק, ולקראת סוף החודש הוא עמד על 3.45 שקלים לדולר.

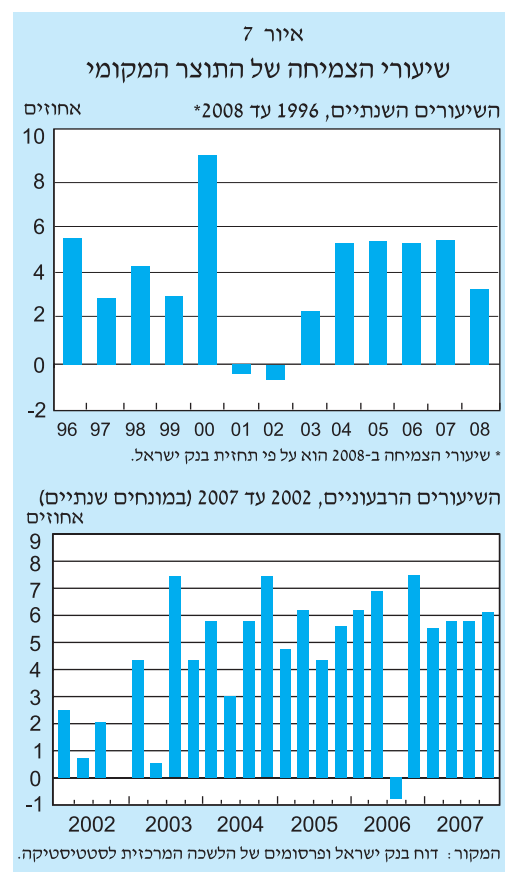
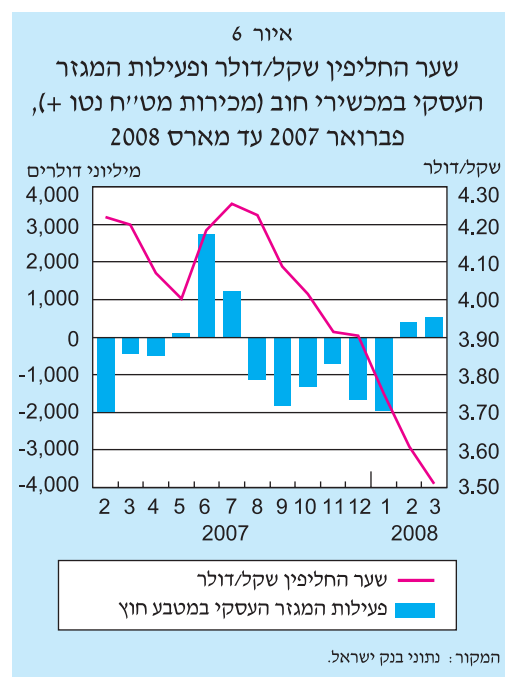
הייסוף הנומינלי התבטא גם בשער החליפין הריאלי⁴: השער ירד ב-6.7 אחוזים במהלך הרביעי, כך שבשנה האחרונה הסתכם הייסוף הריאלי ב-10 אחוזים. משמע שהמחירים לצרכן בישראל עלו יותר מאשר המחירים אצל שותפות הסחר שלה (כשהם נמדדים באותו מטבע). תופעה זו יכולה לנבוע מגורמים זמניים כעודפי ביקוש, שאולי קיימים במשק הישראלי; אפשרות אחרת היא שהשפעת הייסוף הנומינלי על המחירים לצרכן טרם מוצתה. נוסף על כך ייתכן שפועלים כוחות ארוכי טווח להתחזקות שער החליפין הריאלי: ישראל עודנה מדינה מתפתחת, והשכר הריאלי בה נמוך מאשר במדינות המפותחות; כוחות ארוכי טווח לעליית השכר בישראל מעבר לזה של שותפות הסחר שלה יתמכו גם בתהליך מתמשך של ייסוף ריאלי.

ג. הפעילות הריאלית

עד סוף 2007 לא פגע המשבר העולמי בפעילות הריאלית המקומית. נתוני הצמיחה לרביעי הרביעי של 2007 הוסיפו להיות טובים, והשיפור בשוק העבודה נמשך. עם זאת, האינדיקטורים הראשוניים לבחינת הפעילות ברביעי הראשון של 2008 מצביעים על התמתנות קצב ההתרחבות ביחס לשנת 2007.

ברביעי האחרון של 2007 הייתה האצה מסוימת בצמיחה: התמ"ג צמח ב-6.1 אחוזים, לעומת 5.3 אחוזים בשנה כולה; תוצר המגזר העסקי צמח ב-7.7 אחוזים, לעומת 6.1 אחוזים בשנה כולה (איור 7). על אף המשבר בעולם והייסוף המתמשך בשער החליפין, שיקפה הצמיחה הגבוהה דווקא התרחבות ניכרת ברכיבי היצוא וההשקעה.

היצוא ללא יהלומים גדל בשיעור של 11.7 אחוזים, בדומה לקצב גידולו ברביעים הקודמים. נתונים ראשוניים על סחר החוץ בחודשים הראשונים של 2008 מצביעים על האטה מסוימת ביצוא, אך רמתו עדיין גבוהה ביחס לשנה שעברה – למרות ייסוף ריאלי של 10 אחוזים בשנה האחרונה, הפועל לירידת כדאיות היצוא. תופעה זו נובעת מיכולת מוגבלת להסיט את מוצרי היצוא הישראליים לשוק המקומי כשער החליפין יורד: גמישותה של רמת היצוא ביחס למחירו היחסי מגיעה בטווח הארוך ל-0.2, כך שהייסוף האמור יכול להוביל לירידה של 2 אחוזים בלבד בכמות היצוא⁵. הייסוף התבטא אפוא בעיקר בפגיעה ברווחיות היצוא, ולא בהיקפו, דבר העולה גם מסקר הציפיות בתעשייה. ההתרחבות המתמשכת של היצוא מעידה



⁴ על פי המדד שמפרסם ה-IFS (International Financial Statistics), המודד את שער החליפין הריאלי של ישראל, במונחי מדד המחירים לצרכן, מול שותפות הסחר שלה.

⁵ ראו דוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ב'.

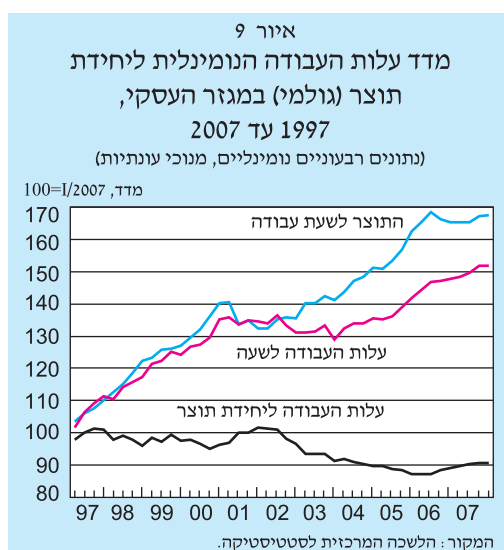
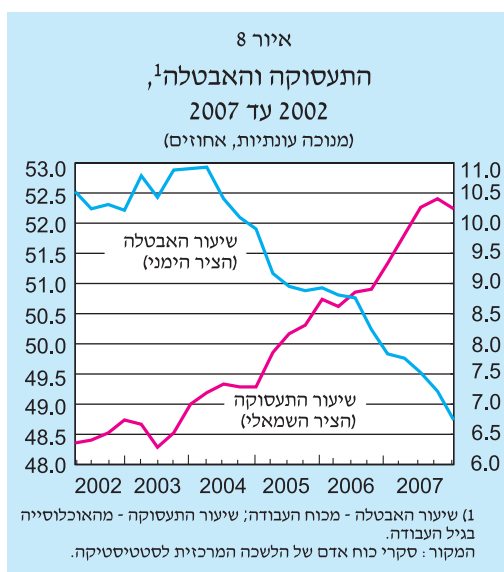
לוח 1

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

(נתונים מנוכחי עונתיות, שיעור השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

VI/2007	III/2007	II/2007	I/2007	2007	2006	2005	
6.1	5.8	5.8	5.5	5.3	5.2	5.3	התוצר המקומי הגולמי
7.7	7.1	6.8	6.2	6.1	6.5	6.5	התוצר של המגזר עסקי
12.3	8.7	20.7	19.0	14.0	5.1	5.3	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
1.6	7.4	3.7	9.7	6.6	4.5	4.0	הצריכה הפרטית
-5.0	2.0	6.0	-0.3	2.6	2.3	2.9	הצריכה הציבורית
17.0	0.9	60.8	-21.1	13.8	5.3	11.1	ההשקעה המקומית הגולמית
11.7	11.8	10.6	9.2	9.3	10.1	6.6	היצוא ללא יהלומים

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



גם כי המשבר בכלכלה העולמית עדיין לא גרר ירידה בביקוש למוצרי היצוא של ישראל, שעיקרם מוצרי טכנולוגיה מתקדמת.

ההשקעה המקומית הגולמית גדלה ברביע האחרון ב-17.0 אחוזים⁶ – עדות לציפיות כי התרחבות הפעילות הכלכלית תימשך בתקופה הקרובה. ייתכן שהמשבר העולמי קיבל ביטוי מסוים בצריכה הפרטית: מדד אמון הצרכנים, המבטא את מידת האופטימיות של משקי הבית לגבי מצבם הכלכלי בעתיד, הולך ויורד מאז פרוץ המשבר ביולי 2007. ייתכן כי ירידה זו התחילה להסתמן כבר ברביע האחרון של 2007, שבו הצריכה הפרטית גדלה ב-1.6 אחוזים בלבד, במונחים שנתיים, לעומת 6.6 בשנה כולה. התמתנות מתמשכת בקצב הגידול של הרכישות באמצעות כרטיסי אשראי במהלך 2007 ובתחילת 2008 היא אינדיקציה ראשונית לאפשרות שההאטה בצריכה הפרטית תאפיין גם את הרביע הראשון של השנה.

בסוף 2007 נמשך השיפור בשוק העבודה, שהחל עוד בשנת 2004. שיעור האבטלה ברביע האחרון ירד מ-7.2 ל-6.7 אחוזים (איור 8). הירידה בשיעור האבטלה היא, מחד גיסא, תוצאה של ירידה בשיעור ההשתתפות ולא של עלייה בתעסוקה, שכן שיעור התעסוקה ירד מ-52.4 ל-52.2 אחוזים לאחר עלייה משמעותית בשנים האחרונות; לולא הירידה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה היה שיעור האבטלה עולה ל-7.5 אחוזים. מאידך ירדו ברביע הרביעי מספרם ושיעורם של מחפשי העבודה מעל חצי שנה (שיפור בעומק האבטלה), שיעור המובטלים שלא עבדו בשנה האחרונה וכן מספר המועסקים במשרה חלקית. מכלול התפתחויות אלו בשוק העבודה, יחד עם שיעור הצמיחה הגבוה, מעידים שבסוף השנה המשק התקרב למיצוי כושר הייצור שלו.

קשה להעריך את תרומתו של השיפור בפעילות הריאלית ובשוק העבודה להתפתחות האינפלציה בתקופה הנסקרת. מחד גיסא, אומדנים שונים להערכת פער התוצר מראים שהתוצר בפועל צמח בשנים האחרונות בקצב מהיר יותר מהפוטנציאל, כך שייתכן כי התפתחו לחצים אינפלציוניים;

⁶ הגידול הרבעוני של ההשקעה (17 אחוזים) משקף גידול חד של המלאים וההשקעה בנכסים קבועים למעט אניות, מטוסים ויהלומים.

מאידך, הלחצים האינפלציוניים, אם היו, לא נבעו מגורמי עלות מקומית: עלות העבודה ליחידת תוצר כמעט לא השתנתה ברביע הרביעי של 2007, המשך לעלייה מתונה בלבד במחצית השנייה של 2006 (איור 9). ייתכן שעודפי הביקוש תרמו להאצת האינפלציה, באפשרם גלגול מהיר של עליות המחירים בחו"ל, בפרט של המזון, אל הצרכן הישראלי.

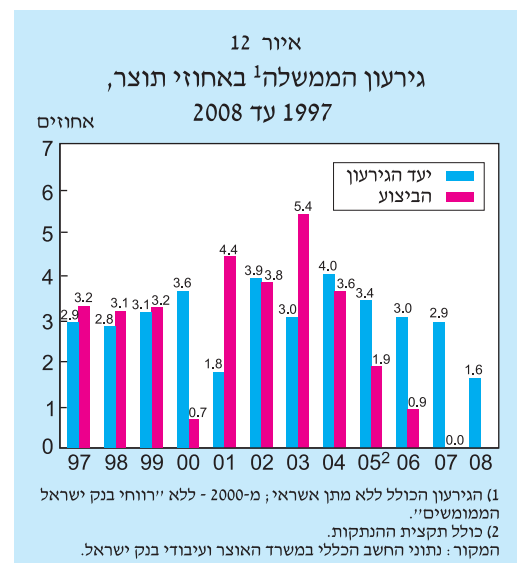
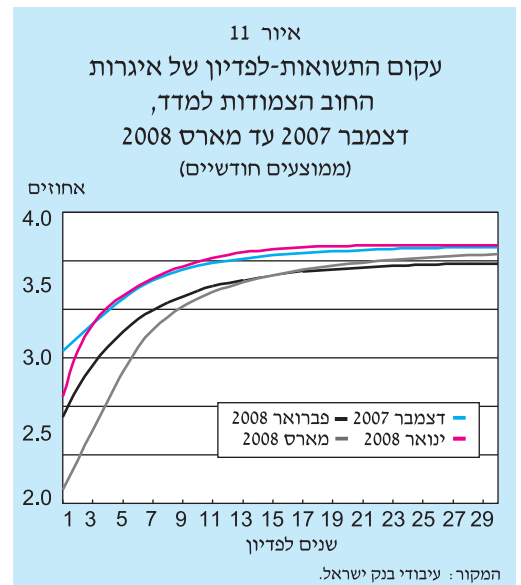
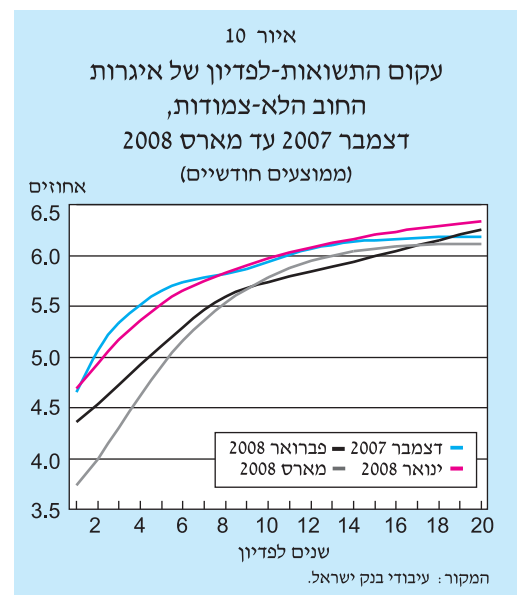
בחינת מכלול האינדיקטורים המקדימים לפעילות הריאלית בתחילת 2008 מצביעה על האטה בקצב ההתרחבות יחסית לשנה הקודמת: המדד המשולב לבחינת מצב המשק עלה בחודשים דצמבר 2007 עד מארס 2008 בקצב ממוצע של 0.4 אחוז, נמוך מזה של שנת 2007, שבה המדד עלה, בממוצע, ב-0.6 אחוז לחודש; מסקר החברות עולה כי ברביע הראשון של 2008 היה קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית איטי משמעותית מאשר ב-2007, וכי ההאטה הקיפה את מרבית הענפים. ההאטה נובעת במיוחד ממתינות בגידול הפעילות המקומית, אך גם מהאטה בקצב גידולה של הפעילות עם גורמי חו"ל. עוד עולה מהסקר כי ברביע זה החמירה מגבלת הביקוש, לעומת סקרים קודמים שבהם דווח בעיקר על החמרה במגבלת ההיצע – התפתחות שעשויה להצביע על התרחקות מגבול כושר הייצור. המדד המוביל של הסקר אינו מצביע על האטה נוספת בפעילות ברביע הבא.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

התפתחות המדדים הפיננסיים, כגון מחירי המניות, התשואות ומירווחי האשראי תאמה את הכיוונים הגלובליים. עם זאת, בניגוד למשקים גדולים אחרים (ארה"ב, אירופה ואנגליה), יציבות המערכת הפיננסית נשמרה עד עתה: לא נתגלו פגיעות משמעותיות בגופים פיננסיים מקומיים, ולא התפתח מחסור בנזילות או מחנק אשראי. תרמה לכך העובדה שמערכת הבנקאות ובתי ההשקעות המקומיים לא היו חשופים במידה משמעותית למשכנתאות הסאב-פריים ולאשראי הבעייתי בארה"ב.

העלייה בתפיסת הסיכונים בעולם הביאה לירידות חדות גם של שערי המניות המקומיים. מדד המניות הכללי ומדד תל אביב 25 ירדו כמעט ב-20 אחוזים. כמו במדדי המניות בעולם, התרחשו הירידות בשני גלים מרכזיים – בחודשים ינואר ומארס – ולוו בתנודתיות גדולה. את הירידות הובילו מדדי המניות של חברות הפיננסים, הנדל"ן והטכנולוגיה עילית, בעוד שירידת מחירי המניות בענפי התעשייה הייתה מתונה. עובדה זו מעידה שחשש המשקיעים התרכז בסיכונים הפיננסיים, ולא בפגיעה משמעותית בפעילות הריאלית. עם זאת, הפגיעה בערכו של הרכוש הפיננסי, בישראל כמו בעולם, עלולה להוביל להמשך הירידה בצריכה הפרטית, ובעקבותיה – בפעילות הריאלית.

התשואות על איגרות החוב הממשלתיות, הן הצמודות למדד והן הנומינליות, ירדו במהלך הרביע (איורים 10 ו-11 ולוח 2). נוסף על הנטייה הגלובלית להעברת השקעות לנכסים בטוחים, נתמכה ירידת התשואות גם ברמתו הנמוכה של הגירעון הממשלתי בשנים האחרונות (איור 12)



לוח 2
ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

03/08	02/08	01/08	12/07	11/07	10/07	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
3.4	4.1	4.4	4.6	4.3	4.3	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
3.8	4.4	4.7	4.6	4.5	4.4	תשואות המק"ם לשנה
5.0	5.3	5.7	5.8	5.2	5.2	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-5 שנים
6.1	6.1	6.3	6.3	5.9	6.0	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-20 שנים
2.3	2.7	3.1	3.2	3.3	3.3	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.5	3.5	3.7	3.7	3.6	3.7	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
7.2	6.5	6.0	5.7	5.0	4.6	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-9.7	4.5	-11.9	1.4	-4.8	5.4	מדד המניות הכללי
-10.2	4.6	-12.8	2.5	-4.0	8.0	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-2.3	0.3	-5.7	0.4	-3.4	-1.2	השקל מול הדולר
1.6	2.6	-4.8	0.2	-1.5	0.7	השקל מול האירו
-2.2	2.5	-5.3	0.1	-2.7	-0.1	שער החליפין האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
14.7	15.1	12.4	11.4	10.4	9.5	סטיית התקן הגלומה
16.1	12.9	9.1	7.9	6.6	4.0	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-2%
7.3	9.5	8.9	4.2	3.0	2.5	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-2%

המקור: עיבודי בנק ישראל.



ובירידת החוב הציבורי בעקבותיה. הואיל והמשקיעים חששו מעלייה נוספת באינפלציה גדל הביקוש לנכסים צמודי מדד, במיוחד לטווח קצר, וכתוצאה מכך הייתה ירידת התשואות הצמודות חריפה יותר בטווחים הקצרים. פערי התשואות בין האג"ח הלא-מדורגות לאג"ח הממשלתיות המשיכו להתרחב. כך, במהלך הרביע, עלו התשואות על אג"ח לא-מדורגות בכנקודת אחוז, בעוד שתשואות האיגרות הממשלתיות ירדו. ירידת התשואות בישראל הייתה מתונה במקצת מאשר בארה"ב, כך שפערי התשואות התרחבו במהלך הרביע (איורים 13 ו-14).

ה. התפתחות האינפלציה

ברביע הראשון של השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.1 אחוז בלבד. בניכוי גורמי עונתיות הוא עלה ב-0.5 אחוז, רמה התואמת את קצב האינפלציה השנתי של אמצע יעד האינפלציה – 2 אחוזים. עם זאת, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עמדה בתום הרביע על 3.7 אחוזים, מעל הגבול העליון של היעד (איור 16). חריגת האינפלציה מהיעד החלה בחודש דצמבר, והיא בעיקרה תוצאה של עליית מחירי הנפט והמזון בעולם

בשנים האחרונות; בניכוי סעיפי האנרגיה והמזון (ללא פירות וירקות) עלה מדד המחירים ב-1.8 אחוזים בלבד. נוסף על כך, במדידת האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נכללים מדדי יוני עד אוגוסט 2007, שהיו גבוהים במיוחד (2.5 אחוזים במצטבר⁷), בהשפעת הפיחות שהתרחש אז בשער החליפין. יציאת מדדים אלה מהחישוב בעוד מספר חודשים תביא לירידת רמת האינפלציה כפי שהיא נמדדת.

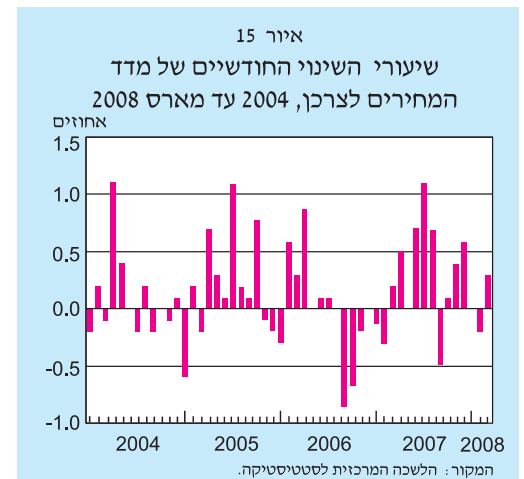
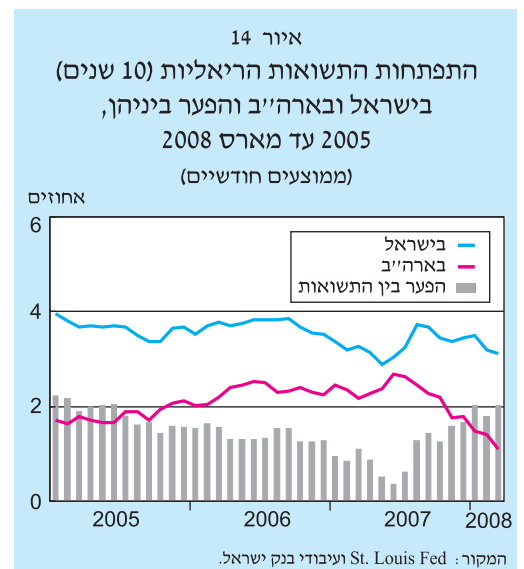
התפתחות מחירי האנרגיה⁷, שכאמור תרמה לעליית האינפלציה בשנה האחרונה, לא הייתה אחידה ברביע החולף. על רקע ירידת מחיר הנפט בחודש ינואר ירד רכיב האנרגיה במדד המחירים לצרכן בחודשיים הראשונים של הרביע ב-1.7 אחוזים. עם זאת, בתחילת פברואר שב מחיר הנפט והאמיר, ולכן עלה רכיב האנרגיה במדד מארס ב-1.8 אחוזים. כך, במהלך הרביע כולו נותר רכיב האנרגיה במדד ללא שינוי.

מחירי המזון (ללא פירות וירקות) הוסיפו לעלות בשיעורים משמעותיים גם במהלך הרביע הנסקר – 4.2 אחוזים – ובכך תרמו 0.6 נקודת אחוז לעליית המדד. עליית מחירי המזון בישראל נובעת מהתייקרות מחירי המזון בשווקים הבין-לאומיים.

מחירי הפירות והירקות עלו ב-8.1 אחוזים, ותרמו 0.3 נקודת אחוז לעליית המדד. התייקרות חריגה זו היא תוצאה של קרה בחודשי החורף, שבעטיה הצטמצם היצע הירקות הטריים (קישואים, מלפפונים, חצילים, כרוב ועוד). גורם נוסף לעליית מחירי הפירות והירקות הוא עלויות הייצור הקשורות לשנת השמיטה.

העלויות בכל הסעיפים האמורים הן תוצאה של הצטמצמות צד ההיצע (ולא של התרחבות הביקוש המקומי), המביאה, בשיווי משקל, לעליית המחיר ולירידת הכמות. עליית מחירי האנרגיה והמזון מבטאת ירידה בהיצע העולמי העומד בפני המשק הישראלי, ועליית מחירי הירקות הטריים, היא, כאמור, תוצאה של הצטמצמות ההיצע המקומי. האחרונה מחייבת התייחסות שונה מאשר הראשונה, משום שהפגיעה בהיצע הירקות המקומי היא זמנית: כשמזג האוויר ישתפר, ושנת השמיטה תסתיים, ישוב ההיצע להתרחב, וצפוי שהמחירים ישובו ויירדו לרמתם הקודמת; מוטב אפוא כי המדיניות המוניטרית לא תגיב על הזעזועים האמורים. כנגד זאת, עליית מחירי האנרגיה והמזון בעולם היא תהליך מתמשך של מספר שנים, שלא בהכרח צפוי להתהפך, ולכן נדרשת פעולה מרסנת מצד המדיניות המוניטרית כדי לקזז את הלחצים לעליית האינפלציה. זאת תוך התחשבות בעובדה שהן צמצום ההיצע והן הריסון המוניטרי יוצרים כוחות לירידת הפעילות הריאלית בטווח הקצר.

סעיף הדיור ירד במהלך הרביע ב-2.3 אחוזים, ובכך גרע 0.5 נקודת אחוז מהמדד הכללי. ירידת מדד הדיור במקביל לייסוס שער החליפין מול הדולר מעלה את האפשרות כי הקשר בין המשתנים, שבמשך שנים היה מוחלט,



⁷ הכוונה לסעיפים חשמל, נפט וסולר לחימום הבית, גז ודמי שירות ושמינים ודלקים לרכב.

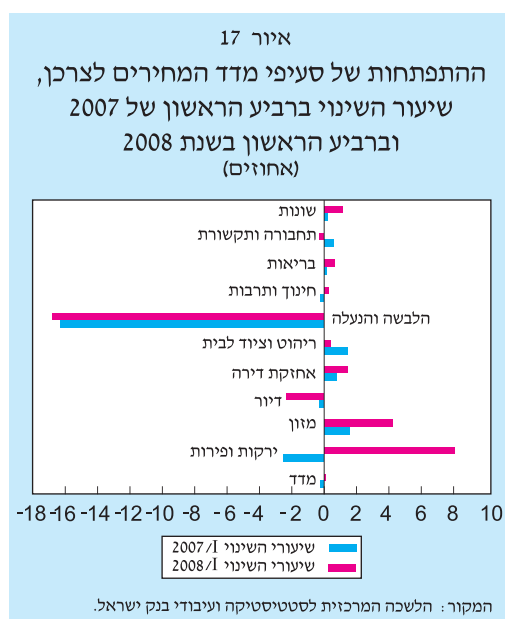
לוח 3 רכיבי מדד המחירים לצרכן

הרביע הראשון 2008		12 החודשים האחרונים		המשקל במדד	
התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד		
0.1	0.1	3.7	3.7	100	מדד המחירים לצרכן – סך הכול
0.0	0.0	1.0	14.2	7.3	אנרגיה
0.6	4.2	1.3	9.1	13.7	מזון (ללא פירות וירקות)
0.3	8.1	0.6	18.6	3.4	פירות וירקות
-0.5	-2.3	0.0	-0.2	21.0	דיור
-0.6	-16.8	0.0	-1.3	3.4	הלבשה והנעלה

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

והתרופף בשנה שעברה, עדיין קיים במידה מסוימת. עם זאת, היקף השימוש במטבע הדולר בחו"זי שכר דירה המשיך לרדת במהלך הרביע והגיע ל-45 אחוזים בלבד, לעומת 65 אחוזים בסוף 2007 וכ-90 אחוזים בעבר. המשיך המעבר לשימוש בשקלים בשוק הדיור ימשיך לצמצם את השפעתו של שער הדולר על מדד הדיור⁸.

לירידת המדד הכללי תרם ייסוף שער החליפין דרך השפעתו על מחירי היבוא. עם זאת נראה שהשפעתו הייתה חלשה מאשר בעבר. מודלים אקונומטריים שאמדו בעבר את עוצמת ההשפעה של ייסוף (או פחות) בשער החליפין על מדד המחירים לצרכן מצאו גמישות טווח קצר של 0.3 עד 0.4. משמע שהתחזקות השקל ב-5 אחוזים, כפי שהייתה ברביע הנסקר, הייתה מביאה, לכשעצמה, לירידה של 1.5 עד 2 אחוזים באינפלציה עוד באותו רביע! כמחצית מתמסורת זו נבעה מהקשר ההדוק שבין שער הדולר למדד הדיור, שכאמור נחלש מאוד כבר בשנה שעברה. נראה שהירידה בתמסורת היא מעבר לסעיף הדיור: המדד למעט דיור עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-4.8 אחוזים, בעוד ששער החליפין האפקטיבי יוסף ב-7.4 אחוזים. זוהי תופעה חריגה, שכן המיתאם בין סדרות אלו בעבר היה גבוה – 0.6. ייתכן שהפער נוצר מפני שהיבואנים לא מיהרו להוריד את מחיריהם בהתאם לירידת שער החליפין (אשר מוזילה את עלות המוצר ליבואן), כפי שנהגו לעשות בעבר, מחשש כי מגמתו תתהפך והם יאלצו לשוב ולהעלות את מחיריהם. בהתחשב במכלול שינויים אלה ניתן להעריך כי ייסוף שער החליפין תרם לירידת המחירים במהלך הרביע עד 0.7 נקודת אחוז.



⁸ לפרטים נוספים ראו דוח האינפלציה למחצית השנייה של 2007, תיבה 1, ודוח בנק ישראל לשנת 2007, תיבה ג'-2.

2. המדיניות המוניטרית

בחודש ינואר העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, בהמשך, בחודשים מארס ואפריל, הפחית אותה, בשני צעדים של 0.5 נקודות אחוז (איור 18), ובחודש מאי הושארה הריבית ללא שינוי.

ברקע כל החלטות הריבית עמדו ארבעה כוחות מרכזיים, שהשפיעו על האינפלציה ועל הפעילות המקומית בכיוונים מנוגדים: עליית מחירי הסחורות בעולם ומצב הביקושים המקומיים היו גורמים אינפלציוניים, שכבר בשנה שעברה הביאו לעליית האינפלציה בפועל אל מעל לגבול העליון של היעד; לעומת אלה, מגמת הייסוף בשער החליפין וההאטה בפעילות הכלכלית הגלובלית איימו לפגוע בביקושים לתוצר המקומי ולפעול לריסון האינפלציה במהלך השנה.

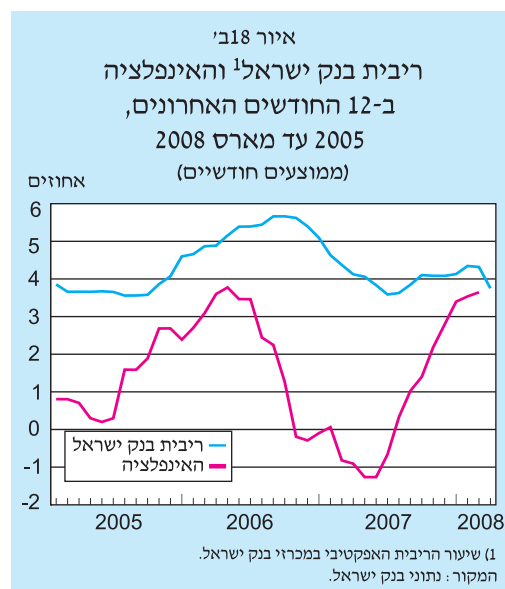
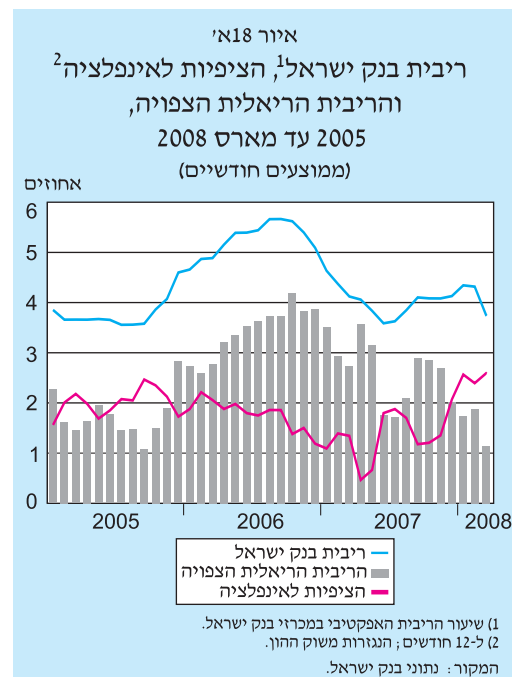
בסוף 2007 הואץ קצב האינפלציה, בעיקר בהשפעת עלייתם של מחירי הסחורות בעולם. בתהליך זה תמכה רמתם הגבוהה של הביקושים המקומיים, אשר אפשרה ליצרנים המקומיים שלא לספוג את עליית מחירי הסחורות, אלא לגלגל אותה אל הצרכן. במקביל עלו הציפיות לאינפלציה העתידית: הציפיות לאינפלציה משוק ההון אמנם עמדו בחודשים ספטמבר-אוקטובר על 1.2 אחוזים בלבד, אך בסוף השנה הן החלו לעלות והגיעו בדצמבר ל-2.1 אחוזים (איור 19); באותו חודש, לאחר פרסום מדד נובמבר, העלו החזאים המקומיים את תחזיות האינפלציה שלהם ל-2.7 אחוזים במוצע. בתוך כך רווחו בשווקים הפיננסיים ציפיות כי ריבית בנק ישראל תועלה במתינות.

בפני בנק ישראל עמדה השאלה אם האצת האינפלציה היא זמנית, או משקפת כוחות מתמשכים, הדורשים רמת ריבית גבוהה יותר. באותה עת לא נראו סימנים שההאטה הגלובלית תרסן את מחירי הסחורות בעולם. נסיקת מחירי הסחורות היא בראש ובראשונה תוצאה של הגברת הביקושים מצד משקי המזרח המתפתחים, שלא בהכרח ייפגעו קשות מהמשבר אשר החל בארה"ב. נוסף על כך הצטברו אינדיקציות להיווצרות עודפי ביקוש. המשך תהליכים אלה עורר חשש כי האינפלציה בישראל תתגבר ותתרחק עוד יותר מתחום היעד.

כבר בסוף השנה עלה חשש מההשלכות הממתנות של המשבר שהחל בארה"ב וגלש לשווקים הגלובליים. עם זאת הראו מרבית האינדיקטורים כי המשק ממשיך להתרחב בקצב גבוה, וכי המשבר לא יביא להתמתנות האינפלציה בישראל. תמכה בכך העובדה שבמשך מחצית השנה מאז התחיל המשבר הפיננסי לא התפתחו בישראל לחצים משמעותיים בשוק האשראי ומחסור בנזילות, כפי שאירע בארה"ב ואירופה.

מחשש להתגברות האינפלציה העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, ל-4.25 אחוזים בחודש ינואר.

במהלך החודשים הראשונים של השנה החלה התמונה להשתנות. ייסוף שער החליפין התגבר, והעלה חשש הן לירידת האינפלציה והן לפגיעה



לוח 4
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

03/08	02/08	01/08	12/07	11/07	10/07	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.3	-0.2	0.0	0.6	0.4	0.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
3.7	3.6	3.5	3.4	2.8	2.2	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
-0.1	-0.3	0.0	0.3	-0.1	-0.1	תחזיות החוזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
2.7	2.4	2.6	2.1	1.4	1.2	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
2.5	2.4	2.6	2.5	2.0	1.7	תחזיות החוזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים (forward)¹						
2.6	2.3	2.2	2.7	1.9	1.9	הציפיות לטווח קצר (לשנים השנייה והשלישית)
2.6	2.5	2.5	2.6	2.3	2.3	הציפיות לטווח בינוני (לשנים הרביעית עד השישית)
2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)						
3.75	4.25	4.25	4.0	4.0	4.0	ריבית בנק ישראל
1.1	1.9	1.7	2.0	2.7	2.8	הריבית הריאלית הנגזרת
						פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
1.5	1.25	0.0	-0.25	-0.5	-0.75	
-0.5	0.0	0.0	0.25	0.0	0.0	תחזיות החוזאים לשינוי בריבית לחודש הקרוב
3.8	4.3	4.6	4.7	4.4	4.3	תחזיות החוזאים לריבית בעוד שנה
2.3	2.0	2.3	1.8	1.4	1.1	פערי הריביות הארוכות הנומיןליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
2.0	1.8	2.0	1.7	1.6	1.2	פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב

1 הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות לצמודות (break-even inflation). הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החוזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.



בפעילות הכלכלית, דרך השפעתו על מגזר היצוא והתמריץ שהוא יוצר להעדפת מוצרי יבוא על ייצור מקומי. אמנם נראה היה שהתמסורת משער החליפין אל המחירים נחלשה – אך ייתכן שהסיבה לכך הייתה הימנעות של יבואנים מהתאמת מחיריהם לירידת שער החליפין, מחשש כי מגמתו תתהפך. אם כך, התייצבות שער החליפין ברמה הנמוכה שאליה הוא הגיע עלולה להביא בסופו של דבר להתאמת מחירי היבוא, קל וחומר אם תהיה ירידה בביקושים המקומיים. משמע שירידת התמסורת המהירה משער החליפין אל המחירים אינה גורעת מההשפעות הדיפלציוניות הפוטנציאליות של ייסוף מתמשך בשער החליפין.

בתחילת השנה החל להתברר עומקו של המשבר בכלכלת ארה"ב. אינדיקטורים שהתפרסמו במהלך הרביעי, לצד קריסתן של מספר חברות פיננסיות, העידו כי ארה"ב נקלעת למיתון, אולי מהחמורים של העשורים האחרונים. העמקתו של המשבר בארה"ב עלולה להשליך על משקים נוספים, ואכן, בחודשים ינואר ואפריל עדכנה קרן המטבע את תחזיות הצמיחה העולמית כלפי מטה ל-3.7 אחוזים, לעומת 4.9 אחוזים ב-2007.

המשבר הגלובלי יכול להשפיע על ישראל במספר ערוצים. ירידה בסחר העולמי עלולה למתן את היצוא מישראל, והדבר יפגע בתעסוקה ובהכנסת משקי הבית, וכחשלה – ימתן גם את הביקושים המקומיים לצריכה פרטית. התפתחות כזאת כשעצמה יכולה להביא להתמתנות עודפי הביקוש המצויים אולי במשק, ובכך לריסון הלחץ האינפלציוני, שתרם לעליית האינפלציה בפועל אל מעבר לגבול העליון של היעד. מובן, שהשאלה אשר עמדה בפני בנק ישראל היא מידת התממשותו של תרחיש כזה – עד כמה המשק הישראלי בכלל, והיצוא בפרט, יושפעו לרעה מההתפתחות הגלובלית, ואם יושפעו – באיזו מידה יצטמצמו הלחצים האינפלציוניים. לנוכח עומקו של המשבר בארה"ב ואינדיקטורים ראשוניים שהתקבלו, המצביעים על האטה בקצב ההתרחבות של הפעילות המקומית, הוערך בבנק ישראל כי ההשפעה אכן תספיק לקיזוז הלחצים האינפלציוניים הנובעים מהמשך עלייתם של מחירי הסחורות בעולם וממצב הביקושים המקומיים ערב המשבר.

היבט נוסף שבו המשבר המתפתח בעולם יכול לרסן את האינפלציה הוא דרך ירידת הריביות בעולם. ברביע הנסקר עיקר ירידות הריבית התרכזו בארה"ב - 2 נקודות אחוז במהלך הרביע. עם זאת, השווקים הפיננסיים תמחרו סיכויים ממשיים שגם הבנק המרכזי האירופי יאלץ להפחית את הריבית במהלך השנה, על רקע זליגת המשבר לגוש ועל אף התגברות האינפלציה שם. הפחתות ריבית בעולם, שהתרחשו וצפויות להתרחש, יכולות ליצור לחץ נוסף לייסוף שער החליפין.

מחמת החשש מהשלכות המשבר הגלובלי על הכלכלה הישראלית, ומתוך ציפייה כי הייסוף, יחד עם התמתנות מסוימת בצמיחה, יסייעו להחזיר את האינפלציה אל מרכז תחום היעד בתוך כשנה, הפחית בנק ישראל את הריבית לחודשים מארס ואפריל.

בכל אחד מחודשים אלה הופחתה הריבית בשיעור גבוה יחסית – 0.5 נקודת אחוז. זאת במטרה להימנע ככל האפשר מתהליך מתמשך של הפחתות ריבית, שבמהלכן עלול להיווצר לחץ נוסף לייסוף שער החליפין, בשל ציפיות כי הריבית תמשיך לרדת ותיצור תנאים לרווחי הון על נכסים שקליים. הפחתות הריבית בוצעו אף על פי שהציפיות לאינפלציה משוק ההון וציפיות החזאים המקומיים היו גבוהות ממרכז תחום היעד. אלה שיקפו, ככל הנראה, חשש מהמשך עלייתם של מחירי הסחורות בעולם, ציפיות לפיחות מסוים בשער החליפין והשפעה מתונה בלבד של המשבר בעולם על האינפלציה.

"זעזועים" במחירי הנפט אז ועכשיו - סיבה או תוצאה?

רוברט ברסקי*

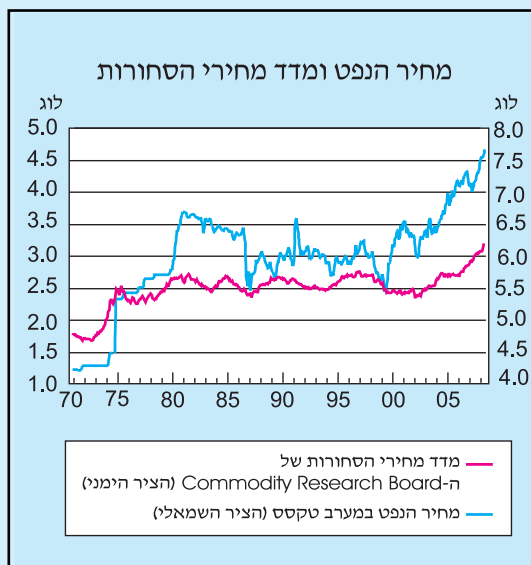
צירוף התופעות של עליות דרסטיות במחירי הנפט, החמרה באינפלציה ותחילתו של מיתון-לכאורה בארה"ב הביא להתעניינות מחודשת בתפקידם האפשרי של "זעזועי נפט" בהיווצרות סטגפלציה (אינפלציה יחד עם האטה בפעילות הריאלית). שתי תפיסות שקודשו בספרי הלימוד ועליהן התבססו דיוני מדיניות רבים הן: (1) מחירי הנפט הם אקסוגניים מעיקרם, ושינויים קיצוניים במחיריהם מונעים על ידי אירועים פוליטיים וצבאיים במזרח התיכון. (2) עליות של מחירי הנפט הן הדוגמה החשובה ביותר של זעזוע היצע שלילי, המקטין את התוצר ובה בעת מעלה את שיעור האינפלציה, ובמיוחד - מחירי הנפט הם הסיבה העיקרית לסטגפלציה הכלל-עולמית הידועה לשמצה, ששררה בשנות השבעים של המאה העשרים.

בשני מאמרים שנכתבו בשנים האחרונות, קוראים לוך קיליאן (Lutz Kilian) ואני תיגר על דעות אלו. ההסבר החלופי שלנו הוא כדלקמן: הנפט הוא סחורה הדומה למשאבי טבע רבים אחרים; מחירו נקבע, מההיבט הכלכלי, על ידי אותם גורמים, ובראשם הביקוש המצרפי העולמי ושיעורי הריבית הריאליים. לעומת זאת סטגפלציה היא תופעה מוניטרית במהותה. הקשר של תקופות סטגפלציה קודמות לעליות של מחירי הנפט היה תוצאה אנדוגנית של המנגנון המוניטרי שהוביל לסטגפלציה יותר מאשר קשר סיבתי.

הרחבות מוניטריות לחצו על מחירי הנפט ועל מחירי סחורות נוספות הן דרך הביקוש המצרפי העולמי והן דרך שיעורי ריבית ריאלית נמוכים יחסית. מסקנה זו עולה מגרסה מתוקנת של מודל הוטלינג הקלאסי (המדגיש את כוחות התחרות) וממודל גרין-פורטר להתנהגות קרטל, שבהם התוצרים של מדינות מייצרות נפט ספציפיות אינם ניתנים לנו כתצפיות מושלמות. ההרחבה המוניטרית בראשית שנות השבעים הובילה הן לגאות ברמות התוצר והן לשיעורי ריבית ריאלית נמוכים באופן חריג – קרוב לוודאי שליליים – וכוחות אלו עמדו בלב לבן של עליות מחירי הנפט; הראיה המרשימה ביותר לכך היא שעלייה דרמטית במחירי מיגוון רחב של סחורות אחרות קדמה בשנה או שנתיים לשילוש מחירי הנפט המפורסם בהנהגת מדינות אופ"ק סביב שנת 1974. (האיור מראה גם שמחירי הסחורות ירדו ירידה חדה לפני התמוטטות אופ"ק ב-1985-1986). במהלך "תקופת אופ"ק", לפני התפתחותו של שוק ה"ספוט" (1971-1985 בקירוב), הפוליטיקה במזרח התיכון הייתה פעמים רבות התירוץ – ולא הגורם – לעליות של מחירי הנפט, שמקורן לאמיתו של דבר היה באינטרסים הכלכליים של המדינות המפיקות נפט.

המדיניות המוניטרית שזכתה לכינוי "go-stop" בשנות השבעים (אשר נולדה בחלקה עקב התמוטטות משטר ברטון-וודס, ובחלקה עקב ניסיונות לשמור על התוצר מעל לרמתו הטבעית – משום שזו הוערכה הערכת-יתר, בגלל הבנה לקויה של האטת הפריז) גרמה לסטגפלציה באופן הבא: הרחבת יתר, שהגיעה לשיאה בתקופה שלפני הבחירות של 1972, הובילה לאינפלציה, אשר פיגרה אחר הגאות בתוצר (כפי שקורה בדרך כלל); עם נסיגת התוצר לרמתו הטבעית, הוסיפה האינפלציה להחריף. התנהלות האינפלציה מתוך אינרציה בלבד הייתה מורידה את התוצר, למשך זמן מה, אל מתחת לשיעור הטבעי, בעוד האינפלציה נותרת גבוהה – מצב של סטגפלציה – אך ירידתו התחזקה בשל תפנית המדיניות החדה שעשה הבנק הפדרלי בארה"ב לעבר כיוון מוניטרי בשנים 1973-1974, כשהוא נזעק להגיב על האינפלציה, שהייתה למעשה תולדה של התנהגותו שלו בשנים הקודמות. במשטר מוניטרי הנמנע מ-"go-stop" וכולל אלמנט חזק של יעדי אינפלציה, אין סיבה ממשית לצפות להשלכות סטגפלציוניות חזקות מעלייה, ולו דרמטית, של מחירי הנפט – לא כל שכן מעליית מחיריהן של סחורות אחרות. יתירה מזאת, ייתכן שלא הייתה אפילו "דילמת מדיניות" משמעותית שחייבה את הבנקים המרכזיים לבחור בין אינפלציה למיתון.

* פרופ' רוברט ברסקי (Robert B. Barsky) מאוניברסיטת מישגן שוהה בישראל במסגרת שבתון כחוקר אורח (resident scholar) בבנק ישראל. הדעות המובעות בתיבה זו הן של פרופ' ברסקי בלבד; הן אינן משקפות בהכרח דעות של הבנק או של מישהו בהנהלתו או בצוות עובדיו.



דומה שהמסקנות דלעיל עומדות איתן על רקע עדויות מהשנים האחרונות. מחירי הנפט עלו שוב יחד עם מחיריהן של מיגוון סחורות נוספות (כפי שרואים באיור, משנת 2000 עד עכשיו; השאלה מדוע גמישותם של מחירי הנפט ביחס למחירי הסחורות הייתה גבוהה במעט יותר מ-2 – באופן יציב למדי – אינה מעניינה של תיבה זו). רבות נטען שהביקוש החדש מהודו ומסין, נוסף על הביקוש הגבוה המתמשך במערב, הוא הסיבה העיקרית לעליות מחירים אלו – ואילו אופ"ק אינו נתפס עוד כבעל עוצמה או חשיבות רבה במיוחד. יש לשנות את ההסבר של בארסקי וקיליאן כך שהביקוש העולמי יתבטא במונחים רחבים יותר מאשר במונחים המוניטריים ההולמים את שנות השבעים – אך גם עתה כוחות הביקוש העולמיים, ולא "זעזועי היצע", הם הסיבה העיקרית לעלייה של מחירי הנפט ושל מחירי סחורות אחרות גם יחד. אף שעליות מחירי הנפט וסחורות אחרות בתקופה האחרונה נובעות ממדיניות

מוניטרית (ובמיוחד מהתנהגותה של ארה"ב) פחות מאשר עליות מחירי הנפט בשנות השבעים של המאה הקודמת, הן מתקשרות במידה רבה לצמיחה הכלכלית העולמית ולגידול הביקוש לסחורות, הנגזר מצמיחה זו. הלקח שלפיו מחירי הנפט וסחורות אחרות הם אנדוגניים ביחס למקרו-כלכלה העולמית, הוא עדיין רלוונטי וחשוב.

לעת עתה, אפילו אחרי העליות הדרמטיות של מחירי הנפט בסוף שנות השבעים לא באה סטגפלציה, וצניחת מחירי הנפט בשנים 1985-1986 לא הייתה קשורה לגאות בתוצר (אף שהיא הקטינה את האינפלציה במדד המחירים לצרכן למשך תקופה קצרה). ישנן עדויות מסוימות להופעתה של סטגפלציה בעת הנוכחית, אולם העליות באינפלציה עד כה היו מתונות מאוד יחסית לאלו של שנות השבעים, וישנם הסברים רבים אחרים – ומשכנעים יותר – להתפרצות המיתון.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

ההערכות לגבי הסביבה העולמית עודכנו על רקע התפשטות המשבר הפיננסי ואינדיקציות ממשיות להאטת הצמיחה בארה"ב: הערכות הצמיחה העולמית, בפרט של המשקים המפותחים, עודכנו כלפי מטה, סביבת הריביות של הבנקים המרכזיים עודכנה אף היא כלפי מטה, על רקע הפחתות הריבית בארה"ב, והאינפלציה צפויה להתמתן, לפי ההערכות, כבר במהלך השנה הקרובה.

לפי הערכות קרן המטבע, המובאות בלוח 5, הצמיחה העולמית תעמוד בשנתיים הקרובות על 3.7 אחוזים, לעומת 4.9 אחוזים אשתקד. צמיחה נמוכה תורגש במיוחד במדינות המפותחות: בארה"ב היא תושפע מקשיים בגיוס אשראי, לנוכח חולשתו של שוק הדיור, שתוביל לירידה בביקושים; באירופה הצמיחה תואט לנוכח צמצום הביקוש ליצוא, צמצום במתן אשראי והתפתחויות שליליות בשוקי הדיור בחלק מהמדינות. הצמיחה במשקים המתפתחים תואט מעט, בהשפעת ניסיונם של הבנקים המרכזיים שם למנוע התפתחות לחצים אינפלציוניים, אך תישאר גבוהה יחסית.

לנוכח ההאטה בביקושים הגלובליים והנחה כי מחירי הסחורות יישארו ברמתם הנוכחית הגבוהה, ללא האצה נוספת עד סוף השנה, צופה קרן המטבע התמתנות בסביבת האינפלציה העולמית; בפרט – בארה"ב ובאירופה האינפלציה הכללית צפויה להיות 2 אחוזים בקירוב כבר בסוף 2008.

לוח 5

הצמיחה והאינפלציה ב-2007 והערכות קרן המטבע הבין-לאומית לגביהן, 2008 ו-2009

2009	2008	2007	
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
3.8	3.7	4.9	הצמיחה העולמית
1.3	1.3	2.7	במדינות מפותחות
0.6	0.5	2.2	בארה"ב
1.2	1.4	2.6	באירופה
1.5	1.4	2.1	ביפן
1.6	1.6	3.1	באנגליה
6.6	6.7	7.9	במדינות מתפתחות
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
2.0	2.2	2.9	במדינות מפותחות
2.1	2.0	4.1	בארה"ב
1.7	2.2	3.1	באירופה
1.3	0.6	0.7	ביפן
2.1	2.2	2.0	באנגליה

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, Word Economic Outlook-April 2008.

הן השווקים הפיננסיים והן בתי ההשקעות המרכזיים צופים כי רמת הריביות בעולם תישאר נמוכה. ההערכות הן כי עיקר הפחתות הריבית בארה"ב בוצעו, כך שבסוף השנה היא תעמוד על 2 אחוזים, וכי הריבית באירופה תישאר ברמתה הנוכחית, 4 אחוזים, עד סוף השנה.

ב. הפעילות הריאלית

קצב הצמיחה במשק הישראלי בשנת 2008 צפוי להיות מתון מזה של 2007: התוצר צפוי להתרחב ב-3.2 אחוזים, לעומת 5.3 אחוזים בשנה שעברה. התחזית לצמיחת התוצר עודכנה כלפי מטה במעט יותר מנקודת אחוז מאז דוח האינפלציה למחצית השנייה של 2007, שם הוערך כי צמיחת התוצר תעמוד על 4.4 אחוזים⁹. עדכון התחזית נבע בעיקר מההתפתחויות השליליות בעולם: ירידות של הצמיחה החזויה בארה"ב, בגוש האירו ובמדינות נוספות, כך שהסחר העולמי צפוי לצמוח ב-4 אחוזים בלבד; המשך עלייתם של מחירי הסחורות במהלך הרביע החולף, בפרט של מחיר הדלק, אשר הביא להרעה בתנאי הסחר; ירידת מדדי המניות בארץ ובעולם; הייסוף הריאלי של השקל מול מטבעות הסחר העיקריים. כנגד אלה הצביעו נתוני החשבונאות הלאומית לרביע האחרון של 2007 על המשך התרחבות בקצב גבוה מהצפוי, בפרט של רכיב היצוא, אף כי בחודשים הראשונים של 2008 נראים סימנים להאטה בקצב גידולו.

התמתנות הצמיחה ביחס לשנה שעברה צפויה להתבטא במרבית השימושים, ובפרט ביצוא, שצפוי לצמוח ב-4.2 אחוזים (לעומת 8.4 אחוזים ב-2007) בשל הייסוף הריאלי והתמתנות הסחר העולמי. גידולה של הצריכה הפרטית צפוי להתמתן ל-3.5 אחוזים, לעומת 6.6 אחוזים בשנה שעברה, בעיקר כתוצאה מירידה ברכישת מוצרים בני-קיימא, שהם רגישים במיוחד לשינויים בערכו של הרכוש הפיננסי. קצב גידולן של ההשקעות צפוי להתמתן מ-13.8 אחוזים ל-5.3 אחוזים, כתוצאה מהירידה הצפויה ברווחיות החברות, בפרט היצואניות, בגלל ההאטה העולמית וייסוף שער החליפין.

מעבר להשפעתה הניכרת של ההאטה הגלובלית וייסוף שער החליפין, האטת קצב גידולו של התוצר היא תוצאה של התקרבות המשק בשנה שעברה למיצוי כושר הייצור שלו, לאחר למעלה מארבע שנים של צמיחה גבוהה. ההאטה בצמיחת הפעילות המקומית תורגש, על פי התחזית, גם בשוק העבודה. שיעור האבטלה צפוי לעלות במהלך השנה, כך שבממוצע הוא יעמוד על 7.4 אחוזים (בדומה לממוצע השנה שעברה).

ההרעה הנמשכת בתנאי הסחר, הייסוף הריאלי והרעה צפויה בחשבון ההכנסות מחו"ל, תוצאת הירידה של הריבית על הדולר, צפויים להביא להרעה משמעותית בחשבון הסחורות והשירותים; זו צפויה להתבטא

⁹ בתרחיש פסימי יותר, שהוא בדוח והחל להתממש, הוערך כי צמיחת התוצר תסתכם ב-3.6 אחוזים בלבד.

בהצטמצמות מהירה של העודף בחשבון השוטף, ואף במעבר לגירעון נמוך של 0.5 מיליארד דולרים בשנת 2008.

ביצוע תקציב הוצאות הממשלה ותקבולי ההכנסות בחודשים הראשונים של השנה עולים בקנה אחד עם עמידה ביעדי התקציב לשנת 2008 – גידול של 1.7 אחוזים בהוצאה ותקרת גירעון של 1.6 אחוזי תוצר. בהנחה שהצמיחה לא תואט מעבר לתחזית, עודף חזוי בתקבולי המסים יחד עם תת-ביצוע קטן בהוצאות יביאו לגירעון נמוך במקצת מהתקרה (שהיא 1.6 אחוזי תוצר). עם זאת, ביצוע מלא של התוכניות הרב-שנתיות, שהממשלה החליטה עליהן בשנת 2007, במטרה לטפל בצרכים החברתיים שלא זכו למענה בשנים האחרונות, לא יאפשרו לעמוד ביעדים הפיסקליים בשנים 2009 עד 2012. ובפרט: ביצוע המלא של התוכניות, ללא התאמות אחרות, אינו מתיישב עם החוק הקובע כי הוצאות הממשלה לא יגדלו ביותר מ-1.7 אחוזים לשנה, וכן יביא להגדלת הגירעון ויבלום את ירידת יחס החוב לתוצר. (לפרטים נוספים ראו דוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ו').

ג. הערכות לגבי שער החליפין

לאחר שבשנה שעברה פעל לחץ בסיסי לייסוף שער החליפין, השנה הכוחות הבסיסיים פועלים בכיוונים מנוגדים. הצטמצמות העודף בחשבון השוטף, ואולי אף מעבר לגירעון, יחד עם תהליך הגדלת יתרות המט"ח של בנק ישראל, יתמכו בהיחלשות השקל מול מרבית המטבעות. כנגד זאת, מספר כוחות ימשיכו לפעול השנה להתחזקות השקל: (1) צפויה האטה ביצוא ההון של ישראלים – דרך המשך המימושים בקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח והשקעות בחו"ל או דרך הפסקת ההרחבה של היקף השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל, כפי שהם נהגו בשנה שעברה – על רקע הפחתת שיעורי המס על השקעות בחו"ל; (2) השקעות תושבי חוץ בישראל, בפרט הישירות, צפויות להימשך, הודות לחוסנו היחסי של המשק הישראלי; (3) המעבר לפער ריביות חיובי מול ארה"ב צפוי לתמוך בהתחזקות השקל, בעיקר מול הדולר.

ד. הערכות לגבי האינפלציה

לפי הערכות בנק ישראל, שוק ההון, סקר החברות ותחזיות החזאים הפרטיים, האינפלציה בשנה הקרובה צפויה להתמתן. הערכות האינפלציה של בנק ישראל עודכנו לנוכח ההאטה הגלובלית והייסוף המתמשך בשער החליפין, מחד גיסא, והמשך עלייתם של מחירי הסחורות בעולם מאידך. נוסף על כך, עליית מדד המחירים לחודש מארס ב-0.3 אחוז הייתה גבוהה מהצפי בשווקים (-0.1) אחוז, ככל הנראה בשל התרופפות נוספת של הקשר בין שער החליפין למחירים לצרכן. על פי ההערכה המרכזית של בנק ישראל האינפלציה צפויה להתמתן בהדרגה. בטווח השנה הקרובה, האינפלציה תושפע מרמתם הגבוהה של מחירי הסחורות בעולם, ובראשם הנפט, אשר הגיע במהלך חודש אפריל לרמות שיא של 118 דולרים לחבית,

והמזון. לפיכך, לקראת אמצע השנה, האינפלציה (בהסתכלות של 12 חודשים אחורה) צפויה להגיע ל-4 אחוזים ואף יותר; במחצית השנייה של 2008 היא צפויה להיכנס לתחום היעד, ובעוד שנה – להיות גבוהה במקצת ממרכזו (לוח 6). עם זאת, במהלך השנתיים הקרובות יפעלו מספר כוחות לירידת האינפלציה, שבמהלך 2009 יהפכו לדומיננטיים, כך שהאינפלציה אולי אף תרד לזמן מוגבל אל חלקו התחתון של היעד. הכוחות הפועלים לירידת האינפלציה הם:

- הייסוף המתמשך בשער החליפין הביא להוזלת עלות היבוא, במיוחד מארה"ב, מפני חולשתו של הדולר בעולם. מאחר שנראה כי חלק ניכר מהוזלה זו טרם עבר אל הצרכנים, העדר פיחות משמעותי יביא, בסופו של דבר, להוזלת המחירים לצרכן במהלך השנתיים הקרובות.

- ההאטה הגלובלית צפויה למתן את האינפלציה דרך מספר ערוצים: ירידה בסחר העולמי תביא להתמתנות הביקוש ליצוא ותפעל לריסון הביקושים המקומיים ולהרעה מסוימת בשוק העבודה. ירידת שער החליפין התבטאה גם בייסוף ריאלי, אשר מקטין עוד יותר את הביקוש ליצוא (אמנם במידה מוגבלת) ומסיט ביקושים מייצור מקומי ליבוא. לפיכך יגדל עודף כושר הייצור, ויפחתו הלחצים האינפלציוניים, שהיו יכולים להתפתח עקב התקרבות המשק לגבול אפשרויות הייצור שלו בסוף 2007. הקושי להעריך את מידת ההשפעה של גורם זה כפול: ראשית, לנוכח רמתה הנמוכה של הריבית הריאלית, כאחוז בלבד, הפועלת לעידוד הביקוש לצריכה פרטית ולהשקעות – לא ברור היקף ההשפעה שתהיה להאטה העולמית על הפעילות המקומית בכללותה; זו תלויה, כמובן, בעומק ההאטה בעולם ובמידת גלישתה למוצרי היצוא הישראליים. שנית, מפני הדומיננטיות שהייתה בעבר לשער החליפין בקביעת האינפלציה, קשה להעריך עד כמה השינויים בהיקף הביקושים ישפיעו על המחירים לצרכן.

- ההאטה הגלובלית וירידת הביקושים העולמיים עשויה לפעול להתמתנות מחירי הסחורות בעולם. ההנחה בתרחיש שהוצג היא, שמחירי הסחורות לא יוסיפו לעלות במידה משמעותית במהלך השנה, אך יישארו ברמתם הגבוהה.

- לבסוף, לנוכח ההאטה הגלובלית הפחית הבנק המרכזי בארה"ב את הריבית בשיעורים ניכרים, והוא צפוי להמשיך להפחית בחודשים הקרובים. ייתכן שבנקים מרכזיים נוספים, ובראשם הבנק האירופי, יצטרפו להפחתות הריבית. ירידות הריבית בעולם יוצרות לחץ נוסף לייסוף שער החליפין, הפועל, כאמור, לירידת האינפלציה והפעילות הריאלית המקומית.

מספר כוחות פועלים עדיין לעליית האינפלציה: ראשית, מחירי הסחורות בעולם, בפרט של אלה המשמשות לתשומות לייצור, כגון נפט, וכן מחירי המזון, הם עדיין גבוהים ריאלי, וחלקם ממשיכים במגמת עלייה; שנית, מצבו הנוכחי של המשק עודנו טוב מאוד – חלק מהאינדיקטורים הצביעו

על קיומם של עודפי ביקוש בסוף השנה שעברה, ושיעור האבטלה הוא הנמוך ביותר מאז 1996. שילוב זה הביא בשנה שעברה להאצת האינפלציה, ולכן בטווח החודשים הקרובים היא עלולה להישאר גבוהה מיעדה.

בשקלול מכלול הגורמים מוערך כי השפעות ההאטה הגלובליות והייסוף בשער החליפין יספיקו כדי להביא להתמתנות האינפלציה. לפיכך צפויה הריבית להיות נמוכה יחסית במהלך השנה כדי למתן את השפעת הגורמים לירידת האינפלציה, וכן כדי למתן את השפעתם של המשבר העולמי והייסוף שהיה על הפעילות בישראל. מובן שאי-וודאות אופפת את התממשותה של הערכה זו, לנוכח זעזועים לא-צפויים (חיוביים או שליליים) שיכולים להתרחש. ההערכה המרכזית ומידת אי-הוודאות לגביה מוצגות באיורי המניפה לאינפלציה (איור 20) ולריבית (איור 21). בסעיף הבא, מאזן סיכוני האינפלציה, מתוארות התרחשויות שיכולות להסיט את האינפלציה בעתיד מהערכה זו.

כנגד זאת, ההערכות הנגזרות משוק ההון ומסקר החברות והערכות החזאים הפרטיים הן כי התמתנות האינפלציה תהיה פחות משמעותית, כך שהיא תהיה בעוד שנה בקרבת הגבול העליון של היעד. הערכות החזאים וסקר החברות מתבססים על הנחה כי שער החליפין יפוחת במספר אחוזים במהלך השנה הקרובה.

לוח 6

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

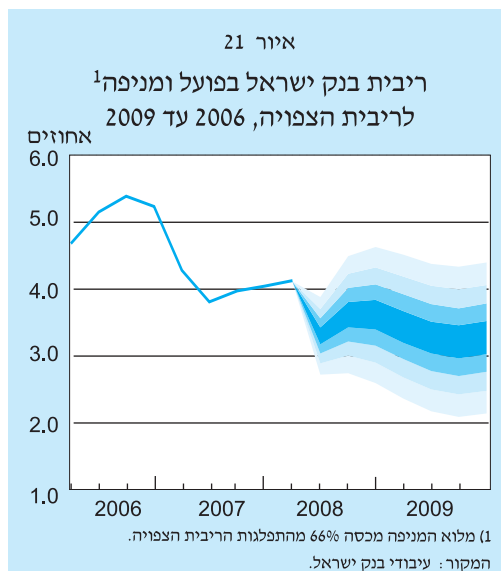
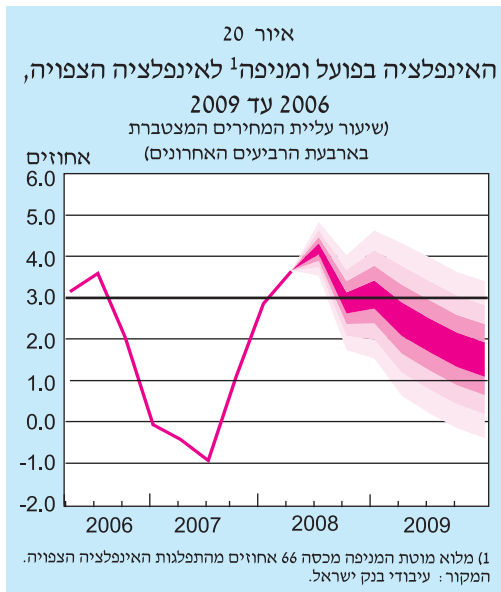
היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	בנק ישראל
2.0	2.6	3.0	2.65	3.2-2.3
(3-1)		(3.5-2.0)	¹ (4.0-0.8)	

¹ טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר.

ה. מאזן סיכוני האינפלציה

נראה שמרבית הסיבות האפשריות לאי-התממשותה של תחזית האינפלציה טמונות בהחרפה או שינוי של המגמות בגורמים המרכזיים המשפיעים על האינפלציה כעת: שער החליפין, המשבר בעולם, מצב הפעילות הריאלית המקומית ומחירי הסחורות בעולם.

עליית מחירי הסחורות בעולם בשנים האחרונות היא הגורם המרכזי שהביא להאצת האינפלציה מעבר לגבול העליון של היעד. בהערכה המרכזית הנחנו כי לא תהיה האצה נוספת במחיריהן של הסחורות, ובפרט של הנפט – בין היתר, על רקע ההאטה הגלובלית. אולם מחירי הסחורות עלולים להמשיך לעלות גם בהמשך השנה. קרן המטבע הבין-לאומית העריכה בעבר כי הכוחות הגלובליים לעליית מחירי הסחורות, ובפרט המזון, ימשיכו לפעול גם ב-2008. זאת, בין היתר, משום שגידול הביקושים צפוי להיות מהיר



מגידולו של ההיצע. נוסף על כך, זעזועים גיאופוליטיים, כפי שהתרחשו בחודש האחרון, עלולים להביא להמשך עלייתם של מחירי הנפט. אם סיכון זה יתממש, קצב האינפלציה השנה עלול להישאר גבוה, כך שבהמשך השנה יידרשו העלאות ריבית כדי להחזיר את האינפלציה לתחום היעד.

בתחזית המרכזית הונח כי המשק האמריקאי יגלוש למיתון, ועמו תואט הפעילות העולמית. מובן שהחרפה נוספת במצב הגלובלי תעמיק את ההשלכות הממתנות על ישראל. אולם אם ההשפעה של המשק האמריקאי על הפעילות בישראל תהיה מועטה (תהליך decoupling) – מפני שלא יהיה מיתון בביקושים למוצרי היצוא של ישראל, או מפני שהמשך ההתרחבות של כלכלות המזרח יפצה על ההאטה בארה"ב – ימשיך המשק הישראלי לפעול בקרבת גבול כושר הייצור שלו, ברמה נמוכה של הריביות הריאליות. בסביבה זו עלולים להתפתח עודפי ביקושים, שיביאו ללחצים אינפלציוניים, בין היתר דרך עליית השכר במשק.

מספר תרחישים יכולים להביא לשינוי מגמת שער החליפין, כלומר לפיחות: החרפת המשבר הפיננסי בעולם עלולה להביא למשיכה נוספת של הון ממשקים מתעוררים, ובכללם ישראל; לתוכנית להגדלת יתרות המט"ח של בנק ישראל וצמצום העודף בחשבון השוטף עלולה להיות השפעה גדולה מהמצופה; ייתכן תיקון בערכו של הדולר בעולם. פיחות שער החליפין (אם אינו חריג מדל) אינו צפוי בהכרח להביא לעלייה משמעותית באינפלציה, אלא רק לעכב את התמתנותה. זאת משום שככל הנראה הייסוף שהתרחש לא הביא לירידה משמעותית של המחירים, ולכן פיחות, אם יתרחש, רק יקזז את הלחץ שהייסוף יצר, אך לא יביא לעליית מחירים.

כנגד זאת, המשך הייסוף של שער החליפין יחריף את הלחץ לירידת מחירי היבוא. הוא עלול לתרום גם להאטה בפעילות המקומית, ועמה לצמצום הביקושים המקומיים. מלבד זאת, אם התאמת מחירי היבוא לייסוף תתרחש במהירות, ירידת האינפלציה עלולה להיות חריפה, ואף להביא לחריגה זמנית שלה אל מתחת לתחום היעד.

בשקלול של כל הסיכונים האמורים נראה שמאזן הסיכונים נוטה כלפי מעלה. הסיכון שחזרת האינפלציה למרכז תחום היעד תאריך זמן מה הובא בחשבון בכל מהלכי בנק ישראל, והוא סביר, לנוכח החשש לעומק ההשפעה שיכולה להיות להתפתחויות הגלובליות השליליות הן על הצמיחה, הן על התעסוקה והן על האינפלציה. הגבול העליון של טווח הערכות בנק ישראל בלוח 6 מבטא את האפשרות של התממשות חלק מהסיכונים האינפלציוניים.

בכל התרחשות – בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות השוטפות, וכן אחר האינדיקציות להתממשות סיכונים אלה ואחרים, ובראשם: ייסוף שער החליפין לסביבת 3.45 שקלים לדולר, האמרת מחירי הנפט לרמות שיא של 118 דולרים לחבית ועליית הציפיות לאינפלציה משוק ההון אל הגבול העליון של היעד במחצית השנייה של אפריל. בנק ישראל ימשיך לפעול להחזרת קצב האינפלציה לתחום יעד יציבות המחירים, 1-3 אחוזים, ובכפיפות לכך – לתמוך בפעילות הריאלית ובתעסוקה, תוך שמירה על היציבות הפיננסית של המשק.