



בנק ישראל

# דוח האינפלציה

2010

הרביע השלישי

חשוון התשע"א - אוקטובר 2010

32



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114110032/6

דפוס מאור וולך, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע השלישי של 2010 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן בפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל בראשות הנגיד - הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית<sup>1</sup>.

נתונים לרביע השני של 2010 ומרבית האינדיקטורים שהתקבלו לרביע השלישי מצביעים על המשך הצמיחה של המשק - תוך האטה מסוימת ברביע השלישי - בסביבת אינפלציה שנתורה נמוכה, להוציא את תחום הנדל"ן.

בניגוד להמשך הצמיחה האיטית ברבים מהמשרקים המפותחים, למרות מדיניות מוניטרית ופיסקלית מרחיבה מאוד שננקטה בהם, נרשמה בישראל במחצית השנייה של 2009 ובמחצית הראשונה של 2010 צמיחה גבוהה של הפעילות והתעסוקה. כמו ברוב המדינות הופעלה בישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד בסוף 2008 ובתחילת 2009, לשם חילוץ המשק מהשפעות המשבר העולמי. בניגוד לרבים מהמשרקים המובילים הגיב המשק הישראלי במהירות על המדיניות המרחיבה, ובסוף הרביע השני של 2010 הוא התקרב בחזרה לרמות הפעילות והתעסוקה ששררו לפני המשבר. החזרה לצמיחה וסגירת פער התוצר המלווה באינפלציה בקרבת הגבול העליון של תחום היעד, חייבה שינויים במדיניות הכלכלית. האתגר העומד בפני קובעי המדיניות הוא לקבוע את קצב התאמת הריבית ואת המשך השימוש בכלי מדיניות נוספים, בעיקר התערבות בשוק מטבע החוץ וכלי פיקוח, כך שתישמר הסביבה המשקית המוצלחת, התומכת ביציבות מחירים, בצמיחה וביציבות פיננסית - בלי שייווצרו אי-אזונום בטווח הארוך יותר.

התוצר הלאומי הגולמי צמח ברביע השני בקצב מהיר, 4.5 אחוזים, המשך לצמיחה בשיעורים דומים מאז אמצע 2009. צמיחת התוצר מובלת על ידי צמיחת היצוא, הצפוי לגדול ב-2010 בכ-10 אחוזים, לאחר ירידה בשיעור דומה ב-2009. ב-2011 צפוי היצוא לגדול בכ-6 אחוזים נוספים, למרות צפי להמשך הדשדוש בשותפות הסחר העיקריות של ישראל. ההתאוששות המרשימה של היצוא היא בעיקר נחלתן של חברות המצליחות לשמור על לקוחותיהן גם במשקי יעד שהתנאים בהם קשים, בד בבד עם פיתוח קשרי מסחר בשווקים חדשים. הצמיחה המהירה יחסית מלווה בהתרחבות התעסוקה במגזר העסקי ובהצטמצמות שיעור האבטלה במשק, בניגוד למצב בארה"ב וברוב משקי מערב אירופה. הצמיחה המובלת על ידי היצוא באה לידי ביטוי גם בהמשך העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. בתחום התקציב: הגירעון הצפוי כעת ל-2010, 3.7 עד 4 אחוזי תוצר, נמוך משמעותית מהתקרה ל-2010, 5.5 אחוזים, שנקבעה בעת אישור התקציב הדו-שנתי ל-2009 ו-2010. השיפור הניכר בביצועי התקציב הוא בעיקר תוצאה של צמיחת המשק, שהייתה מהירה מהצפוי.

האינפלציה בפועל בחישוב של 12 חודשים לאחור ירדה במאי ל-3 אחוזים, ומאז היא נשארה בתחום היעד. תחזיות האינפלציה ממקורות שונים לשנים עשר החודשים הבאים מצביעות על המשך עליית מדד המחירים בתוך תחום היעד - בחלקו העליון. מאפיין חשוב של התפתחות המחירים הוא הפער שנוצר בשנה האחרונה בין קצב עלייתו של סעיף הדיוור במדד, שהיה 6 אחוזים ב-12 החודשים אשר הסתיימו בספטמבר 2010 וצפוי לעלות עד 8 אחוזים בארבעת הרבעים הבאים, לבין הקצב הנמוך של העלייה הממוצעת בשאר סעיפי המדד - סביב אחוז אחד בשנים עשר החודשים האחרונים, עם צפי לשיעור דומה בשנים עשר החודשים הבאים.

התמונה הכוללת של מצב המשק הישראלי בתקופה הנסקרת היא חיובית. ואולם מצב חיובי זה מלווה בכמה התפתחויות מדאיגות, המציבות אתגרים למדיניות המקרו-כלכלית: מחירי הדירות ושערי המניות עולים

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

במהירות זה יותר משנה; בכל אחד מהתחומים האלה פועלים גורמים בסיסיים לעלייה מהירה – לגבי מחירי הדירור קצב בנייה נמוך מקצב הגידול של מספר משקי הבית ולגבי שערי המניות הצמיחה הגבוהה במשק – אך נראה כי עליות אלו נתמכות גם בשיעורי הריבית הנמוכים. אשר לדירור – עליות מחירי הדירות בזמן האחרון, סביב 20 אחוזים לשנה, אינן בנות קיימא ומחייבות תשומת לב של קובעי המדיניות. נוסף על כך שוררים ספקות רבים הן לגבי ההתאוששות מהמשבר במדינות מפתח רבות, בעיקר בארה"ב, והן לגבי האיתנות הפיננסית של כמה מדינות באירופה ושל כמה ממדינות ארה"ב.

בכמה מדינות מובילות – ביניהן ארה"ב, מדינות מובילות במערב אירופה ויפן – נדרשת עדיין מדיניות מקרו-כלכלית מרחיבה במידה זו או אחרת, חרף גירעונות תקציביים גדולים והתרחבות ניכרת של החוב הציבורי. לעומתן ישנה קבוצה של מדינות, בעלות משקל נמוך יותר במשק העולמי, המאופיינות בצמיחה נאותה של התוצר והתעסוקה, באינפלציה של סחורות ושירותים בסביבת היעד המקומי או קצת מעליו, אך באינפלציה מהירה של מחירי הנכסים – במיוחד מחירי הדירור – העלולה לאיים על היציבות הפיננסית בחלק מהן. במדינות אלה – שעמן נמנות אוסטרליה, קנדה, הונג קונג, שוודיה נורבגיה, סינגפור וישראל – הפסקתה של המדיניות המרחיבה צריכה להיות מהירה יותר מאשר בקבוצה הראשונה. הדבר מחייב, בדרך כלל, העלאות ריבית.

הפערים בצורכי המדיניות, במיוחד במדיניות הריבית, מציבים קושי גדול בפני קובעי המדיניות המוניטרית בעולם של תנועות הון חופשיות, הרגישות לפערי הריבית בין מדינות. בהעדר מסגרת לתיאום בין-לאומי של המדיניות המוניטרית – כולל מדיניות שער החליפין – מנהלות המדינות השונות את מדיניותן באופן עצמאי, בשילוב של שינויים בריבית והתערבות הולכת וגוברת בשוק מטבע החוץ; מצב זה מוביל למתחים של מדיניות בכלכלה הבין-לאומית.

על רקע ההתגברות הבלתי שגריתית של אי-הוודאות בזירת המטבעות ימשיך בנק ישראל לעקוב אחר מכלול ההתפתחויות הכלכליות ויפעיל את הכלים העומדים לרשותו לשם השגת מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה ותמיכה ביציבותה של המערכת הפיננסית – תוך מעקב צמוד אחר ההתפתחויות בשוק הדירור, ובפרט במחירי הדירור.

בברכה,

**ס. ניסן**

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

## התוכן

| 7  | תקציר                                          |
|----|------------------------------------------------|
| 9  | 1. הרקע והאינפלציה                             |
| 9  | א. הסביבה העולמית                              |
| 13 | ב. התפתחות שער החליפין של השקל                 |
| 14 | ג. ההתפתחויות הריאליות                         |
| 17 | ד. ההתפתחויות הפיננסיות                        |
| 19 | ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה                |
| 20 | 2. המדיניות המוניטרית                          |
| 24 | תיבה 1 : צעדים שננקטו בעולם לצינון שוק הדיור   |
| 27 | 3. עדכון התחזיות                               |
| 27 | א. הסביבה העולמית                              |
| 28 | ב. הפעילות הריאלית בישראל                      |
| 29 | ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים |
| 33 | לוחות נספח                                     |



- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה ברביע השלישי (התקופה הנסקרת) \*\* של 2010 בשיעור גבוה של 1.2 אחוזים (גם בניכוי גורמי עונתיות). קצב האינפלציה השנתי נשאר בקרבת מרכז תחום היעד, ובספטמבר היה שיעורו 2.4 אחוזים. התרומה העיקרית לעליית המדד - הן בהסתכלות שנתית והן בהסתכלות רבעונית - היא של עליית סעיף הדיור. בניכוי סעיף זה מסתכמת עליית המדד ב-12 החודשים האחרונים ב-1.4 אחוזים בלבד. זאת מפני עודף כושר ייצור, שעדיין נותר במשק, ומפני הייסוף המתמשך בשער החליפין. הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים נותרו ברביע הנסקר בקרבת הגבול העליון של יעד האינפלציה.
- **הסביבה העולמית:** על אף פרסום נתונים טובים יחסית של החשבונאות לאומית לרביע השני של 2010 ותיקון כלפי מעלה במחירי המניות בעולם, גברה במהלך הרביע השלישי אי-הוודאות לגבי מידת ההתאוששות של המשקים הגדולים מהמשברים שפקדו אותם. זאת לנוכח חולשה בשוקי העבודה בעולם, בעיות במגזר הנדל"ן בארה"ב וחששות סביב משבר החוב באירופה. האינפלציה בעולם נותרה מרוסנת על אף עלייה חדה של מחירי המזון בעולם. לאור כל אלה המועד שצופים השווקים לתחילת העלאות הריבית נדחה לסוף 2011, וחלק מהבנקים המרכזיים אף הודיעו על צעדים מרחיבים נוספים. כמו כן גדל במהלך הרביע מספר הבנקים המרכזיים המתערבים בשוק המט"ח – נושא שעורר דיון נרחב בזירה הבין-לאומית.
- **הפעילות הריאלית:** ברביע השני של 2010 נמשך במשק הישראלי תהליך הצמיחה שהתבסס על עלייה ביצוא, בצריכה הפרטית ובהשקעה בנכסים קבועים – תוך שיפור ניכר בתעסוקה, אשר לווה בירידה של מספר שעות העבודה למועסק. אינדיקטורים לפעילות ברביע השלישי מצביעים על המשך התרחבותה של הפעילות, אף כי שיעור ההתרחבות התמתן מעט, עקב ירידה בסעיף היצוא. מכלול ההתפתחויות מלמד שעודף כושר הייצור הולך ונסגר, כך שהשפעתו המרסנת על האינפלציה פוחתת.
- **שער החליפין:** שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נותר ללא שינוי בסיכומו של הרביע השלישי, תוך ייסוף מול הדולר ופיחות מול האירו. זאת אף על פי שהכוחות לייסוף – עודף בחשבון השוטף, הנובע מחוזקו של מגזר היצוא, ופער הריביות בין ישראל למשקים אחרים – המשיכו לפעול. רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל מיתנו את הכוחות שפעלו לייסוף.
- **השווקים הפיננסיים:** בהתאם למגמות בעולם, מחירי הנכסים הפיננסיים, ובפרט המניות ואיגרות החוב הממשלתיות ואלה של החברות, עלו בשיעור ניכר ברביע השלישי, תוך ירידה של מדדי הסיכון. בפרט - מדד המניות ת"א 25 עלה ב-16.3 אחוזים. העליות החלו עם הרגיעה הזמנית סביב משבר החוב באירופה, אך נמשכו גם כשהחשש סביב משבר החוב שב ועלה.
- **שוק הדיור:** מחירי הדירות המשיכו לעלות בקצב מהיר, בהשפעת סביבת הריבית הנמוכה והמחסור בהיצע. על אף הקצב המהיר, ניתוח היסטורי ארוך טווח מראה כי רמתם של מחירי הדירות אינה חורגת משמעותית מזו הנגזרת מגורמי היסוד בשוק הדיור. ואולם, התמדת קצב העלייה עלולה להביא לחריגה משמעותית יותר. הביקוש הגובר לדיור, עליית מחירי הדירות והשפל בריביות מלווים בקצבי גידול ניכרים במתן משכנתאות למשקי הבית, מרביתם בריבית משתנה שאינה צמודה למדד. להערכת בנק ישראל רמת מחירי הדירות אינה משקפת בועה ואינה בבחינת סיכון ממשי ליציבות המערכת הפיננסית בישראל – בין היתר, מפני שמרנותה היחסית של מערכת הבנקאות. על רקע התפתחויות אלה נקט בנק ישראל שני צעדים מקרו-יציבותיים מתונים בתחום האשראי למשכנתאות, (שעל הראשון הודיע בחודש מאי ועל השני באוקטובר), במטרה למנוע הינתקות של מחירי הדירות מגורמי היסוד בשוק הדיור - מצב שעלול ליצור סיכון פיננסי.

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

\*\* אף כי עיקר התקופה הנסקרת היא הרביע השלישי של 2010, נסקרות גם התפתחויות חשובות שהיו ידועות עד 25 אוקטובר 2010 - מועד החלטת הריבית לחודש נובמבר.

- **המדיניות המוניטרית:** ברביע השלישי וגם אחריו המשיך בנק ישראל בצמצום מידת ההרחבה המוניטרית, לנוכח העלייה בסביבת האינפלציה, התרחבות הפעילות המשקית והמשך העלייה המהירה של מחירי הדירות. זאת באמצעות העלאת ריבית בנק ישראל לחודשים יולי ואוקטובר ב-0.25 נקודת בסיס, כך שריבית נובמבר עומדת על 2.0 אחוזים. העלאות הריבית הביאו גם לגידול פער הריביות מול חו"ל, ובכך חיזקו את הלחץ לייסוף. על כן העלה בנק ישראל את הריבית בהדרגה, תוך שילוב צעדים מקרו-יציבותיים מתונים כאמור, לטיפול נקודתי בשוק הדיור.
- **תחזית חטיבת המחקר בבנק ישראל:** להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הבאים יעמוד על כ-2.5 אחוזים. המשך העלייה בסעיף הדיור ימשיך להיות הגורם האינפלציוני המרכזי. הצמיחה בשנים 2010 ו-2011 תסתכם, להערכת הבנק, ב-4.0 ו-3.8 אחוזים, בהתאמה, כך שעודף כושר הייצור יצטמצם במהלך שנים אלה. שיעור האבטלה, שירד לסביבה הקרובה לתעסוקה מלאה, צפוי להישאר בסביבה נמוכה זו (כ-6.0 אחוזים ב-2011). תחזיות אלה צפויות להתממש במקביל לתהליך הדרגתי של העלאת ריבית בנק ישראל.

## 1. הרקע והאינפלציה

לשם ניהול המדיניות המוניטרית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות מאפשר לבחון בריצפות את תגובת השווקים ואת השלכותיה הצפויות על האינפלציה, וכך לקבוע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד יציבות המחירים, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירת יציבות בשווקים הפיננסיים. במהלך הרביע השלישי של 2010 המשיך בנק ישראל בתהליך ההדרגתי של החזרת הריבית לרמתה הנורמלית, ונקט מדיניות התואמת את הערכת ההשפעות הבאות על המשק: (1) אי-ודאות גוברת לגבי המשך התאוששות המשק העולמי לנוכח הרפיון בשוקי העבודה, חולשת מגזר הנדל"ן בארה"ב ומשבר החוב באירופה, אשר הניעו את הבנקים המרכזיים המובילים לשוב ולדחות את המועד הצפוי של העלאת הריבית. (2) המשך ההתאוששות במגזר הריאלי, ובפרט שיפור ניכר בשוק העבודה. (3) סביבת אינפלציה התואמת את יעד יציבות המחירים, אך זאת בהרכב לא מאוזן - עלייה מהירה בסעיף הדיר (המבטא את מחירי שכר הדירה) ועלייה מתונה מאוד של יתר המדד. (4) עלייה מהירה של מחירי הדירות. (5) המשך הכוחות לייסוף שער החליפין.

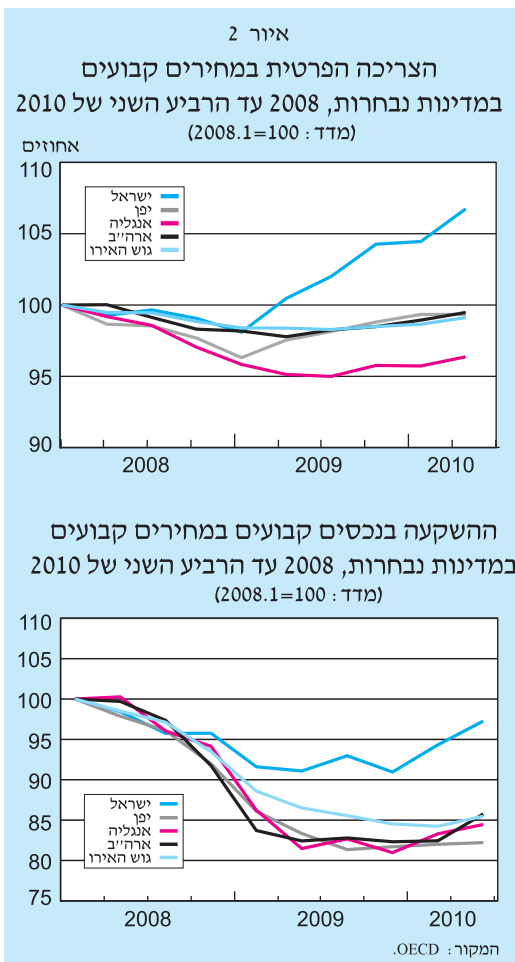
להלן יתוארו ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית, בשער החליפין, בפעילות הריאלית, בפעילות הפיננסית ובאינפלציה, התפתחויות שעמדו ברקע להחלטות בנק ישראל על המדיניות המוניטרית.

### א. הסביבה העולמית

#### (1) הפעילות הריאלית והיציבות הפיננסית בעולם

צמיחת הכלכלה העולמית ברביע השני של 2010 נשענה כמעט רק על ההרחבה המוניטרית יוצאת הדופן, תוכניות ההמרצה הפיסקליות וההשקעה במלאים. על פי נתוני החשבונאות הלאומית<sup>1</sup>, נמשכה ברביע השני של 2010 צמיחת התוצר העולמי: הצמיחה בארה"ב (1.7 אחוזים) וביפן (1.5 אחוזים) הייתה חיובית, אך נמוכה מאשר בשני הרביעים הקודמים, ואילו באירופה הואצה הצמיחה ל-4.1 אחוזים, במידה רבה בזכות גידול היצוא מגרמניה, אשר נהנתה מפחות מטבע האירו בעקבות משבר החוב באירופה, שהחריף בחודש אפריל. צמיחת הסחר העולמי אף הואצה ביחס לקצב צמיחתו מאז המחצית השנייה של 2009 (איור 1). עם זאת, הצמיחה במשקים הגדולים שברירת; היא נשענה כמעט לחלוטין על ההרחבה המוניטרית יוצאת הדופן - הריביות האפסיות, תוכניות ההמרצה הפיסקליות וחידוש המלאים (השקעה נרחבת בהם לאחר תקופה ארוכה של צמצום). הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים אינן מראות סימני התאוששות (איור 2), ויש חשש כי עם התפוגגות השפעתן של תוכניות ההרחבה הפיסקליות, שמרביתן כבר הסתיימו, ואף מעבר לריסון, הנדרש

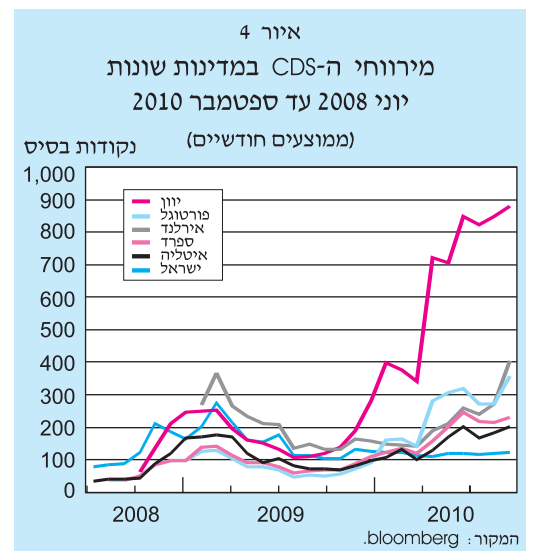
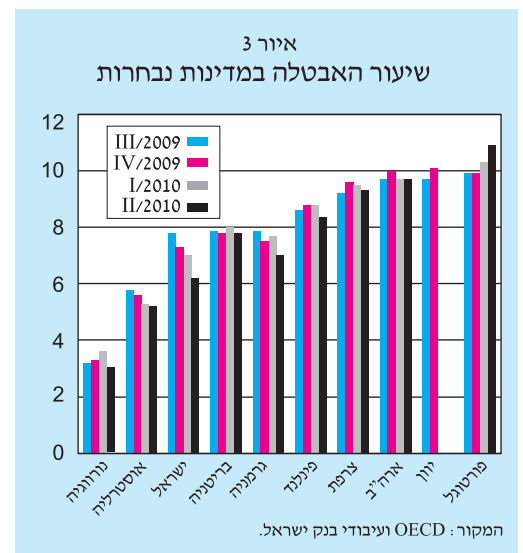
<sup>1</sup> נתוני החשבונאות הלאומית מבוטאים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.

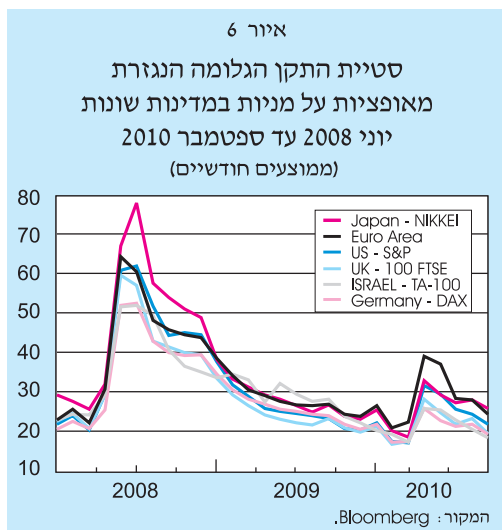


בשל הגירעונות הגדולים ומשבר החוב באירופה, יואט קצב ההתרחבות הגלובלית. ואכן, אינדיקטורים כגון הייצור התעשייתי במדינות המפותחות והמתפתחות ואומדנים חודשיים של הסחר העולמי מלמדים כי הצמיחה התמתנה כבר ברביע השלישי. שלוש חולשות מרכזיות מעיבות על יכולתה של הכלכלה העולמית לחזור למסלול צמיחה תוך צמצום עודפי כושר הייצור - רפיון בשוקי העבודה, חולשתו של מגזר הנדל"ן בארה"ב ומשבר החוב שפרץ השנה באירופה. לעומת ההתפתחויות בארה"ב ובאירופה, נמשכת הצמיחה המהירה באסיה, ובעיקר בסין. במהלך ארבעת הרבעים האחרונים (שנסתיימו ברביע השלישי של 2010) צמח התוצר הסיני ב-9.6 אחוזים, עם התפוגגות השפעתם של צעדי מדיניות לצינון הפעילות הכלכלית.

**הרפיון בשוקי העבודה במשקים הגדולים והבעיות במגזר הנדל"ן בארה"ב אינם מאפשרים לצריכה הפרטית ולהשקעה בנכסים קבועים להתאושש ולהחליף את תמריצי המדיניות.** בשל אי-הוודאות יוצאת הדופן לגבי התאוששות הכלכלה העולמית פירמות נמנעות מהשקעות ומגויס עובדים. לפיכך נותרו שיעורי האבטלה בארה"ב ובאירופה ברמות הגבוהות מאוד שאליהן הם הגיעו, ללא סימני התאוששות (איור 3). יתר על כן, שיעורי האבטלה בקרב צעירים גבוהים במיוחד (בספרד ובבריטניה), מספרם של המובטלים הכרוניים נמצא בשיא, ושיעור ההשתתפות יורד בהתמדה (ארה"ב). חולשה זו בשוק העבודה מונעת התאוששות בצריכה הפרטית על אף רמותיהן הנמוכות של הריביות. מצבו של מגזר הנדל"ן בארה"ב עדיין עגום, על אף שיפור מסוים באוגוסט: בתחילת הרביע נרשמה במכירת הבתים ירידה, המשאירה מלאי גדול של בתים לא מכורים, התחלות הבנייה בשפל, והבנקים החלו להרחיב את עיקול הבתים. יש לציין שהחולשה הבולטת בשוק הנדל"ן בתחילת הרביע נבעה גם מסיומה של תוכנית הסיוע לרוכשי הבתים, דבר המעיד שמגזר הנדל"ן בארה"ב תלוי במידה מכרעת בתמיכה ממשלתית. ואכן, ממשלת ארה"ב פתחה באוגוסט בתוכנית נוספת, בהיקף של מיליארד דולרים, לסיוע לבעלי משכנתאות מובטלים שיש להם פוטנציאל טוב להתגבר על המשבר.

**על אף תוכניות הסיוע למדינות אירופה הנתונות בקשיי חוב, אי-הוודאות והחששות מהחרפת המשבר נותרו גבוהים בסופו של הרביע השלישי.** בחודש יולי נראה היה כי משבר החוב באירופה שוכך, הודות לתוכניות הסיוע של קרן המטבע הבין-לאומית והבנק המרכזי של אירופה למדינות הבעייתיות (יוון, פורטוגל, איטליה וספרד), לצד נקיטת צעדים פיסקליים מרסנים במדינות אלה. אופטימיות זו באה לידי ביטוי בהנפקות אג"ח בתשואות נמוכות יחסית על ידי ממשלות ספרד, פורטוגל ואפילו יוון, לצד ירידה במירווחי ה-CDS של מדינות אירופה הבעייתיות ביולי (איור 4). בתקופה זו גם החלו מחירי המניות בעולם לעלות מן השפל שאליו הם צללו עם פרוץ משבר החוב האירופי בחודש אפריל (איור 5). עם זאת, תנופת השיפור לא החזיקה מעמד, וכבר במהלך אוגוסט וספטמבר התחדשו החששות לגבי יכולתן של מדינות אירופה הבעייתיות, שאליהן הצטרפה גם אירלנד, לעמוד בחובותיהן. הדבר התבטא בהתרחבות מחודשת





של מירווחי ה-CDS, לעיתים גבוהות מאלו ששררו בשיאו של המשבר, בחודש מאי. אולם, שלא כפי שאירע אז, מחירי המניות לא הגיבו בירידות חדות, וסטיית התקן הגלומות באופציות עליהם הוסיפו לרדת מהשיא שאליו הגיעו במאי (איור 6). התפתחות זאת תומכת באפשרות שעליית מחירי המניות במהלך הרביעי השלישי היא במידה רבה תוצאת רמות הריבית האפסיות של הבנקים המרכזיים, ואולי אף תוצאת ציפיות לחידוש הצעדים הבלתי שגרתיים, המניעות משקיעים לחפש תשואה בנכסים מסוכנים יותר.

## (2) האינפלציה בעולם

**האינפלציה בעולם נותרה מרוסנת על אף עליות במחירי המזון.** האינפלציה נותרה מרוסנת בארה"ב ובאירופה (מעט מעל אחוז), בעיקר מפני עודפי כושר ייצור, הדשדוש בביקושים המקומיים והרפיון בשוקי העבודה. ביפן שיעור האינפלציה השנתי שלילי מאז 2009, דבר המעלה את החשש מדפלציה מתמשכת לצד הצמיחה החלשה. עם זאת נמשכה במהלך הרביעי עלייה של מחירי הסחורות החקלאיות בעולם; אלה עלו בשנים עשר החודשים האחרונים בלמעלה מ-20 אחוזים (איור 7), במידה רבה בהשפעת תנאי מזג אוויר בעייתיים ושריפות, שצמצמו את היצע הסחורות העולמי. התפתחות זו יכולה להביא לעלייה מתונה של האינפלציה במדינות המפותחות, אשר צפויה להישאר נמוכה גם בשנה הקרובה, אך היא תשפיע יותר על האינפלציה במדינות המתפתחות, שבהן למוצרי מזון משקל רב יותר בסל הצריכה. כך למשל עלתה האינפלציה השנתית בסין משיעורים שליליים ב-2009 ל-3.6 אחוזים בספטמבר, על רקע העלייה של מחירי המזון.

## (3) המדיניות המוניטרית בעולם

**המדיניות המוניטרית בעולם, ובעיקר במשקים הגדולים, נותרה מרחיבה ביותר גם במהלך הרביעי השלישי של 2010.** הבנקים המרכזיים בארה"ב, באירופה, ביפן ובבריטניה שמרו על רמות הריבית המינימליות שאלהן הגיעו במהלך 2009 (איור 8). יתירה מכך – לנוכח ההרעה בהערכות בעניין היציאה מהמשבר, המועד הצפוי בשווקים לתחילת העלאות הריבית נדחה לסוף 2011, ואף מעבר לכך. בתוך כך הודיעו הבנקים המרכזיים במדינות אלו על צעדים מרחיבים נוספים: ה-Fed הודיע כי ישמור על היקף ההחזקות בניירות הערך שרכש, וכן שיהיה מוכן להרחיב מדיניות זו במידת הצורך; ה-ECB החליט כי ימשיך לספק נזילות ללא הגבלה לפחות עד תחילת השנה הבאה, והבנק המרכזי של יפן הרחיב את תוכנית ההלוואות לבנקים המסחריים.

**מדיניות ההתערבות בשער החליפין גברה במהלך הרביעי.** הבנק המרכזי של יפן רכש מט"ח, לראשונה מאז 2004, במטרה לבלום את ייסוף שער החליפין של היין. התערבות זו בשוק מטבע החוץ חוברת אל התערבותם של בנקים מרכזיים אחרים – באסיה, באמריקה הלטינית, בשווייץ וב ישראל – שבמהלך השנה האחרונה מנסים למנוע ייסוף חריג בשערי החליפין שלהם. תופעה זו עלתה אל מרכז השיח הבין-לאומי, אך עד סוף הרביעי השלישי טרם התבהר לאן היא מתפתחת.

לוח 1  
מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובחו"ל  
(שיעורי השינוי)

| אירופה    |          |      |      | ארה"ב     |          |      |       | ישראל     |          |      |      |                                            |
|-----------|----------|------|------|-----------|----------|------|-------|-----------|----------|------|------|--------------------------------------------|
| *2010/III | *2010/II | 2009 | 2008 | *2010/III | *2010/II | 2009 | 2008  | *2010/III | *2010/II | 2009 | 2008 |                                            |
| 0.3       | 2.4      | 0.9  | 1.6  | 0.9       | 0.6      | 2.7  | 0.1   | 5.0       | 6.3      | 3.9  | 3.8  | מדד המחירים הכללי                          |
| 2.2       | 0.5      |      |      | 2.7       | -1.5     |      |       | 5.0       | 2.2      |      |      | מדד המחירים הכללי                          |
| 0.8       | 8.9      | 1.8  | -3.7 | -3.2      | 3.3      | 18.2 | -21.3 | 3.1       | -5.7     | 13.0 | -9.5 | מנוכה עונתיות <sup>1</sup>                 |
|           |          |      |      |           |          |      |       |           |          |      |      | אנרגיה <sup>2</sup>                        |
| 3.2       | 1.7      | 0.7  | 3.5  | 1.8       | 0.4      | -0.5 | 5.9   | 3.5       | 0.0      | 1.1  | 9.1  | מזון (ללא פירות וירקות)                    |
| -3.0      | 2.6      | -1.5 | 2.8  | -4.5      | -11.6    | -3.0 | 3.4   | 71.0      | 19.7     | 8.4  | -2.0 | פירות וירקות                               |
| 0.1       | 1.3      | 1.9  | 2.2  | -0.3      | 1.4      | -0.3 | 2.4   | 14.3      | 9.7      | 5.6  | 12.1 | דיוור                                      |
| 0.4       | 1.7      | 1.0  | 2.1  | 0.7       | 1.3      | 1.8  | 1.7   | 3.0       | 8.2      | 3.4  | 4.5  | מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות |

<sup>1</sup> מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות לאירופה אינו כולל מוצרי טבק.

<sup>2</sup> מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

\* במונחים שנתיים.

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

לוח 2  
התפתחות התוצר, האינפלציה, שער החליפין והריבית במדינות שהעלו את הריבית השנה

| ישראל | נורווגיה | שוודיה | ניו-זילנד | אוסטרליה | קנדה  |                    |                              |
|-------|----------|--------|-----------|----------|-------|--------------------|------------------------------|
| 3.8   | 2.5      | 2.5    | 2.6       | 3.4      | 2.6   | 2009-1995          | צמיחת התמ"ג                  |
| 4.2   | 0.8      | -0.4   | -0.2      | 2.1      | 0.5   | 2008               |                              |
| 0.8   | -1.4     | -5.1   | -1.7      | 1.2      | -2.5  | 2009               |                              |
| 4.0   | 0.6      | 4.4    | 3.0       | 3.0      | 3.1   | *2010              |                              |
| 2.0   | 2.0      | 1.5    | 2.7       | 3.2      | 2.1   | 2009-2000          | האינפלציה השנתית             |
| 3.9   | 2.0      | 0.9    | 2.0       | 2.1      | 1.3   | 2009               |                              |
| 2.2   | 1.6      | 1.6    | 4.1       | 3.1      | 2.1   | *2010              |                              |
| -3.0  | -6.4     | -10.1  | -17.1     | -21.4    | -14.6 | הנומניאלי האפקטיבי | ייסוף שער החליפין מאז 2009/I |
| -5.3  | -6.0     | -8.4   | -17.3     | -22.4    | -14.2 | הריאלי האפקטיבי    | ועד אוגוסט 2010              |
| 4.3   | 5.8      | 4.3    | 7.5       | 7.0      | 3.0   | ספטמבר 2008        | הריבית של הבנקים המרכזיים    |
| 0.5   | 1.3      | 0.3    | 2.5       | 3.0      | 0.3   | יולי 2009          |                              |
| 1.8   | 2.0      | 0.8    | 3.0       | 4.5      | 1.0   | ספטמבר 2010        |                              |

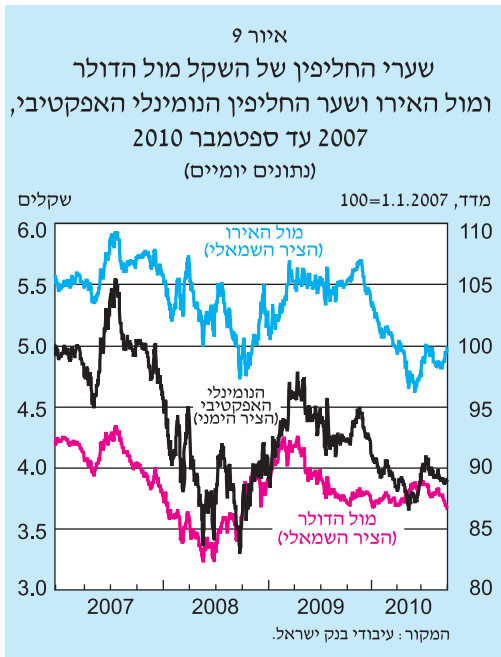
\* תחזית קרן המטבע מתוך: World Economic Outlook, October 2010; לגבי ישראל - הערכות חטיבת המחקר.  
המקור: OECD, BIS, WEO, אתרי הבנקים המרכזיים ועיבודי בנק ישראל

**הבנקים המרכזיים במדינות שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים האחרונים המשיכו להעלות את הריביות.** מאז תחילת השנה מספר בנקים במדינות מפותחות, שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים האחרונים – של שבדיה, קנדה, נורווגיה, ניו-זילנד ואוסטרליה – העלו את הריבית בשיעורים של 0.25 עד 0.75 נקודות האחוז. המשותף למשקים אלה ולישראל הוא שהתנאים המקרו-כלכליים השוררים בהם היום אינם משבריים בעוד שסביבת הריביות נמוכה מאוד (לוח 2): אמנם ברוב המדינות המשבר פגע בצמיחה בשנים 2008-2009 אך על פי ההערכות כבר ב-2010 שיעור הצמיחה בהן יהיה קרוב לרמתו ארוכת הטווח. גם האינפלציה במדינות אלה אינה נמוכה מדי היום, ולא הייתה נמוכה מדי בשיאו של המשבר. לנוכח חוזקן היחסי של אותן מדינות, ובכללן ישראל, הן חוות תהליך של ייסוף בשער החליפין האפקטיבי שלהן (הן הנומינלי והן הריאלי), הנתמך בפתיחת פערי ריביות מול שותפות הסחר.

## ב. התפתחות שער החליפין של השקל

**שער החליפין הנומינלי האפקטיבי<sup>2</sup> היה יציב בסיכומו של הרביע השלישי, אף על פי שהכוחות לייסוף המשיכו לפעול.** בסיכום הרביע השלישי של 2010 נותר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ללא שינוי, תוך ייסוף של השקל ב-5.4 אחוזים ביחס לדולר ופיחות של 4.8 אחוזים ביחס לאירו (איור 9). הסתכלות על התפתחותו של שער החליפין במשך תקופה ארוכה מעט יותר, מאז הרביע השני של 2009, מצביעה על תהליך מתמשך של התחזקות השקל כנגד הסל האפקטיבי. בסך הכול הוא התחזק בתקופה זו ב-7.5 אחוזים. הגורמים המרכזיים שהביאו לייסוף המתמשך הוסיפו לפעול גם ברביע השלישי ובשבועות שאחריו: (1) העודף בחשבון השוטף – לנוכח חוזקו של מגזר היצוא הישראלי בארבעת הרבעים האחרונים נצבר עודף של כ-8 מיליארדי דולרים (איור 10), וברביע השני הייתה האצה מסוימת, ל-9.2 מיליארדים במונחים שנתיים. (2) הגדלת פער הריביות בין ישראל למשקים הגדולים, כתוצאה מהעלאת ריבית בנק ישראל לחודש אוגוסט והצפי שהיה להמשך העלאה הדרגתית במהלך השנה, בד-בבד עם דחיית המועד הצפוי לתחילת הריסון המוניטרי במשקים המפותחים. (3) הצמיחה הנאה של הביקושים והתוצר בישראל לעומת דשדושם אצל שותפות הסחר יוצר לחץ לייסוף ריאלי (היכול להתבטא בייסוף נומינלי או עליית מחירים מקומית). כנגד גורמים אלה פעלו המשך רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל למיתון התחזקותו של השקל, כך ששער החליפין האפקטיבי היה יציב, למשל לעומת שערן של השקל כנגד הדולר.

**ברביע השלישי נבלמה מגמת הייסוף הריאלי המאפיינת את המשק מאז הרביע השני של 2009.** ברביע השלישי של 2010 נבלמה הירידה



<sup>2</sup> שער החליפין הנומינלי האפקטיבי מחושב כממוצע משוקלל של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקלות הסחר של ישראל עם מדינות אלו.

בשער החליפין הריאלי האפקטיבי (REER)<sup>3</sup>, והוא אף עלה ב-0.4 אחוז (איור 11). עם זאת רמתו עדיין מיוספת ב-9.0 אחוזים יחסית לזו ששררה באפריל 2009. הייסוף הריאלי נוצר הן דרך ייסוף שער החליפין הנומינלי, כפי שתואר לעיל, והן בשל האינפלציה בישראל, שהיא גבוהה ביחס לאינפלציה בשותפות הסחר שלה.

### ג. ההתפתחויות הריאליות

**נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני של 2010 העידו על המשך צמיחת המשק הישראלי תוך התבססות על היצוא, הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים - אולם אי-וודאות אופפת את מידת התמדתה של הצמיחה ברביעים הבאים.** על פי נתוני החשבונאות הלאומית, התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע השני בקצב גבוה של 4.5 אחוזים - האצה ביחס לרביעים הקודמים, שבהם הוא צמח ב-3.7 - 4.3 אחוזים (איור 12)<sup>4</sup>. זאת הודות לעלייה ברכיבי הביקוש העיקריים - היצוא, הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים. מכלול האינדיקטורים לגבי הפעילות ברביע השלישי של 2010 מצביע על התמתנות מסוימת בקצב הצמיחה, יחסית לקצב הגבוה של הרביע השני; זו משקפת בעיקר את הירידה ביצוא. סקר החברות של בנק ישראל מצביע על המשך הצמיחה, ובקצב גבוה מזה של הרביע הקודם, והמדד המשולב למצב המשק עלה בסיכומו של הרביע, אמנם בשיעור נמוך מאשר במחצית הראשונה של השנה. כנגד אלה, ירידה של סחר החוץ במונחי דולרים יכולה להעיד על התמתנות הצמיחה.

**נתוני הרביע השני הוסיפו להצביע על התאוששות מהירה ומרשימה של היצוא מן המשבר העולמי. יחד עם זאת, לנוכח רמתו הגבוהה של היצוא, החששות מהאטה משמעותית בעולם וייסוף שער החליפין הריאלי, הוא עלול להתמתן בהמשך השנה.** התאוששות היצוא מן המשבר נמשכה ברביע השני של השנה, והוא צמח בקצב חריג של 25.6 אחוזים, לנוכח עלייה חדה של יצוא התרופות. לנוכח הרמה הגבוהה יחסית שאליה הגיע היצוא, יחד עם עודף ניכר בחשבון השוטף עלול גידולו של היצוא להתמתן בהמשך השנה. ואכן, בנתוני יצוא הסחורות לרביע השלישי מסתמנת ירידה יחסית לרביע השני (במונחי דולרים). התמתנות משמעותית יותר ביצוא אפשרית במקרה של התדרדרות מחודשת בסחר העולמי, בגלל קשייהן של המדינות הגדולות - ארה"ב, אירופה ויפן - לצאת מן המשבר. אמנם ברביעים האחרונים גדל משקל הסחר שלנו עם מדינות אסיה - עדות ליכולתו של היצוא הישראלי להתאים את עצמו להתפתחויות לא מאוזנות בעולם -<sup>5</sup> אך חשוב לזכור כי התדרדרות במשקים הגדולים עלולה לגרור אחריה את המשקים המתפתחים, כך שאפשרות הסתת הסחר תצטמצם. על זה יש להוסיף את הלחץ המתמיד לייסוף שער החליפין הריאלי (שחלק



<sup>3</sup> שער החליפין הריאלי האפקטיבי מוגדר כשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, מתוקן בגין האינפלציה של ישראל ביחס לזו של שותפות הסחר שלה.

<sup>4</sup> כל נתוני הצמיחה של רכיבי החשבונאות הלאומית הם מנוכחי עונתיות במונחים שנתיים.

<sup>5</sup> פירוט ראו בחלק ב של סקירת "ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 128".

### לוח 3

#### התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

| 2010/II | 2010/I | 2009/IV | 2009/III | 2009/II | 2009/I | 2009  | 2008 | 2007 |                                                |
|---------|--------|---------|----------|---------|--------|-------|------|------|------------------------------------------------|
| 4.5     | 3.7    | 4.3     | 3.9      | 1.1     | -2.8   | 0.8   | 4.2  | 5.3  | התוצר המקומי הגולמי                            |
| 5.2     | 4.5    | 4.3     | 3.8      | 1.7     | -4.9   | 0.1   | 4.7  | 5.9  | התוצר של המגזר העסקי                           |
| 16.4    | 13.0   | 7.6     | 14.8     | -0.4    | -40.0  | -12.3 | 7.2  | 13.7 | היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים |
| 8.5     | 0.0    | 9.0     | 6.1      | 10.1    | -3.8   | 1.7   | 3.0  | 6.3  | הצריכה הפרטית                                  |
| 4.0     | 2.6    | 9.0     | 3.3      | 6.4     | 1.0    | 2.6   | 1.8  | 5.1  | מזה : הצריכה הפרטית ללא בני קיימא              |
| -1.1    | 1.4    | 1.4     | -0.8     | 5.1     | 1.7    | 2.5   | 2.6  | 3.1  | הצריכה הציבורית                                |
| -0.2    | -1.9   | 0.6     | 0.8      | 7.0     | 4.1    | 4.0   | 2.7  | 3.7  | מזה : הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני         |
| -22.5   | 71.4   | -34.0   | -3.4     | -17.5   | -20.5  | -8.9  | 2.4  | 11.3 | ההשקעה המקומית הגולמית                         |
| 13.1    | 15.7   | -8.4    | 8.7      | -2.4    | -16.3  | -5.8  | 3.9  | 14.7 | מזה : בנכסים קבועים                            |
| 25.6    | 4.4    | 31.7    | 9.5      | -5.7    | -31.0  | -10.0 | 11.3 | 10.3 | היצוא ללא יהלומים                              |
| 26.5    | 6.4    | 25.9    | 9.2      | 0.1     | -32.5  | -9.5  | 10.5 | 10.9 | מזה : היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק        |

המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

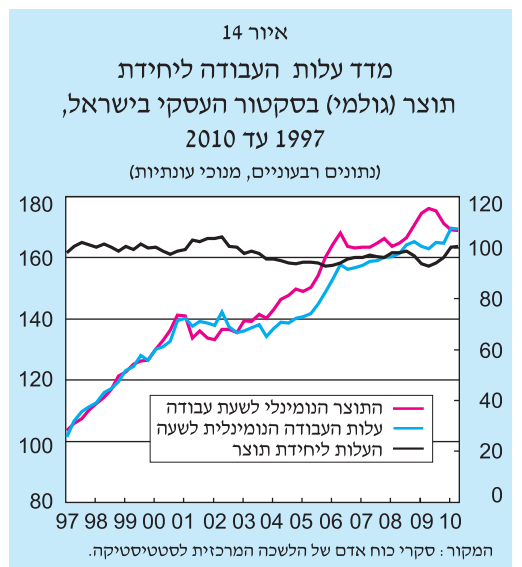
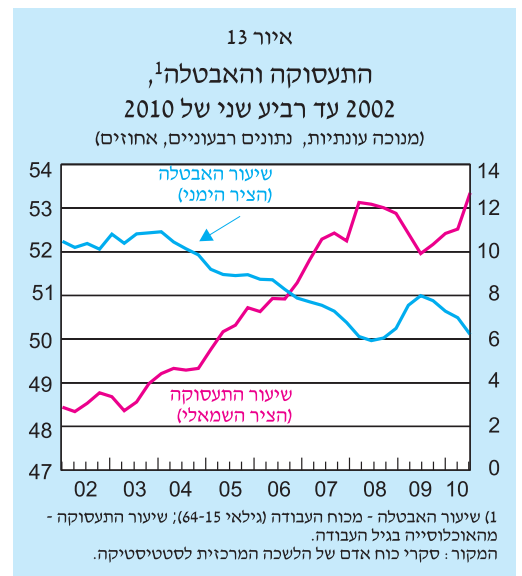
ממנו נובע מחוזקו של מגזר היצוא - דרך ייסוף נומינלי או דרך עליית מחירים מקומית, הלוחצת לעליית השכר בכל המגזרים, לרבות היצוא; הייסוף הריאלי פוגע ברווחיות היצוא ומביא לירידה בהיצעו.

**גידול הביקושים המקומיים העיקריים - הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים - מעיד על אופטימיות לגבי התבססות הצמיחה, על השיפור בשוק העבודה ועל השפעתה של הריבית הריאלית הנמוכה.** גידול הצריכה הפרטית גם הוא המשך להתרחבותה ברביעים קודמים. התרחבות זו נשענה על: (1) ריבית ריאלית נמוכה לטווח קצר; (2) אופטימיות לגבי התבססות ההתאוששות בישראל, כפי שלמדים מהרמה הגבוהה של מדד אמון הצרכנים; ו-(3) שיפור מתמיד בשוק העבודה, כפי שמתבטא בירידת שיעור האבטלה ובעליית שיעור ההשתתפות. ייתכן כי ברביע השלישי התמתן במידה מסוימת גידול הצריכה הפרטית; כך עולה מירידת יבוא הסחורות של מוצרי צריכה. לראשונה מאז תחילת המשבר מסתמנת מגמת התאוששות גם בהשקעה בנכסים קבועים, ביטוי לאופטימיות לגבי היציאה מהמשבר בקרב הפירמות ולהשפעת הריבית הריאלית הנמוכה, המעודדת השקעה בנכסים בעלי סיכון, כהשקעה בענפי המשק. הגידול המתואר של הביקושים נענה גם על ידי התרחבות ניכרת של היבוא, שצמח ב-16.4 אחוזים. התרחבות היבוא כמקור לסיפוק הביקושים נתמכה בייסוף הריאלי, שנמשך מאז היציאה מהמשבר באמצע 2009.

**ביקוש גובר לעובדים הביא לשיפור ניכר בשוק העבודה ברביע השני; עם זאת נראה שקצב השיפור התמתן ברביע השלישי, על רקע התקרבות המשק לתעסוקה מלאה.** נתונים מסקר כוח האדם לרביע השני הצביעו על ירידה של נקודת אחוז בשיעור האבטלה, ל-6.2 אחוזים, קרוב לרמה שנרשמה ערב המשבר, ברביע השני של 2008 – 5.8 אחוזים (איור 13). התפתחות זו מבטאת ככל הנראה גידול של הביקוש לעובדים - תוצאה מקצבי הצמיחה הגבוהים יחד עם רמתו הנמוכה של מלאי ההון, שנבעה משיעור ההשקעה הנמוך בתקופת המשבר. גם עליית שיעור ההשתתפות, מ-56.3 ל-56.9 אחוזים, יכולה לנבוע מגידול הביקוש לעבודה, המגביר את הסיכוי למצוא משרה, וכך פועל להצטרפותם של משקי בית נוספים לכוח העבודה – תופעה המאפיינת מחזורי עסקים חיוביים. ואולם יש לסייג תמונה זו, שכן התרחבות התעסוקה נבעה מגידול מספרן של המשרות החלקיות (6.5 אחוזים), תוך ירידה מסוימת במספר המשרות המלאות (אחוז אחד), כך ששך תשומת העבודה כמעט לא גדלה ברביע השני. מבדיקה שנערכה בבנק ישראל עולה כי גידול מספרן של המשרות החלקיות אינו משקף אבטלה לא-נמדדת, משום שחלקם של העובדים במשרה חלקית שלא-מרצון (עובדים שהיו פנויים והיו מעוניינים לעבוד במשרה מלאה) בכוח העבודה לא גדל. על פי אינדיקטורים ראשונים לשוק העבודה ברביע השלישי ייתכן שמגמת השיפור נבלמה: קצב הגידול של מספר המשרות הפנויות, על פי סקר המעסיקים של משרד התמ"ת, ושל מספר משרות השכיר, התמתנו ברביע השלישי, ונעצרה הירידה בתביעות לתשלום דמי אבטלה. (עדיין נראה כי מצב שוק העבודה ברביע השלישי טוב בממוצע מאשר ברביע השני). ייתכן כי בלימה זו בשיפור אינה מעידה על הרעה במצב המשק, אלא על התקרבותו לתעסוקה מלאה, מצב שבו קשה להיענות לביקושים על ידי הרחבת תשומת העבודה.

**התגברות הביקוש לעובדים הביאה להתאוששות בשכר הריאלי.** המנגנון אשר דרכו התרחבות הביקוש בשוק העבודה יכולה להתבטא בלחץ אינפלציוני הוא השכר, שהוא רכיב עלות חשוב בפעילות המשקית המקומית. התרחבות הביקוש בשוק העבודה התבטאה בהתאוששות השכר הריאלי לשעת עבודה במונחי היצרן, כך שהוא חזר במחצית הראשונה של השנה לסביבתו טרם המשבר (במחצית הראשונה 2008). עם זאת, רמתו של השכר הריאלי למשרת שכיר במונחי מדד המחירים לצרכן, שגם הוא החל להתאושש, עדיין נמוכה בכ-3 אחוזים מרמתו לפני המשבר.

**פוחתת השפעתו המרסנת של עודף כושר הייצור, שהולך ונסגר, על האינפלציה.** מבחינת מכלול ההתפתחויות בתחום הריאלי נראה כי עודף כושר הייצור נמצא בעיצומו של תהליך סגירה, אף כי התוצר עדיין נמוך מרמתו הפוטנציאלית. מעידים על כך קצב הצמיחה המהיר, המאפיין תהליך של סגירת עודף כושר ייצור, העלייה המתונה של השכר הריאלי למשרת שכיר ושיעור האינפלציה, שבניכוי רכיב הדיוור הוא מתון מאוד. להתרחבות ההיצע תפעל גם תחילת ההתאוששות של ההשקעה בנכסים קבועים; זו תתבטא בעלייה של מלאי ההון במשק, אשר נפגע

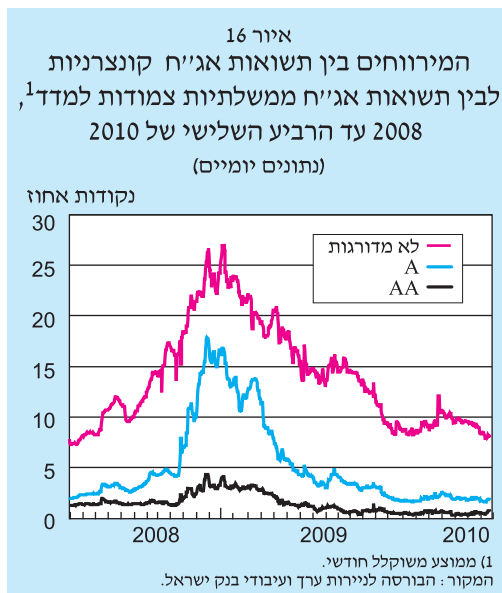
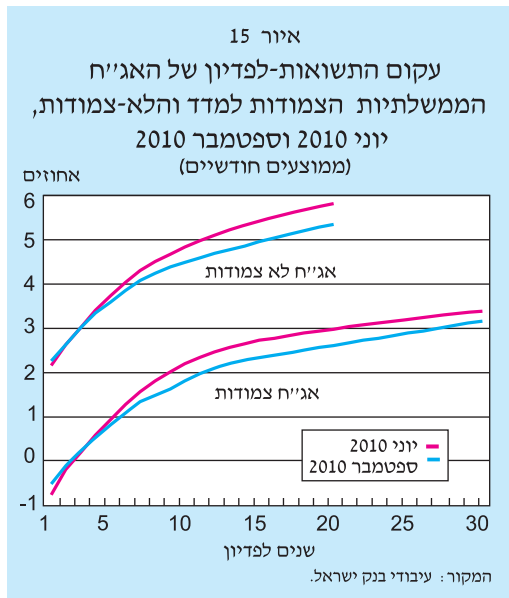


כתוצאה מירידת שיעור ההשקעה בזמן המשבר. נראה אפוא כי הלחצים האינפלציוניים מהפעילות הריאלית ושוק העבודה אינם משמעותיים לעת עתה. עם זאת, ככל שעודף כושר הייצור ימשיך להיסגר, השפעתו המרסנת על האינפלציה תלך ותפחת. גם שיעור הנמוך מאוד של האבטלה יקשה על התרחבות נוספת של תשומת העבודה ללא לחץ לעליית שכר, שעלולה להתגלגל לאינפלציה.

#### ד. ההתפתחויות הפיננסיות

**שוקי המניות, בארץ ובעולם, גאו ברביע הנסקר: המחירים עלו בשיעורים חדים, ובמקביל ירדה סטיית התקן הגלומה בהם.** לאחר שהרביע השני של 2010 אופיין בגידול הסיכונים הפיננסיים - בשל משבר החובות שפרץ באירופה והוביל לירידות חדות של מחירי הנכסים תוך גידול אי-הוודאות - אופיין הרביע השלישי בתיקון חד כלפי מעלה, וזאת תוך מיתאם גבוה עם ההתפתחויות בעולם. בחודש יולי התמתנו החששות מפני התפשטות משבר החוב באירופה למדינות הגדולות, כך שנראה היה שפחתו הסיכונים הפיננסיים בשוק הון העולמי ובישראל. כמו בעולם, גם בישראל הדבר התבטא בבלימת העלייה בסטיית התקן הגלומה באופציות על מחירי המניות, אף מעבר לירידות, כך שעד תום הרביע שבו רמות הסיכון הגלומות לאלה ששררו לפני משבר החובות באירופה והמשבר הפיננסי בארה"ב (איור 6). ירידת הסיכונים הפיננסיים הניעה משקיעים לשוב ולרכוש נכסים מסוכנים, דבר שהתבטא בעליית מחירים בשוק המניות (איור 5). עליית מחירי המניות נמשכה במהלך כל הרביע, גם בחודש אוגוסט, כשהחמיר משבר החוב באירופה, כך שבסיכום הרביע עלה מדד מניות המעו"ף ב-16.3 אחוזים. נראה שהעלייה של מחירי המניות ברביע השלישי ביטאה תיקון לנפילות החדות שהתרחשו עם פרוץ משבר החובות באירופה, והסתייעה בפרסום נתונים ריאליים חיוביים על ישראל וברמת הריבית הנמוכה, המעודדת אף היא מעבר לנכסים מסוכנים.

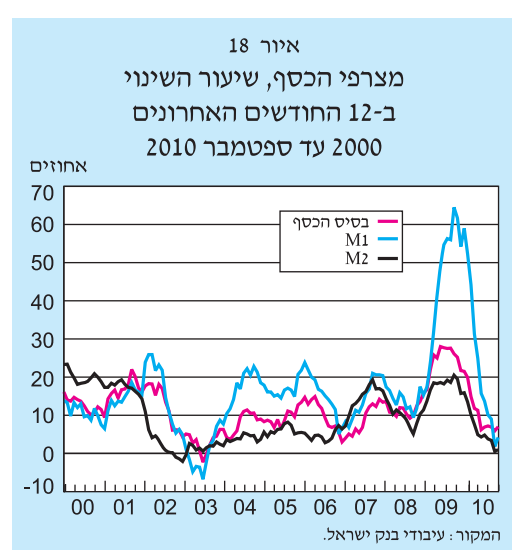
**תשואות האג"ח בכל האפיקים, ובפרט אג"ח החברות, ירדו במהלך הרביע.** התשואות בשוק איגרות הממשלתיות, הן הנומינליות והן הריאליות, ירדו במהלך הרביע (איור 15). הירידות בלטו במיוחד בטווחים הארוכים, כך שהשיפוע החיובי של עקומי התשואות התמתן - דבר המבטא גם ירידה במידת ההרחבה המוניטרית. ירידת התשואות נתמכה בירידת התשואות בשוק הממשלתי בארה"ב. ירידת התשואות על האג"ח הממשלתיות יחד עם האווירה האופטימית בשוק ההון ניכרו היטב בשוק אג"ח החברות. תשואותיהן-לפדיון ירדו במהלך הרביע השלישי כולו, תוך הצטמצמות המירווחים בין לבין תשואות האג"ח הממשלתיות (איור 16). הביקוש הגובר של הציבור לאג"ח חברות השתקף בגיוסים נטו גבוהים במיוחד בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח חברות. גידול הביקוש נוצל גם להגדלת ההנפקות בשוק הראשוני, והן עמדו ברביע השלישי על כ-13 מיליארדי שקלים, לעומת כ-10 מיליארדים בכל אחד משני הרביעים הקודמים.



**היקף האשראי למשכנתאות המשיך לגדול בקצב גבוה, ומרבית המשכנתאות החדשות ניתנו בריבית משתנה שאינה צמודה למדד.**

האשראי למשקי הבית הוסיף לעלות בקצב מהיר, בעיקר עם ההתרחבות של מתן האשראי למשכנתאות. סך המשכנתאות אשר ניתנו ב-12 החודשים שנסתיימו בספטמבר היה גבוה ב-42 אחוזים מאשר בשנה הקודמת. התרחבות הביקוש למשכנתאות נובעת במידה רבה מסביבת הריבית הנמוכה לכל הטווחים, ובפרט הארוכים, אשר באה לידי ביטוי גם בריביות הנגבות מנוטלי האשראי למשכנתאות (אזור 17). לעלייה בסכום המשכנתאות הנדרשות תורמות גם העלויות הניכרות של מחירי הדירות. (חשוב לציין כי יש כאן קשר סימולטני – הריבית הנמוכה, המוזילה את עלות המשכנתאות, מאפשרת הגדלה של הביקוש לדירות, וזה פועל לעליית המחירים). כמו ברביעים הקודמים, כ-50 אחוזים מהמשכנתאות החדשות שניתנו ברביע הנסקר היו בריבית משתנה שאינה צמודה למדד. שיעור זה אמנם נמוך מהשיא (כ-80 אחוזים) ששרר בתחילת 2009, כשריבית בנק ישראל הייתה בשפל, אך עדיין גבוה יחסית לעבר, אז ניתנו מרבית המשכנתאות בריבית קבועה וצמודה למדד. לעומת האשראי למשקי בית, סך האשראי למגזר העסקי עלה ב-12 החודשים (שנסתיימו באוגוסט) בשיעור מתון של 2.2 אחוזים בלבד. מאחר שסקר החברות של בנק ישראל אינו מצביע על קשיי מימון חריגים במגזר העסקי, ועל רקע גידול האשראי מהבנקים למשקי הבית, נראה כי קצב הגידול הממותן משקף ביקוש נמוך לאשראי; משמע שהשקעות הפירמות ממומנות במידה גוברת ממקורות פנימיים.

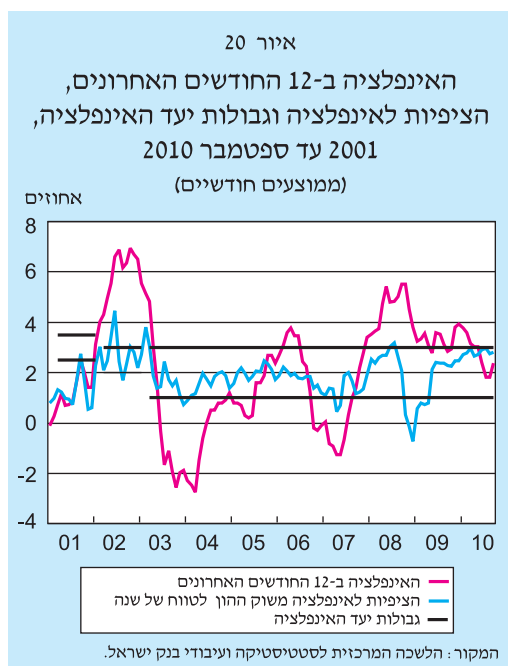
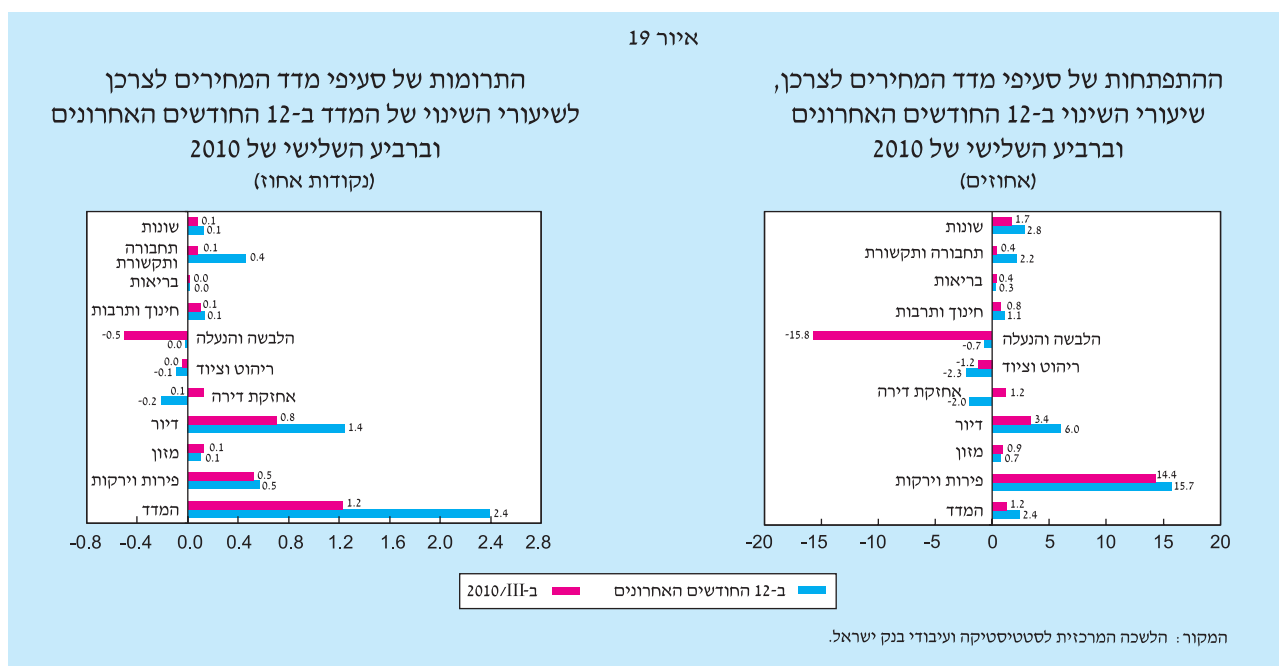
**ברביע השלישי התמתן במידה ניכרת קצב הגידול השנתי של מצרפי הכסף הצרים, עם תהליך ההתאמה כלפי מטה של כמות הכסף להעלאת הריבית.** עם המשך תהליך ההעלאה של ריבית בנק ישראל וגידול הביקוש לנכסים פיננסיים (שהתבטא בעליית מחירי המניות והאג"ח), נמשכה ברביע השלישי מגמת הירידה בקצב ההתרחבות השנתי של מצרפי הכסף הצרים (אזור 18): קצב הגידול השנתי של המצרף M1 עמד בספטמבר על 4.2 אחוזים בלבד, מתחת לקצב הגידול הרב-שנתי<sup>6</sup>, ומעט מתחת לקצב הגידול הנגזר רק מהתרחבות התוצר הנומינלי (כ-5 אחוזים). משמע שעלתה מהירות המחזור (velocity – התוצר הנומינלי ביחס לכמות הכסף). העלייה מבטאת תחילת התאמה כלפי מטה של כמות הכסף – שרמתה הייתה גבוהה ביותר, עקב הפחתת הריבית לשיעורים אפסיים – לתהליך ההדרגתי של העלאת הריבית אל סביבה נורמלית. התאמה זו יכולה להתבטא בהמשך גם בירידות משמעותיות של כמות הכסף, כשהציבור יצמצם את יתרת העו"ש שהוא מחזיק לטובת נכסים פיננסיים קצרי טווח הנושאים ריבית (למשל פיקדונות).



<sup>6</sup> קצב הגידול השנתי של מצרף הכסף M1 בשנים 2000-2010 הוא כ-17.5 אחוזים.

## ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

**ב-12 החודשים האחרונים עמד שיעור האינפלציה על 2.4 אחוזים** – בקרבת מרכז תחום יעד האינפלציה. בניכוי העלויות הניכרות בסעיף **הדיור עלה המדד ב-1.4 אחוזים בלבד**. מדד המחירים לצרכן עלה ברביע השלישי של 2010 בשיעור רבעוני גבוה של 1.2 אחוזים (גם בניכוי גורמי עונתיות); שיעור עלייה גבוה זה נובע מעליית סעיף הדיור במדד (המבטא את מחירי שכר הדירה), שעלה ב-3.4 אחוזים ותרם לעליית המדד 0.8 נקודת אחוז (איור 19). העלייה של סעיף הדיור במדד משקפת בחלקה



את ההתייקרות העונתית בחוזי שכר הדירה הנחתמים בחודשי הקיץ, אך גם את לחצי הביקוש בשוק הדיור. עליית מחירי הפירות והירקות ב-14.4 אחוזים תרמה אף היא לעליית המדד (0.5 נקודת אחוז). האינפלציה בהסתכלות שנתית נשארה במהלך הרביע בקרבת מרכז תחום היעד, לאחר שבמחצית הראשונה של השנה היא הייתה מעל הגבול העליון של היעד. כך, ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.4 אחוזים (איור 20). גם בהסתכלות שנתית עליית סעיף הדיור ב-6.0 אחוזים היא הרכיב המרכזי שתורם לעליית המדד (תרומה של 1.4 נקודות אחוז), ובניכוי סעיף זה עלה המדד ב-1.4 אחוזים בלבד.

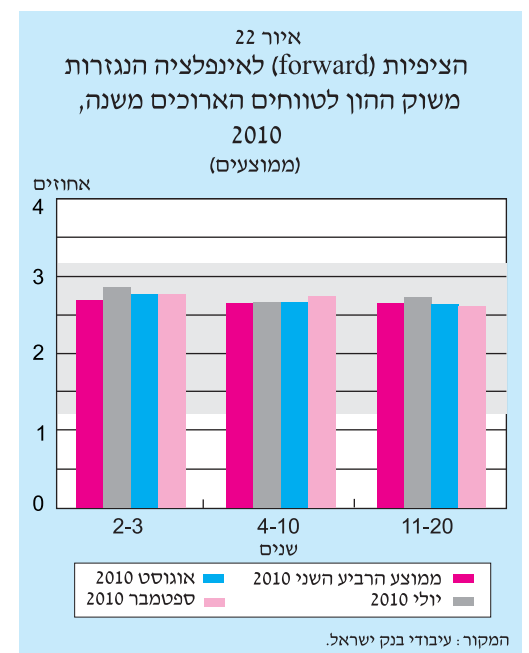
**עודף כושר הייצור והייסוף המתמשך של שער החליפין פעלו לריסון האינפלציה.** העלייה המתונה מאוד של מדד המחירים לצרכן בניכוי סעיף הדיור נובעת ככל הנראה מעודף מסוים של כושר ייצור, שעדיין קיים. כן אפשר שנמשכה ההתאמה הדרגתית של מחירי היבוא לייסוף שער החליפין שהיה השנה ולעלייה המתונה של המחירים בחו"ל. כנגד כוחות אלה עליית מחירי המזון בעולם והעלייה במחירי הפירות והירקות תרמו לעליית המדד בשנה האחרונה.

**הציפיות לאינפלציה – משוק ההון ולפי הערכות החזאים – נותרו בקרבת הגבול העליון של יעד האינפלציה.** הציפיות לאינפלציה משוק ההון נעו במהלך מרבית הרביע הנסקר בטווח של 2.7 עד 3.0 אחוזים, בדומה לרמתם בסוף הרביע הקודם ומעט מתחת לגבול העליון של יעד האינפלציה (איור 21). בציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר, שגם הן נמצאות מעט מתחת לגבול העליון של היעד, נרשמה עלייה מסוימת בטווחים של שנתיים ושלוש, ויציבות בטווחים הארוכים יותר (איור 22). לעומת שוק ההון, הערכות החזאים לגבי האינפלציה בשנה הקרובה ירדו במהלך הרביע השלישי מ-3.2 אחוזים בסוף חודש יוני ל-2.9 אחוזים בסוף ספטמבר. ייתכן כי הימצאותן של הערכות החזאים וציפיות שוק ההון לאינפלציה בחלקו העליון של היעד מבטאות ייחוס משקל משמעותי להשפעה האינפלציונית של קצב הצמיחה המהיר של התוצר, ציפייה להמשך העלייה של מחירי הדיור והמשך ההרחבה המוניטרית. (במהלך הרביע הם צפו כי הריבית בעוד שנה תהיה 2.5-2.75 אחוזים). יתירה מזאת, ייתכן כי הציפיות הגבוהות מבטאות הערכות כי בנק ישראל, בהחלטותיו על המדיניות המוניטרית, בד בבד עם השמירה על יציבות מחירים ויציבות פיננסית, מייחס כיום משקל גדול יחסית לתמיכה בהתאוששות הפעילות המשקית וזהירות מפני מיתון חוזר בעולם.

## 2. המדיניות המוניטרית

**המדיניות פעלה בתקופה הנסקרת לצמצום מידת ההרחבה המוניטרית, לנוכח הסביבה הלא-נמוכה של האינפלציה, התרחבות הפעילות המשקית והמשך עלייתם של מחירי הדירות, המלווה בהתרחבות ניכרת במתן המשכנתאות.** בחודש יוני עמדה ריבית בנק ישראל על 1.5 אחוזים. מאז המשיך בנק ישראל במדיניות של צמצום מידת ההרחבה המוניטרית דרך העלאת הריבית לחודשים אוגוסט ואוקטובר ב-0.25 נקודת אחוז (הריבית לחודשים יולי, ספטמבר ונובמבר הושארה ללא שינוי), כך שבחודש נובמבר הריבית עומדת על 2.0 אחוזים. צמצום מידתה של ההרחבה המוניטרית נדרש לנוכח רמתה הנמוכה של הריבית ביחס לסביבת האינפלציה (שאינה נמוכה) וביחס להתרחבות הפעילות המשקית והשיפור בשוק העבודה, ולנוכח המשך עלייתם של מחירי הדירות, המלווה בהתרחבות ניכרת של מתן המשכנתאות. עם זאת, בבחירת קצב התאמתה של הריבית התחשב בנק ישראל בחשש מההשלכות של הרחבת פערי הריביות מול הבנקים המרכזיים המובילים בעולם ובאי-הוודאות האופפת את התמדתה של התרחבות הפעילות המשקית, בפרט של התרחבות היצוא.

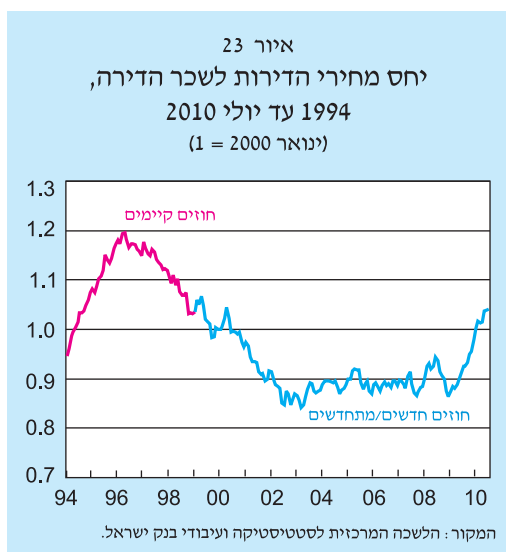
**בהחלטות הריבית הביא בנק ישראל בחשבון את העובדה שתחזיות האינפלציה נמצאות בחלקו העליון של היעד מחד, ואילו שיעור האינפלציה בניכוי סעיף הדיור (המבטא את מחירי שכר הדירה) נמצא בחלקו התחתון.** האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמצאת בחלקו העליון של היעד, ולהערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל, שוק ההון



והחוזאים הפרטיים היא תישאר בסביבה זו עוד שנה. (ראו להלן, סעיף 3 - עדכון התחזית). התפתחות זו, כשלעצמה, קוראת לצמצום מידת ההרחבה המוניטרית. ואולם, בתהליך קבלת ההחלטות בחן בנק ישראל גם את הרכב האינפלציה: בניכוי סעיף הדיור עלה המדד בשנים עשר החודשים האחרונים ב-1.4 אחוזים בלבד. גם הערכת חטיבת המחקר כי האינפלציה בשנה הקרובה תהיה בחלקו העליון של תחום היעד מתבססת על ההערכה שסעיף הדיור ימשיך להיות הגורם האינפלציוני המרכזי, כך שהמדד למעט דיור צפוי לעלות בשיעור הנמוך ממרכז תחום היעד. העלאת ריבית אמנם מרסנת את האינפלציה הכללית (שלגביה גם מוגדר יעד האינפלציה), אך תוך כדי כך מפחיתה ממידת התמיכה באותם מגזרים במשק שבהם, כנראה, קיימים עדיין עודפי כושר ייצור, מצב המתבטא בשיעור האינפלציה הנמוך ביתר המדד.

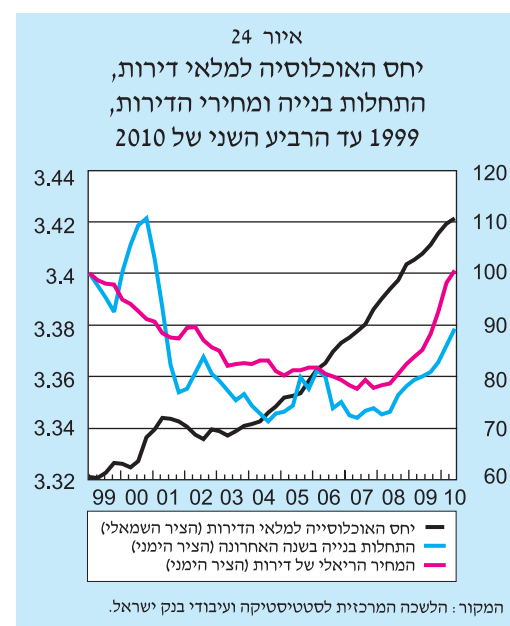
**המדיניות המוניטרית פעלה בהתחשב בהמשך התבססותה של הצמיחה מחד גיסא, ומאידך - בהתחשב באי-הוודאות ביחס להמשך ההתרחבות.** במהלך הרביע פורסמו נתונים חיוביים מאוד על הפעילות המשקית ברביע השני של השנה – בפרט בדבר האצה בצמיחת התוצר וירידה ניכרת של שיעור האבטלה. עם זאת, התפרסמו במהלך הרביע כולו גם אינדיקטורים שהעמידו בסימן שאלה את המשך התרחבותה של הפעילות במחצית השנייה של השנה: מדד מנהלי הרכש ירד בחודשים מאי עד יולי; האומדנים הראשוניים שפורסמו עבור יצוא הסחורות ברביע השני הצביעו על ירידה ביצוא. (אומדנים אלה אמנם עודכנו בהמשך כלפי מעלה); נתוני יצוא הסחורות לרביע השלישי מצביעים על ירידה ביצוא יחסית לרביע השני; ושוררת אי-וודאות רבה לגבי יכולתו של הסחר העולמי להמשיך ולצמוח בקצבים נאים. אי-וודאות זו חייבה את בנק ישראל לפעול במהלך חודשים אלה בהדרגות, כדי לא להיקלע לתרחישים ריאליים שליליים עם ריבית גבוהה מחד גיסא, ומאידך - למנוע התחממות יתר של הפעילות המשקית, שתבטא בהאצה באינפלציה.

**מחירי הדירות עלו בשנה האחרונה ב-19 אחוזים. על סמך ניתוח היסטורי ארוך טווח נראה כי הם אינם חורגים במידה משמעותית מהרמה הנגזרת מגורמי היסוד בשוק הדיור, אולם המשך עלייתם בקצב זה עלול להביא לחריגה משמעותית מרמה זו.** בעוד שמחירי שכר הדירה עלו בשנה האחרונה ב-6.0 אחוזים, מחירי הדירות (מיד ראשונה ומיד שנייה) עלו בשיעור גבוה יותר - 19 אחוזים (יולי-אוגוסט 2010 לעומת יולי-אוגוסט 2009), כך שעלייתם בשנתיים האחרונות הסתכמה בלמעלה מ-40 אחוזים (איור 23). זאת על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס, המודד את השינוי הממוצע על פני זמן במחירי דירות שוות איכות. התרכזותו של בנק ישראל במדד זה למחירי הדירות, ולא במדדים המפורסמים מעת לעת על ידי גופים אחרים, נובעת מהיותו היחיד המודד את שינויי המחירים המתוקנים בגין איכות הדירות; זאת על פי סל של מאפייני דירות, כגון הגודל והמיקום (המבטאים את סל הממוצע של הדירות בבעלות בישראל). סקר זה אינו חלק ממדד המחירים לצרכן. מניתוח של משוואות אמידה שנערך בבנק



ישראל<sup>7</sup> עולה כי חלק מעליית מחירי הדירות בשנה האחרונה מוסבר בהורדת ריבית בנק ישראל, וחלק מוסבר בעודף הביקוש לצורכי דיור, הנובע ממצב המתמשך מאז תחילת העשור: קצב הגידול של מלאי הדירות נמוך מזה של האוכלוסייה בישראל (איור 24). בחינות שונות שנערכו בבנק ישראל באמצעות מספר מודלים ומדדים מלמדות שעל אף קצב עלייתם הגבוה של מחירי הדירות, רמתם אינה חורגת משמעותית מזו התואמת את גורמי היסוד בשוק הדיור - הגורמים המשפיעים על ערכם המהוון של שירותי הדיור<sup>8</sup>. זאת משום שמאז תקופת שיא המחירים, מ-1996 עד 2007, ירדו מחירי הדירות, ריאלית, כך שלפני תחילת עלייתם בשנת 2008 הם היו נמוכים משמעותית מהרמה הנגזרת מגורמי היסוד. ואולם, אף כי ההתאמה לרמה ארוכת הטווח, שאנו עדים לה בשנתיים האחרונות, היא תהליך מתחייב, נראה כי קצבו מהיר למדי. החשש הוא שהמשך עליית מחירי הדירות בקצב זה יביא לחריגה משמעותית מהרמה המוסברת על ידי גורמי היסוד, התפתחות שתביא בסופו של דבר לירידה חדה של מחירי הנדל"ן, ובעקבותיה - של מחירי נכסים נוספים<sup>9</sup>. עליית מחירי הדירות מלווה בקצבי גידול ניכרים של מתן משכנתאות למשקי הבית, אשר מרביתן נלקחו בריבית משתנה שאינה צמודה למדד, לנוכח רמתה הנמוכה ביותר של הריבית לטווח הקצר (ראו סעיף 1ד-1); ייתכן שעוצמתה של תופעה זו נובעת גם מאי-הפנמה של הסיכון כי בהמשך אופק המשכנתה הריבית לטווח קצר תהיה גבוהה הרבה יותר, כך שנטל החזריה יהיה כבד יותר וינגוס חלק רב יותר מההכנסה השוטפת של משקי הבית הלווים.

**להערכת בנק ישראל ההתפתחויות בשוק הדיור עד כה אינן משקפות בועה ואינן מסכנות את יציבות המערכת הפיננסית בישראל. פעולותיו מכוונות למנוע היווצרות של מצב היוצר סיכון פיננסי.** להערכת בנק ישראל, ההתפתחויות שתוארו לעיל אין בהן, בשלב זה, כדי ליצור סיכון יציבותי למערכת הפיננסית בישראל, וזאת מכמה סיבות: ראשית, על אף ההאצה במתן המשכנתאות, תנאיהן בישראל נשארו שמרניים מאוד, כפי שמתבטא למשל בשיעורי מימון (loan to value) נמוכים יחסית לעולם (פחות מ-60 אחוזים בישראל לעומת למעלה מ-90 אחוזים במדינות רבות בעולם). בהינתן יחסים כאלה רק ירידת מחירים חריפה ביותר יכולה להוריד את ערך הביטחונות אל מתחת לשווי ההלוואה (התופעה שהחלה את משבר ה-subprime בארה"ב). יתירה מזאת, הבנקים בישראל זכאים במקרה כזה לממש גם נכסים אחרים של אותם לוויים שאינם עומדים בפירעון המשכנתה. על כן פעולותיו של בנק ישראל בהתייחס לשוק הדיור כוונו למנוע התפתחות של מצב בועתי; זאת באמצעות שני כלים – העלאות ריבית בנק ישראל שנקטו, כאמור, לאור מכלול של שיקולים, וכלים מקרו-יציבותיים בתחום המשכנתאות.



<sup>7</sup> לתיאור המסגרת לניתוח זה ראו "ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים" 125 (מאי עד אוגוסט 2009) חלק ב'.

<sup>8</sup> להרחבה על גורמי היסוד בשוק הדיור ופירוט המדדים הנבחנו להערכת רמתם של מחירי הדירות ביחס לגורמי היסוד ראו תיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2009.

<sup>9</sup> לסקירת ההשלכות שהיו לירידת מחירי הנדל"ן בחו"ל ראו דוח בנק ישראל לשנת 2009, פרק ב', תיבה ב'-4.

**הצעדים המקרו-יציבותיים שהפעיל בנק ישראל בתחום המשכנתאות פועלים ישירות על שוק הדיור. הצעדים שנקטו הם מתונים, שכן מערכת הבנקאות בישראל היא ממילא שמרנית יחסית לעולם. בנק ישראל השתמש גם בכלים מקרו-יציבותיים (macro prudential). כלומר מתן הוראות והנחיות פיקוחיות שנועדו לשמור מפני תרחישי קיצון בעלי השלכות יציבותיות והשפעה מקרו-כלכלית משמעותית. בתחילת חודש מאי פורסמה טיוטה של הוראת המפקח על הבנקים בדבר הצורך בהפרשה מיוחדת בגין הלוואות שניתנו בשיעור מימון הגבוה מ-60 אחוזים. (ההוראה נכנסה לתוקף בתחילת יולי). בסוף אוקטובר פורסמו הנחיות בדבר דרישה להגדלת הקצאת ההון בגין הלוואות לדיור שניתנו בשיעור מימון העולה על 60 אחוזים ובגין הלוואות שיש בהן רכיב משמעותי של ריבית משתנה. ההנחיות לא יחולו על הלוואות שניתנו בסכומים נמוכים, או למי שזכאי להטבה בנטילת משכנתה, בהתאם לקריטריונים שקבע משרד הבינוי והשיכון; זאת מתוך כוונה לצמצם את הפגיעה ברוכשי דירה ראשונה בעלי אמצעים מוגבלים. לצעדים מקרו-יציבותיים אלה שתי השלכות – ראשית, ההפרשה העודפת והקצאת ההון מקטינות את הסיכון ליציבות הבנקים במקרה של חדלות פירעון של לווים; שנית, המשכנתאות בשיעור מימון גבוה, או עם רכיב גבוה של ריבית משתנה, צפויות להתייקר, כך שהאטרקטיביות של רכישת דירה באמצעות משכנתאות אלו תרד – צעד המרסן את הביקוש לרכישת דירות, ועמו את המחיר. היתרון בצעדים מקרו-יציבותיים לטיפול בשוק הדיור הוא שהם אינם משפיעים ישירות על שאר רכיבי הביקוש, כשינוי בריבית בנק ישראל, אלא מטפלים נקודתית בשוק הבעייתי. עדיין מוקדם להעריך את עוצמת ההשפעה של צעדים מתונים אלה על שוק המשכנתאות והביקוש לדיור, בין היתר משום שמשכנתאות אשר נלקחו בחודשים האחרונים מבטאות ככל הנראה חוזי רכישת דירה שנחתמו מספר חודשים קודם לכן, לפני כניסתה של ההוראה הראשונה לתוקף. צעדי מדיניות לצינון שוק הדיור הופעלו גם במדינות נוספות שהיו בהן בעיות דומות. (ראו תיבה 1). עם זאת, מבחינת הצעדים שנקטו בהן עולה כי בישראל מערכת האשראי לדיור היא כבר שמרנית למדי, דבר המגביל את הגמישות בהפעלת צעדים מקרו-יציבותיים, וכן את נחיצותם של צעדים מרחיקי לכת לשמירה על היציבות הפיננסית.**

**הטיפול ארוך הטווח בעליית מחירי הדירות הוא הרחבה והגמשה של צד ההיצע. כפי שבנק ישראל ציין בהחלטותיו בחודשים האחרונים – הטיפול הנכון ביותר בבעיה ארוכת הטווח של עליית מחירי הדירות הוא הרחבה והגמשה של צד ההיצע – צד של מדיניות המוניטרית - בניגוד למדיניות הפיסקלית - אין כלים יעילים להשפיע עליו. במאמץ להוריד את מחירי הדירות הגביר משרד הבינוי והשיכון מספטמבר 2009 את מבצעי שיווק הקרקע באמצעות מכרזים פומביים. צד ההיצע מגיב בשנים אלה גם לעלייתם האמורה של מחירי הדירות: מספר התחלות הבנייה גדל בשנתיים האחרונות ב-22 אחוזים (איור 24). עם זאת ברור גם כי כל צעד שייעשה כדי להרחיב את צד ההיצע ישפיע רק כעבור זמן רב, ולו בגלל זמן הבנייה הדרוש לשם הרחבת מלאי הדירות הגמורות. על כן בחר**

בנק ישראל בהחלטותיו לפעול לריסון הביקוש העודף לדירות באמצעות הכלים העומדים לרשותו.

**בהחלטותיו הביא בנק ישראל בחשבון את סביבת הריביות בעולם, ופעל בהדרגתיות כדי למנוע ייסוף חד, שיכול להתפתח כתוצאה מפתחה מהירה של פער ריביות מול חו"ל.** שיעורי הריביות של הבנקים המרכזיים הגדולים (ארה"ב, אירופה, אנגליה, יפן) אפסיים, וההערכה היא כי הם לא יועלו בחודשים הקרובים; לפיכך כל העלאת ריבית על ידי בנק ישראל, משיקולים של אינפלציה או התפתחויות בשוק הדיור, מלווה בהתרחבות של פערי הריבית מול חו"ל. התרחבות פערי הריבית מעודדת כניסת הון למשק, הלוחצת לייסוף שער החליפין – התפתחות הפועלת לריסון האינפלציה (בעיקר דרך מחירי היבוא), וגם למיתון הפעילות (בעיקר דרך הפגיעה בתחרותיות היצוא). אמנם כמות היצוא אינה רגישה מאוד לשינויים בשער החליפין (על פי אומדנים ממספר מודלים, ייסוף של 10 אחוזים בשער החליפין הריאלי האפקטיבי מוביל לירידת כמות היצוא ב-2 אחוזים), אך הפגיעה ברווחיותו משמעותית יותר, כי ישראל, כמשק קטן, השפעתה על מחירי היצוא מוגבלת. מגזר היצוא מתמודד גם עם רמת ביקושים נמוכה יחסית בעולם, בעטיו של המשבר העמוק השורר אצל שותפות הסחר העיקריות של ישראל. כדי להפחית את הלחצים הפועלים לייסוף שער החליפין האפקטיבי של השקל ולשמור על היציבות במשק רכש הבנק ברביע השלישי מטבע חוץ בסכום של 1,300 מיליוני דולרים - היקף נמוך יחסית לשני הרביעים הקודמים. ואולם, בתחילת אוקטובר, משנתחדשו הלחצים החריגים לייסוף שער החליפין, שב בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ בהיקפים משמעותיים יותר.

### **תיבה 1: צעדים שנקטו בעולם לצינון שוק הדיור<sup>1</sup>**

עליית מחירי דירות המלווה בהתרחבות ניכרת במתן משכנתאות אינה תופעה ייחודית לישראל. היא התרחשה במספר מדינות, אשר כמו בישראל, לא היו במוקד המשבר הפיננסי, ובכל זאת הפחיתו את הריביות לסביבה אפסית כדי לצמצם את ההשלכות האפשריות של המשבר העולמי. עם שוך המשבר היו גם מדינות אלו מעוניינות להוסיף ולנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה כדי לתמוך בהתאוששות המשק, ועל כן השתמשו במיגוון כלים אחרים לשם צינון שוק הדיור. בתיבה זו נסקור את עליית מחירי הדירות באותן מדינות ואת הצעדים שנקטו הבנקים המרכזיים והממשלות שלהן לצינון השוק. פעולות אלה ננקטו על פי רוב מתוך חשש כי עלייתם המהירה של מחירי הדירות אינה תואמת את גורמי היסוד בשוק הדיור, ולכן המשכה יוצר בועה.

1 חומר הרקע לתיבה זו הוא דוחות שונים של הבנקים המרכזיים (פרוטוקולים של דיונים מוניטריים ודוחות תקופתיים), נאומים של בכירי הבנקים המרכזיים ומאמרים.

התפתחות מחירי הדירות במשקים האמורים :

- **נורווגיה** - מחירי הדירות המשיכו לעלות בשנתיים האחרונות, על אף עלייתם המשמעותית בעשור האחרון.
- **סין** - מחירי הדירות היו במגמת עלייה במהלך העשור, אולם לאחר הפוגה מסוימת בשנת 2008, הואצה עלייתם בשנת 2009 ל-14-25 אחוזים, תוך הכפלת זרם האשראי בהשוואה ל-2008. בערים מרכזיות, כמו בייג'ין ושנגחאי, מחירי הבתים כמעט הוכפלו בשנת 2009. כבר בשליש הראשון של 2010 נרשמה עלייה של יותר מ-8 אחוזים.
- **שוודיה** - בשנתיים האחרונות נמשכה עליית מחירי הדירות, המשך למגמה שראשיתה בתחילת שנות ה-2000: במשך העשור עלו המחירים בשיעורים ממוצעים של 7 אחוזים לשנה.
- **שווייץ** - מחירי הדירות בבעלות עלו בשנת 2009 ב-6.7 אחוזים, עלייה חריגה במונחים היסטוריים.
- **סינגפור** - במחצית הראשונה של 2010 עלו מחירי הדירות ב-11 אחוזים, ומאמצע 2009 עד אמצע 2010 - ב-34 אחוזים.
- **הונג-קונג** - מחיריהם של נכסי נדל"ן לקנייה עלו מאמצע 2009 עד אמצע 2010 ב-21 אחוזים.
- **אוסטרליה** - מחירי הבתים עלו בשנתיים האחרונות בכ-20 אחוזים. נציין כי עליית מחירי הדירות נבעה לא רק מהפחתת הריבית אלא גם מצעדים יזומים שננקטו לעידוד שוק הדירות.

את מכלול הצעדים שננקטו במדינות השונות ניתן לחלק לשבע קבוצות:

1. **העלאת ריבית הבנק המרכזי** - כמו בישראל, גם במדינות הנסקרות העלאת הריבית אינה כלי ייעודי לטיפול בשוק הדירות, והיא משמשת בעיקר למטרות אחרות, כייצוב האינפלציה והפעילות. ואולם בנורווגיה, שוודיה ואוסטרליה, אשר העלו את הריבית לאחרונה, מצבו של שוק הדירות נמנה עם השיקולים.
2. **מגבלות על הלוואות לדירות בשיעור מימון (LTV) גבוה** - פעולה נפוצה בעולם לצינון הביקושים לדירות דרך הקשחת התנאים למתן הלוואות היא להוריד את שיעור המימון המרבי (כלומר להעלות את שיעור ההון העצמי הנדרש). אחד מיתרונותיה של פעולה זו היא ריסון הביקושים תוך שיפור עמידותם של הבנקים נותני ההלוואות

לירידה חדה של מחירי הבתים. בחלק מהמדינות בוצעה ההפחתה תוך הבחנה בין רוכשי דירה ראשונה לבין הרוכשים להשקעה, במטרה למקד את ריסון הביקושים ברוכשי דירות להשקעה ולמתן את הפגיעה ברוכשים לצורך מגורים. לוח 1 מסכם את הצעדים שננקטו בעולם בנושא שיעור המימון. יש לציין כי שיעור המימון המקובל כיום בישראל הוא כבר נמוך יחסית ועומד בממוצע על מתחת ל-60 אחוזים. על פי הוראת המפקח על הבנקים, שחלה על הלוואות לדירות אשר ניתנו החל מיום 1.7.2010, הלוואות בשיעור מימון הגבוה מ-60 אחוזים יחייבו הפרשה נוספת בגינת בשיעור של לפחות 0.75

**מגבלות על שיעור המימון (LTV) במדינות שונות (אחוזים)**

| מדינה     | שיעור המימון (LTV) |                                     |
|-----------|--------------------|-------------------------------------|
|           | לפני נקיטת צעדים   | שיעור המימון (LTV) אחרי נקיטת צעדים |
| נורווגיה  | 90                 | דירה ראשונה                         |
|           |                    | דירה להשקעה                         |
| שוודיה    | 85                 | דירה ראשונה                         |
|           |                    | דירה להשקעה                         |
| קנדה      | 100                | 90                                  |
| סינגפור   | 90                 | 80                                  |
| סין       |                    | 70                                  |
| הונג-קונג | 70                 | 70                                  |

המספרים אינם מבטאים בהכרח תקרה על שיעורי המימון, אלא גם מגבלות המייקרות משכנתאות בשיעורי מימון גבוהים יותר.

אחוז מההלוואה. נוסף על כך פרסם המפקח על הבנקים בסוף אוקטובר הנחיות בדבר דרישה להגדלת הקצאת ההון בגין הלוואות לדיור שניתנו בשיעור מימון גבוה מ-60 אחוזים ולכאלה שיש בהן רכיב משמעותי של ריבית משתנה<sup>2</sup>. פעולות מוכוונות-סיכון אלו יביאו לייקור מסוים של ההלוואות הניתנות בשיעור מימון גבוה.

3. **מתן הנחיות להתנהגות הבנקים והלווים** – הבנק המרכזי או הגוף המפקח על מערכת הבנקאות יכולים לתת לבנקים המלווים הנחיות התנהגות במטרה לרסן את מתן ההלוואות לדיור ולשמור על עמידותם לחדלות פירעון של לוויים. כך, למשל, בקנדה חויבו כל הלווים באשראי בריבית קבועה ל-5 שנים (כלומר נחסמה האפשרות לטול הלוואה בריבית משתנה, או בריבית קבועה לתקופה קצרה יותר). כמו כן הוגבל משך ההלוואה ל-35 שנים. בנוורווגיה נדרשו הבנקים נותני האשראי לבחון את נטל החזר של הלווים (debt-service capacity) בהתבסס על הכנסות הלווה, עלות הדירה ובדיקת רגישות להעלאת הריבית, שכן הלוואות רבות ניתנו בריבית ניידת. בשווייץ הסתפקו בהזהרת ציבור הלווים והבנקים המלווים שיביאו בחשבון את נטל הריבית בעתיד, כאשר הריבית תעלה, שכן הריבית הנמוכה היא זמנית. בסינגפור ניתנו לבנקים הנחיות חדשות בדבר שמרנות במתן הלוואות, ונדרש מהם שנטל החזר המרבי של הלווים יהיה 50 אחוזים מההכנסה. (הנחיה זו חלה על כל רמות ההכנסה – גם על הגבוהות).

4. **הגבלות על רכישת דירות על ידי זרים** – באוסטרליה הוקשחו התנאים לרכישת דירה על ידי זרים, וכן הוגבר מעבר המידע בין הרשויות לשם פיקוח על כך. זאת במטרה לצנן את הביקושים לדירות מזרים, תושבי סין וקוריאה. גם הפחתת שיעור המימון בהונג-קונג, שתוארה לעיל, נועדה לצנן ביקושים של תושבים זרים.

5. **פעולות מיסוי** – מערכת המיסוי היא כלי לוויסות ביקושים ועסקאות בשווקים ספציפיים. כך למשל בסין הוטל מס מכירה לדירות שיימכרו בתוך 5 שנים מיום רכישתן (אם הן יירכשו משנת 2010 ואילך), וכן ניתנו איתותים בדבר הטלת מס רכוש לבעלי דירה שנייה ואילך. (יישום צעד זה כרוך בקשיים רבים, בפרט בגלל הצורך בהערכת שווי הנכס). בסינגפור נקבעה תקופת צינון של שלוש שנים שבה אם פרט קנה ומכר דירה הוא ייאלץ לשלם מס מכירה. צעדים מסוג זה נועדו לצנן את שוק הדיור תוך התמקדות ברוכשי דירה לצורכי השקעה.

6. **הפסקת פעולות לתמרוץ שוק הדיור** – אחד הגורמים לעליית מחירי הדיור באוסטרליה היה מתן מענקים ממשלתיים לרוכשי דירה ראשונה עם פרוץ המשבר. תמרוץ זה הופחת בהדרגה עד שהופסק. בסין הופחתה ההנחה בריבית על הלוואות משכנתה שניתנו לרוכשי דירה ראשונה מ-30 ל-15 אחוזים. מובן שצעדים מסוג זה מצננים את שוק הדיור דרך ריסון הביקושים של רוכשי דירה ראשונה.

7. **פעולות להגדלה וויסות של היצע הדירות** – כאשר יש בעיה מבנית של עודף ביקוש לדיור, היוצר עליית מחירים, הטיפול ארוך הטווח יכול להיות רק הרחבת ההיצע והכוונתו לנזקקים. בסין נקבע כי לפחות 70 אחוזים מהקרקעות לפיתוח יכוונו לבנייה לעשירונים הנמוכים ולדירות קטנות מ-90 מ"ר; כמו כן הוחלט על ביטול מכרזי קרקע לזוכים שלא עמדו במועד האחרון שנקבע להתחלת הבנייה. בסינגפור התחייבה הממשלה להגדיל את היצע השטחים לבניית דירות חדשות.

<sup>2</sup> מתוך כוונה להימנע מפגיעה בציבור המשתכנים בכללותו, לא יחולו ההנחיות על הלוואות לדיור שבעת נטילתן הן עמדו על פחות מ-800 אלף שקלים. כמו כן הן לא יחולו על הלוואות לדיור למי שזכאים להטבה בנטילת משכנתה על פי הקריטריונים שקבע משרד הבינוי והשיכון.

### 3. עדכון התחזיות

#### א. הסביבה העולמית

לאור נתוני הצמיחה הטובים ברביע השני עדכנה קרן המטבע הבין-לאומית כלפי מעלה את תחזית הצמיחה ל-2010; במקביל הורדה במקצת תחזית הצמיחה ל-2011, משום שהמדינות המפותחות מתקשות להתאושש מן המשברים שפקדו אותן. בחודש אוקטובר העלתה קרן המטבע הבין-לאומית את תחזיותיה לצמיחה העולמית בשנת 2010 מ-4.6 ל-4.8 אחוזים (לוח 4). העדכון כלפי מעלה נובע בעיקר מפרסום נתוני צמיחה גבוהים מהצפוי לרביע השני של 2010, אולם להערכת הקרן יואט במידה מסוימת קצב הצמיחה של המדינות המפותחות במחצית השנייה של 2010 ובמחצית הראשונה של 2011, ולכן הצמיחה העולמית ב-2011 תהיה נמוכה יותר – 4.2 אחוזים (לעומת 4.3 אחוזים בתחזית הקודמת). להערכת הקרן התאוששות המשק העולמי מן המשבר תלויה בשני תהליכי איזון: (1) התרחבות הביקושים הפרטיים (הצריכה וההשקעה בנכסים קבועים) במשקים המתקדמים, אשר תאפשר לבצע את הריסון הפיסקלי הנדרש כבר בתחילת 2011 ו-(2) צמצום הגירעון בחשבון השוטף בחלק מהמשקים המפותחים, ובפרט בארה"ב, לצד הקטנת העודפים במדינות אסיה המתפתחות. צמצום הגירעון ימתן את הפגיעה בצמיחה העולמית, עם ירידת ההתבססות במשקים הגדולים על ביקושים ציבוריים וחיידוש מלאים. הסחר העולמי צפוי להמשיך ולהתאושש, ותחזית הצמיחה בו אף התעדכנה כלפי מעלה ל-11.4 אחוזים ב-2010 ול-7.0 אחוזים ב-2011.

#### לוח 4

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

| 2011                                             | 2010 | 2009 |                  |
|--------------------------------------------------|------|------|------------------|
| <b>צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)</b> |      |      |                  |
| 4.2                                              | 4.8  | -0.6 | הצמיחה העולמית   |
| 2.2                                              | 2.7  | -3.2 | במדינות מפותחות  |
| 2.3                                              | 2.6  | -2.6 | בארה"ב           |
| 1.5                                              | 1.7  | -4.1 | באירופה          |
| 1.5                                              | 2.8  | -5.2 | ביפן             |
| 6.4                                              | 7.1  | 2.5  | במדינות מתפתחות  |
| <b>האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)</b>            |      |      |                  |
| 1.6                                              | 1.1  | 0.8  | במדינות המפותחות |
| 4.4                                              | 5.9  | 4.8  | במדינות המתפתחות |

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook,

October 2010.

קרן המטבע מציינת כי אף שעל פי התחזית המרכזית לא צפוי מיתון חוזר בעולם, עיקר הסיכונים לאי התממשותה הם כלפי מטה.

**סביבת האינפלציה במדינות המפותחות צפויה להישאר מתונה, לצד המשך ההרחבה המוניטרית.** לפי קרן המטבע הבין-לאומית והערכותיהם של בתי ההשקעות הגדולים האינפלציה במדינות המפותחות צפויה להיות נמוכה, בשל עודפי כושר ייצור ורמות אבטלה גבוהות במשקים אלה. לנוכח איטיותה של ההתאוששות במשקים הגדולים והרמות הנמוכות של האינפלציה הצפויה, צפוי כי המדיניות המוניטרית תמשיך להחזיק ריביות אפסיות עד סוף 2011, ואף מעבר לכך.

## **ב. הפעילות הריאלית בישראל**

**נתוני הצמיחה הגבוהים של התוצר והשימושים, וכן נתון האבטלה הנמוך של הרביע השני, הביאו לעדכון קל כלפי מעלה של התוצר השנתי ב-2010, לעדכון של השימושים והיבוא כלפי מעלה ולעדכון משמעותי של שיעור האבטלה כלפי מטה.** התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח בשנת 2010 בשיעור של 4.0 אחוזים (לעומת 3.7 אחוזים בתחזית הדוח הקודם). תחזית זו משקפת המשך התרחבות של התוצר ברביע השלישי בקצב דומה לזה של הרביעים הקודמים, עם התמתנות מסוימת ברביע האחרון של השנה. שיעור האבטלה, שירד ברביע השני בחדות, צפוי להסתכם ב-6.3 אחוזים בממוצע שנתי, והעודף בחשבון השוטף צפוי להסתכם ב-6.8 מיליארדי דולרים.

**בשנת 2011 צפויה האטה מסוימת של קצב הצמיחה, עקב צמצומו של עודף כושר הייצור, האטה בהתרחבות היצוא והצריכה הפרטית והתרחבות היבוא.** התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח ב-2011 בשיעור של 3.8 אחוזים, נמוך מעט מהתחזית של הדוח הקודם (4.0 אחוזים). האטה קלה זו של קצב הצמיחה (יחסית ל-2010) נובעת משילובם של מספר גורמים: (1) הצמיחה המהירה של המשק במהלך 2010 ושיעור האבטלה הנמוך ברביע השני של השנה (6.2 אחוזים) מצביעים על המשך צמצום עודף כושר הייצור שנוצר במהלך המשבר העולמי. תופעה טבעית במחזורי עסקים היא שעם התקרבות התוצר בפועל לרמתו הפוטנציאלית מואט קצב הצמיחה, משום שהמשך ההתרחבות צריך להישען על התרחבות תשומות הייצור (עבודה והון) תוך גידול עלותם. (2) קצב גידולו של היצוא צפוי להיות נמוך מקצב גידולו של הסחר העולמי (5.8 לעומת כ-7 אחוזים); זאת בגלל שיעורה הנמוך של הצמיחה הצפויה בארה"ב, שהשפעתה על היצוא הישראלי רבה. (3) האטה צפויה גם בקצב הגידול של הצריכה הפרטית, שרמתה יחסית לתוצר גבוהה מאוד. יחד עם זאת, רמתה הנמוכה של הריבית הריאלית צפויה להמשיך ולתרום להתרחבותן של הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים. (4) התרחבות הביקושים צפויה להישען במידה גוברת על התרחבות היבוא, שצמיחתו צפויה להיות מהירה מזו של התוצר, בין היתר מפני הייסוף הריאלי שהיה בשנה האחרונה.

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

| הנתונים בפועל |      | התחזית |                                    |
|---------------|------|--------|------------------------------------|
| 2009          | 2010 | 2011   |                                    |
| 0.8           | 4.0  | 3.8    | התמ"ג                              |
| 1.7           | 5.2  | 3.6    | הצריכה הפרטית                      |
| -5.8          | 6.0  | 5.7    | ההשקעה הגולמית המקומית             |
| 2.5           | 1.5  | 1.0    | הצריכה הציבורית                    |
| -12.3         | 13.1 | 9.1    | היבוא האזרחי (ללא או"מ ויהלומים)   |
| -10.2         | 11.3 | 5.8    | היצוא (ללא יהלומים)                |
| 7.5           | 6.8  | 5.3    | החשבון השוטף נטו (מיליארדי דולרים) |
| 7.6           | 6.3  | 6.0    | שיעור האבטלה (אחוזים)              |
| 5.1           | 4.1  | 3.0    | גירעון הממשלה הרחבה (אחוזי תוצר)*  |
| 79.4          | 77.8 | 76.6   | יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)  |

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

**שיעור האבטלה צפוי לרדת רק במעט בשנת 2011.** שיעור האבטלה ב-2011 לצפוי לעמוד בממוצע על 6.0 אחוזים – נמוך במקצת מרמתו הנוכחית. עצירת תהליך הירידה של שיעור האבטלה נובעת משלושה גורמים: (1) רמתו הנוכחית הנמוכה, הקרובה לתעסוקה מלאה, ככל הנראה אינה מאפשרת ירידה משמעותית נוספת ללא לחצי שכר. (2) ירידת האבטלה ברביעים האחרונים נשענה במידה רבה על גיוס עובדים במשרה חלקית, כך ששעות העבודה הממוצעות במשק פחתו. המשך התרחבות הביקוש לתשומת עבודה יכולה להגיע מהעלאת מספרן של שעות העבודה וגיוס מצומצם יותר של עובדים חדשים. (3) התוצר בשנת 2011 צפוי לצמוח בשיעור גבוה אך מעט מקצב הצמיחה הפוטנציאלי.

**הגירעון בתקציב המדינה צפוי להיות ב-2010 3.7 עד 4.0 אחוזים.** שיעור הגירעון הצפוי ל-2010 נמוך משמעותית מתקרת הגירעון שנקבעה בעת אישור התקציב הדו-שנתי לשנים 2009-2010 - 5.5 אחוזים. ביצועים פיסקליים משופרים אלה הם בעיקר תוצאה של צמיחה מהירה מהצפוי.

### ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

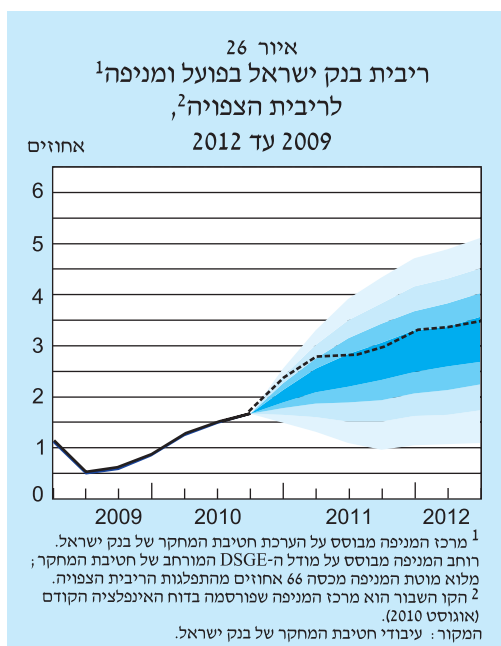
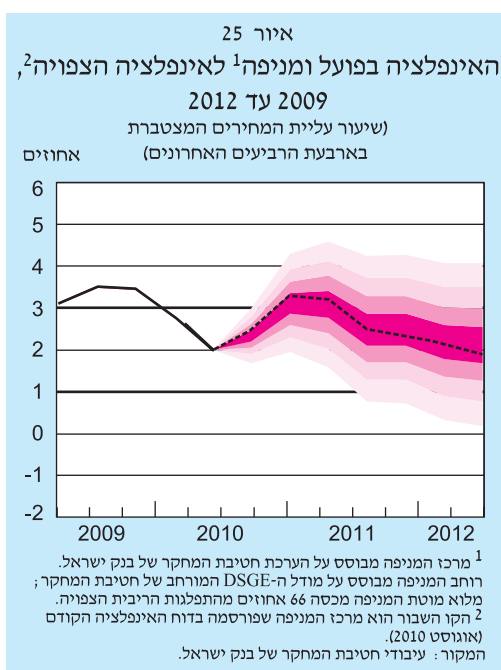
**להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל שיעור האינפלציה בעוד 12 חודשים יהיה בתוך חלקו העליון של תחום היעד, במקביל לתהליך הדרגתי של העלאת הריבית.** שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים היה 2.4 אחוזים – בקרבת מרכז תחום היעד. להערכת חטיבת המחקר שיעורה של האינפלציה בעוד 12 חודשים יעמוד על 2.5 אחוזים. במחצית הראשונה של 2011 תהיה האינפלציה השנתית, ככל הנראה, בקרבת הגבול

העליון של היעד, או אף מעט מעליו, ובהמשך היא צפויה להתבסס בתוך גבולות היעד. במקביל צפוי כי ריבית בנק ישראל תועלה בהדרגה משיעוריה הנמוכים היום לסביבה של 2.9 אחוזים בעוד שנה (איורים 25 ו-26).

**להערכת הבנק, הגורם המרכזי שיכול לפעול להתמתנתה של האינפלציה בחלקו העליון של תחום היעד הוא התפתחות סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (המבטא את מחירי שכר הדירה).** הערכת הבנק היא כי בטווח הקצר עודף הביקוש בשוק הדיור לא יצטמצם משמעותית. מצב זה, ועמו המעבר למחזור עסקים חיובי, כנראה לא יאפשרו התמתנות משמעותית של עליית סעיף הדיור במהלך השנה הקרובה, כך שזה ימשיך לדחוף את האינפלציה כלפי מעלה. לעומת זאת ההערכה היא כי קצב העלייה של מחירי הדירות (שאינם כלולים במדד המחירים לצרכן) יתמתן השנה, משום שקצב עלייתם הגבוה ששרר בשנה האחרונה (כ-19 אחוזים) נבע במידה רבה מהפחתות הריבית שהיו במהלך המשבר הפיננסי. חזרתה של הריבית לתוואי עולה, יחד עם מספר צעדים שננקטו בעת האחרונה (ראו סעיף 2) צפויים להביא להתמתנות קצב עלייתם של מחירי הדירות.

**בניכוי סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן, האינפלציה צפויה להיות בשנה הקרובה בחלקו התחתון של יעד האינפלציה. הערכה זו משקפת השפעה של מספר כוחות מנוגדים – כאלה הפועלים לעליית האינפלציה וכאלה הפועלים לריסונה.** עם הגורמים הפועלים לעליית האינפלציה (מלבד סעיף הדיור) נמנית התרחבות הביקושים לתוצר, עם ההתאוששות מהמשבר ובהשפעת הריבית הריאלית הנמוכה. התרחבות זו, המתבטאת בתהליך סגירה של עודף כושר הייצור, יכולה לפעול לעליית האינפלציה דרך התייקרותם של גורמי הייצור המקומיים, ובפרט תשומת העבודה, לצד גידול בדרישת הרווחיות של הפירמות. על פי ההערכות, השכר הנומינלי צפוי להמשיך ולעלות השנה בשיעור גבוה יחסית; עם זאת, עליות השכר מוסברות בין השאר בשחיקה של השכר הריאלי (אשר ירד בשנתיים האחרונות); לכן הלחצים האינפלציוניים משוק העבודה נראים, לעת עתה, מוגבלים, אך הם עלולים להתגבר עם המשך התרחבות הביקושים. גורם אינפלציוני נוסף הוא עליית מחיריהן של הסחורות החקלאיות בעולם, אשר עלו בשנה האחרונה בכ-20 אחוזים, והן משפיעות על מחירי המזון במדד. נוסף על כך ייתכן שברמתם של מחירי האנרגיה בעולם עדיין טמון לחץ אינפלציוני מסוים, בגלל עלייתם, שהחלה במחצית השנייה של 2009 ונמשכה במרבית המחצית הראשונה של 2010. לבסוף, התבססותן של ציפיות הציבור (למשל על פי הערכות החזאים, שוק ההון ודיווחי סקר החברות) כי האינפלציה תהיה גבוהה מיעדה יכולות להעלות את האינפלציה כבר בהווה, שכן בעת עדכוןם של מחירים ועריכת הסכמי שכר היצרנים מביאים בחשבון את האינפלציה העתידית.

הגורם המרכזי שיפעל להתמתנות האינפלציה הוא ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ-7.5 אחוזים לעומת הרביע השני של 2009. הייסוף פועל להוזלת מחירי המוצרים המיובאים לישראל, אך התמסורת משער החליפין אל המחירים אינה מיידיית אלא הדרגתית, ויכולה להימשך



כשנה. נראה אפוא כי מחירי היבוא טרם הותאמו במלואם לרמתו החדשה של שער החליפין, כך שתהליך התאמתם כלפי מטה יימשך גם במחצית השנייה של 2010. מלבד זאת, על פי התחזית כוחות לייסוף שער החליפין הנומינלי – ובכללם העודף בחשבון השוטף ופער הריביות מול חו"ל – ימשיכו להתקיים גם בהמשך. גורמים נוספים הממתנים את מחירי היבוא הם צפי לאינפלציה מתונה בעולם (כ-1.4 אחוזים בממוצע במדינות המפותחות) ורמתן הנמוכה ביותר של ריביות הבנקים המרכזיים בעולם (0.0-0.25 בארה"ב, 1.0 באירופה), אשר צפויה להתמיד לפחות עד סוף 2011, ופועלת בעיקר לריסון עלייתה של הריבית המקומית.

**תחזית האינפלציה דומה לזו של הרביע הקודם, ותואי הריבית הצפוי עודכן כלפי מטה.** באיורים 25 ו-26 מובאת השוואה להערכות שהובאו בדוח האינפלציה הקודם (אוגוסט 2010): ניתן לראות כי תואי הריבית עודכן כלפי מטה, אף על פי שבסיכום הרביע לא הייתה הפתעה באינפלציה ובריבית שפורסמו מאז תחילת אוגוסט 2010. עדכון זה נובע בעיקר מדחיית המועד החזוי של תחילת העלאות הריבית בחו"ל, בשל הקושי של המשקים הגדולים להתאושש מהמיתונים ששקעו בהם. אשר לאינפלציה: בהסתכלות על שנים עשר החודשים הבאים תחזית האינפלציה של 2.5 אחוזים דומה לזו של הדוח הקודם (2.6 אחוזים), אך תואי האינפלציה לרביעים הקרובים נמוך מעט יותר.

**רוב ההערכות בשווקים הן כי שיעור האינפלציה השנתי יהיה גבוה מהערכות חטיבת המחקר של בנק ישראל (לוח 6).** הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי שהן נמדדות משוק ההון, עומדות בממוצע חודש אוקטובר על 3.0 אחוזים, בדומה לרמתן בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (3.0 אחוזים). הערכות החזאים הפרטיים (בממוצע) עומדות בסוף אוקטובר על 2.8 אחוזים – נמוכות מרמתן בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (3.2 אחוזים). התחזית הממוצעת מסקר החברות היא 2.6 אחוזים, בדומה לתחזית הסקר לרביע הקודם. ציפיות אלו מלוות בהערכות בדבר המשך התהליך ההדרגתי של העלאת הריבית, כך שבעוד שנה היא תעמוד לפיהן

## לוח 6

### הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

| היעד | שוק ההון <sup>1</sup> | החזאים הפרטיים <sup>2</sup> | סקר החברות <sup>3</sup> | בנק ישראל <sup>4</sup> |
|------|-----------------------|-----------------------------|-------------------------|------------------------|
| 2    | 3.0                   | 2.8                         | 2.6                     | 2.5                    |
| 1-3  |                       | 4.3-2.2                     | 4.0-1.0                 |                        |

<sup>1</sup> ממוצע חודש אוקטובר.

<sup>2</sup> לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש ספטמבר.

<sup>3</sup> טווח התחזיות בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר.

התשובות התקבלו במחצית השנייה של חודש ספטמבר.

<sup>4</sup> הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

על כ-2.6 עד 3.0 אחוזים (בדומה לתוואי המתיישב עם הערכות הבנק המובאות כאן).

**גורם הסיכון המרכזי לאי התממשותה של תחזית זו הוא ההתפתחויות בעולם.** בבסיס התחזית המרכזית עומד הצפי שהפעילות המשקית העולמית, ובפרט הסחר העולמי, ימשיכו להתרחב על אף בעיות החוב בכמה מדינות אירופה, החולשה בשוקי העבודה בעולם והקשיים במגזר הנדל"ן בארה"ב. אולם ישנם גם תרחישים שלפיהם בעיות אלו יגררו את המשק העולמי להתמתנות נוספת, שתבטא בקיפאון, או אף ירידה, בפעילות המשקית העולמית, אשר תגרור גם ירידה באינפלציה העולמית (בין היתר עקב נפילה במחירי סחורות). התפתחויות אלה עלולות להביא לדחייה נוספת במועד החזוי של תחילת העלאות הריבית בחו"ל ואף לחזרתם של צעדי מדיניות מוניטרית לא קונבנציונלית. תרחיש כזה צפוי לפגוע בראש ובראשונה במגזר היצוא הישראלי, תוך צמצום העודף בחשבון השוטף, ודרכו להביא להתמתנות בצמיחת התוצר. אם ההתמתנות תלווה במשבר פיננסי או בגידול רב של אי-הוודאות, זו עלולה להביא גם להצטמצמות של הביקושים המקומיים, ובפרט של הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים. צמצום הביקושים (ליצוא, לצריכה פרטית ולהשקעה) יתבטא בריסון האינפלציה בישראל. השפעתו של תרחיש כזה על שער החליפין אינה ברורה: תוואי הריבית הנמוך יותר בעולם יחזק את הלחץ לייסוף, בעוד שצמצום העודף בחשבון השוטף יחליש אותו. התממשות תרחיש כזה תביא להאטה בקצב החזרת הריבית לסביבה נורמלית.

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

**לוח נ"1**  
**ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים**

| 09/10                                                                                | 08/10 | 07/10 | 06/10 | 05/10 | 04/10 |                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| <b>התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>                                     |       |       |       |       |       |                                                                                |
| 1.8                                                                                  | 1.8   | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.5   | תשואות המק"ם ל-3 חודשים                                                        |
| 2.3                                                                                  | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.2   | תשואות המק"ם לשנה                                                              |
| 3.7                                                                                  | 3.5   | 3.7   | 3.8   | 4.0   | 4.1   | תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים                                               |
| 5.5                                                                                  | 5.7   | 5.9   | 6.0   | 6.0   | 5.7   | תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים                                              |
| -0.5                                                                                 | -0.5  | -0.8  | -0.8  | -0.6  | -0.5  | תשואות האג"ח הצמודות לשנה                                                      |
| 0.8                                                                                  | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.2   | 1.3   | תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים                                                  |
| 3.2                                                                                  | 3.2   | 3.4   | 3.4   | 3.5   | 3.7   | תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים                                                 |
|                                                                                      |       |       |       |       |       | פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז*)        |
| 1.2                                                                                  | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.3   |                                                                                |
|                                                                                      |       |       |       |       |       | פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז*) |
| 9.1                                                                                  | 10.0  | 11.1  | 11.3  | 11.7  | 11.0  |                                                                                |
| <b>שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)</b>                                          |       |       |       |       |       |                                                                                |
| 6.5                                                                                  | 2.6   | 1.4   | -0.8  | -8.2  | -5.4  | מדד המניות הכללי                                                               |
| 8.0                                                                                  | 1.5   | 5.3   | -1.9  | -7.0  | -5.3  | מדד תל-אביב 25                                                                 |
| <b>שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)</b>                                       |       |       |       |       |       |                                                                                |
| -4.0                                                                                 | 1.0   | -2.5  | 1.2   | 3.0   | 0.1   | השקל מול הדולר                                                                 |
| 2.9                                                                                  | -1.6  | 3.5   | 0.0   | -3.8  | -0.9  | השקל מול האירו                                                                 |
| -0.4                                                                                 | 0.0   | 0.6   | 1.1   | -0.8  | 0.1   | שער החליפין הנומינלי האפקטיבי                                                  |
| <b>מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b> |       |       |       |       |       |                                                                                |
| 7.1                                                                                  | 7.8   | 8.1   | 9.7   | 9.4   | 8.0   | סטיית התקן הגלומה                                                              |
| 1.7                                                                                  | 2.8   | 2.8   | 5.1   | 4.3   | 2.3   | ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%                                               |
| 0.9                                                                                  | 0.9   | 1.0   | 2.0   | 2.3   | 1.1   | 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 משישה חודשים.

המירווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין הגליל בטווח המח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2  
**סביבת האינפלציה והריבית**  
 (ממוצעים חודשיים)

| 09/10                                    | 08/10 | 07/10 | 06/10 | 05/10 | 04/10 |                                                                         |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------|
| <b>סביבת האינפלציה (אחוזים)</b>          |       |       |       |       |       |                                                                         |
| 0.3                                      | 0.5   | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.9   | השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן                                        |
| 0.2                                      | 0.3   | 0.8   | 0.2   | 0.4   | 0.6   | תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)               |
| 2.4                                      | 1.8   | 1.8   | 2.4   | 3.0   | 3.0   | השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן                                         |
| 2.8                                      | 2.7   | 3.0   | 2.9   | 2.7   | 2.7   | הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה                                 |
| 2.9                                      | 3.0   | 3.0   | 2.7   | 2.7   | 2.6   | תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה                                     |
| <b>הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*</b> |       |       |       |       |       |                                                                         |
| 2.8                                      | 2.9   | 2.8   | 2.8   | 2.6   | 2.6   | הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)                                |
| 2.8                                      | 2.5   | 2.5   | 2.7   | 2.8   | 2.8   | הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)                           |
| 2.6                                      | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.6   | 2.9   | הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)                            |
| <b>הריביות ופערי הריביות (אחוזים)</b>    |       |       |       |       |       |                                                                         |
| 1.75                                     | 1.75  | 1.50  | 1.50  | 1.50  | 1.50  | ריבית בנק ישראל                                                         |
| -1.0                                     | -1.0  | -1.4  | -1.3  | -1.2  | -1.1  | הריבית הריאלית הנגזרת                                                   |
| 1.50                                     | 1.50  | 1.25  | 1.25  | 1.25  | 1.25  | פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)   |
| 0.75                                     | 0.75  | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  | פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)  |
| 0.2                                      | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.0   | תחזיות החזאים לשינוי הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה) |
| 2.8                                      | 2.8   | 2.8   | 2.9   | 3     | 2.9   | תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה                                           |
| 2.0                                      | 1.9   | 1.9   | 1.8   | 1.9   | 1.3   | פערי הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב              |
| 0.9                                      | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.0   | פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב                |

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