



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2009

הרביע השלישי

חשוון התש"ע - נובמבר 2009

28

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114109028/7

דפוס מאור וולך, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע השלישי של 2009 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת הערכת התפתחותה של האינפלציה ביחס ליעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן בפורום המוניטרי הבכיר של בנק ישראל בראשות הנגיד, הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית.

ההתפתחויות ברביע השלישי של 2009 חיזקו את תמונת התפנית המהירה והחדה שהתחוללה בסביבה הכלכלית והפיננסית בישראל. ברביע האחרון של 2008 ובתחילת 2009 היינו עדים לירידות משמעותיות של היצוא והתוצר, על רקע המשבר הכלכלי העולמי, לירידות של מדד המחירים לצרכן ולצניחת שעריהן של המניות ושל חלק מאיגרות החוב הקונצרניות; כן אופיינה תקופה זו בצפי להעמקת המשבר, ובכלל זה תחזיות להרעה נוספת במצב הכלכלי. שיעור האינפלציה הצפוי ל-2009 היה מתחת ליעד, ואפילו שלילי. בסוף הרביע הראשון של השנה החל המצב להשתנות בהדרגה: התפנית החלה בהתאוששות של השווקים הפיננסיים במאס - הן עליות שערים והן חידוש של ההנפקות הפרטיות; בהמשך - ברביע השני - התאוששה הפעילות הכלכלית, ושיעור האינפלציה עלה אף מעבר לגבול העליון של היעד.

כמה נתונים נבחרים ממחיש את מהירותה ועוצמתה של התפנית:

מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הנסקר ב-1.3 אחוזים, שהם 5.2 אחוזים במונחים שנתיים, אך בין אפריל לאוגוסט הוא עלה בכמעט 9 אחוזים במונחים שנתיים. עליות מחירים חדות אלו נבעו בעיקר מאמצעי מדיניות חד-פעמיים שנקטה הממשלה - בעיקר העלאת המע"מ והעלאה זמנית של תעריפי המים לנוכח הבצורת - ומעלייה בסעיף הדיור, למרות מגמת ייסוף בשער החליפין של הדולר. כל זאת לעומת ירידת מחירים של 2.2 אחוזים ברביע האחרון של 2008 (במונחים שנתיים ובניכוי עונתיות). בדצמבר 2008 עמדו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-12 החודשים הבאים ברמה שלילית של -0.7 אחוז, מתחת לתחום של יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). לעומת זאת ברביע הנסקר חזרו הציפיות והגיעו בממוצע לקרבת הגבול העליון של תחום היעד. לאחרונה ירדו הציפיות ל-2.2 אחוזים - קרוב למרכז התחום של יעד האינפלציה.

התוצר המקומי הגולמי ירד ברביעים האחרון של 2008 והראשון של 2009 ב-2.5 אחוזים לעומת רמתו ברביע השלישי של 2008 (במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות). ואולם ברביע השני של השנה התחדשה הצמיחה במשק, וזאת בשיעור שנתי של אחוז אחד. אשר לצמיחתו החזויה של התוצר - בעת פרסום דוח בנק ישראל ל-2008, באפריל השנה, עמדו תחזיות הצמיחה של בנק ישראל על 1.5 אחוזים ל-2009 ואפס ל-2010; בעדכון האחרון, בספטמבר השנה, הן עמדו על אפס ל-2009 ו-2.5 אחוזים ל-2010, וזאת בחלק התחתון של טווח התחזיות שפרסמו הגופים המקצועיים השונים. התפנית החדה ביותר הייתה בשווקים הפיננסיים: בתקופה שמאוגוסט 2008 עד סוף פברואר 2009 ירד מדד ת"א 100 ביותר משליש, ומדד תל-בונד 60 ירד ביותר מ-12 אחוזים. מאז תחילת ההתאוששות, במאס 2009, שבו מדדים אלו ועלו, ולאחרונה רמותיהם גבוהות מאלו של ערב החרפת המשבר, בספטמבר 2008.

התפנית בסביבה הכלכלית גררה, מטבע הדברים, שינויים בתחומים שונים של המדיניות הכלכלית. בתחום הפיסקלי - הערכות הגירעון התקציבי ל-2009 הגיעו לכ-6 אחוזי תוצר ברביע הראשון של השנה, וזאת לאור ההערכה שצמיחה שלילית תוביל לירידה ניכרת בגביית המסים ולגידולן של הוצאות הקשורות למערכת המייצבים האוטומטיים, כגון תשלומים לדמי אבטלה. כן נערכו הרשויות לאפשרות - שלא התממשה - של תמיכה במערכת הפיננסית במקרה הצורך, בדומה לנעשה במדינות רבות אחרות. עד לסיום התקופה הנסקרת ההערכות הן כי הגירעון התקציבי יהיה נמוך מהתחזיות הקודמות, וכי המערכת הפיננסית יציבה.

* מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום (M1), בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954); זאת משום שבכל אחד מהחודשים יולי עד אוגוסט 2009 עלו אמצעי התשלום ב-12 החודשים שקדמו לו ביותר מ-15 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום נדונה בסעיף ד' להלן.

גם המדיניות המוניטרית הותאמה לשינוי בנסיבות. עם החרפת המשבר, ברביע האחרון של 2008 וברביע הראשון של 2009, נקט בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, והמשיך בכך ברביע השני של 2009. במהלך הרביע השלישי החל הבנק להפחית את ההרחבה המוניטרית בהדרגה; זאת באמצעות שלושה כלים:

(1) לאחר שהוריד את הריבית על מקורותיו במהירות ברביע האחרון של 2008 ובתחילת 2009 - מ-4.25 אחוזים בספטמבר 2008 ל-0.5 אחוז באפריל 2009 - העלה הבנק את שיעור הריבית לספטמבר ל-0.75 אחוז. עם זאת שיעור הנוכחי של הריבית עדיין נמוך, במיוחד בהתחשב בשיפור בתנאי המשק, כדי להמשיך ולתמוך בהתאוששות, שטרם מוצתה.

(2) השינוי בהערכות לגבי צמיחת התוצר והיצוא במהלך הרביע הנסקר הניע את הבנק לשנות את מדיניות התערבותו בשוק המט"ח. כשהחלה פעילות זו, במארכ 2008, מטרתה הייתה להגדיל את יתרות המט"ח, שהיו אז ברמה נמוכה, בהשוואה בין-לאומית, ולנוכח התגברות הסיכונים על רקע המשבר. עם החרפת המשבר, ולאחר השגת היעד המוצהר של היתרות, המשיך הבנק ברכישה יומית קבועה של 100 מיליוני דולרים, וכך גדלו יתרות המט"ח מכ-28 מיליארדי דולרים בפברואר 2008 לכ-58 מיליארדים באוגוסט 2009. בימים הראשונים של אוגוסט סיים הבנק בהדרגה את המדיניות של רכישת סכום יומי קבוע של דולרים, והחליף אותה במדיניות של התערבות בשווקים במקרים של תנועות חריגות בשער החליפין שאינן עולות בקנה אחד עם התנאים הכלכליים הבסיסיים במשק.

(3) באוגוסט 2009 הפסיק הבנק את פעילותו בשוק האג"ח הממשלתיות – מדיניות שנקט במטרה להוריד את שיעורי הריבית לטווחים הבינוניים והארוך. ברכישות האג"ח החל הבנק בפברואר 2009, אז הודיע על תוכניתו לרכישה יומית של אג"ח בסכום של כ-200 מיליוני ש"ח ליום, עד לצבירת סכום שבין 15 ל-20 מיליארדי שקלים. באוגוסט הוא הגיע ליעד זה, בהתאם לתוכנית, וסיים את הרכישות.

השינוי המהיר והחד בסביבה הכלכלית מציב בפני המדיניות המוניטרית אתגר חדש - לאזן בין השאיפה לתמוך בהתאוששות הריאלית, שהיא עדיין שברירית, לבין שיקולים של יציבות מחירים ויציבות פיננסית, לנוכח סימנים לעלייה של מחירי הסחורות, השירותים והנכסים, ובמיוחד של הדיור.

ההחלטות על גובה הריבית וההתערבות בשוק המט"ח תתקבלנה על רקע הערכות שוטפות של מגמות מנוגדות אלו, במטרה לעמוד ביעד האינפלציה תוך המשך התמיכה בהתאוששות הפעילות הריאלית וביציבות הפיננסית.

בברכה,

ד. ליפשיץ

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
12	ב. התפתחות שער החליפין של השקל
12	ג. ההתפתחויות הריאליות
16	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
21	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
21	2. המדיניות המוניטרית
24	3. עדכון התחזיות
24	א. הסביבה העולמית
25	ב. הפעילות הריאלית בישראל
26	ג. הערכות לגבי שער החליפין ומאזן התשלומים
27	ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

תקציר*

- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הנסקר בשיעור מצטבר של 1.3 אחוזים. הרקע לעליית המחירים ברביע זה הוא התערבות ממשלתית, שבאה לידי ביטוי בהעלאה זמנית של מסים עקיפים, עלייה מחודשת של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם, המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה והתאוששות השווקים הפיננסיים, לצד סימונים להתעוררות הפעילות הריאלית. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 2.8 אחוזים - בתוך התחום של יעד יציבות המחירים. כן ירדו הציפיות לאינפלציה לעומת רמתן ברביע הקודם, וכעת הן תואמות את יעד האינפלציה.
- **הסביבה העולמית:** במהלך הרביע הנסקר התמתנו הסיכונים המיידים ליציבותה של המערכת הפיננסית הגלובלית, והייתה התאוששות קלה בפעילות הריאלית. לצד ניצני ההתאוששות נרשמים שיעורי אינפלציה נמוכים, והמדיניות המוניטרית במדינות שונות ממשיכה לשמור על סביבת ריביות נמוכות, תוך שימוש בכלים להרחבה כמותית. ריביות הבנקים המרכזיים צפויות להישאר ברמותיהן הנמוכות פרק זמן ממושך - כל עוד ההתאוששות בפעילות לא תצבור תאוצה, ועודף כושר הייצור לא יצטמצם במידה ניכרת.
- **הפעילות הריאלית:** ברביע השני של 2009, לאחר שני רבעים של ירידה, התרחבה הפעילות הכלכלית הריאלית בישראל, ושיעור האבטלה התייצב. התרחבותם של הביקושים בתקופה הנסקרת תרמה להתמתנות קצב הגידול של עודף כושר הייצור במשק, אך לא לצמצומו. לפיכך, ובהעדר לחצים משוק העבודה, שהתבטא בירידת עלות העבודה ליחידת תוצר, לא פעל בתקופה הנסקרת לחץ אינפלציוני מצד ההיצע של הפעילות הריאלית.
- **שער החליפין:** במהלך הרביע השלישי, על רקע היחלשותו הניכרת של הדולר האמריקאי בעולם, נרשמה מגמת התחזקות של השקל מול מרבית המטבעות. כך פעלה התמסורת משער החליפין האפקטיבי הנומינלי לקיצוץ הכוחות הגלובליים שפעלו לעליית המחירים במשק.
- **השווקים הפיננסיים:** ברביע השלישי נמשכה בשווקים הפיננסיים מגמת העלייה שהחלה ברביע הקודם. מחירי הנכסים הוסיפו לעלות והגיעו לרמות של ערב החרפת המשבר, בספטמבר 2008. כנגד זאת התייצבה פרמיית הסיכון של איגרות החוב הקונצרניות. על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה הוסטו מטה עקומי התשואה הריאלית של איגרות החוב ממשלתיות.
- **המדיניות המוניטרית:** במהלך הרביע הנסקר נדרשה המדיניות המוניטרית להתמודד עם האתגר של תפנית חדה בהערכת התנאים הכלכליים, עם המעבר ממצב משברי מובהק וירידת מחירים, בתחילת השנה, למצב של התאוששות הפעילות הכלכלית, ומה עוד שההתאוששות התאפיינה באי-ודאות רבה לגבי עוצמתה, בחולשה של שוק העבודה ובעלייה של סביבת האינפלציה החל ברביע השני של 2009. מכלול האינדיקטורים שעמד בפני בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר תמך בהמשך ההרחבה המוניטרית, תוך הפחתת עוצמתה - כדי לתמוך בהתאוששות הפעילות הכלכלית, לייצב את השווקים הפיננסיים ולהביא את האינפלציה אל יעדה המוגדר בחוק. המדיניות המוניטרית בא לידי ביטוי בשינויים בתמהיל הכלים שבאמצעותם פעל בנק ישראל בתקופה הקודמת: תחילה סיים הבנק, כמתוכנן, את תוכנית רכישת האג"ח הממשלתיות - יחד עם הערכה כי תוכנית הרכישות אכן תרמה להחזרתו של שוק ההון לתפקוד תקין. בראשית חודש אוגוסט שינה הבנק גם את אופי התערבותו בשוק המט"ח: מהתערבות יומית קבועה הוא עבר להתערבות שאינה קבועה - לא בעיתוי ולא בהיקף - כל אימת שהוא מעריך כי השער בפועל אינו תואם את הגורמים הבסיסיים במשק. מדיניות הריבית ברביע הנסקר התבטאה בשמירת הריבית ברמה נמוכה של 0.5 אחוז בחודשים יולי-אוגוסט ובהעלאתה לחודש ספטמבר ב-0.25 נקודת האחוז, לאור ההערכה כי הרמה ששררה אז אינה תואמת את המפנה בפעילות הכלכלית. כך נקבעה הריבית במשק בסוף הרביע הנסקר בשיעור של 0.75 אחוז, ורמתה זו נשמרה גם בחודש נובמבר.

* 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).

- **תחזית:** בחודשים הקרובים צפוי פער התוצר להתרחב, שכן על אף התאוששות הביקושים המקומיים, שיעורי הצמיחה עדיין נמוכים ביחס לשיעור הצמיחה הפוטנציאלי של המשק. בסיכום 2009 צפוי התוצר המקומי הגולמי להתייצב ברמה הממוצעת של 2008, תוך עלייה של שיעור האבטלה ל-8.1 אחוזים. ב-2010 צפוי התוצר לצמוח ב-2.5 אחוזים. האינפלציה, במדידה של 12 חודשים, צפויה להימצא בסביבת מרכז היעד.

1. הרקע והאינפלציה

לשם ניהול מדיניות הריבית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית ובפעילות הריאלית במשק ואחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים והמט"ח. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות מאפשר לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, וכך לקבוע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד יציבות המחירים לתקופה הקרובה, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים. במהלך הרביע השלישי (להלן התקופה הנסקרת) נקט בנק ישראל מדיניות התואמת את הערכת ההשפעות הבאות על האינפלציה במשק: (1) מפנה חיובי שחל ברביע השני של השנה בפעילות הגלובלית - הן במישור הפיננסי והן במישור הריאלי; (2) התאוששות בפעילות המשקית, המאופיינת באי-ודאות רבה לגבי עוצמתה; (3) זעזועים נקודתיים, כגון שינויים במיסוי; (4) עלייה זמנית בסביבת האינפלציה, וזאת לצד קיומו של פער תוצר שגם במהלך הרביע השלישי פעל להחלשתם של הלחצים האינפלציוניים במשק. להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית, בשער החליפין ובפעילות הריאלית, וכן באינדיקטורים המוניטריים, התפתחויות שעמדו ברקע להחלטות הריבית של בנק ישראל בתקופה הנסקרת.

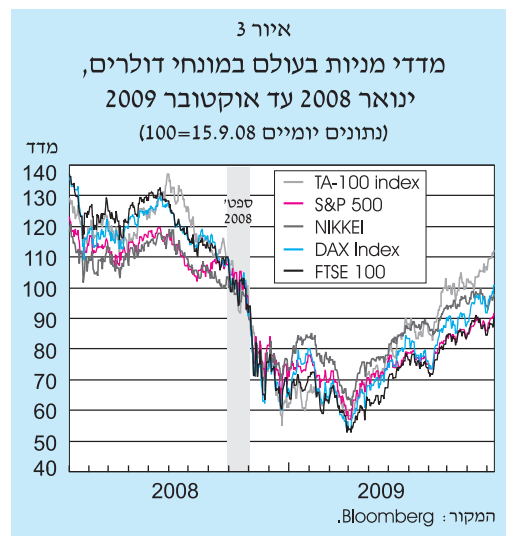
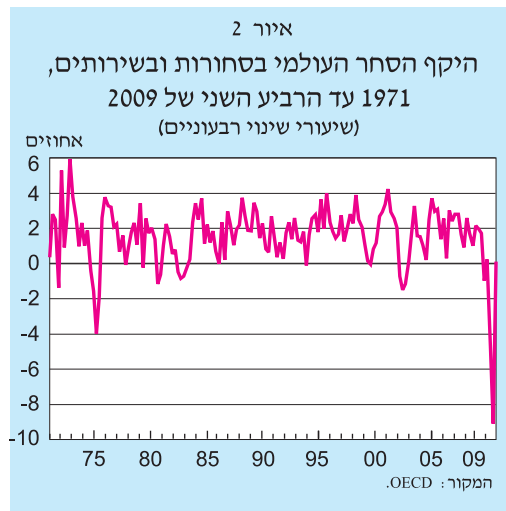
א. הסביבה העולמית

(1) היציבות הפיננסית והפעילות הריאלית בעולם

במהלך הרביע הנסקר - בשונה מההתפתחויות בתחילת השנה - הלכו והתמתנו הסיכונים המיידיים ליציבותה של המערכת הפיננסית הגלובלית, שנסקו מאז הרביע האחרון של 2008. בנקים מרכזיים וממשלות ברחבי העולם נקטו צעדים חסרי תקדים: הזרמה מסיבית של הון לשווקים באמצעות העברות ישירות ומתן הלוואות קצרות מועד, הפעלת תוכניות לחידוש קווי אשראי על ידי ניקוי מאזני הבנקים מנכסים רעילים, מתן ערבויות ושינויים רגולטוריים שמטרתם להסדיר ולהדק את הפיקוח על המוסדות הפיננסיים. פעולות אלה הצליחו לשכך את האווירה הפסימית, שהשתררה בשווקים בשל החרפת המשבר הפיננסי בסוף השנה הקודמת, ותרמו, בין היתר, לייצובה של מערכת הבנקאות, להקלת לחצי הנזילות, לחידושו של התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי ולצמצום חששות להתממשות של "סיכונים הצד השני" (counterparty risk).

הציפיות להחרפת המיתון העולמי פחתו, בתגובה על מהלכים פיסקליים ומוניטריים יוצאי דופן, ובכך פחתה אי-הוודאות, והתאפשרה חזרתם של משקיעים לשווקים הפיננסיים. בשוקי האג"ח הקונצרניות נראו סימני השתקמות הדרגתית: מירווחי התשואות מול האג"ח הממשלתיות הצטמצמו במרבית רמות הדירוג, והיקף ההנפקות המשיך לגדול.

¹ כפי שבא לידי ביטוי בהצטמצמות פערי ה-CDS וב-Libor-Overnight Index במהלך החודשים האחרונים.



בבורסות העולם נרשמו במהלך התקופה הנסקרת עליות שערים (איור 3)² - פועל יוצא של השיפור בסביבה הכלכלית הגלובלית והעלייה בתיאבון של המשקיעים לסיכון³, על חשבון פוזיציות הנזילות, שהוקטנו. עם זאת, מימוש רווחים מצטברים, גורמים עונתיים, שחיקת גורם ההפתעה של הדוחות החיוביים יחד עם צפי לתנאי רקע נוקשים למימון הפעילות העתידית - כל אלה פעלו לתיקון קל של המגמה שהסתמנה בתחילתו של הרביע השני בשוקי המניות. יתירה מזאת, על רקע סטייה של יחסים פיננסיים שונים⁴ מערכיהם ההיסטוריים, התעוררו חששות באשר לתגובת יתר כלפי מעלה של שוקי המניות ונטילת סיכונים מיותרים, וכן ספקות לגבי המשך העלייה המהירה של המדדים בתקופה הנסקרת ובחודשים הבאים.

על אף המפנה בסביבת הסיכונים במערכת, הרי ככלל התנאים נשארו קשיחים, והמצב בשווקים הפיננסיים רחוק מנורמליזציה מלאה. מאזני הבנקים לא נוקו לחלוטין מנכסים רעילים, ומוסדות רבים עדיין נתונים בתהליך שיקום. באספקת האשראי הבנקאי למגזר הפרטי במשקים המפותחים נמשכה מגמת ההאטה, בשל לחצים להורדת המינוף. צמצום האשראי במדינות אלה הביא גם לירידה בנפח האשראי הבין-לאומי ולהצטמקות חדה של ההשקעות הישירות במדינות המתפתחות⁵ - התפתחות שהקטינה את סיכוייהן של האחרונות לעמוד בהחזרי החוב העתידיים. נוסף על כך הביאה התלות הנמשכת של המגזר הפיננסי בתמיכה ציבורית רחבה להעברה לא-מאוזנת של סיכונים ממוסדות פיננסיים למגזר הציבורי, והכבידה על הקיימות הפיסקלית (fiscal sustainability).

במקביל לשינויים באקלים הפיננסי, נראו בחודשים האחרונים ניצני התאוששות בפעילות הריאלית. אינדיקטורים חיוביים נמצאו בהתפתחות של משקים מתעוררים באסיה, אך גם נתונים מארה"ב, מיפן ומגוש האירו (במיוחד מגרמניה ומצרפת) הראו שיפור במספר פרמטרים - בעיקר בייצור התעשייתי, בפעילות ענף הנדל"ן, במדדי מנהלי הרכש⁶, ביצוא וכן בתוצר (איור 1)⁷. **ואולם, חרף הסימנים ליציאה מהמיתון שורת הסכמה רחבה**

² מדד MSCI העולמי (שבו רכיב השווקים המפותחים גדול מרכיב השווקים המתעוררים). הגיע בתקופה הנסקרת לרמה הגבוהה ביותר מזה 11 חודשים. המדד המקביל למדינות המתפתחות עלה פי שניים החל מחודש מארס.

³ המונח "תיאבון לסיכון" (risk appetite) מאחד בתוכו התייחסות הן לרכיב של אי-הוודאות התלוי בסביבה המקרו-כלכלית והן לרכיב אי-הוודאות התלוי בשנאת הסיכון (risk aversion). בשונה משנאת הסיכון, שאינה משתנה בפרקי זמן קצרים, התיאבון לסיכון מגיב על שינויים במצוקה הפיננסית או ברמת אי-הוודאות המקרו כלכלית, ולכן הוא מטבעו תנודתי יותר.

⁴ מכפילי הרווח, תשואות הדיווידנדים ועוד.

⁵ אחד הסימנים המובהקים לפגיעה בפעילותם של שוקי האשראי הוא ירידה של כ-30 אחוזים בהיקף ה-FDI העולמיים וצמצום הפעילות של MNC בשווקים המתפתחים במהלך השנה האחרונה.

⁶ להמחשה: מדד מנהלי הרכש בארה"ב רשם התרחבות ראשונה מזה שנה וחצי. מדד Shiller 20, העוקב אחרי מחירי הבתים ב-20 הערים הגדולות בארה"ב, רשם אף הוא עלייה בתקופה הנסקרת - אחרי רצף ירידות שהחל בשנת 2006.

⁷ כך עלה התוצר של גרמניה, צרפת ויפן ב-1.3, 1.4 ו-3.7 אחוזים, בהתאמה, במונחים שנתיים.



בדבר הקושי לקבוע כי המשבר הגיע לקצו, ולגבי הטענה כי ההתאוששות ממנו (על כל צורותיה) תהיה איטית. גם נתוני אבטלה חריגים, המכונים "הגל השלישי" של המשבר הנוכחי, מעיבים על ההתאוששות ומציבים בפני קובעי המדיניות במדינות השונות אתגר עצום באשר להפעלת תוכניות לצמצום הגירעון ולהפחתת הנזילות בשווקים בעתיד⁸.

(2) האינפלציה בעולם

במהלך התקופה הנסקרת לא התפתחו בעולם לחצים אינפלציוניים, מפני חולשתה של הפעילות הכלכלית הגלובלית. עם זאת, התחדשות העלייה של מחירי הסחורות והדלקים פעלה למיתון לחצים לירידתם של המחירים. בהמשך למגמה שהסתמנה ברביע השני של 2009, עלו מחירי האנרגיה והסחורות בעולם (איור 4)⁹ בעקבות ההתאוששות המהירה של הפעילות במשקי אסיה, שיפור ברמת האופטימיות בשווקים והיחלשות הדולר; לעליית מחירי האנרגיה פעל גם צמצום ההיצע. לתפנית בהתפתחות מחירי הסחורות והאנרגיה הייתה השפעה מקזזת על הלחצים לירידת המחירים, תוצאת עודף כושר הייצור שנוצר בגלל ההתכווצות הממושכת של הפעילות הריאלית בעולם. עדות להשפעתם של מחירים אלה על מגמת האינפלציה בעולם (לוח 1) ניתן למצוא במדדי אינפלציית

לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובחו"ל, 2008 ו-2009

(שיעור השינוי)

אירופה				ארה"ב				ישראל				
2009 **III	2009 **II	*2009	2008	2009 **III	2009 **II	*2009	2008	2009 **III	2009 **II	*2009	2008	
-1.2	2.5	-0.3	1.6	0.5	5.7	-1.3	0.1	5.1	9.4	2.8	3.8	מדד המחירים הכללי
-4.9	13.0	-11.0	-3.7	-6.0	79.5	-21.6	-21.3	8.6	36.0	-6.8	-9.5	אנרגיה
												מזון (ללא פירות וירקות)
0.3	0.4	0.5	3.5	-0.9	-1.5	-0.1	5.9	6.0	0.4	1.6	9.1	
-9.8	-1.1	-1.3	2.8	-7.1	-3.1	-6.4	3.4	18.9	7.5	-2.0	-2.0	פירות וירקות
												מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות
0.0	0.7	1.1	1.8	1.6	1.2	1.5	1.8	4.0	9.1	4.4	3.6	

* 12 החודשים האחרונים.

** במונחים שנתיים.

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

⁸ עלייה בשיעור האבטלה צפויה להגדיל את היקף מחיקת החובות (ההפסדים) של הבנקים (במיוחד בארה"ב - בגלל מינוף יתר של הצרכנים), ובכך להפחית את הוודאות במערכת ולצמצם את היצע האשראי הבנקאי, אשראי שנדרש לתמיכה בהתעוררות הגלובלית.

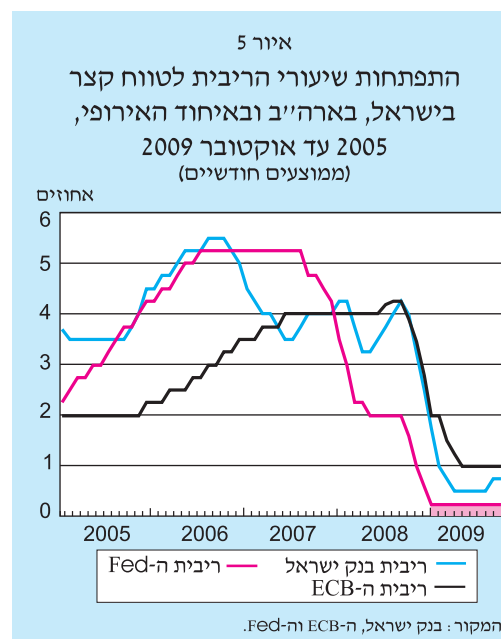
⁹ מדד מחירי המתכת הבסיסית עלה ב-26 אחוזים, מדד מחירי הדלקים עלה ב-16 אחוזים, ואילו מדד מחירי המזון ירד ב-6 אחוזים.

הליבה (המדדים ללא מחירי המזון והאנרגיה) במדינות שונות: שיעורי עלייתם של מדדים אלו בארה"ב, ביפן, בגוש האירו ובמדינות OECD היו בתקופה הנסקרת נמוכים משיעור האינפלציה הכללי. עלייתן של הציפיות לאינפלציה בתקופה זו העידה על הערכה שהלחצים הדיפלומטיים של ערב הרביע הנסקר היו בגדר תופעה חולפת.

(3) המדיניות המוניטרית בעולם

המדיניות המוניטרית שנקטו בנקים מרכזיים ברחבי העולם במהלך הרביע השלישי נועדה, נוסף על ייעודה המסורתי - שמירה על יציבות המחירים - לייצב ולעורר את הפעילות בשווקים תוך מניעת התערערות היציבות הפיננסית. הבנקים המרכזיים המשיכו בניהול מדיניות מוניטרית מרחיבה, במקביל להמשך הפעלתן של תוכניות סיוע שונות שנועדו להגדיל את הנזילות בשווקים. הבנק הפדרלי של ארה"ב הותיר את הריבית בטווח של 0 עד 0.25 אחוז (איור 5), ורמז כי באופן חריג ישאיר אותה ברמה נמוכה תקופה ממושכת, וזאת במקביל להארכת תוכנית החירום לרכישת אג"ח מגובות במשכנתאות עד לחודש מארס 2010. בכך המשיך ה-Fed להישען בעיקר על תוכנית רכישת נכסים (quantitative easing)¹⁰ ככלי העיקרי בהתמודדות עם המשבר. מהודעות הבנק הפדרלי עלה כי האינפלציה צפויה להישאר מתונה פרק זמן לא מבוטל - בשל חולשתה של התמסורת מהכוחות הבסיסיים (בעיקר מהביקושים) לרמת המחירים, ולנוכח האינפלציה החזויה לטווח הארוך, שממשיכה להיות יציבה. גם הבנקים המרכזיים של יפן וגוש האירו נקטו בתקופה הנסקרת מדיניות של אי שינוי בריבית, בהתאם לאופיין הייחודי של ההתפתחויות בשווקים המקומיים – מדיניות שהתבטאה בהשאתה של הריבית ברמות של 0.1 ו-1 אחוז, בהתאמה.

בחינה נרחבת של מנגנוני התמסורת מההתפתחויות הגלובליות לרמת המחירים המקומיים¹¹ מלמדת שלרכיב האינפלציה המיובאת הייתה, במהלך התקופה הנסקרת, השפעה מתונה בלבד על רמת האינפלציה המקומית. התמסורת מהשינויים בסביבה הכלכלית העולמית להתפתחותם של המחירים המקומיים עברה דרך מספר ערוצים עיקריים: דרך ראשית ההתאוששות של הסחר העולמי – שהשפעתו לעליית המחירים המקומיים הייתה עד כה מתונה בלבד, בגלל חולשתם של הביקושים לתוצרת הישראלית. השפעה זו פעלה ישירות, דרך מחיריהם של המוצרים המיובאים, ובעקיפין – דרך עלויות הייצור, הנגזרות חלקית ממחירי התשומות המיובאות; גם תרומתן של אלה לעליית המחירים המקומיים הייתה מתונה, וזאת משום שעלויותיהם של מחירי הסחורות החלו רק ברביע הקודם, והשפעתן פועלת בפיגור. לקיזוז השפעות אלה פעלו הריביות ושער החליפין המקומיים – הנגזרים משערי החליפין הצולבים, מתואי הריביות בחו"ל ומהערכת הסיכון בעולם – בגלל התחזקותו של

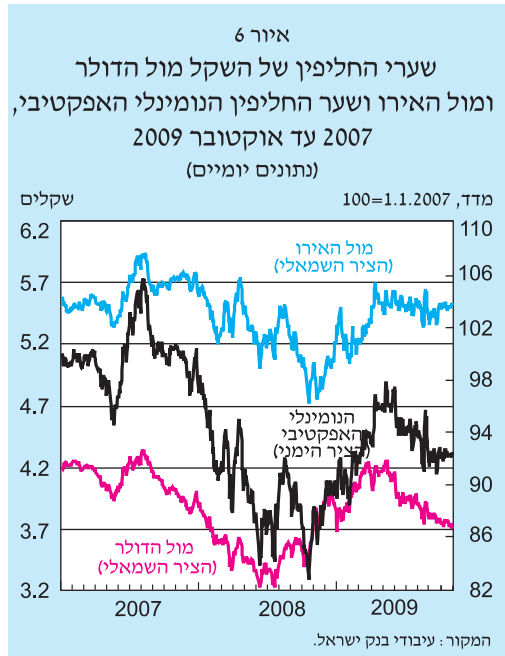


¹⁰ למשל (TARP) Trouble Assets Relief Program.

¹¹ כמשק קטן ופתוח המשק הישראלי חשוף במידה רבה להתפתחויות בסביבה הכלכלית הגלובלית.

השקל במהלך התקופה הנסקרת. כללו של דבר, ההתפתחויות הכלכליות העולמיות ברביע הנסקר פעלו במידה מתונה לעלייתה של רמת המחירים המקומיים.

ב. התפתחות שער החליפין של השקל



במהלך הרביע השלישי נרשמה מגמת התחזקות של השקל מול מרבית המטבעות בעולם, ובפרט מול הדולר. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (איור 6) יוסף ברביע השלישי של השנה בשיעור של 2.3 אחוזים (ממוצע ספטמבר לעומת ממוצע יוני) - התפתחות שביטאה, בין היתר, ייסוף מול האירו ומול הדולר בשיעורים של 0.8 ו-4.5 אחוזים, בהתאמה. במהלך הרביע הנסקר יוסף גם שער החליפין הריאלי האפקטיבי בכ-1.3 אחוזים. עם זאת תוואי התפתחותו ב-12 החודשים האחרונים התאפיין ביציבות.

מרבית הגורמים הבסיסיים פעלו לייסוף השקל, וחלקם החלו בכך עוד לפני התקופה הנסקרת. עם אלה נמנים: (1) העודף בחשבון השוטר (איור 7)¹², שעלה במחצית הראשונה של 2009 במידה ניכרת (ב-4.4 מיליארדי דולרים) יחסית למחצית האחרונה של 2008 (1.7 מיליארדים) - הודות לגידול חד בחשבון הסחורות והשירותים, שקוזז בחלקו על ידי עלייה בגירעון של חשבון ההכנסות וצמצום העודף בהעברות בשוטפות; (2) השארת דירוג האשראי של ישראל ברמה A; (3) שינוי קל בפער הריביות בין ישראל לבין המשקים האחרים (בעיקר התרחבות הפער מול ארה"ב והצמצמות הפער השלילי מול גוש האירו) - תוצאה מהעלאת הריבית לחודש ספטמבר; (4) נתוני הצמיחה והערכות אופטימיות באשר למהירות היציאה של המשק המקומי מהמשבר יחסית לזו של המשקים האחרים; (5) היחלשות הדולר בעולם. כנגד כוחות אלה פעלו שני כוחות להיחלשותו של המטבע המקומי מול המטבעות המובילים - רכישות מט"ח¹³ על ידי בנק ישראל ויצוא הון נטו¹⁴.

ג. ההתפתחויות הריאליות

בתקופה הנסקרת, בהמשך למגמה שנסתמנה ברביע הקודם, נמשכה ההתאוששות בפעילות הכלכלית הריאלית. עם זאת עדיין שוררת אי-ודאות רבה לגבי איתנות התהליך הזה, בגלל תלותו של היצוא הישראלי - שהוא מנוע הצמיחה העיקרי של המשק בטווח הארוך - בעוצמת ההתעוררות של הפעילות הגלובלית. לפי נתוני החשבונאות הלאומית התוצר המקומי הגולמי עלה ברביע השני של השנה בקצב שנתי של אחוז אחד (איור 8), והתוצר העסקי עלה בקצב של 1.3 אחוזים; זאת לאחר שני רביעים של ירידה חדה בפעילות המשק. נראה כי תנאי הרקע הבסיסיים



¹² בסיכום השנה עשוי העודף בחשבון השוטר להגיע לכ-7.3 מיליארדי ש"ח.

¹³ הרחבה ראו בפרק על המדיניות המוניטרית בדוח זה.

¹⁴ לראשונה מזה מספר שנים נרשמו מימושים מצד משקיעים זרים כמעט בכל הרכיבים של תיק הנכסים, במקביל לחידוש ההשקעות של ישראלים בחו"ל.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים, 2007 עד 2009

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

2008 II	2009 I	2008 IV	2008 III	2008 II	2008	2007	
1.0	-3.3	-1.6	0.8	3.6	4.0	5.2	התוצר המקומי הגולמי
1.3	-5.0	-2.7	0.2	3.9	4.5	5.6	התוצר של המגזר העסקי
3.2	-45.8	-6.2	-1.5	-6.0	7.2	13.6	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
5.6	-4.1	-2.6	1.5	-3.4	3.6	6.3	הצריכה הפרטית
3.8	-0.4	-0.1	1.7	-0.3	2.7	5.1	מזה: הצריכה הפרטית למעט כלי תחבורה אישיים
12.1	-4.7	-0.8	5.3	-9.7	2.1	3.4	הצריכה הציבורית
20.7	-6.5	-1.7	8.4	-3.2	2.2	4.1	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-54.9	-19.1	22.1	-12.5	27.6	1.4	10.1	ההשקעה המקומית הגולמית
2.0	-15.2	-4.8	-14.9	-3.2	4.4	15.3	מזה: בנכסים קבועים למעט אניות ומטוסים
26.3	-30.3	-22.9	7.3	-5.4	10.5	10.4	היצוא ללא יהלומים
34.2	-31.7	-24.5	9.1	-0.3	9.7	10.9	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

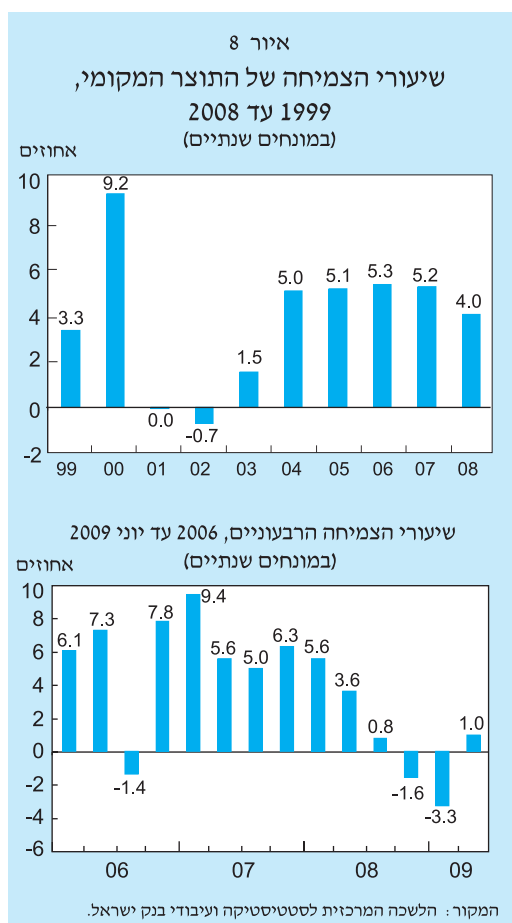
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

החויבים¹⁵ של המשק הישראלי ערב המשבר הם שסייעו לריכוך הפגיעה של המיתון העולמי בביצועיו. צמיחתם של התוצר והתוצר העסקי בתקופה הנסקרת התבססה בעיקר על שיפור בסחר העולמי, ונשענה על מדיניות מייצבת של בנק ישראל ומדיניות פיסקלית שהתיישרה עם היעדים המוגדרים. השיפור בתנאי הסחר ברביע השני של השנה אמור לתמוך בפעילות המקומית, ואף לקזז מן ההשפעה השלילית של התייקרות מוצרי האנרגיה והסחורות בעולם שנרשמו במהלך הרביע השלישי. עליית המדד המשולב למצב המשק – שברביע הנסקר שיקפה בעיקר שיפור ביצוא הסחורות והשירותים – הצביעה אף היא על תפנית חיובית בפעילות המשקית, אף כי לא כל הרכיבים של המדד תמכו במסקנה זו¹⁶. מלבד זאת עולה מסקר החברות של בנק ישראל כי התרחבות הפעילות במגזר העסקי נמשכה גם ברביע הנסקר והקיפה את מרבית ענפי המשק. כמו כן נציין שמאזן הנטו¹⁷ הכולל של המגזר העסקי, המדווח בסקר החברות, הפך ברביע זה חיובי, לראשונה מאז הרביע השני של 2008.

¹⁵ בעיקר האיתנות של מערכת הבנקאות וחשיפה פחותה למקורות העיקריים של המשבר הפיננסי, מדיניות פיסקלית אחראית, התבססות על ענפי הטכנולוגיה העילית ככוח עיקרי לצמיחה, עודף בחשבון השוטף.

¹⁶ מדד הייצור התעשייתי ומדד פדיון ענפי המסחר והשירותים, שהם הליבה של המדד הכללי, עדיין לא מאפשרים להסיק על התאוששות מתמשכת בגלל ירידתם בחודש אוגוסט.

¹⁷ מאזן הנטו הוא ההפרש בין שיעור החברות והעסקים שדיווחו על עלייה לבין שיעורם של אלה שדיווחו על ירידה.



התאוששות הפעילות בתקופה הנסקרת התבססה על עלייה ביצוא (הן של הסחורות והן של השירותים) ועל התרחבות של השימושים המקומיים, ובפרט של הצריכה הפרטית והציבורית. על אף שיפור ניכר ברמת הפעילות המשקית יש חששות לגבי התמדת המגמה של הרכיבים העיקריים. יתירה מזאת, אף על פי שאינדיקטורים מסוימים, כגון עלייה ביבוא של מוצרי השקעה וחומרי גלם, מאותתים על התרחבות פוטנציאלית של הייצור בעתיד הקרוב, הרי לנוכח עוצמתם המתונה של האיתותים ולנוכח הירידה הנמשכת בנתוני ההשקעה המקומית הגולמית (-54.9 אחוזים במונחים שנתיים) והתייצבותה של ההשקעה בנכסים קבועים (עלייה של 2.1 אחוזים במונחים שנתיים ברבע השני), אי אפשר עדיין להסיק בדבר איתנותה של ההתאוששות.

הצריכה הפרטית, שעלתה ב-5.6 אחוזים במונחים שנתיים, הושפעה מגידול חד של צריכת בני קיימא בחלק מהתקופה הנסקרת - תוצאה מסביבת הריבית הנמוכה ומהקדמת רכישות בשל השינויים במערכת המס - ואינה ניתנת לפירוש כעלייה חדה בציפיות הציבור לגבי עוצמת ההתאוששות של המשק. גם עלייתה של הצריכה השוטפת בשיעור נאה של 3.8 אחוזים ברבע השני, עלייה המבטאת גידול הן של צריכת השירותים והן של המסחר הקמעוני, היא מקור לאופטימיות זהירה בלבד. זאת על רקע התגובה האיטית של שוק העבודה לגידול הפעילות בכלל, ובמיוחד העדר שיפור ניכר באי-הוודאות התעסוקתית. ירידה במדדי אמון הצרכנים לחודש ספטמבר הצביעה אף היא על בלימת האופטימיות באשר לתפנית חדה בהתפתחות התצרוכת בתקופה הקרובה.

העלייה (12.1 אחוזים) בצריכה הציבורית מוסברת ברובה בגידול הוצאות הביטחון המקומיות, בעוד שהצריכה האזרחית עלתה בשיעור מתון של 1.7 אחוזים בלבד¹⁸. המשך העלייה המתונה של הצריכה הציבורית בחודשים האחרונים נבע מהתחדשות תת-הביצוע של התקציב גם לאחר העברתו בכנסת. המדיניות הפיסקלית שנקטה בתקופה הנסקרת ניתנת להגדרה כניטרלית, אף כי תקרת ההוצאות, שגידולה תאם את העלייה הזמנית של שיעורי המס, הועלתה - בין היתר כדי להרחיב את הסיוע באשראי ליצואנים ולעסקים קטנים ובינוניים - כחלק מהצעדים להמרצת הפעילות במשק¹⁹. אופיה של מדיניות זו ועוצמתה נקבעו על פי התנאים הבסיסיים החיוביים של המשק ותגובתו המתונה-יחסית על השלכות המשבר העולמי, ולכן, בשונה ממשקים אחרים, לא נדרשה התערבות מסיבית של הממשלה. ביצועי תקציב הממשלה בתקופה הנסקרת עלו בקנה אחד עם סימני ההתאוששות במשק, כך שעלייה בגביית המסים, הן הישירים והן העקיפים, תאפשר לממשלה לעמוד ביעד הגירעון (6 אחוזי תוצר) גם אם התקציב ינוצל במלואו. נדגיש כי עלייה בשיעורי המסים העקיפים תורגמה לעלייה זמנית של המחירים במשק, אך היא לא צפויה להביא לעלייה מתמשכת בקצב האינפלציה.

¹⁸ נדגיש כי הצריכה הציבורית אינה יכולה להוות בסיס לצמיחה בת קיימא.

¹⁹ ההשפעה של תוכניות אלה זניחה, בשל היקפיהן הנמוכים.

ההתרחבות הניכרת של היצוא (26.3 אחוזים ללא יהלומים) ברביע השני התבססה על גידול של יצוא השירותים (המהווה 30 אחוזים מסך היצוא), ובמיוחד של שירותי התיירות, הודות לרגיעה במצב הביטחוני, ושל השירותים העסקיים – אינדיקציה אפשרית לתפנית בפעילות הריאלית. בחודשים האחרונים גדל גם יצוא הסחורות, אך גידולו מבטא ברובו המכריע עלייה חדה ביצוא של ענף הרכיבים האלקטרוניים לצד שיפור קל (אחוז אחד) ביצוא התעשייתי (למעט יהלומים ורכיבים אלקטרוניים), המהווה כ-50 אחוזים מסך היצוא. ביצוא של ענף הכימיה עדיין נמשך הקיפאון, לאחר צניחתו בזמן המשבר העולמי, וזה גם מצב היצוא של מרבית הענפים האחרים. ההתפתחות העתידית של היצוא, ובפרט של יצוא הסחורות, תלויה במהירות ההתאוששות של הפעילות הגלובלית. בחינה של היצוא לפי מדינות מלמדת שלעת עתה תואי ההתפתחות של רכיב היצוא תואם את סדר ההתאוששות בגושי הסחר העיקריים של ישראל: היצוא של ישראל לשוקי אסיה, ארה"ב, וגוש האירו גדל בחודשים יוני-אוגוסט ב-59.5 אחוזים, 31.8 אחוזים ו-20.2 אחוזים בחישוב שנתי, בהתאמה.

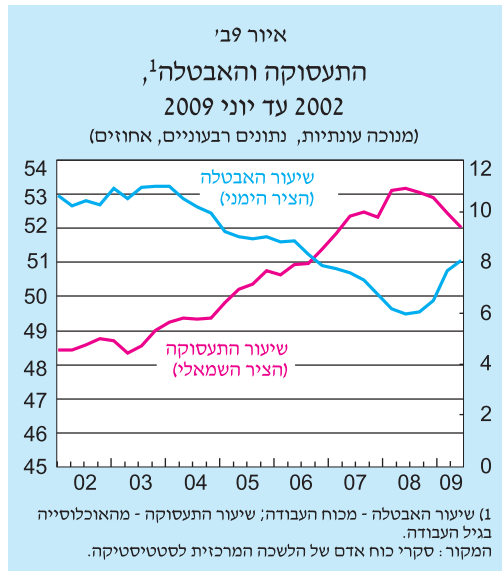
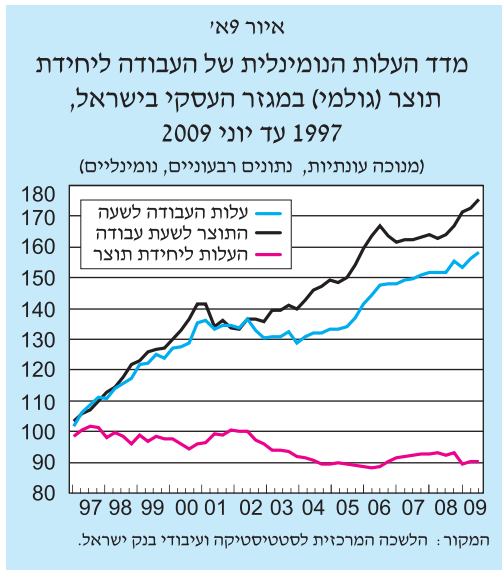
התאוששות הפעילות הריאלית במשק החלה לחלחל גם לשוק העבודה, כפי שהתבטא בירידה של שיעור האבטלה החודשי לרמה של 7.6 אחוזים ברביע השני. במקביל התייצב ואף ירד מספר דורשי העבודה החדשים, המבטא בעיקר את מספר המובטלים הזכאים לדמי אבטלה – התפתחות המצביעה על האטה בפיטורים. גם מדדי הביקוש לעובדים (כדוגמת המדד של חברת "מנפאר") לחודשים האחרונים הצביעו רובם ככולם על התרחבות הביקוש לעובדים במרבית ענפי המשק. במקביל נראו גם בנתוני השכר סימנים ראשונים של שיפור – התמתנות קצב הירידות ואף עלייה קלה בחודשים האחרונים. גם נתוני הגבייה של מס הבריאות הצביעו על שיפור בסך תשלומי השכר במשק. להתפתחויות בשכר תיתכן השפעה עקיפה לעליית האינפלציה, דרך שינויים בעלויות הייצור; ואולם עליית הפריז (התוצר למשרת שכיר) בתקופה הנסקרת, ומתינותה של עליית שכר הנומינלי עד כה (0.3 אחוז מתחילת השנה) פעלו לירידתה של עלות העבודה ליחידת תוצר (איור 9א'), ובכך מנעו לחצים כלפי מעלה על המחירים במשק.

מההערכות של בנק ישראל עולה כי המשבר הנוכחי לא פגע בקצב הצמיחה הפוטנציאלי של התוצר העסקי. זאת משום שהפגיעה בהצבר ההון הפיזי ושחיקת מלאי ההון האנושי כתוצאה מהירידה בתעסוקה לא היו משמעותיות. יתירה מזאת, פער התוצר המשיך להתרחב גם ברביע הנסקר, משום שהצמיחה בפועל עדיין נמוכה מקצב הצמיחה של הטווח הארוך. לפיכך, בהעדר לחצים משוק העבודה, שמתבטא בירידה של עלות העבודה ליחידת תוצר, לא ניכר בתקופה הנסקרת לחץ אינפלציוני מצד ההיצע. יחד עם זאת הכוחות שפעלו לירידת המחירים בתקופות הקודמות התמתנו, עקב התרחבותם של הביקושים.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

מחירי הנכסים הפיננסיים בארץ עלו בתקופה הנסקרת - המשך למגמה שהסתמנה בתחילת הרביע השני של השנה. תוואי מדדי המניות בעולם מתחילתו של המשבר הפיננסי אימת תחושה של משבר גלובלי, בשל מיתאם כמעט מלא בין כל מדדי המניות הן בשווקים המפותחים והן במתעוררים – דבר שמנע פיזור גיאוגרפי של הסיכונים. גם שוקי המניות בישראל תאמו את דפוס ההתפתחות בעולם, והתאפיינו במגמות דומות לאלה של השווקים הבין-לאומיים גם בתקופה הנסקרת - עלייה חדה בחודש יולי ותנודתיות רבה באוגוסט וספטמבר (איור 3). זאת במקביל להתרחבות ניכרת של מחזורי המסחר היומיים, למרות חופשת הקיץ. מכלול הפרמטרים שהשפיעו על התפתחות המדדים בארץ היה זהה ברובו לזה של השווקים האחרים: עלייה בתיאבון-לסיכון של המשקיעים בישראל נשענה על רמת הנזילות הגבוהה במערכת ועל העדר חלופות השקעה אטרקטיביות, מפאת רמותיהן הנמוכות של תשואות הנכסים חסרי הסיכון. במגמה זו תמכו תנאים פיננסיים בסיסיים עדיפים של המשק המקומי, אופטימיות כלל-עולמית, הפתעה חיובית בתוצאות של הדוחות הכספים לרביע השני של השנה ואיתותים לשיפור בנתוני המקרו של המשק. ואולם, נתוני שוק העבודה ומימוש הרווחים פעלו להתמתנות המגמה בשוקי המניות. עוצמת התגובה של המשק המקומי דמתה לזו של השווקים המתעוררים ככלל, שבהם נרשמו עליות שיעורים משמעותיות: מדד המניות ת"א 100 עלה מתחילת השנה בשיעור חד של 57 אחוזים (לעומת עלייה של 12 אחוזים בממוצע במדדים של השווקים המפותחים), ובכך התייצב ברמה ששררה ערב קריסתו של בית ההשקעות "ליהמן ברדרס". עם זאת הרמה הנוכחית נמוכה בכ-30 אחוזים מהשיא שנרשם ברביע האחרון של 2007. סביבת הריבית הנוכחית, תמהיל המדדים שרשמו את העלייה המרבית מתחילת השנה²⁰, רמת הסיכונים במערכת העולמית, ובעיקר התלות הגבוהה של המשק בשיפור ריאלי בעולם – כל אלה מצביעים על רמת סיכון גבוהה-יחסית, ומעלים ספק לגבי המשך המומנטום החיובי בשוק המניות המקומי בטווח הקצר.

במהלך הרביע הנסקר נמשך גיוס האשראי החוץ-בנקאי בהיקפים דומים לאלה של הרביע הקודם. האשראי החוץ-בנקאי המשיך להתרחב ברביע הנסקר (בכ-11.4 מיליארדי ש"ח), תוך התייצבות, ואף עלייה קלה, של פער התשואות בין האג"ח הקונצרניות לממשלתיות בכל רמות הדירוג (איור 10)²¹. נדגיש כי ההתאוששות של שוק האשראי החוץ-בנקאי (ללא גיוסים של מוסדות בנקאיים), שהיקף פעילותו חזר לרמת המחצית הראשונה של 2008, ניכרת רק במדגם מצומצם של חברות, ומכאן שעדיין



²⁰ המדדים של חיפוש נפט וגז ומדד הנדל"ן.

²¹ הפער התייצב ברמת המחצית הראשונה של 2008.

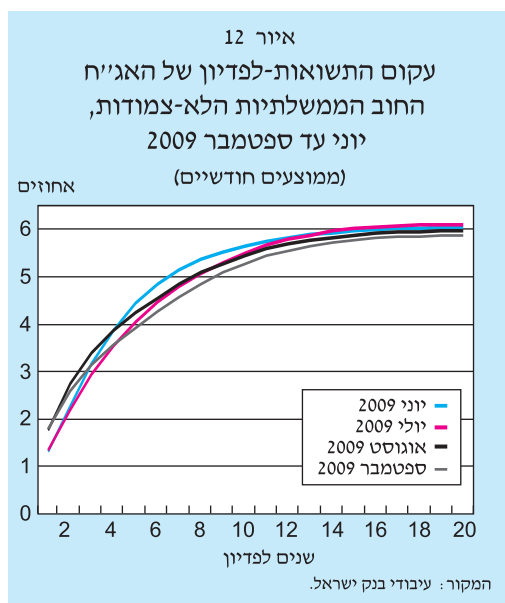
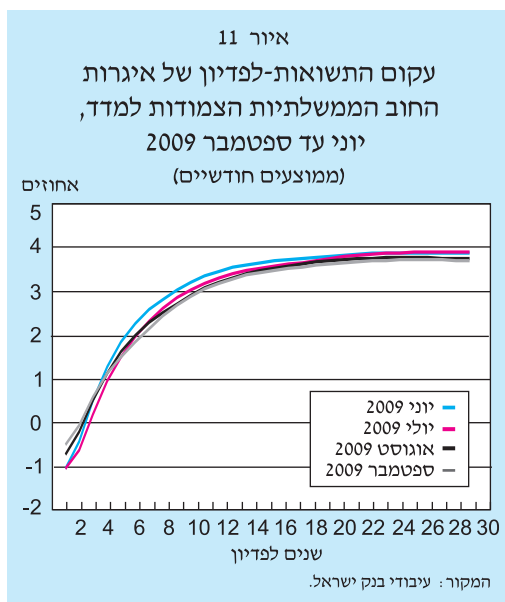
ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים, אפריל עד ספטמבר 2009

09/09	08/09	07/09	06/09	05/09	04/09	
התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.7	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
1.7	1.6	1.3	1.3	1.1	0.9	תשואות המק"ם לשנה
4.0	4.4	4.2	4.6	4.3	3.7	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
6.1	6.2	6.3	6.3	6.0	5.5	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.5	-0.8	-1.1	-1.1	-0.9	0.1	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
1.5	1.6	1.5	1.8	1.6	1.3	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.7	3.7	3.9	3.9	3.8	3.6	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
1.5	1.6	2.0	1.8	2.2	2.9	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
13.6	13.0	13.6	12.9	16.2	17.2	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)						
3.4	-0.4	9.0	1.2	8.0	8.2	מדד המניות הכללי
7.4	-0.5	10.2	-2.2	8.5	11.5	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-1.0	0.6	-3.3	-1.0	-4.9	-0.6	השקל מול הדולר
1.0	1.8	-3.4	1.1	-0.9	-0.9	השקל מול האירו
0.4	0.8	-2.9	0.2	-2.5	0.6	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
11.7	15.0	13.5	14.8	13.9	11.9	סטיית התקן הגלומה
5.7	10.1	8.7	9.1	8.1	6.0	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
4.6	11.1	8.6	10.9	10.4	6.1	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* אג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60% ומח"ם ארוך משנה. המקור: עיבודי בנק ישראל.

קשה להשליך על כלל הפעילות המשקית²². יתירה מזאת, הרקע להמשך מגמת הגיוסים בשוק האג"ח הקונצרניות בחודשים האחרונים מעלה סימני שאלה לגביי יישום לקחי המשבר הפיננסי בשווקים: הגיוסים של הרביע השלישי אופיינו בהנפקות של חברות מתחום הנדל"ן, וכן של חברות בעלות דירוגים בינוניים; אצל חלק מהחברות המנפיקות נתגלעו קשיים בגיוס; הורד הדירוג של מספר סדרות אג"ח; היה צפי לקשיים בפירעון החובות העתידי של החברות המסונפות לקבוצות עסקיות, כגון קבוצת

²² מספר החברות המנפיקות מהווה כ-3.3 אחוזים מסך החברות הרשומות למסחר. רוב החברות המנפיקות הן חברות גדולות, בעלות דירוגים גבוהים, הנכללות ברשימת קבוצת הלווים הגדולים של הבנקים. הואיל ורוב קבוצות הלווים ניצבות בפני מגבלה חוקית של לווה גדול, אין לפרש את גיוסיהן כהתפתחות המפנה מקורות בנקאיים לטובת לווים קטנים, ולכן גם לא כהתפתחות המקלה על מחנק האשראי.



"אפריקה-ישראל" וחברת "צים". יודגש כי לתוצאות הסדרי החוב צפויה השפעה מרחיקת לכת על פעילות השווקים הפיננסיים בעתיד, בשל זיקתם לרמת הסיכון המוסרי במערכת²³. במקביל להתפתחויות בשוק האשראי החוץ-בנקאי נרשמה ברביע הנסקר גם עלייה של 2 אחוזים באשראי הבנקאי למגזר העסקי, במקביל לעלייה הנמשכת באשראי למשקי הבית, בעיקר כתוצאה מגידול של היקף המשכנתאות. העלות הממוצעת של סך האשראי הבנקאי הלא-צמוד לזמן קצר עלתה בחודשים האחרונים לרמה של 3.54 אחוזים, בלוויית עלייה של הריבית על הפיקדונות - כך שהמירווח בין האשראי לפיקדונות נותר ללא שינוי. יתרת האשראי הבנקאי בחודש אוגוסט הסתכמה ב-718 מיליארדי ש"ח, כמעט ללא שינוי מתחילת השנה. נתונים אלה הם נתוני שיווי המשקל שנוצר בשוק האשראי הבנקאי לאורך זמן; זה יכול להצביע על צמצום הביקושים - כפי שאכן עולה מדיווחי החברות בדבר המשך ההתמתנות של קשיי המימון²⁴ - ו/או על התאמה של ההיצע לרמות הסיכון החדשות במשק, דרך שינוי בתנאי האשראי (על אף ירידת הריבית).

שיפוע עקום התשואות הריאליות של האג"ח הממשלתיות התמתן במהלך הרביע הנסקר. המסחר באג"ח הממשלתיות במהלך הרביע הנסקר התאפיין בתנודתיות, עקב שינוי בציפיות האינפלציה של המשקיעים בחודשים יולי-אוגוסט, והושפע גם מהפסקת מדיניות ההתערבות של בנק ישראל בשוק האג"ח, אשר פעלה עד כה להורדת התשואות ארוכות הטווח. השינוי שחל בעקום התשואות התבטא בהתמתנות השיפוע - עלייה של תשואות האג"ח קצרות הטווח לצד ירידה מתונה בחלק הארוך. כך הצטמצם הפער בין התשואות הריאליות הקצרות (1-2 שנים לפדיון) לאלה של הטווחים הבינוניים והארוך (עד 10 שנים) והגיע ל-3 אחוזים בחודש ספטמבר.

על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה ממשיכים להתרחב מצרפי הכסף הצרים. במהלך הרביע הנסקר הואט קצב הגידול השנתי של בסיס הכסף (איור 15). במקביל נמשכה העברת כספים מפיקדונות לזמן קצר לפיקדונות עו"ש, כפי שעולה מעליית קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום M1 לצד התמתנות בקצב הגידול של M2²⁵. מגמת העלייה באמצעי התשלום, שהחלה בראשית 2009, התמתנה מעט בתקופה הנסקרת, על רקע העלאת הריבית לספטמבר.

²³ הפיכתן של קבוצות עסקיות ל"גדולות מכדי ליפול" על ידי השווקים הפיננסיים יכולה לתמוך בנטילת סיכונים יתר על ידי המגזר העסקי עקב חסינות מפשיטת רגל, וכן בנטייה של ציבור החוסכים לממן פעילות מסוכנת. פגיעה בתמחור של הסיכונים במערכת עלולה להשתקף גם בהקצאת המקורות במשק, כתוצאה מכדאיות התמיכה בחברות המסונפות על חשבון פרויקטים פרודוקטיביים יותר. מכאן שהתפתחותו המהירה של שוק האשראי החוץ-בנקאי משנה גם את הסיכונים של הבנקים, וכך פגיעה בפעילות הקבוצות הגדולות עשויה להקטין גם את ערך הביטחונות.

²⁴ עם זאת, חברות קטנות, שהאשראי הבנקאי הוא מקור האשראי העיקרי שלהן, עדיין מדווחות על הקשחה של תנאי המימון.

²⁵ בחודש ספטמבר, לראשונה מזה שנה, נרשמה ירידה בהיקף הכמותי השנתי בפיקדונות העו"ש, וכן הואט קצב הגידול השנתי של M1.

ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך הרביע הנסקר בשיעור מצטבר של 1.3 אחוזים. עליית המדד הושפעה בעיקר מגורמים זמניים, כהעלאת המסים העקיפים במשק, ומגורמים עונתיים. בניכוי עונתיות עלה המדד במהלך התקופה הנסקרת ב-0.7 אחוז. הסעיפים שתורמתם לעליית המדד הייתה משמעותית הם סעיף אחזקת הדירה (תרומה של 0.53 נקודות אחוז), שהושפע, בין היתר, מהיטל הבצורת, סעיף הדיור (0.48 אחוז), והסעיפים מזון ופירות וירקות (0.22 ו-0.16 נקודות אחוז, בהתאמה) – בשל גורמים עונתיים. גם מחירי האנרגיה, שעלו ב-2.1 אחוזים במהלך הרביע הנסקר, תרמו לעליית המדד; זאת במישור דרך סעיפי אחזקת הדירה והתחבורה, ובעקיפין דרך התייקרות גורמי הייצור. מדד המחירים הסיטוניים עלה ב-2.5 אחוזים, זה הרביע השני ברציפות, עם ההתעוררות בפעילות הריאלית ועליית מחירי הסחורות.

התפתחות המדד ברביע השלישי של השנה מצביעה על שיעור אינפלציה שנתי המתיישב עם יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים). במהלך 12 החודשים האחרונים נאמד קצב האינפלציה השנתי במשק ב-2.8 אחוזים (איור 17). מדדי הליבה, כלומר המחירים המנוכים מסעיפים תנודתיים – כגון המדד ללא פירות, ירקות, מזון ואנרגיה – עלו אף הם, אך זאת בשיעורים גבוהים מאלו של המדד הכללי, ושיעור עלייתם הסתכם ב-4.2 אחוזים (בממוצע). הפער בין מדדי הליבה למדד הכללי, בהסתכלות לאחור, נובע מירידה של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם בתקופה שהחלה ברביע השלישי של 2008 ונמשכה עד לרביע השני של 2009. בניכוי עונתיות ועלויות מחירים כתוצאה מהתערבות ממשלתית²⁶ (העלאת המס על הסיגריות והדלק, העלאת המע"מ והיטל הבצורת) – שתרמו כ-1.2 אחוזים לעליית המחירים הכללית מתחילת השנה – עלה מדד המחירים לצרכן מתחילת השנה ב-1.9 אחוזים (במונחים שנתיים) ונמצא במרכז היעד.

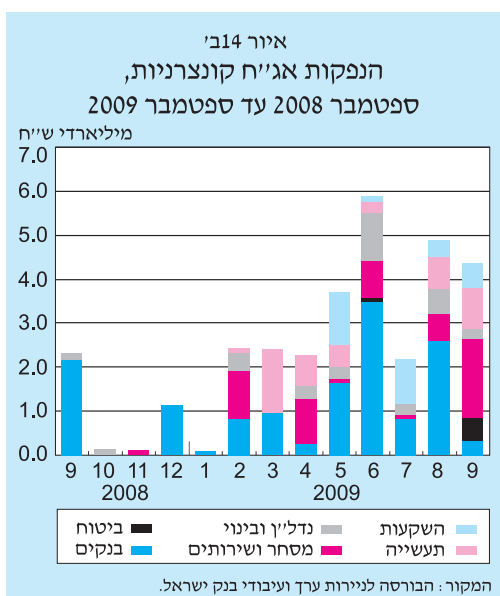
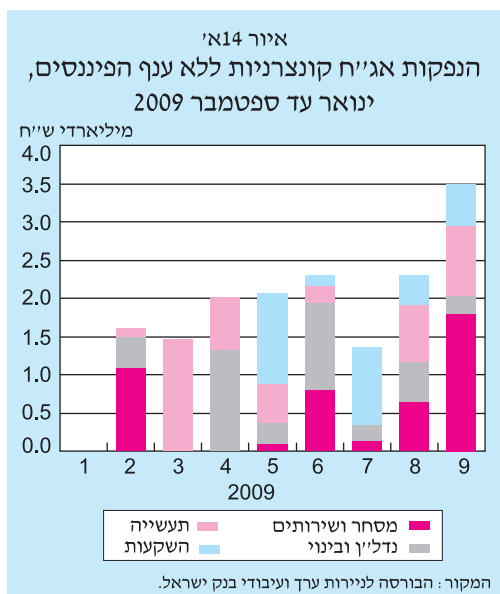
בהתפתחות רכיבי המדד בתקופה הנסקרת בלטה עלייתו של מדד הדיור, שתרם כחצי אחוז לעליית המדד הכללי בתקופה זו. כן תרם מדד הדיור לעליית המדד הכללי ב-12 החודשים האחרונים: המדד ללא דיור עלה ב-0.8 אחוז, לעומת עלייה של 2.8 אחוזים, כאמור, במדד הכללי. המשך העלייה בסעיף הדיור (2.3 אחוזים בחודשים יולי-ספטמבר לעומת 1.5 אחוזים ברביע הקודם)²⁷, ששיקפה ברובה שינויים בחוזי השכירות המתחדשים, התרחשה במקביל להתחזקותו של השקל בתקופה הנסקרת. על אף ממצאים לגבי קיומו של מיתאם בין שער החליפין למחירי הדיור²⁸, ההתפתחות של החודשים האחרונים היא אינדיקציה נוספת להיחלשות קשר זה²⁹. בחישוב שנתי עלה מדד הדיור בכ-10.4 אחוזים, אולם הושפע

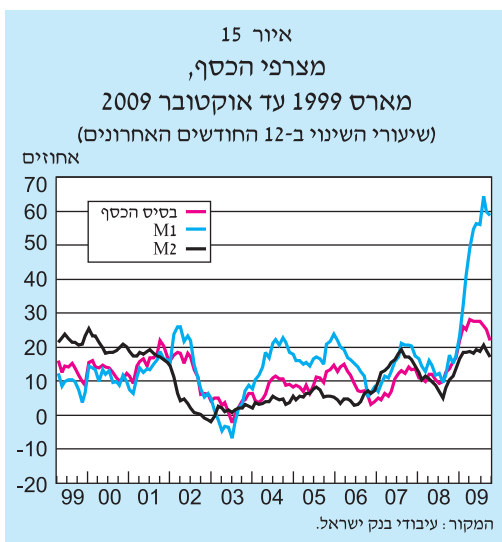
²⁶ התערבות ממשלתית היא זמנית על פי החוק.

²⁷ התרומה העיקרית לעלייה של מדד זה נובעת מזינוק חד של מדד הדיור באוגוסט, לאחר עליות מתונות של כ-0.5 בכל אחד מהחודשים אפריל-יולי.

²⁸ להרחבה ראו סקירת ההתפתחויות הכלכליות מס' 125.

²⁹ לדיון רחב ראו דוחות האינפלציה לרביעים השלישי של 2008 והשני של 2009 וכן סקירת ההתפתחויות הכלכליות מס' 125.





מאוד מנתוני קצה גבוהים של חודשים בודדים ב-2008. את התפתחות מדד הדיור בתקופה הנסקרת ניתן לייחס לציפיות גבוהות לאינפלציה, שהתקרבו לגבול העליון של היעד בחלק מהתקופה, ולעונתיות של חתימת החוזים, כלומר לעליות גבוהות בחודשי הקיץ. מדד הדיור הושפע גם מהדינמיקה של שוק הנדל"ן: מחירי הדירות, שעלו במהלך השנה האחרונה, שיקפו את הירידה החדה של היצע הדירות החדשות העומדות למכירה ושל המלאי³⁰, מחד גיסא, ומאידך - את ההאצה בביקושים, הודות לסביבת הריבית הנמוכה, הקדמת רכישות על רקע העלאה צפויה של המע"מ, ואולי גם ארגון-מחדש של תיק הנכסים - הסטת השקעות מנכסים פיננסיים לנכסים ריאליים.

הגורמים המרכזיים שפעלו למיתון קצב עליית המחירים בתקופה הנסקרת הם התחזקותו של השקל מול סל המטבעות והתרחבותו הנמשכת של פער התוצר. התפתחות שער החליפין לאורך הרביע השלישי לא הייתה אחידה, אולם בהסתכלות על התקופה כולה נרשמה התחזקות של השקל, שפעלה למיתון קצב עליית המחירים; גם פער התוצר, על אף התמתנות קצב התרחבותו, וירידתה של עלות העבודה ליחידת תוצר - תרמו למיתון עליית המחירים. לעומתם פעלו כוחות לעליית המחירים: עלייה מחודשת במחירי האנרגיה, ששבו ועלו לרמת הרביע השלישי של השנה הקודמת, והתערבות ממשלתית, שהתבטאה בהעלאת מסים, אף כי השפעתה הייתה נקודתית.

במהלך הרביע הנסקר התייצבו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות החזאים באזור מרכז יעד האינפלציה. בתחילת חודש אוגוסט עלו הציפיות ל-12 החודשים הבאים, הנגזרות משוק ההון, ונשקו לגבול העליון של

לוח 4 רכיבי מדד המחירים לצרכן

הרביע השלישי* של 2009		12 החודשים האחרונים		
התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	המשקל במדד
5.1	5.1	2.8	2.8	100.0
2.0	9.6	2.2	10.4	20.7
0.9	6.0	0.2	1.6	14.8
0.7	8.6	-0.5	-6.8	7.7
0.7	18.9	-0.1	-2.0	3.6
מדד המחירים לצרכן - סך הכול				
דיור				
מזון (ללא פירות וירקות)				
אנרגיה				
פירות וירקות				

* במונחים שנתיים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

³⁰ בסוף חודש אוגוסט מלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה היה נמוך בכ-30 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד.

היעד. במחצית השנייה של החודש החלו ציפיות אלו לרדת, ככל הנראה בהשפעת ציפיות להעלאת הריבית על ידי בנק ישראל. בספטמבר התרכזו הציפיות ל-12 החודשים הבאים משוק ההון סביב מרכז יעד האינפלציה. ממוצע הערכות החזאים לגבי האינפלציה הצפויה במהלך השנה הקרובה ירד אף הוא מ-2.8 אחוזים ברביע הקודם ל-2.2 אחוזים בתקופה הנסקרת. לעומתן תחזיות האינפלציה במהלך שנת 2009 חורגות מהיעד, ועומדות על 3.7 אחוזים. ראוי לציין כי טווח הערכות החזאים לגבי האינפלציה במהלך השנה הקרובה התרחב, ל-2.5 נקודות אחוז (איור 16), מה שמעיד על התגברות אי-הוודאות לגבי האינפלציה הצפויה במהלך השנה הקרובה. תחזיות האינפלציה והציפיות משוק ההון נמצאות בקרבת אמצע יעד יציבות המחירים ומשקפות את השינוי בפעילות המשקית. התייבבות הציפיות במרכז היעד גם מתיישבת עם התוואי ההיסטורי של התפתחותן לפני שנת 2008 ומצביעה על אמינותה של המדיניות המוניטרית.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוך והבינוני נמצאות כולן בחלק העליון של תחום היעד³¹. בחודש ספטמבר ירדה עקומת הציפיות לטווחים הארוכים לכל אורכה, בעיקר בטווחים של 1-3 שנים. כתוצאה מירידה זו חזרו הציפיות לטווחים אלו לתחום יעד האינפלציה, לאחר שבחודש אוגוסט הן חרגו מגבולו העליון של היעד. הציפיות לטווחים הארוכים מצויות כולן בתחום היעד, אמנם בחלקו העליון.

2. המדיניות המוניטרית

ברביע השלישי של 2009 המשיכה המדיניות המוניטרית לפעול להשגת יציבות מחירים, במסגרת המחויבות למשטר יעד האינפלציה³². צעדי המדיניות שנקט בנק ישראל בתקופה הנסקרת תאמו את הגישה הגמישה להשגת יעד האינפלציה: הואיל ויעדים נוספים של הבנק הם עידוד התעסוקה והצמיחה ותמיכה ביציבותה של המערכת הפיננסית, ולעתים יש תחלופה בין היעדים – מאפשרת הגישה הגמישה חזרה הדרגתית של האינפלציה לתחום היעד.

מכלול האינדיקטורים שעמד בפני בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר תמך בהמשך ההרחבה המוניטרית. פער התוצר, המשתקף בין היתר, בשיעור אבטלה גבוה, אי-הוודאות לגבי עוצמת ההתאוששות במשק הישראלי, מפני התלות בהתאוששות הגלובלית, התייבבות סביבת האינפלציה והציפיות בתחום היעד יחד עם רמת הריביות הנמוכה בעולם וייסוף השקל – כל אלה תמכו בהחלטה של בנק ישראל להמשיך ולשמור על עמדה מרחיבה של המדיניות המוניטרית. הרביע הנסקר הוא הרביע השני ברציפות שבו התקבלו אינדיקטורים חיוביים הן לגבי הפעילות הריאלית והן מהצד הפיננסי. אינדיקטורים אלה מאמתים את התחושה בדבר מפנה



³¹ סביר שהן כוללות רכיב של פרמיית סיכון.

³² ראו הערה 1 במסמך זה.

לוח 5
סביבת האינפלציה והריבית, אפריל עד ספטמבר 2009
 (ממוצעים חודשיים)

09/09	08/09	07/09	06/09	05/09	04/09	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
-0.3	0.5	1.1	0.9	0.4	1.0	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
-0.1	0.5	0.6	0.4	0.6	0.7	תחזיות החוזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
2.8	3.7	3.5	3.6	2.8	3.1	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
2.3	2.4	2.4	2.4	2.1	0.8	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
2.4	2.4	1.8	2.6	2.2	1.5	תחזיות החוזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*						
2.8	3.2	3.0	2.9	2.9	2.2	הציפיות לטווח קצר (לשנים השנייה והשלישית)
2.4	2.3	2.4	2.7	2.6	3.3	הציפיות לטווח בינוני (לשנים הרביעית עד השישית)
2.5	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0	הציפיות לטווח ארוך (לשנים השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)						
0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	ריבית בנק ישראל
-1.5	-1.8	-1.8	-1.9	-1.6	-0.3	הריבית הריאלית הנגזרת
0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
-0.25	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.8	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	תחזיות החוזאים לריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
2.2	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	תחזיות החוזאים לריבית בעוד שנה
2.1	2.0	2.1	2.1	2.3	2.1	פערי הריביות הארוכות הנומינליות (ל-10 שנים) בין ישראל לארה"ב
1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.1	פערי הריביות הארוכות הריאליות (ל-10 שנים) בין ישראל לארה"ב

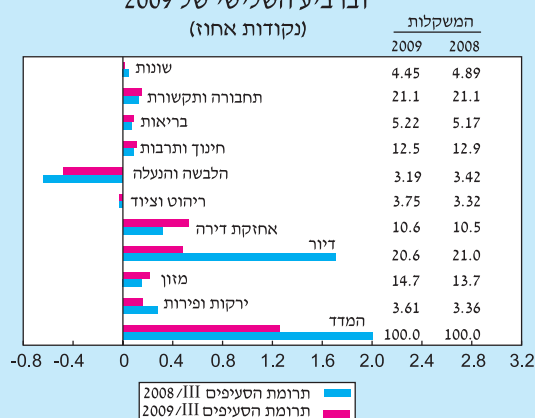
* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

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

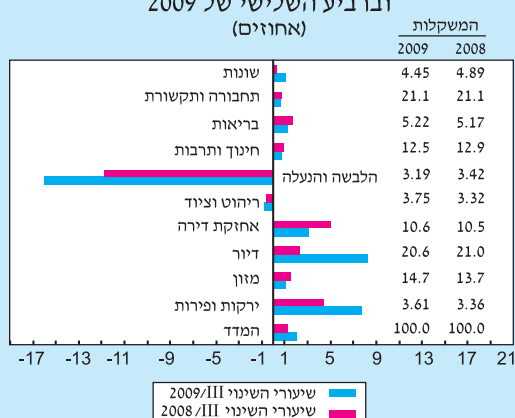
בפעילות המשקית ותחילתה של התאוששות הדרגתית מהשלכות המשבר העולמי.

המדיניות המוניטרית המרחיבה של בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר התבססה בעיקר על שני כלים עיקריים - הריבית ורכישות המט"ח. עוצמתה של המדיניות נקבעה בהתאם לניתוח ההתפתחויות השוטפות, התחזיות לגבי הפעילות הריאלית וציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון ומהמודלים האקונומטריים. עוצמתה של המדיניות המוניטרית לא הייתה אחידה והתבטאה במעבר ממדיניות מרחיבה למרחיבה פחות בסוף הרביע הנסקר. לאחר הורדת הריבית לחודש מאי ב-0.25 נקודת אחוז נשמרה הריבית ברמה של 0.5 אחוז עד חודש ספטמבר. ברקע ההחלטות שהתקבלו באותם החודשים עמדו הערכות לגבי הכוחות שפעלו למיתון

התרומות של סעיפי מדד המחירים לצרכן,
לשיעורי השינוי ברביע השלישי של 2008
וברביע השלישי של 2009
(נקודות אחוז)



ההתפתחות של סעיפי מדד המחירים לצרכן,
שיעורי השינוי ברביע השלישי של 2008
וברביע השלישי של 2009
(אחוזים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

עליות המחירים במשק, כגון התרחבותו של פער התוצר, שיעור האבטלה הגבוה ואי-הוודאות לגבי התמדת ההתאוששות המשקית. בחודש יולי הודיע בנק ישראל גם על הפסקת רכישתן של האג"ח הממשלתיות, בהתאם למה שהוחלט מראש, ולאור הערכה כי תוכנית הרכישות אכן תרמה להחזרתו של שוק ההון לתפקוד תקין, ובפרט לחידוש ההנפקות וגיוסי ההון של המגזר העסקי. מחודש זה ואילך הכלים העיקריים שבהם הבנק משתמש בניהול המדיניות המוניטרית הם הריבית ורכישות המט"ח.

בנק ישראל העלה את הריבית לספטמבר ב-0.25 נקודת אחוז, ובכך הקטין מעט את עוצמת המדיניות המרחיבה. שינוי זה במדיניות נבע ממספר סיבות: ראשית, בחישוב של 12 החודשים האחרונים עלה כי האינפלציה נמצאה קרוב לגבול העליון של טווח יעד יציבות המחירים, אפילו בניכוי השפעתם של גורמים חד-פעמיים כהעלאת המסים העקיפים והטלת מס בצורת; שנית, הובא בחשבון כי הירידה בציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים לקרבת מרכז היעד נבעה לא רק מהמשך התרחבותו של פער התוצר אלא גם מהציפיות להעלאת הריבית על ידי בנק ישראל בחודשים הבאים; שלישית, לאור האינדיקטורים השוטפים התחזקו ההערכות בדבר בלימת ההאטה של הפעילות הריאלית ועלייה הדרגתית של הפעילות המשקית על פסי צמיחה – כוחות שעשויים ליצור לחצים אינפלציוניים, אשר יתווספו על השפעתה של האינפלציה המיובאת. החלטת הריבית לחודש ספטמבר התיישבה עם ההערכה לגבי הפעילות במשק, וכן עם המסקנה שהריביות – הנומינלית והריאלית – שהגיעו לרמות הנמוכות כתוצאה מתגובת המדיניות להשלכות המשבר, אינן תואמות את השינוי החד בסביבת הפעילות. העלאת הריבית עדיין ביטאה מדיניות מוניטרית מרחיבה, אמנם בעוצמה פחותה; על כך מעידה רמתה של הריבית הריאלית (איור 20), שגם לאחר העלאת הריבית הנומינלית נשארה שלילית, והיא מהנמוכות בעולם.



על רקע ההערכה כי השפעתה של התערבות ממשלתית על האינפלציה בפועל היא השפעה זמנית, ומאחר ששיעור האינפלציה המנוכה מגורמים עונתיים בחישוב שנתי והציפיות ל-12 החודשים הבאים נמצאו במרכז היעד, החליט בנק ישראל להשאיר את הריבית לחודש אוקטובר ברמה של 0.75 אחוז. בהחלטה זו תמכו גם הערכת הכוחות הפועלים למיתון הלחצים האינפלציוניים - פער התוצר, הנובע מהיחלשות הפעילות ברביעים הקודמים, שיעור האבטלה הגבוה, ובעיקר ייסוף השקל מול שער החליפין האפקטיבי בתקופה הנסקרת. למכלול ההערכות שצוינו לעיל נוסף חוסר הוודאות לגבי קצב ההתאוששות של הפעילות הגלובלית, ולכן השאיר בנק ישראל גם את הריבית לחודש נובמבר ללא שינוי.

בחודש אוגוסט שונתה המדיניות של בנק ישראל בשוק המט"ח. כשהחלה ההתערבות הסדירה של הבנק במסחר בשוק זה, במארכ 2008, היא נועדה להגביר את החוסן הפיננסי של המשק באמצעות הגדלת היתרות, ובכך למתן את השפעות המשבר העולמי על הפעילות המקומית. עם החרפת המשבר, ולאחר השגת היעד המוצהר של היתרות, המשיך הבנק ברכישה יומית קבועה של מט"ח, כך שעד לאמצע התקופה הנסקרת גדלו היתרות בכ-30 מיליארדי דולרים. בחודש אוגוסט הודיע הבנק על מעבר מהתערבות יומית קבועה להתערבות לא קבועה (לא בעיתוי ולא בהיקף) - אך ורק במקרים של תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר "השוק אינו מתפקד כראוי". בהערכת השינויים בערך השקל הובאו בחשבון לא רק השינויים בערכו ביחס לדולר האמריקאי, אלא גם מול המטבעות האחרים, משום שעם גושי הסחר העיקריים של ישראל, נמנים, בצד ארה"ב, גם הגוש האירופי ושוקי אסיה. בחינת כיוון השינוי בשער החליפין האפקטיבי הראתה שמרבית הגורמים הבסיסיים פעלו לייסוף השער, יחד עם השפעת היחלשותו של הדולר בעולם. על רקע זה נועדה מדיניות ההתערבות של בנק ישראל בשוק המט"ח (לצד תרומתה להגדלת היתרות לשם הגברת חוסנו הפיננסי של המשק) למתן את הכוחות קצרי הטווח שפעלו להיווצרותו של ייסוף יתר, יחסית לרמה הנגזרת מאמידת טווח שער החליפין של שיווי-משקל³³. בדיעבד, לנוכח היקף התערבותו של הבנק בשוק המט"ח³⁴, ניתן לשער כי רכישות אלה אכן מנעו ייסוף חד יותר, וכן תרמו לשמירה על היציבות במשק, בצמצמן את השפעת ההאטה בפעילות העולמית על היצוא המקומי. את עודפי הנזילות שיוצרות רכישות המט"ח המשיך בנק ישראל לספוג בעיקר דרך מכרזי הפיקדונות המוניטריים.

³³ שער החליפין הריאלי של שיווי משקל נקבע על ידי פריון הייצור: פערי הפריון בין המגזר הסחיר ללא סחיר (בטווח הארוך) ושיעור ההשקעה בתוצר (השפעה של טווח הביניים). לדיון רחב יותר ראו תיבה ב'2 בדוח בנק ישראל ל-2008.

³⁴ היתרות הגיעו בסוף התקופה הנסקרת לכ-60 מיליארדי דולרים.

לוח 6
הצמיחה ב-2008 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית
ל-2009 ול-2010
(שיעורי שינוי, אחוזים)

צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
2010	2009	2008	
3.1	-1.1	3.0	הצמיחה העולמית
1.3	-3.4	0.6	במדינות המפותחות
1.5	-2.7	0.4	בארה"ב
0.3	-4.2	0.7	באירופה
1.7	-5.4	-0.7	ביפן
5.1	1.7	6.0	במדינות המתפתחות
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
1.1	0.1	3.4	במדינות המפותחות
1.7	-0.4	3.8	בארה"ב*
0.8	0.3	3.3	באירופה*
-0.8	-1.1	1.4	ביפן
4.9	5.5	9.3	במדינות המתפתחות

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook, October 2009.

3. עדכון התחזיות

1. הסביבה העולמית

המשבר העולמי הגיע לנקודת השפל, והחלה התאוששות איטית, הדרגתית בפעילות הגלובלית. התאוששות זו התאפשרה הודות לתמריצים פיסקליים רחבים, שנועדו לתמוך בהתעוררות הביקושים, להפחית את אי-הוודאות ולצמצם את הסיכון המערכתי בשווקים הפיננסיים. לאור הסימנים למפנה בפעילות הגלובלית עדכנו הארגונים הבין-לאומיים את תחזיותיהם לגבי הצמיחה העולמית בשנת 2010 כלפי מעלה. כך, לפי קרן המטבע הבין-לאומית יצמח התוצר העולמי בשנה הבאה בשיעור של 3.1 אחוזים. הנתון הבולט בתחזיות הוא מעבר חד של המדינות המפותחות, במיוחד של ארה"ב ויפן, ממיתון עמוק לשיעורי צמיחה חיוביים (צפי ל-1.3 אחוזי צמיחה). זאת לצד תחזית הצמיחה של המשקים המתפתחים (המושפעת בעיקר מהשיפור הצפוי בסין ובהודו), הנאמדת ב-5.1 אחוזים. גם התחזית הפסימית לגבי שנת 2009 שונתה כלפי מעלה, כך שהתכווצות התוצר העולמי צפויה להסתכם ב-1.1 אחוזים בלבד (לעומת הערכה של 1.3 אחוזים בדוח הקודם). הסיבה העיקרית להתכווצות היא ירידה דרסטית (11.9 אחוזים) בהיקף הסחר העולמי בשנת 2009.

על רקע התעוררות הפעילות הגלובלית צפוי כי מחירי האנרגיה והסחורות בעולם יעלו במהלך השנה הבאה. התפתחותם תהיה תלויה בין השאר ברמת הביקושים של השווקים המתפתחים, בעוצמה ובתזמון של ההתאוששות הגלובלית, וגם בערכו של הדולר האמריקאי יחסית למטבעות אחרים בעולם. קרן המטבע צופה כי מחירי הדלקים יעלו בשנת 2010 בכ-24.3 אחוזים במונחים שנתיים, לצד עלייה של 2.4 אחוזים במחירי הסחורות.

ריביות הבנקים המרכזיים צפויות להישאר ברמותיהן הנמוכות פרק זמן ממושך - כל עוד ההתאוששות בפעילות לא תצבור תאוצה, ועודף כושר הייצור לא יצטמצם במידה ניכרת. זאת גם בשל העדר סימנים לשיפור ניכר בשוק העבודה, המאופיין עדיין בשיעורי אבטלה חריגים. היווצרותם של לחצים אינפלציוניים בעתיד יחד עם צמצום התמריצים הפיסקליים אמורים להשליך על השיקולים לגבי המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

שנת 2009 צפויה להסתכם בהתייצבות הפעילות ברמה הממוצעת של השנה הקודמת. התאוששות צפויה ב-2010. תחזית הפעילות הריאלית עודכנה כלפי מעלה לעומת התחזית בדוח האינפלציה הקודם, בזכות מידע חיובי על הפעילות הכלכלית ברביע השני בארץ ובעולם, ולנוכח השיפור בתחזיות הצמיחה והסחר העולמיות. על רקע ההתאוששות ההדרגתית

לוח 7

אינדיקטורים ל-2008 ותחזית בנק ישראל ל-2009 ול-2010 (אחוזים, שיעורי שינוי - אלא אם כן צוין אחרת)

תחזית		נתונים בפועל	
2010	2009	2008	
2.5	0.0	4.0	התמ"ג
3.6	-0.6	3.6	הצריכה הפרטית
1.9	-7.6	1.4	ההשקעה הגולמית המקומית
1.5	1.6	2.1	הצריכה הציבורית
7.3	-15.2	7.2	היבוא
6.2	-11.5	10.5	היצוא
4.9	7.3	1.6	החשבון השוטף נטו (מיליוני דולרים)
8.3	8.1	6.1	האבטלה (שיעור)
4.5	5.4	2.3	הגירעון הציבורי (אחוזי תוצר)*
81.5	81.4	77.0	יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* ללא בנק ישראל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה וبنק ישראל.

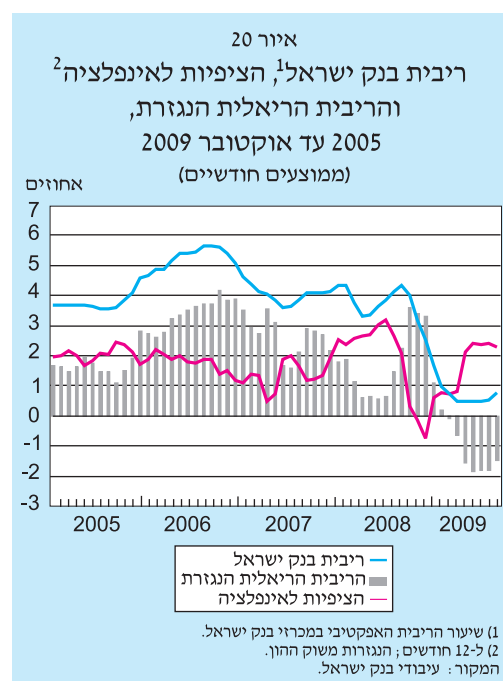
של העולם מהשלכות המיתון צפויה הפעילות הכלכלית במשק להישאר ממותנת גם בהמשך השנה, אף כי מהנתונים עולה שנסיונות התוצר נבלמה. בסיכום 2009 צפוי התוצר המקומי הגולמי להתייצב ברמה הממוצעת של 2008, תוך עלייה של שיעור האבטלה ל-8.1 אחוזים בממוצע, לעומת 6.1 אחוזים ב-2008. נוסף על כך צפוי להתפתח עודף גדול בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, שצפוי להגיע לכ-7 מיליארדי דולרים – תוצאת משיפור ניכר בתנאי הסחר ומירידה חדה ביבוא. גירעון הממשלה צפוי לעמוד על כ-5.5 אחוזי תוצר, עקב ירידה בגביית המסים. בשנת 2010, על רקע הערכה בדבר שיפור במדדי הסחר העולמי ועלייה בצריכה הפרטית, צפויה התאוששות: התוצר יצמח בקצב של כ-2.5 אחוזים בממוצע. עם זאת צפוי כי שיעור האבטלה יעלה מעט, לשיעור של 8.3 אחוזים. משמעותן של התפתחויות אלה, אם יתמשו, היא היווצרות לחצים אינפלציוניים מצד הביקושים.

ג. הערכות לגבי שער החליפין ומאזן התשלומים

העודף בחשבון השוטף והלחצים להיחלשות הדולר בעולם צפויים לחזק את השקל. ב-2009 צפוי בחשבון השוטף עודף של 7.3 מיליארדי דולרים, לעומת 1.6 מיליארדים ב-2008, על רקע שיפור בתנאי הסחר של ישראל. התמתנות הפעילות הכלכלית העולמית מתבטאת בסחר החוץ הן בצמצום היבוא והן בהתכווצות, מתונה יותר, של היצוא. העודף בחשבון השוטף לצד היחלשותו של הדולר בעולם צפויים לתמוך במגמה של ייסוף שער החליפין האפקטיבי. לעומת זאת, רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל, אם יימשכו, יתרמו לקיצוץ הלחצים לייסוף.

ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים צפוי, על פי ההערכות בשווקים, להיות בסביבות מרכז יעד האינפלציה. לנוכח ההתאוששות בשווקים הפיננסיים, התפנית החיובית בפעילות הכלכלית והעלייה של קצב האינפלציה בפועל, הועלו תחזיות הגופים השונים לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים אל אזור מרכז יעד האינפלציה - ל-2.1 אחוזים בממוצע (לוח 8). נדגיש שהתחזיות בסקר החברות גבוהות יותר - 3.25 אחוזים בממוצע (לעומת 2.8 אחוזים ברביע הקודם), מעל לתחום העליון של היעד. גם התפלגות ההערכות הוסטה ברביע הנסקר כלפי מעלה: כ-47 אחוזים מהמשתתפים בסקר העריכו כי האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים תחרוג מהגבול העליון של היעד, לעומת 30 אחוזים בדוח הקודם; 51 אחוזים העריכו שהאינפלציה תימצא בגבולות היעד, לעומת 65 אחוזים בדוח הקודם; ו-2 אחוזים העריכו כי האינפלציה תהיה נמוכה מגבולו התחתון של היעד, לעומת 12 אחוזים בדוח הקודם.



תחזית המודל המבני מסוג DSGE³⁵, המשמש את בנק ישראל ליצירת מניפת הריבית והאינפלציה (איור 21), היא לאינפלציה של 1.2 אחוזים במשך 12 החודשים הקרובים והעלאה הדרגתית של הריבית במהלך 2010. מהמודל המבני הנוסף (EC)³⁶, המניח אינרציה חזקה יחסית של האינפלציה, נגזרת אינפלציה גבוהה יותר, ולכן - גם תוואי ריבית העולה בקצב מואץ יותר, בהשוואה למודל ה-DSGE. שינוי בתנאי הרקע

לוח 8

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

המודלים	היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	של בנק ישראל
הממוצע	2	2.3	2.3	3.24	1.2
הטווח	1-3		1.5-3.0	1.1-5.0	

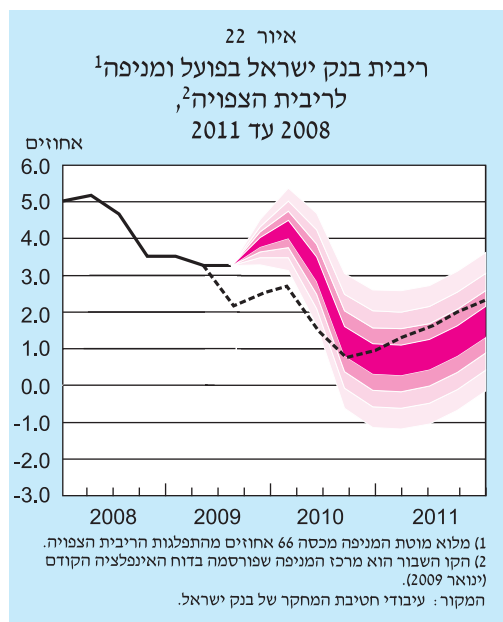
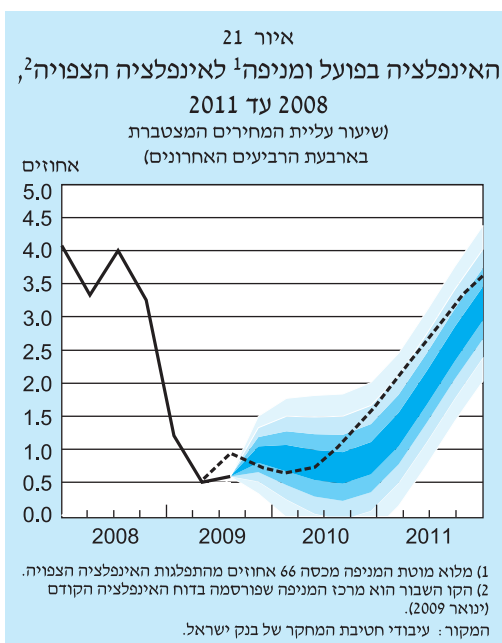
* טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

של המשק במהלך הרביע החולף הביא לירידה בתחזיות האינפלציה ובתוואי הריבית הנגזרים מהמודלים שבשימוש בנק ישראל לעומת הרביע הקודם. התחזית העדכנית מניחה, בין היתר, כי היקף הסחר עם המדינות המתועשות יצטמצם בכ-14 אחוזים במוצע ב-2009 ויגדל ב-7 אחוזים ב-2010; כי הבנקים המרכזיים בעולם ימשיכו לשמור על רמת ריביות נמוכה עד סוף 2009, והחל מ-2010 יעלו אותה בהדרגה; כי המשבר בעולם ימשיך להשפיע לרעה על הפעילות הריאלית המקומית דרך רכיב היצוא; וכי מחירי הסחורות בעולם יוסיפו לעלות גם בתקופה הקרובה. מהנחות אלה של מודל DSGE מתקבלת תחזית אינפלציה של 1.2 אחוזים ל-12 החודשים הקרובים, לעומת 1.6 אחוזים בדוח הקודם. עדכון התחזית כלפי מטה נובע בעיקר מירידה בתוואי של עליית מחירי הסחורות והדלקים בעולם יחסית לזה שנצפה בדוח הקודם, וכן מן התוואי הצפוי של ריביות חו"ל – שהוא נמוך לפרק זמן ממושך יותר. למסים העקיפים השפעה חד-פעמית על רמת המחירים, ועל כן במדידה של השינוי במדד במשך 12 חודשים השפעתם נעלמת, ותוואי האינפלציה הנגזר מהמודל יורד החל מהרביע השני של 2010. בעקבות הירידה בתחזית האינפלציה תוואי הריבית הצפוי כעת נמוך מזה שהוצג בדוח הקודם.

ברביע הנסקר פחתו מעט סיכוני האינפלציה, והמגמות הקיימות מצביעות על המצאות האינפלציה בסביבת הגבול התחתון של היעד. הקצב האיטי של ההתאוששות מהמשבר העולמי, שישתקף בהמשך התרחבותו של פער התוצר, לצד העדר לחצים משוק העבודה וגורמים בסיסיים התומכים

³⁵ להרחבה ראו: אלקיים ואחרים (2007) מודל מקרו-כלכלי לסיוע בתכנון המדיניות המוניטרית, בנק ישראל, המחלקה המוניטרית.

³⁶ Emanuel Barnea and Joseph Djivre, *Changes in Monetary and Exchange Rate Policies and the Transmission Mechanism in Israel, 1989 IV -2002I*, Discussion Paper Series, Bank of Israel, Research Department



במגמת התחזקותו של השקל – כל אלה אמורים להתבטא, במדידה של 12 חודשים, באינפלציה נמוכה מהיעד. לעומת זאת, עלייה ניכרת של מחירי האנרגיה והסחורות, הנובעת מקצב מוגבר של ההתאוששות העולמית, והאצת קצב עלייתם של מחירי הנכסים המקומיים עלולים להביא לעלייה באינפלציה. נוסף על כך, עודף הנזילות שבידי הציבור צפוי ליצור לחצים אינפלציוניים, עם התאוששותם של הביקושים המקומיים. בהינתן התחזיות הנוכחיות נראה כי התרחיש של אינפלציה בסביבת הגבול התחתון של היעד סביר יותר.

