



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2008

הרביע הרביעי

טבת התשס"ט - ינואר 2009

25

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114109025/3

דפוס איילון, ירושלים

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

המשבר הכלכלי העולמי החריף מאוד באמצע ספטמבר 2008. ההחרפה התבטאה בקריסת כמה מן הבנקים ובתי ההשקעות הגדולים והחשובים בארה"ב ובמדינות מערביות אחרות. ממשלות הזדרזו ונקטו פעולות חילוץ כדי להבטיח המשכיות במערכות התשלומים ותפקוד סביר של המערכת הפיננסית. המשבר העולמי נמשך – ומתבטא בירידה תלולה, ההולכת ומתעצמת, של הפעילות הכלכלית הריאלית. קובעי מדיניות נקטו צעדים נרחבים, חלקם לא-קונבנציונליים וללא תקדים, במטרה להקל על המצב.

כשהחל המשבר מצבו של המשק הישראלי היה טוב יחסית, לאחר חמש שנים של צמיחה מהירה ואינפלציה נמוכה ועם מערכת בנקאית איתנה. ואולם ברביע הנסקר בדוח זה החל המשבר העולמי המתמשך להשפיע השפעה מכרעת גם על המשק הישראלי; מדד המחירים לצרכן ירד בכחצי אחוז, ושיעור הצמיחה של התוצר ירד לקרבת אפס, לאחר האטה בשני הרבעים הקודמים. צירוף זה של צמיחה נמוכה במיוחד ואינפלציה שלילית ממחיש את הפגיעה הקשה בביקושים לתוצר הישראלי בזמן האחרון, בעטיו של המשבר הכלכלי העולמי.

האינפלציה השלילית ברביע הנסקר הושפעה במידה רבה מהירידות של מחירי הנפט וחומרי הגלם בעולם, בניגוד להשפעתן של עליות מחיריהם בשנים עשר החודשים שקדמו לרביע זה. אך גם גורמים מקומיים השפיעו על התפתחות המחירים בשתי התקופות: הגאות הכלכלית תרמה לאינפלציה הגבוהה עד לרביע השלישי של השנה, והתפנית החדה במצב הכלכלי ברביע האחרון תמכה בירידות המחירים עתה. במחירי הדיור, הנמדדים בעיקר על פי חוזי שכירות מתחדשים, נרשמה עלייה ברביע האחרון, ככל הנראה בגלל המגמה הנמשכת של הצטמצמות מלאי הדירות הפנויות; ענף הבנייה הוא הענף היחיד שבו הצטמצמות ההיצע גוברת על הצטמצמות הביקוש, תופעה המשתקפת גם בעליית מחירי הדירות הנמכרות מיד שנייה.

הירידות בפעילות הכלכלית ובאינפלציה הביאו לתפנית גם במדיניות המוניטרית. בשלושת הרבעים הראשונים של השנה האינפלציה חרגה מהגבול העליון של יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים), בעיקר בגלל המשך העליות של מחירי חומרי הגלם בעולם. לפיכך נדרשו העלאות ריבית, בעיקר ברביע השלישי. ואולם בסוף הרביע הראשון וברביע השני נראו סימנים לאפשרות שהמשק הישראלי יושפע מהמשבר העולמי, ולנוכח סימני אזהרה אלו הופחתה הריבית כבר במאוס. ההתדרדרות המהירה והחמורה בכלכלה העולמית מאמצע ספטמבר חייבה הורדה חדה של הריבית, בדומה לצעדים שנקטו בנקים מרכזיים אחרים, ואכן בנק ישראל הוריד את הריבית מ-4.25 אחוזים בתחילת הרביע ל-1.75 בינואר 2009 ולאחוז אחד בפברואר – רמתה הנמוכה ביותר בהיסטוריה של המשק הישראלי.

מטרתן של הפחתות ריבית אלו היא לתמוך בפעילות הכלכלית הריאלית ולמתן חריגות של האינפלציה מתחת ליעד; אלה ייתכנו כתוצאה מהירידה החדה של הביקושים ומירידת מחירי הסחורות ברביע האחרון של 2008, ומה עוד שההערכות הן כי ההאטה תימשך גם ב-2009. זאת בניגוד למצב של שיקולים מנוגדים, שבו נתקבלו החלטות הריבית ממאי עד ספטמבר – כשהאינפלציה הייתה מעל תחום היעד, אך כבר היו חששות להאטת הפעילות הריאלית.

ואולם, המצב המשברי מגביל את האפקטיביות של מדיניות הריבית לבדה: ברמת הריבית הקיימת, יכולתה של המדיניות המוניטרית להוסיף ולעודד את הביקושים להשקעות ולצריכה פרטית מוגבלת - בעיקר בגלל עליית פרמיית הסיכון בריביות על האשראי, בעטיו של המשבר הכלכלי וחששות מקשיים של לקוחות בהחזר חובות.

ככלי נוסף רוכש בנק ישראל כ-100 מיליוני דולרים ליום בשוק המט"ח, פעילות המגבירה את עמידות המשק לזעזועים נוספים באמצעות הגדלת יתרות המט"ח. החשיבות של הגדלת היתרות מתעצמת, שכן משקים קטנים כישראל, הפתוחים למסחר חופשי בסחורות ושירותים ובשווקים הפיננסיים, חשופים במיוחד לאפשרות של תנועות הון בין-לאומיות חזקות, בתגובה על זעזועים בחו"ל ועל זעזועים מקומיים הן בתחום הכלכלי או הפיננסי והן בתחום הגיאוגרפי.

בתחילת שנת 2009 אופפת אי-ודאות רבה את ההתפתחויות הצפויות בהמשך השנה ובשנים הבאות. תיתכן החרפה נוספת, אפילו משמעותית, במצב הכלכלי – אך ישנן גם הערכות בדבר תפנית מסוימת בסביבה העולמית, כבר במחצית השנייה של השנה, ובמקרה כזה ההתמתנות במשק הישראלי עשויה להיות קלה, יחסית לעוצמתה במדינות אחרות.

בנק ישראל ימשיך להפעיל את הכלים העומדים לרשותו במטרה למזער את פגיעתו של המשבר המיובא בפעילות הריאלית ובתעסוקה, תוך החזרת האינפלציה לתחום היעד.

בברכה,

ד. ניסן

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
10	ב. שער החליפין של השקל ומאזן התשלומים
11	ג. ההתפתחויות הריאליות
13	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
17	ה. התפתחות האינפלציה ברביע הנסקר
19	2. המדיניות המוניטרית
22	3. עדכון התחזיות
22	א. הסביבה העולמית
23	ב. הפעילות הריאלית והפיננסית בישראל
24	ג. הערכות לגבי מאזן התשלומים
24	ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

תקציר*

- במהלך הרביע האחרון של 2008 נרשם שינוי חד בקצב האינפלציה: מדד המחירים לצרכן ירד במהלך הרביע ב-0.6 אחוז, ובמונחים מנוכי עונתיות הוא לא ירד, לעומת עלייה ממוצעת בשיעורים שנתיים של כ-6 ו-7 אחוזים ברביעים השני והשלישי של השנה. לשינוי בהתפתחות המחירים תרמו ירידה של מחירי המזון, הירקות והפירות והאנרגיה, אשר קיזזה את ההשפעה של המשך העלייה בסעיף הדיור. במהלך השנה כולה עלה המדד בשיעור של 3.8 אחוזים, מעבר לגבול העליון של יעד האינפלציה. עם זאת מדד המחירים לצרכן בניכוי אנרגיה, מזון וירקות ופירות ודיור עלה במהלך השנה כולה בשיעור של 1.8 אחוזים - קרוב לאמצע תחום היעד.
- ברביע הרביעי של השנה התגברה ההאטה בפעילות הריאלית בישראל בעקבות התעצמות המשבר העולמי וצפי להחרפתו. בנקים מרכזיים וממשלות בעולם נקטו במהלך הרביע מדיניות מרחיבה ללא תקדים, במטרה למתן את השלכות של ירידת הביקושים ולהחזיר את האמון במערכות הפיננסיות ובשוקי ההון, אך רמת הסיכון נשארה גבוהה, וצפויות העמקה נוספת של האבטלה וירידה של התוצר במרבית המדינות המפותחות. התפתחויות אלו מיתנו מאוד את הלחצים לעליית מחירים, והביאו לירידה של מחירי הסחורות והמזון ולתפנית בהתפתחות האינפלציה בישראל.
- במהלך הרביע האחרון של השנה הורדה ריבית בנק ישראל חמש פעמים (מהן פעמיים מחוץ למועדי ההחלטה הרגילים), מ-4.25 אחוזים עד 1.75 אחוזים, ובסוף ינואר הוסיף והוריד בנק ישראל את הריבית לשיעור של אחוז אחד - הרמה הנמוכה ביותר בכל הזמנים. בנק ישראל הפחית את הריבית במטרה למתן את השלכות המשבר הפיננסי העולמי על הפעילות הריאלית המקומית ואת מצוקת הנזילות ולתמוך ביציבות המערכת הפיננסית. ההאטה של קצב עליית המחירים בפועל וההערכה כי הלחצים לעליית מחירים, ששררו במהלך השנה, פחתו מאוד אפשרו לחתור להשגת יעד האינפלציה ולתמוך בפעילות הריאלית באמצעות מדיניות מוניטרית מרחיבה, שהקלה גם על מצוקת האשראי. עם זאת, בשל עליית הסיכון בשוקי העולם ובישראל, עלו שיעורי הריבית העומדים בפני המגזר העסקי, כפי שמשתקף בשוקי איגרות החוב הקונצרניות.
- התחזיות של בנק ישראל הן לירידה מהירה של האינפלציה וכניסה אל תחום יעד האינפלציה, במדידה של 12 החודשים האחרונים, כבר בתחילת הרביע השני של 2009. עקב התפנית החדה באינפלציה, העמקת המשבר, ההאטה בפעילות והירידה הדרסטית של מחירי הסחורות והאנרגיה, צפויה האינפלציה בשנת 2009 להיות נמוכה מהגבול התחתון של היעד, ואולי אף שלילית במחצית השנייה של השנה, והיא צפויה לחזור לתחום היעד בשנת 2010.

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

1. הרקע לאינפלציה¹

א. הסביבה העולמית

מאמצע ספטמבר 2008 ניכרת החרפה של המשבר הפיננסי בארה"ב, ובמרכזו קריסה של גופים פיננסיים בין-לאומיים, אשר חייבה התערבות מהירה של ממשלת ארה"ב. התפתחויות אלו גלוש לשוקי ההון בעולם כולו ולמערכות הפיננסיות באירופה, ביפן ובמדינות המתעוררות. בעקבותיהם, ועל רקע צפי להעמקת המיתון בפעילות הריאלית (איור 1), נקטו מרבית הבנקים המרכזיים צעדי חירום לטיפול מיידי במשבר, וכן הופעלו תוכניות להרחבה פיסקלית ולסיוע ישיר למגזרים שנפגעו. עם התפשטות המשבר למדינות המתעוררות נזקקו כמה מהן לסיוע מקרן המטבע הבין-לאומית, כדי להתמודד עם מחסור במטבע חוץ, עם פחותים גבוהים של שערי המטבע, ועם סכנת של קריסת המערכות הפיננסיות.

כתוצאה מההאטה בעולם ירדו מחירי הסחורות והאנרגיה ירידה משמעותית, ובעקבותיה פחתו סיכוני האינפלציה במשקים המפותחים. על רקע זה, ובמטרה להתמודד עם האטת הפעילות ועם הרעת המצב הפיננסי, הפחיתו הבנקים המרכזיים את שיעורי הריבית בקצבים מהירים ובשיעורים גבוהים מאשר בעבר.

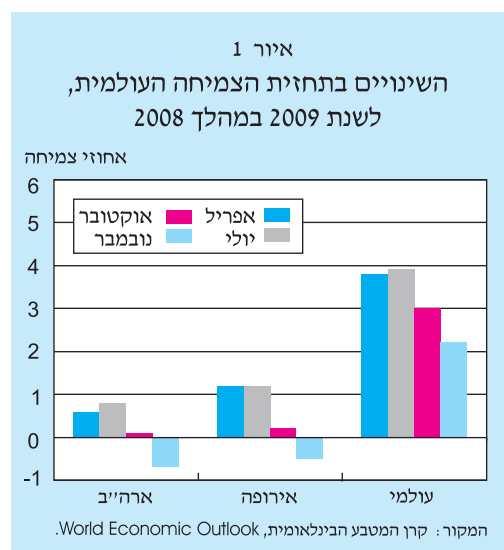
המשבר הפיננסי העולמי, ההאטה בפעילות, ירידת מחירי המזון והאנרגיה וכן הפחתת שיעורי הריבית בעולם השפיעו על המשק הישראלי, בהיותו משק פתוח; הפעילות בישראל הושפעה בפיגור מסוים מהתפתחויות אלו: הן תרמו לירידה בקצב עליית המחירים והציפיות לאינפלציה.

החרפת המשבר הפיננסי בעולם

המשבר הפיננסי העולמי התעצם מאוד מאז ספטמבר 2008, והתבטא בהאצת הירידה של שערי המניות בעולם ובהתגברות תנודתיותם. מצב זה הצריך חילוץ מהיר של מוסדות פיננסיים, תוך התערבות ממשלתית ישירה והזרמת הון ונזילות למערכת הפיננסית.

המשבר הפיננסי שיתק את מערכת הנזילות והביא לעלייה של שיעורי הריבית הבין-בנקאיים, בגלל סיכון מוסדי וחשש לקריסה של מוסדות פיננסיים שעד לפני שנה דורגו ברמה דומה לזו של המדינות המפותחות. עם הפעלת צעדי מדיניות על ידי הבנקים המרכזיים, שהיו מתואמים יותר מאשר בעבר, ירדו במהלך הרביע המירווחים על האשראי הבין-בנקאי, אך הם נשארו גבוהים יחסית בפרספקטיבה היסטורית.

המשבר הפיננסי והתגברות אי-הוודאות שיתקו את שוקי ההון, והנכונות של הבנקים להלוות פחתה מאוד. לכן סיפקו הבנקים המרכזיים ערוצי אשראי, שאפשרו למערכות האשראי להמשיך ולתפקד. במקביל, לנוכח



¹ הנתונים המוצגים מתבססים על הנתונים שעמדו בפני בנק ישראל בדיוני הריבית של סוף ינואר 2009.

לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובח"ל, 2007 ו-2008

(שיעור השינוי ב-12 החודשים האחרונים)

אירופה			ארה"ב			ישראל			
*IV/2008	2008	2007	*IV/2008	2008	2007	*IV/2008	2008	2007	
-2.6	1.6	3.1	-12.7	0.1	4.1	-2.2	3.8	3.4	מדד המחירים הכללי
-40.7	-3.7	9.2	-76.6	-21.3	17.4	-49.1	-9.5	14.4	אנרגיה
1.4	3.5	5.1	1.4	5.9	4.8	-1.0	9.1	6.3	מזון (ללא פירות וירקות)
12.5	2.8	3.1	-25.0	3.4	5.9	-36.2	-2.0	7.0	פירות וירקות
3.5	1.8	1.9	-0.3	1.8	2.4	6.4	3.6	1.6	מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ECB, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics ועיבודי בנק ישראל.
* השינוי במהלך הרביעי, במונחים שנתיים.

התגברות הסיכונים, רכשו הממשלות חלק מהבעלות על מוסדות פיננסיים, כדי להרחיב את בסיס ההון ולאפשר את המשך פעילותם.

האינפלציה בעולם

הירידות החדות של מחירי הסחורות והאנרגיה יחד עם ההאטה הכלכלית החרפה הביאו לירידה משמעותית של האינפלציה בכל רחבי העולם. מחירי הנפט ירדו בלמעלה מ-50 אחוזים, וגם מחירי הסחורות ירדו בשיעורים ניכרים. האינפלציה בארה"ב ירדה בשנת 2008 לרמה הקרובה לאפס, והמחירים ירדו ברביעי האחרון בקצב שנתי של כ-12 אחוזים. גם באירופה ירדו המחירים ברביעי האחרון של השנה (לוח 1). התרומה העיקרית לירידת האינפלציה הייתה של הירידה החדה במחירי האנרגיה בארצות הברית ובאירופה, בקצב שנתי של עשרות אחוזים. הציפיות להאטת הפעילות ולהשלכותיה על מחירי הסחורות והאנרגיה והשפל העמוק בשוק הדיור הביאו להתמתנות גדולה של הציפיות לאינפלציה ולחשש כי ירידות המחירים יימשכו. גם במדינות המתעוררות פחתה האינפלציה, אך בחלקן התפתח פיחות חד בשערי המטבע, לנוכח גירעונות בחשבון השוטף וחובות פנימיים וחיצוניים כבדים. לפיכך יש חשש כי ישתרר בהן מיתון בפעילות יחד עם האצה באינפלציה.

המדיניות המוניטרית בעולם

לנוכח המשבר הפיננסי וההאטה המתגברת בפעילות, נמשכה בארה"ב מדיניות מוניטרית מרחיבה בהיקף חסר תקדים: שיעורי הריבית הופחתו חדות עד לרמה שבין 0 ל-0.25 אחוז בדצמבר, וה-Fed אף הצהיר כי בכוונתו לשמור על רמה נמוכה זו בזמן הקרוב, וכן להמשיך בהרחבה באמצעות כלים כמותיים שונים. לנוכח משבר הנזילות ובעיות יציבותיות במוסדות פיננסיים שונים, הזרים ה-Fed הון וערבויות, רכש נכסים "רעילים" כדי לאפשר את המשך הפעילות של מוסדות פיננסיים, והגביר את ההזרמה כדי לעצור את צניחת הביקושים המקומיים. מקורות הזרמו גם לתעשיות



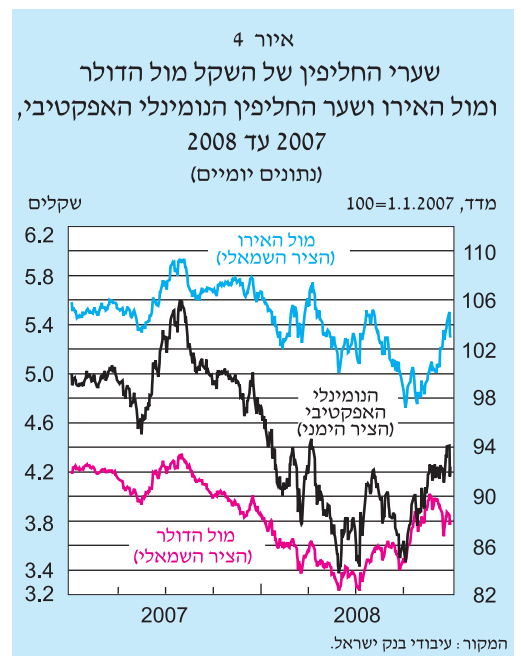
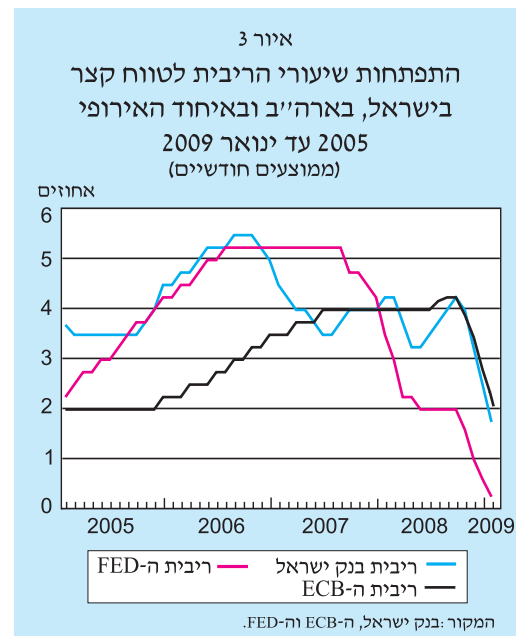
הרכב, כדי למנוע את התמוטטות. במקביל לצעדים המוניטריים הופעלו תוכניות עידוד פיסקליות בהיקפים ללא תקדים. נתוני המירווחים הבין-בנקאיים לרביע האחרון של השנה מורים על הקלה בנזילות ובמצב המשברי, אך עוצמת הבעיות הריאליות, גידול האבטלה וצמצום חד של הפעילות עדיין בפתח. כן יש חשש לבעיות נוספות בתחומי האשראי הניתן באמצעות כרטיסי אשראי, הלוואות הרכב ועוד. המדיניות המרחיבה לא הצליחה, עד כה, לשכך את עוצמת הירידה בביקושים, במיוחד בצריכה הפרטית.

גם באירופה המשיכו הבנקים המרכזיים להוריד את הריביות בקצב גבוה מאשר בעבר, והופעלו תוכניות פיסקליות, אמנם בהיקף קטן יותר. ריבית האירו הורדה בחודשים האחרונים ב-2.25 אחוזים, לרמה של 2 אחוזים. הירידה התלולה של הביקוש העולמי הגיעה גם למדינות במזרח אסיה ולסין, וגם הן נוקטות מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרחיבה, כדי להתמודד עם ההאטה הגדולה ביצוא ועם התמתנות הביקושים המקומיים. כשההשפעות הגלובליות כה "מדבקות", נודעת חשיבות לצעדי מדיניות מתואמים בין המדינות, שכן אלה מגדילים את הסיכוי להתאוששות מהירה של הפעילות בעתיד.

ב. שער החליפין ומאזן התשלומים

שער החליפין של השקל ביחס לדולר פוחת ברביע הנסקר, אך בחודש דצמבר נרשם ייסוף, בעקבות היחלשות הדולר בעולם, שמקורה בהפחתת הריבית על הדולר לרמה שבין 0 ל-0.25 אחוז. רמתו של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (איור 4) ברביע זה דמתה לממוצע של 2008, אך ביטאה ייסוף של כ-10 אחוזים לעומת 2007. הנתונים האחרונים במאזן התשלומים לרביע השלישי של 2008 מצביעים על המשך העודף בחשבון השוטף בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולרים, בדומה להיקף הממוצע במחצית הראשונה של השנה. מתחילת השנה היה עודף יבוא של 1.6 מיליארד דולרים, לעומת למעלה מ-3 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. עם זאת ראוי לציין את השיפור בתנאי הסחר - תוצאת הירידה החדה של מחירי האנרגיה והמזון המיובאים - אשר צפוי להביא לשיפור במאזן המסחרי. במהלך הרביע גדלו המשיכות של משקיעי חוץ מההשקעות בניירות ערך סחירים, אך נמשך זרם ההשקעות הישירות. ההשקעות של חברות ישראליות בחו"ל גדלו, אך המשקיעים המוסדיים הקטינו מאוד את השקעתם בחו"ל, לנוכח מצבם (היחסי) של השווקים שם.

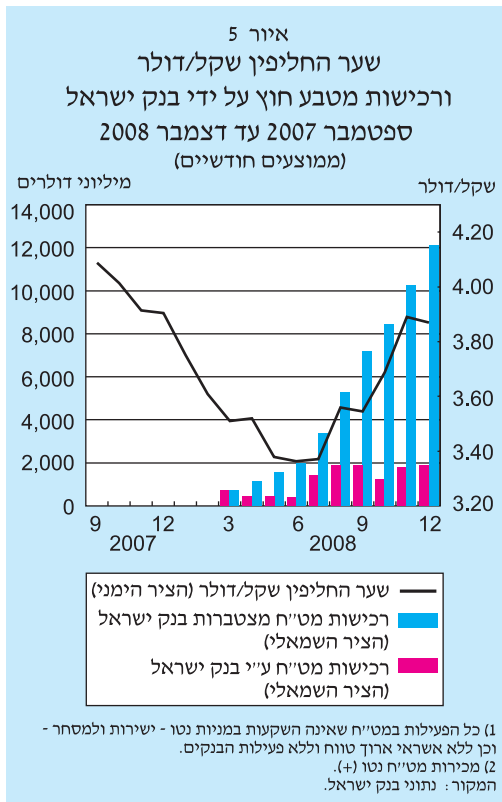
בנק ישראל הודיע בסוף נובמבר על המשך המדיניות של רכישת מטבע חוץ בקצב של 100 מיליון דולרים ליום, לאחר השלמת הגדלתן של היתרות עד ליעד שנקבע בתחילת התערבותו, בחודש מארס. היתרות הגיעו בסוף נובמבר ל-37 מיליארדי דולרים, והיעד עודכן ונקבע כטווח של 40-44 מיליארדים. מתחילת ההתערבות בשוק ועד סוף דצמבר רכש בנק ישראל כ-12 מיליארדי דולרים. רכישות מטבע החוץ תרמו, ככל הנראה,



להיחלשות השקל, אשר מקלה על רווחיות היצואנים בתקופה זו של ירידה תלולה בביקושים בעולם (איור 5).

ג. ההתפתחויות הריאליות

אומדנים מוקדמים של החשבונאות הלאומית למחצית השנייה של 2008 ואינדיקטורים חלקיים לרמת הפעילות בחודשים האחרונים של שנה זו מצביעים על התגברות ההאטה בפעילות הריאלית. התוצר העסקי צמח במחצית השנייה של השנה בקצב שנתי של 2.8 אחוזים, לעומת כ-5 אחוזים במחצית הראשונה. לאחר למעלה מארבע שנים של צמיחה מואצת נקלע המשק במהלך 2008 להאטה בפעילות, וזו הלכה וגברה ברביע האחרון של השנה. הגורמים לכך הם המשבר הפיננסי העולמי, ההאטה בביקושים העולמיים, פגיעה ברכוש של הציבור והשפעתה על הצריכה. כמו כן פועלת הירידה המחזורית בפעילות להפחתת הלחצים האינפלציוניים, לאחר שהצטמצמו פער התוצר בשנים האחרונות לחצה לעלייתם. ההאטה התבטאה בהתמתנות ניכרת של הלחצים לעליית המחירים, בירידת הביקושים המקומיים ומחולל ובהצטמצמות הצריכה וההשקעות. המדד המשולב למצב המשק ירד בחודש דצמבר בשיעור גבוה של אחוז אחד, לאחר ירידה באוקטובר ונובמבר, התפתחות המצביעה על החרפת הירידה בפעילות. גם נתוני סקר החברות לרביע הרביעי של השנה מצביעים על



לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים, 2005 עד 2008

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעור השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, בממוצעים שנתיים)

II/2008	I/2008	II/2007	I/2007	2008	2007	2006	2005	
1.8	4.9	6.0	6.1	4.1	5.4	5.2	5.1	התוצר המקומי הגולמי
1.3	5.7	7.3	7.3	4.5	6.2	6.4	6.2	התוצר של המגזר עסקי
1.8	6.9	15.2	17.3	7.5	13.5	5.4	5.3	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
-0.4	5.0	6.0	7.4	3.9	6.7	4.0	3.9	הצריכה הפרטית
2.8	2.6	4.9	6.6	3.3	5.5	3.7	4.0	מזה: הצריכה הפרטית למעט כלי תחבורה אישיים
4.2	2.4	1.1	2.4	3.2	2.9	2.7	1.7	הצריכה הציבורית
5.3	1.4	2.2	4.3	3.0	3.5	2.0	0.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
17.9	-4.2	15.7	15.4	4.1	12.0	6.5	12.7	ההשקעה המקומית הגולמית
-1.6	1.5	23.7	12.4	5.4	13.3	9.8	3.4	מזה: בנקסים קבועים למעט אניות ומטוסים
-4.9	15.3	12.6	9.9	8.5	9.5	10.3	6.5	היצוא ללא יהלומים
-2.5	12.9	12.0	11.6	7.8	10.0	9.7	7.3	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

החרפת ההאטה, ואף על ירידה של הפעילות העסקית בכל ענפי המשק. ירידה כה גדולה בפעילות לא ידענו מאז אמצע 2003. ההאטה בפעילות בישראל, לעת עתה, קטנה ביחס למדינות מפותחות אחרות. זאת, ככל הנראה, בזכות נקודת המוצא של המשק, על רקע תקציב מרוסן, עודף במאזן התשלומים ומערכת בנקאית שכמעט לא סבלה מהתופעות החמורות שאפיינו את המשבר הפיננסי העולמי הנוכחי; כל אלה הקטינו, עד כה, את עוצמת ההאטה בפעילות המקומית. עם זאת, החשיפה הרבה של היצוא הישראלי למשקים המפותחים השפיעה, ותוסיף להשפיע, על הצמיחה ועל התעסוקה.

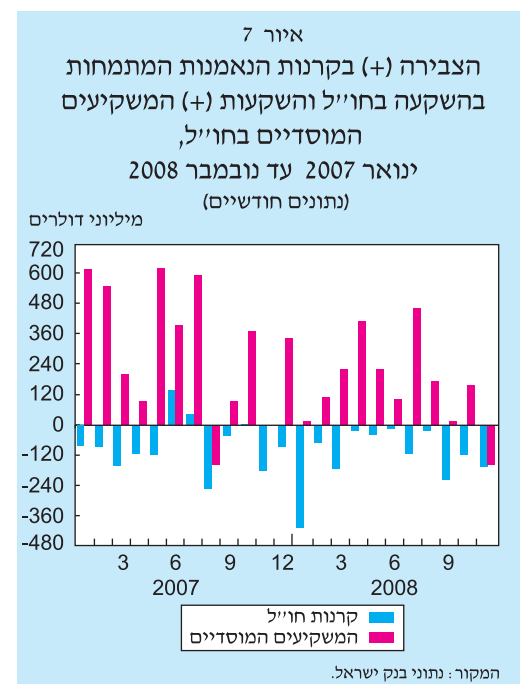
במהלך הרביע הנסקר החליטה הממשלה להפעיל תוכניות לעידוד הפעילות המשקית ולהקלה על מצוקת האשראי, ובמסגרתן - להגדיל את ההשקעות בתשתיות, ולהקים, בשיתוף עם גופים אחרים, פרטיים, קרן לרכישת איגרות חוב פרטיות, שבהן הממשלה תישא ראשונה בהפסדים, אם יהיו. כמו כן הוחלט להקים קרנות שתעודדנה את מערכת הבנקאות לספק אשראי, ולכוון מסגרת משפטית שתתן לגופים שונים סמכות לפעול כקציני אשראי ולהביא להסדרת חובותיהן הסחירים של חברות אשר הנפיקו בעבר איגרות חוב קונצרניות. ראוי לציין כי הפעלתן של תוכניות פיסקליות, הנדרשות לנוכח החרפת ההאטה, כרוכה בבעיה, מפני המגבלות החוקיות לאישור הרחבה בתקציב בתקופה שלפני בחירות.

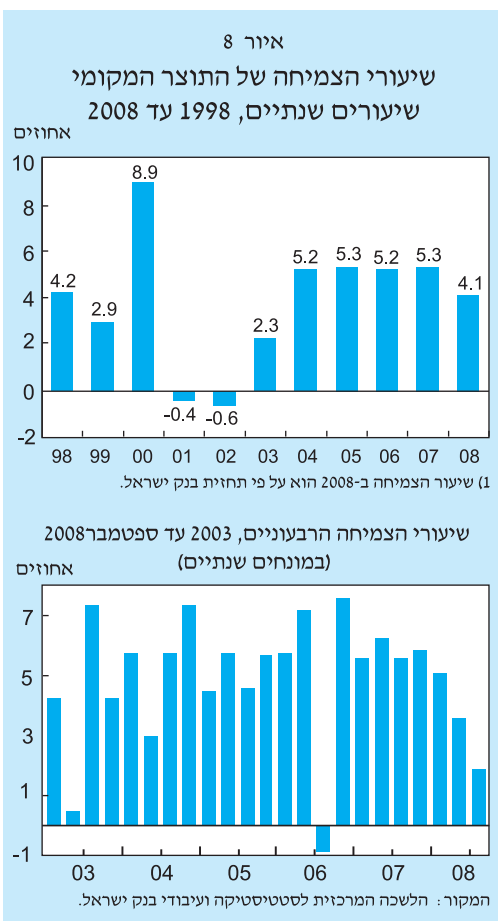
הצריכה הפרטית עלתה ברביע השלישי של 2008 בשיעור של 1.8 אחוזים בלבד, ובכל המחצית השנייה של השנה היא ירדה בכמחצית אחוז. ירידתה של הצריכה הפרטית מבטאת ירידה חדה ברכישה של בני קיימא, במיוחד של כלי רכב. הצריכה השוטפת עלתה במחצית השנייה של השנה בכ-2.8 אחוזים, בדומה לעלייתה במחצית הראשונה, אך ירדה, ככל הנראה, ברביע הרביעי. אינדיקטורים חלקיים לרביע זה מצביעים על התמתנות משמעותית נוספת בצריכה הפרטית, לנוכח השחיקה ברכוש והציפייה להאטה בפעילות ולהתגברות האבטלה.

היצוא ללא יהלומים ירד במחצית השנייה של השנה בכ-5 אחוזים - ביטוי לירידה חדה ביצוא הסחורות, אשר הואצה ברביע הרביעי. סך היבוא (ללא יבוא ביטחוני, אניות ומטוסים) עלה במחצית זו בכ-2 אחוזים בלבד וירד במידה ניכרת ברביע הרביעי. הירידה הקיפה את כל רכיביו, ובלטה ביבוא של כלי רכב ומוצרים בני קיימא אחרים וכן של חומרי גלם.

ההשקעה בנכסים קבועים ירדה במחצית השנייה של השנה בכ-1.6 אחוזים, התפתחות המתיישבת עם הירידה ביבוא של נכסי השקעה. נראה כי הציפיות להאטה בפעילות מביאות לדחיית תוכניות השקעה, וזאת גם על רקע עלייה חדה של עלות מקורות המימון וקושי בגיוסם בגלל קיפאון בשוק האשראי החוץ-בנקאי.

הצריכה הציבורית גדלה במחצית של השנה בשיעור של 4.2 אחוזים, גידול שביטא בעיקרו עלייה חדה, 9.5 אחוזים, של הצריכה הביטחונית המקומית. בפעילות הממשלה נרשמה בחודשים האחרונים של השנה האטה בהוצאות, צעד שמשמעותו ריסון פיסקלי בתקופה שבה נדרשת





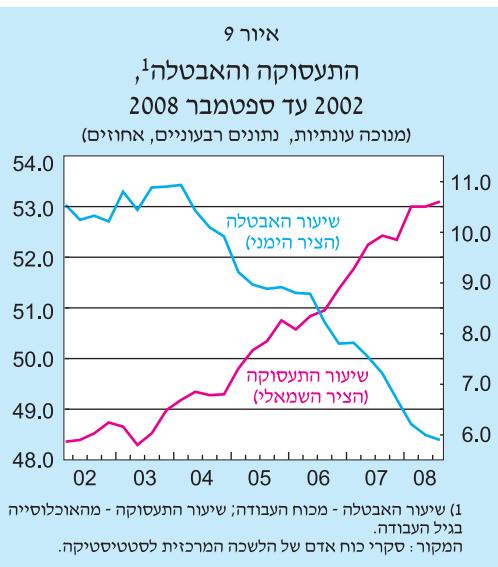
הרחבה, לשם התמודדות עם ההאטה בפעילות. במקביל נמשכה מגמת ההאטה בהכנסות ממסים: הירידה במסי החברות הלכה והתפשטה לכל הענפים, דבר המצביע על התפשטות המשבר. לקראת סוף השנה נרשמה ירידה גם במסים העקיפים ובמסים משוק ההון, ואף התמתנות בגביית המע"מ, עקב ירידה ביבוא של בני קיימא. הגירעון הממשלתי המקומי ללא אשראי צפוי לחרוג השנה מתקרת יעד הגירעון - 1.6 אחוזי תוצר - ולהגיע ל-2.1 אחוזי תוצר, עקב הקדמה ברישום הוצאות של הממשלה על חשבון תת-הוצאות בשנת 2008, אשר יאפשר להוסיף במהלך 2009 פעילויות שטרם תוקצבו בלי לחרוג מתקרת ההוצאות. יחס החוב לתוצר המשיך לרדת השנה - אך זאת בשיעור מתון מאשר בעבר, עקב גידול הגירעון וההאטה בקצב גידולו של התוצר.

נתוני סקר כוח האדם לרביע השלישי מצביעים על יציבות בשוק העבודה, שהתבטאה בעלייה קלה של מספר המשרות תוך ירידה קלה של השכר, במיוחד במגזר העסקי. בעקבות העלייה באינפלציה ירד השכר הריאלי בשנת 2008 בכאחוז. שיעור האבטלה ברביע השלישי של השנה נותר ברמה נמוכה, כ-6.0 אחוזים, וזאת כשרמת ההשתתפות גבוהה, היסטורית - 56.4 אחוזים. עיקר העלייה של מספר המועסקים ברביע השלישי היה במגזר הציבורי, ואילו במגזר העסקי מספרם לא גדל נטו, ובתעשייה הוא אף ירד. ברביע השלישי ירד מספרן של שעות העבודה למועסק, אך לא מספר המועסקים - התפתחות המאפיינת תגובה-בפיגור של שוק העבודה למיתון - וברביע האחרון הודיעו חברות רבות בענפי התעשייה והפיננסים על פיטורי עובדים. סקרי המעסיקים לחודשים אוקטובר ונובמבר מצביעים על האטה בשוק העבודה, ומספר העובדים שנפלטו מעבודה עלה על מספר הנקלטים בעבודה - לראשונה מאז 2003.

סביר שהרפיון בשוק העבודה יתבטא במיעוטם של לחצים, אם יהיו בכלל, לתוספות שכר - למרות השחיקה שהייתה בשכר הריאלי עם עליית האינפלציה במהלך 2008 - ולפיכך לא צפוי לחץ לעליית מחירים. ראוי לציין כי במיתון הקודם, בתחילת העשור, נרשמו אף ירידות נומינליות בשכר.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

השלכות המשבר העולמי השתקפו בבירור בשוקי ההון המקומיים: שערי המניות המשיכו לרדת במהלך הרביע הנסקר בשיעור של כ-35 אחוזים, ובשנת 2008 כולה נרשמה ירידה של קרוב ל-50 אחוזים. התפתחות זו מבטאת ירידה צפויה של רווחיות החברות, לנוכח ההאטה בפעילות, ועלייה של הסיכון ואי-הוודאות, המשתקפת גם בעלייה חדה של התשואות על איגרות החוב הפרטיות. גיוסי ההון של חברות באמצעות הנפקת איגרות חוב פרטיות, שהיו מקור עיקרי למימון המגזר הפרטי בשנים האחרונות, פסקו; שיעורי התשואה על חלק מאיגרות אלו הגיעו לעשרות אחוזים, וחשפו הערכות של השוק בדבר אפשרות של חדלות פירעון במספר לא מבוטל של פירמות, בעיקר בתחום הנדל"ן. פערי התשואות בין איגרות



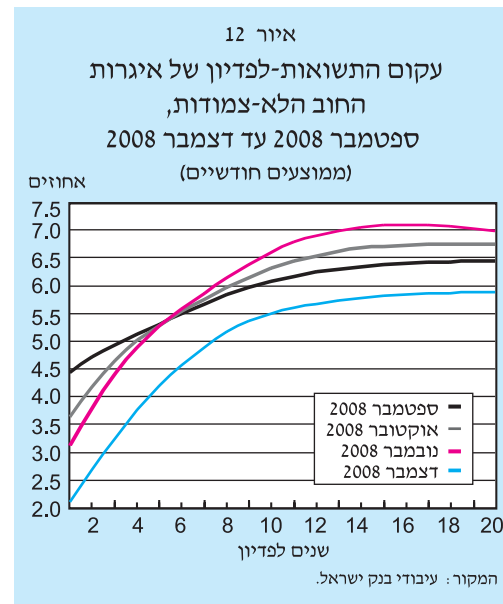
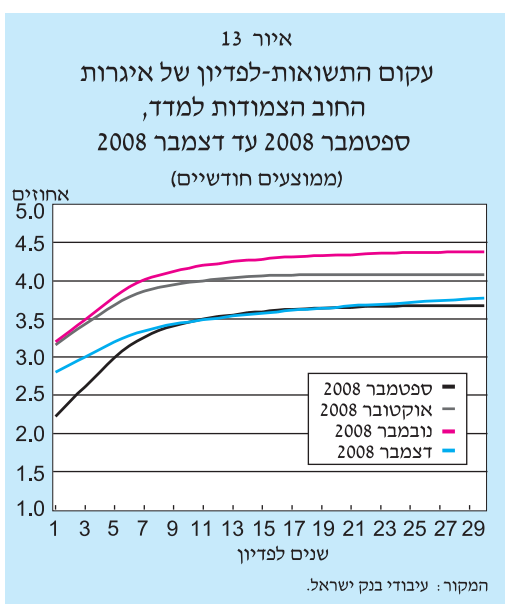
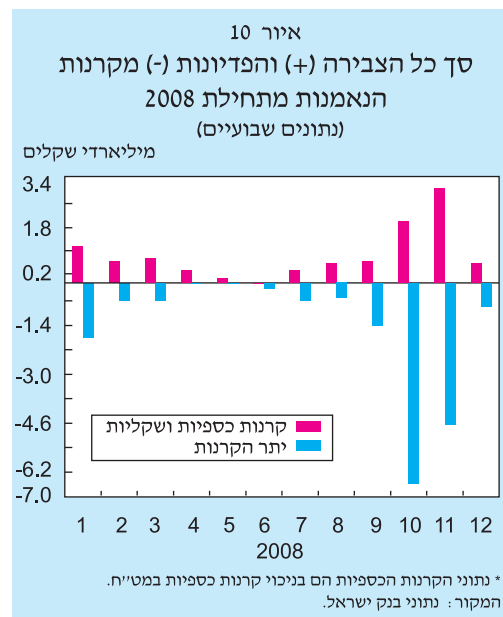
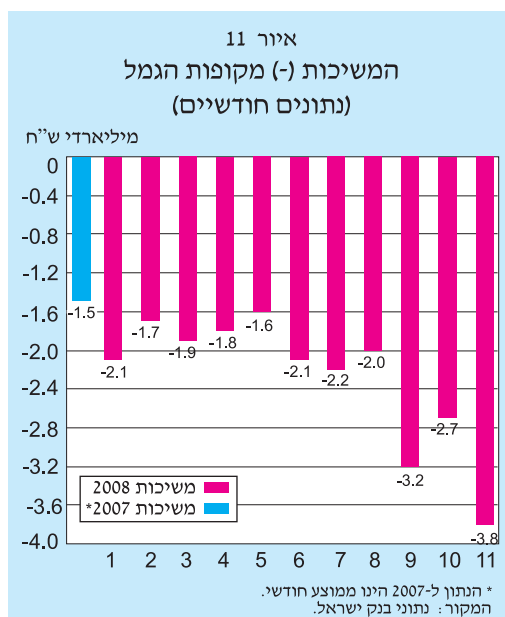
החוב הפרטיות לאיגרות החוב הממשלתיות בשוק הצמוד עלו ברביע האחרון עלייה חדה, המשך לעלייתם ברביע השלישי: באיגרות החוב הלא-מדורגות הגיעו פערי התשואות לכ-22 נקודות אחוז, ובלטו אלו של ענף הנדל"ן, שנפגע במיוחד ממשבך הנדל"ן בעולם. בענף הבנקאות עלו פערי הריביות לרמה של 2.3 נקודות אחוז, על רקע הרעה צפויה בתיקי האשראי. גם שיעורי התשואה הריאליים על איגרות החוב הממשלתיות עלו במהלך הרביע הנסקר, בשל עליית הסיכון ומשיכת חסכונות ארוכי טווח על ידי הציבור, אשר חייבה את המשקיעים המוסדיים למכור איגרות חוב ממשלתיות, שמידת נזילותן ואפשרויות מימושן רבות יותר. עקום התשואות הריאלי עלה באוקטובר ונובמבר לכל אורכו, בפרט בטווח הקצר, ורק בדצמבר - ככל הנראה, עם התמתנות המשיכות, בעיקר מקופות הגמל - שב העקום וירד (איור 13).

לוח 3 ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים, אפריל עד דצמבר 2008

12/08	11/08	10/08	09/08	08/08	07/08	06/08	05/08	04/08	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)									
2.4	3.0	3.6	4.2	4.1	3.8	3.7	3.5	3.0	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
2.3	3.0	3.5	4.3	4.5	4.4	4.3	4.1	3.7	תשואות המק"ם לשנה
4.4	5.3	5.3	5.2	5.2	5.3	5.4	5.4	5.1	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-5 שנים
6.2	7.0	6.8	6.4	6.4	6.6	6.5	6.5	6.5	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-20 שנים
3.2	3.1	3.1	2.2	1.7	1.2	1.3	1.4	1.0	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
3.5	3.7	3.6	3.0	2.7	2.5	2.5	2.5	2.4	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.9	4.3	4.0	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.6	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
3.5	3.0	3.2	2.2	1.5	1.8	1.7	1.4	1.7	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)
									פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן* (נקודות אחוז)
22.8	19.8	15.3	14.4	12.8	11.5	10.4	8.4	8.9	
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)									
-4.4	-5.8	-17.6	-11.8	-2.3	-4.7	-3.0	2.1	6.5	מדד המניות הכללי
-1.9	-8.0	-18.2	-11.9	-2.7	-4.7	-2.9	3.4	8.4	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)									
-3.0	3.6	10.6	-4.8	3.5	3.5	3.7	-5.7	-3.5	השקל מול הדולר
5.0	4.5	-3.5	-5.6	-2.2	2.5	5.6	-6.1	-5.1	השקל מול האירו
0.7	3.1	4.3	-5.4	-0.2	3.4	4.4	-5.9	-3.9	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)									
17.5	18.4	18.0	13.8	13.1	15.8	14.9	14.3	14.5	סטיית התקן הגלומה
21.5	21.0	16.8	11.1	10.8	14.9	12.9	11.5	12.0	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
10.8	13.6	16.3	8.7	5.7	9.6	9.1	7.3	8.8	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

המקור: עיבודי בנק ישראל.

* אג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומשך חיים ממוצע (מח"ם) ארוך משנה.



הנגישות של האשראי למגזר העסקי הצטמצמה, עקב הפסקה כמעט מוחלטת של הנפקת איגרות חוב פרטיות, שהיו מקור המימון העיקרי בשנים 2006-2007. גם הדיווחים בסקר החברות מצביעים על קושי בהשגת אשראי כאחד הגורמים למיתון פעילותן של החברות. האשראי הבנקאי גדל נומינלית בכ-10 אחוזים, בעיקר רכיב האשראי השקלי. למרות ירידתה של ריבית בנק ישראל בלמעלה מ-2 נקודות אחוזים, נראה כי הריבית הבנקאית לציבור ולעסקים ירדה רק במידה חלקית (נתוני נובמבר); זאת, ככל הנראה, לא רק בגלל עלייה בסיכון האשראי, אלא גם בגלל שינוי בשוק האשראי בישראל: הצטמצמות האפשרות לגייס אשראי ישיר בחו"ל, עם התגברות הסיכונים שם, והעדר אפשרות לגייס הון בשוק איגרות החוב הפרטיות השאירו את הזירה, כמעט בלעדית, למערכת הבנקאות הישראלית. בפועל, עקב עליית הריביות הריאליות שעמדו בפני הלווים התמונה מבחינת מקורות האשראי הייתה של ריסון, למרות המדיניות המרחיבה שנקט בנק ישראל.

האינפלציה הצפויה לשנים עשר חודשים הנגזרת מהתשואות בשוק ההון ירדה במהלך הרביע הנסקר מרמה של כ-2 אחוזים בחודש ספטמבר לשיעור שלילי של קרוב לאחוז, מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה², וגם ציפיות החזאים ירדו בשיעור ניכר (איור 15). נראה כי במהלך הרביע השתררה הכרה בדבר עוצמת ההאטה בפעילות והשלכותיה על קצב האינפלציה, וכן מודעות להשפעה הצפויה של מחירי האנרגיה והמזון בעולם, שביטויים במדד צפוי לגלוש גם לרביע הראשון של 2009. גם בציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים יותר ניכרה ירידה, אך מתונה יותר. ראוי לציין את היציבות היחסית של הציפיות לטווח ארוך לנוכח הזעזועים החיצוניים - ביטוי לחוסן היחסי של המשק ולאמינותה של המדיניות המוניטרית.

בתיק הנכסים של הציבור בולטות שתי תופעות עיקריות: האחת היא עלייה במשיכות מקופות הגמל, על רקע הירידה בערך נכסיהן וחשיפתן לשוקי המניות ואיגרות החוב הפרטיות; השנייה היא גידול של הפיקדונות השקליים בבנקים, כאפיק בטוח, לנוכח ירידת מחירי הנכסים והתגברות התנודתיות והסיכון בשווקים. גם אמצעי התשלום גדלו נומינלית ברביע האחרון בשיעור ניכר (כ-6 אחוזים), על רקע ירידתה של הריבית הנומינלית. המעבר לנכסים שקליים מתבטא גם בגידול נכסיהן של קרנות הנאמנות השקליות והכספיות על חשבון אפיקי ההשקעה האחרים (איור 10). בניגוד למשברים פיננסיים קודמים, בשנות השמונים והתשעים, אין מעבר לנכסים צמודים לדולר, וזאת עקב מצבו הטוב יחסית של המשק הישראלי, מצב שאחד מביטוייו היה ייסוף מתמשך של השקל.

ירידתם של מחירי הנכסים הסחירים פגעה, כאמור, בתשואות קופות הגמל, ובמיוחד נפגעו פנסיונרים וחוסכים הקרובים לגיל הפרישה. כדי



² ייתכן שאומדני הציפיות לאינפלציה משוק ההון מוטים כלפי מטה, בגלל שינויים בפרמיית הנוזלות - תוצאת התגברות קשיי הנוזלות ושוני בנוזלות בין השוק השקלי לשוק המדדי, שמפער התשואות ביניהם נגזרות הציפיות.

לצמצם את הפגיעה בהם הודיעה הממשלה שהיא פורסת רשת ביטחון, המבטיחה אי-שחיקה ריאלית של היתרות לסוף נובמבר 2008 ופיצוי לפורשים לפנסיה, אם יירד הערך הריאלי של חסכונותיהם. הזכות לפיצוי ניתנה לבני 57 ומעלה, עד לתקרה של סך החסכונות הפנסיוניים, בלי צורך להירשם לתוכנית מראש. רשת הביטחון מקטינה את התמריץ למשך חסכונות נזילים מקופות הגמל, וזאת נוסף על יתרונות המיסוי שבאפיקים אלו.

ה. התפתחות האינפלציה ברביע הנסקר

במהלך הרביע הנסקר נרשם שינוי חד בקצב האינפלציה: מדד המחירים לצרכן ירד במהלך הרביע ב-0.6 אחוז, לאחר עליית תלולה מתחילת השנה. מדד המחירים לצרכן, מנוכה עונתיות, לא עלה ברביע זה, לעומת עלייה בשיעורים שנתיים של כ-6 ו-7 אחוזים ברביעים השני והשלישי של השנה. תרמו לכך הירידה במחירי המזון, הירקות והפירות והאנרגיה, אשר קיזזה את ההשפעה של המשך העלייה בסעיף הדיור. במהלך השנה כולה עלה המדד בשיעור של 3.8 אחוזים, מעבר לגבול העליון של יעד האינפלציה (לוח 4 ואיור 14). עם זאת מדד המחירים לצרכן בניכוי אנרגיה, מזון וירקות ופירות ודיור עלה במהלך השנה כולה בשיעור של 1.8 אחוזים בלבד, קרוב לאמצע תחום היעד.

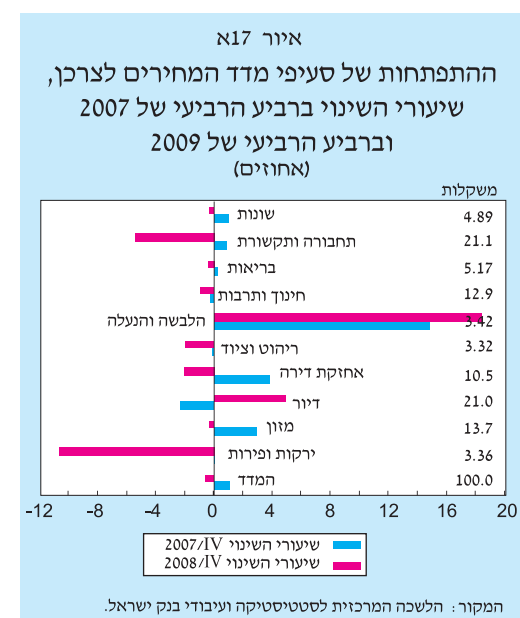
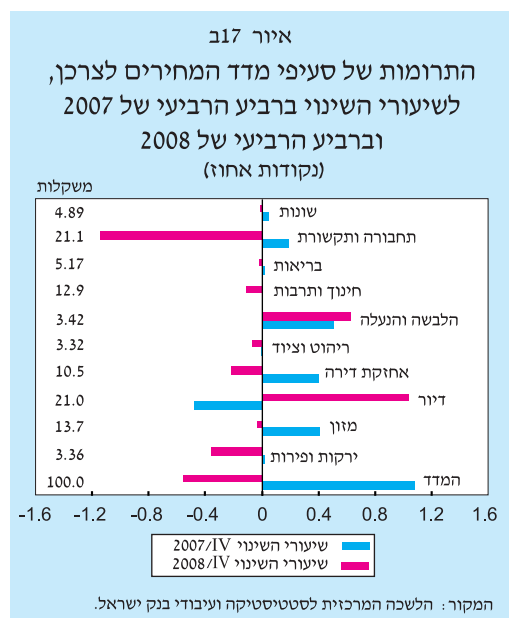
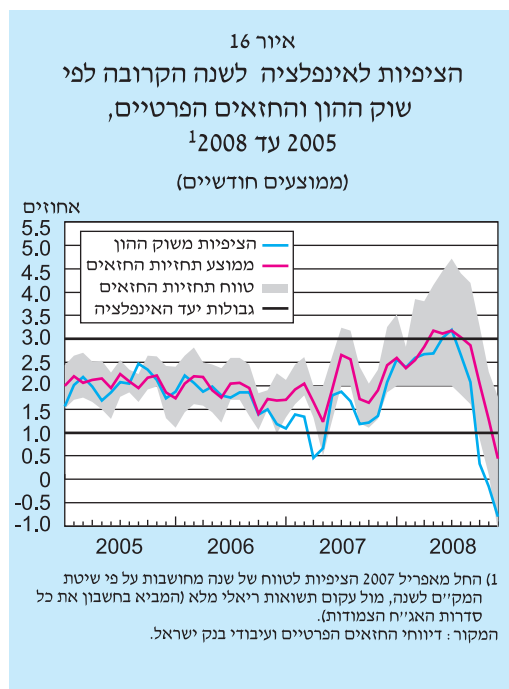
התפתחות המחירים במהלך השנה הושפעה ממספר גורמים: הראשון שבהם הוא שינויים במחירי האנרגיה והמזון בעולם, אשר תרמו להאצת האינפלציה במהלך השנה ולירידה החדה ברביע האחרון של השנה, בעקבות ירידה במחיריהם העולמיים, וזאת על רקע המיתון הצפוי בפעילות הכלכלית בעולם. מחירי האנרגיה ירדו בחודשים האחרונים של השנה בלמעלה מ-50 אחוזים, וגם מחירי המזון והסחורות ירדו בשיעורים ניכרים. הגורם השני שהשפיע על התפתחות המחירים השנה הוא העלייה

לוח 4

רכיבי מדד המחירים לצרכן

הרביע הרביעי* של 2008		12 החודשים האחרונים		
התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	המשקל במדד
-2.2	-2.2	3.8	3.8	100.0
4.5	21.3	2.5	12.1	21.0
-0.1	-1.0	-1.3	-9.5	13.7
-3.6	-49.1	-0.2	-2.8	7.3
-1.2	-36.2	-0.1	-2.0	3.4
מדד המחירים לצרכן - סך הכול				
דיור				
מזון (ללא פירות וירקות)				
אנרגיה				
פירות וירקות				

* השינוי במהלך הרביע, במונחים שנתיים.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



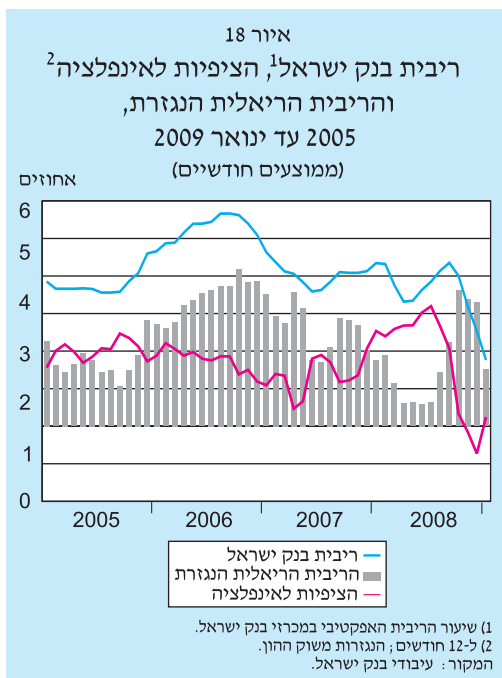
בשכר הדירה ובמחירי הדירות, על רקע ירידה מתמשכת בהיצע הדירות³. במהלך השנה כולה עלה מדד מחירי הדירות בשיעור של כ-12 אחוזים, וברביע האחרון הייתה תרומת סעיף הדירות מכרעת; על כך מעידה ירידתו של מדד המחירים לצרכן ללא דירות בתקופה הנסקרת בקצב שנתי של כ-8 אחוזים. התחזקות הדולר במהלך הרביע אינה יכול להסביר את העלייה החדה בסעיף הדירות, כי משקל החוזים החדשים הצמודים לדולר הוא פחות מ-20 אחוזים, ונראה כי נמשכת עליית הביקוש לדירות לצד הצטמצמות ההיצע. הגורם השלישי הוא, ככל הנראה, ההאטה בביקושים וברמת הפעילות. זו התבטאה בירידת המחירים במרבית סעיפי המדד בחודש דצמבר.

מדד המחירים הסיטוניים ירד במהלך הרביע בכ-10 אחוזים, ובשנה כולה ב-4.4 אחוזים. תרמו לכך בעיקר השינויים על פני השנה במחירי האנרגיה ואולי - ברביע הנסקר - גם גם ההאטה בפעילות.

2. המדיניות המוניטרית

ברביע האחרון של השנה פעלה המדיניות המוניטרית להפחתת הריבית, במטרה למתן את ההשלכות של המשבר הפיננסי העולמי על הפעילות הריאלית, על מצב הנזילות ועל יציבות המערכת הפיננסית. ההאטה של קצב עליית המחירים בפועל וההערכה כי הלחצים לעליית מחירים, ששררו במהלך השנה, פחתו מאוד, איפשרו לחתור להשגת יעד האינפלציה תוך כדי נקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה. במהלך הרביע הנסקר הורדה ריבית בנק ישראל חמש פעמים (מהן פעמיים מחוץ למועדי ההחלטה הרגילים), מ-4.25 אחוזים ל-1.75 אחוזים. לנוכח ריבוי האינדיקטורים המצביעים על התעצמות הירידה בביקושים, המשיך בנק ישראל במדיניותו המרחיבה והוריד את הריבית לחודש פברואר ב-0.75%, לרמה של אחוז אחד - הרמה הנמוכה ביותר בכל הזמנים.

הגורמים העיקריים שעמדו מאחורי ההחלטות על הורדות הריבית במהלך הרביע היו הפחתה משמעותית של הלחצים האינפלציוניים, לנוכח הירידה החדה של מחירי הסחורות והאנרגיה בעולם – המקור העיקרי לעליית המחירים במהלך השנה – והאטת הצמיחה של המשק, עם התגברות המשבר הפיננסי בעולם והתפשטותו לתחום הריאלי. הפחתות הריבית נועדו גם - ואולי בעיקר - להקל על מצוקת הנזילות במשק. מצב הנזילות היה אמנם טוב יחסית למדינות מפותחות אחרות ולמדינות מתפתחות, אך גם בו ניכרה הרעה מסוימת⁴. על רקע היחלשות מנגנון התמסורת משער



³ העלייה החדה של מחירי השכירות במחצית השנייה של השנה מקורה, בין היתר, באופן חישוב המדד, במחזוריות של חתימת החוזים, המתחדשים בעיקר בקיץ, ובהפחתת הצמדתם של מחירי הדירות לשער הדולר: בתחילת השנה מרבית החוזים היו עדיין צמודים לדולר, וקצב עלייתם היה מתון, עקב ייסוף הדולר; בהמשך, עם הפחתת ההצמדה, עודכנו החוזים כלפי מעלה לערכם הריאלי בהתאם לתנאי השוק, וכך נרשמה עלייה מואצת במחירי השכירות במחצית השנייה של השנה.

⁴ בנק ישראל הודיע במהלך הרביע על מספר צעדים בתחום הנזילות הבנקאית - הקטנת הספיגה באמצעות מק"ם והארכה של תקופות המכרזים. בישראל הצורך בצעדים בתחום הנזילות חמור פחות מאשר במדינות המפותחות, שבהן בעיית הנזילות איימה לשקת את הפעילות הפיננסית.

לוח 5
סביבת האינפלציה והריבית, אפריל עד דצמבר 2008
 (ממוצעים חודשיים)

12/08	11/08	10/08	09/08	08/08	07/08	06/08	05/08	04/08	
סביבת האינפלציה (אחוזים)									
-0.1	-0.6	0.1	0.0	0.8	1.1	0.1	0.7	1.5	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
-0.3	-0.6	0.2	0.4	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
3.8	4.5	5.5	5.8	5.0	4.8	4.8	5.4	4.7	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
-1.0	-0.1	0.3	2.1	2.7	3.2	3.0	2.7	2.7	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.5	1.3	2.0	2.8	3.0	3.1	3.1	3.2	2.8	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*									
0.7	1.4	1.5	2.3	2.5	2.9	3.0	2.9	3.0	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.2	2.3	2.2	2.3	2.4	2.7	2.7	2.6	2.4	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
3.2	3.4	3.1	2.9	2.9	3.0	3.0	2.8	2.9	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)									
2.50	3.23	3.93	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	ריבית בנק ישראל
3.5	3.4	3.7	2.2	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6	הריבית הריאלית הנגזרת
1.50	2.23	2.35	2.25	2.00	1.75	1.50	1.25	1.00	פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
-0.75	-0.22	-0.17	0.00	-0.25	-0.50	-0.50	-0.75	-0.75	פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
-0.59	-0.39	-0.19	0.09	0.03	0.03	0.28	0.28	0.00	תחזיות החזאים לריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
1.8	2.1	4.4	4.2	4.0	4.0	4.2	3.9	3.7	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
3.1	3.1	2.5	2.4	2.2	2.3	2.1	2.3	2.4	פער הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
1.2	1.2	1.1	1.6	1.6	1.7	1.6	1.8	1.8	פער 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.

החליפין לאינפלציה, התפתחות השער במהלך הרביע לא הייתה שיקול מרכזי כבעבר בהחלטות הריבית. הפחתות הריבית התבצעו במקביל להפחתות הריבית בארה"ב ובאירופה, דבר שמנע פתיחת הפרשי ריבית גבוהים ותנועות הון שהיו עלולות להגביר את הייסוף ואת התמתנות היצוא והפעילות הריאלית. המשק הישראלי, בהיותו קטן ופתוח לתנועות הון, אינו יכול לחרוג מהמגמות של שינויי הריבית הנקבעים באירופה ובארה"ב.

מכלול האינדיקטורים שעמדו בפני בנק ישראל במהלך הרביע הזה תמכו בהפחתת הריבית, שלא כמו במהלך השנה - אז עמדה בפני המדיניות המוניטרית התחלופה שבין הקלה על המשבר הפיננסי לבין מניעת האצתה של האינפלציה, לנוכח עליית מחירי הסחורות והאנרגיה בעולם.

והתקרבות המשק לרמת פעילות שמעבר לתוצרו הפוטנציאלי. המידע שזרם בתחילת הרביע בדבר החרפת המשבר הפיננסי העולמי, המיתון החרף בפעילות ובסחר העולמי והציפייה לירידה של מחירי הסחורות והאנרגיה הניע את הבנק להאיץ את קצב הפחתות הריבית, ושתיים מההחלטות במהלך הרביע התקבלו מחוץ למועדי ההחלטה הרגילים. ההפחתה הראשונה הייתה בשבוע הראשון של אוקטובר, לאחר החרפת המשבר הפיננסי בארה"ב, עם קריסת חברת ההשקעות "ליהמן ברדרס", הפגיעה הגדולה בנזילות והחמרת המשבר הפיננסי העולמי. המהלך השני שלא במועד הקבוע היה בשבוע השני של נובמבר, על רקע הערכות חדשות לגבי עוצמת ההרעה בצמיחת העולמית הצפויה, התעצמות המשבר הפיננסי העולמי וכן התגברות החשש להחרפת ההאטה בפעילות בישראל⁵. הערכת המצב הריאלית, שעומדת ברקע להחלטות הריבית, התמקדה ברביע זה באינדיקציות עדכניות, לשם הערכת הצפוי למשק לנוכח השינוי החד ברמת הפעילות בעולם והחרפה בהאטה המקומית.

למרות ההפחתה המסיבית של ריבית בנק ישראל עלתה הריבית הריאלית, וזאת עקב ירידה חדה בציפיות לאינפלציה; שיעורה של הריבית הריאלית הצפויה לשנה היה בתחילת הרביע כ-2.2 אחוזים, והוא עלה לכ-3.2 אחוזים, בעקבות ירידתן של הציפיות לאינפלציה לשנה – מכ-2 אחוזים לרמה שלילית של אחוז אחד⁶, על רקע ההאטה בפעילות והירידה של מחירי הסחורות והאנרגיה. שיעורי הריבית הריאלית שבו וירדו במהלך חודש ינואר.

למרות הפחתת הריבית לטווח קצר על ידי בנק ישראל עלו הריביות הריאליות לטווח ארוך במהלך הרביע, ונראה כי עלתה מאוד פרמיית הסיכון של המשק; על כך מצביע גידול פער התשואות בין איגרות החוב של ממשלת ישראל לאלה של ארה"ב, וכן עליית התשואות לטווח ארוך של איגרות החוב הממשלתיות הצמודות. רק בחודש דצמבר נרשמה ירידה בעקום התשואות הריאלי, על רקע ההשפעה המצטברת של הפחתות הריבית לטווח קצר והתגברות ההכרה בעוצמתה של ההאטה בפעילות הריאלית.

ראוי להזכיר כי במצבים של משברים פיננסיים בשנות השמונים והתשעים, שהגבירו את הסיכון בשווקים ואיימו על היציבות, נדרש בנק ישראל לקיים מדיניות מרסנת; לעומת זאת במשבר הנוכחי - על רקע היציבות המתמשכת של האינפלציה, העודף בחשבון השוטף והירידה המשמעותית של יחס החוב הממשלתי לתוצר - ניתן להפעיל מדיניות מוניטרית מרחיבה, התורמת לעידוד הפעילות ולהקלת המצוקה הפיננסית, בדומה

⁵ יעילותם של עדכוני הריבית מחוץ למועדים הקבועים שנויה במחלוקת: מצד אחד, ישנה טענה כי האפקטיביות של המדיניות גוברת אם ננקט צעד לא-צפוי; מהצד האחר, ההפתעה היא מקור נוסף לאי-ודאות, ולעיתים היא מתפרשת כסימן לחומרת המצב, שכן המידע שבידי בנק ישראל לעתים רב מזה של הציבור.

⁶ אמידת הציפיות לאינפלציה משוק ההון מייחסת את כל ההפרש בין התשואות לאינפלציה הצפויה, בהנחה שיתר הגורמים קבועים ואינם גדולים. עם זאת סביר כי חלק מהפער נובע מהעובדה שהשוק הלא צמוד נויל יותר, וסביר כי פערי הפרמיה בגין העדר נזילות גדלו בשל מצוקת הנזילות בשווקים.

למדיניות הננקטת במדינות המפותחות במשבר זה. כיום נדרשת גם הרחבה פיסקלית, אולם זו אינה מתאפשרת, לנוכח המגבלות החוקיות באישור שינויים בתקציב בתקופה שלקראת בחירות; משום כך הנטל על המדיניות המוניטרית בעידוד הפעילות רב יותר.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

קצב ההאטה בכלכלה העולמית הולך ומתגבר, והיא מתפשטת לכל המשקים בעולם. ברביע האחרון גברה ההאטה גם בסין, על רקע צמצום היצוא שלה לארה"ב. נתוני שוק העבודה בארה"ב מעידים על מיתון הולך ומתרחב, וכך גם ביתר המדינות המפותחות והמתפתחות. השפל בפעילות משתקף בירידה החדה של מחירי האנרגיה לרמות נמוכות מאלו שלפני המשבר. קצב הגידול של התוצר בארה"ב ובאירופה בשנת 2009 צפוי להיות שלילי, וכך גם במדינות רבות בכל העולם. היקף הסחר העולמי צפוי לרדת ב-2 אחוזים, לעומת גידול של 2 אחוזים בתחזית של דוח האינפלציה הקודם.

לא ברור עדיין באיזו מידה ומתי יפעלו תוכניות הסיוע הפיננסיות והריאליות שננקטו במרבית המדינות, ועד כמה הן יצליחו למתן את עוצמת השפל

לוח 6
הצמיחה ב-2007 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית
ל-2008 ול-2009
(שיעורי השינוי, אחוזים)

2009	2008	2007	
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
2.2	3.7	5.0	הצמיחה העולמית
-0.3	1.4	2.6	במדינות המפותחות
-0.7	1.4	2.0	בארה"ב
-0.5	1.2	2.6	באירופה
-0.2	0.5	2.1	ביפן
5.1	6.6	8.0	במדינות המתפתחות
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
1.4	3.6	2.2	במדינות המפותחות
1.8	4.2	2.9	בארה"ב
1.9	3.5	2.1	באירופה
0.9	1.6	0.0	ביפן
7.1	9.2	6.4	במדינות המתפתחות

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, November 2008, World Economic Outlook. לא כולל עדכון שיתפרסם בסוף ינואר.

ולקצר אותו. מכל מקום, צפויה, כאמור, ירידה בהיקף הסחר, וזו תשפיע מאוד על הביקושים, ובכללם הביקושים ליצוא הישראלי.

ב. הפעילות הריאלית והפיננסית בישראל

ההאטה בקצב הצמיחה צפויה להימשך גם במהלך 2009, על רקע החרפת ההאטה העולמית. למרות נתוני הפתיחה הטובים של המשק - הצמיחה המהירה בשנים האחרונות, רמת התעסוקה הגבוהה, העודף במאזן התשלומים והתוואי היורד של יחס החוב הציבורי לתוצר - הצפויים להקל על המשק להתמודד עם ההאטה, העמקת המשבר בעולם וסימני ההאטה בישראל הביאו לעדכון כלפי מטה של תחזית הפעילות לשנת 2009: התוצר צפוי לרדת בשיעור של 0.2 אחוזים, לעומת עלייה ב-2.7 אחוזים בדו"ח האינפלציה הקודם, וזאת בעיקר עקב ירידה צפויה ביצוא ללא יהלומים (2.4 אחוזים, לעומת גידול של 4.0 אחוזים על פי ההערכה הקודמת) וירידה בקצב עליית הצריכה הפרטית ל-1.1 אחוזים (לעומת 3 אחוזים באומדן הקודם). השיפור בתנאי הסחר, בעיקר הודות לירידה של מחירי האנרגיה, צפוי לקזז חלק מהשפעות הירידה של הרכוש על הצריכה, ולתרום לשיפור בחשבון השוטף. שיעור האבטלה יעלה בשנת 2009 לרמה ממוצעת של כ-7.6 אחוזים, לעומת כ-6 אחוזים בשנת 2008, והגירעון של הממשלה צפוי לעלות לכ-4 אחוזים מהתוצר, בעקבות הירידה החדה בגביית המס עם

לוח 7

אינדיקטורים ל-2007 ותחזית בנק ישראל ל-2008 ול-2009

(אחוזים, שיעורי שינוי - אלא אם כן צוין אחרת)

נתונים בפועל		תחזית	
2007	2008	2009	
5.3	4.0	-0.2	התמ"ג
6.7	3.9	1.1	הצריכה הפרטית
12.0	4.1	-5.9	ההשקעה הגולמית המקומית
2.9	3.2	1.4	הצריכה הציבורית
11.7	2.9	-6.4	היבוא
8.5	3.6	-6.9	היצוא
4.5	1.9	2.0	החשבון השוטף נטו (מיליארדי דולרים)
7.3	6.1	7.6	האבטלה (שיעור)
0.0	2.1	4.1	הגירעון הציבורי* (אחוזי תוצר)
79.5	77.6	82.3	יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* ללא בנק ישראל.

המקור: הלמ"ס ובנק ישראל.

התעצמות המיתון בפעילות ועלייה ריאלית של הוצאות הממשלה בעקבות העברות מתקציב 2008 וירידה במחירים לעומת התחזית הקודמת.

על רקע איתנותה של המערכת הבנקאית בישראל נראה כי המשבר הפיננסי אינו מאיים על יציבותה. גם אם ההאטה בפעילות תפגע ברווחיות המערכת, הרי שמבנה ההון יאפשר להתגבר על ההרעה בתיקי האשראי ועל גידול הסיכונים בעטייה של ההאטה בפעילות.

ג. הערכות לגבי מאזן התשלומים

העודף בחשבון השוטף צפוי להיות ברמה דומה לזו של 2008, כתוצאה מהאטה ביבוא וביצוא; זאת לנוכח השיפור הצפוי בתנאי הסחר, בעקבות הירידה החדה של מחירי האנרגיה והמזון. בחשבון ההון צפוי המשך יבוא ההון נטו, שכן על רקע המשבר העולמי מצבו של המשק הישראלי טוב יחסית לעולם. מצב זה צפוי לפעול להמשך ההשקעות של תושבי חוץ בישראל ולהפחתת זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל. מרבית הכוחות פועלים אפוא לחיזוק השקל, אך השינוי בפועל תלוי בגורמים קצרי טווח נוספים, שלא ניתן לחזות את כיוונם. בנק ישראל הודיע על המשך של רכישות המט"ח בקצב של 100 מיליון דולרים ליום, דבר שיקזז חלק מההשפעות לחיזוק השקל. העלייה ברמת היתרות תורמת גם ליציבות הפיננסית של המשק.

ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

לנוכח ההתפתחויות ברביע האחרון, על רקע ההאטה הכלכלית וירידת באינפלציה בפועל, עודכנו התחזיות השונות, לרבות זו של בנק ישראל (לוח 8). תחזיות האינפלציה של החזאים הפרטיים ושל שוק ההון עודכנו כלפי מטה, וכך גם ההערכות לגבי הריבית הצפויה. התחזיות בסקר החברות ירדו אף הן, וכ-70 אחוזים מהתשובות לגבי האינפלציה הצפויה לשנת 2009 נמצאות בתחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים), לעומת כ-40 אחוזים בלבד בסוף הרביע השלישי של השנה.

לוח 8

הערכת האינפלציה ב-12 החודשים הבאים (אחוזים)

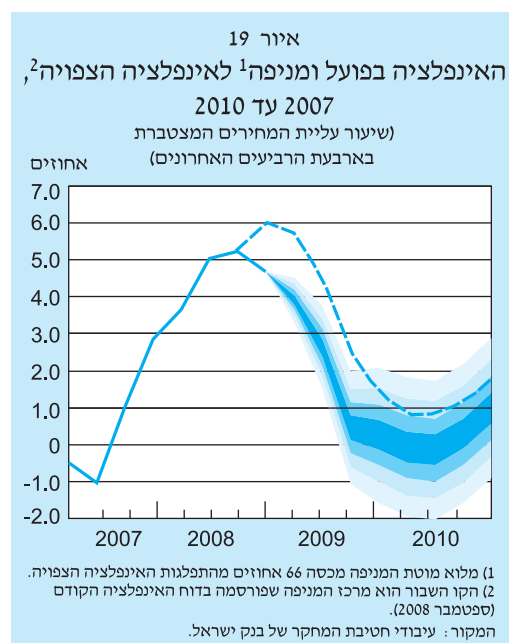
המודלים	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	של בנק ישראל
הממוצע	2	0.4	2.0	
הטווח	3-1	1.9-(-1.5)	3.1-0.0	0.3-0.0

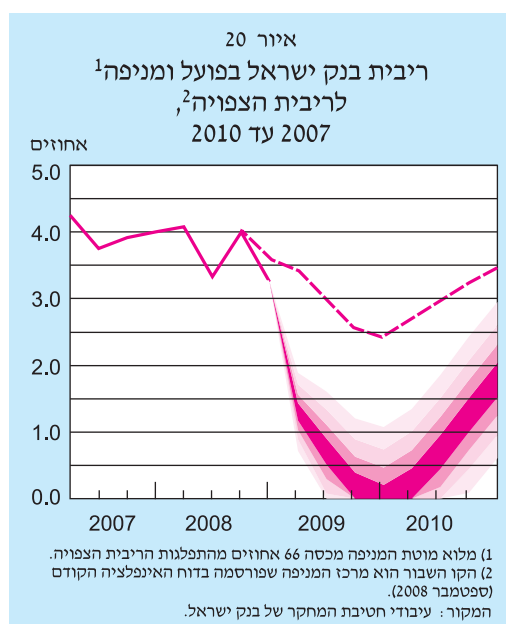
* סביר להניח שאומדן זה מוטא כלפי מטה, במידה שבתשואה על אג"ח צמודות גלומה פרמיית נזילות.

** טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר.

התחזיות הן מהמחצית השנייה של חודש ינואר, למעט סקר החברות, שנערך בסוף הרביע הרביעי.

המקור: עיבודי בנק ישראל.





לצורכי הערכת האינפלציה בעתיד וגיבוש המדיניות המוניטרית משתמש בנק ישראל במודלים; אלה מציעים מסגרת המאפשרת לתת ביטוי לגורמים העיקריים המשפיעים על התפתחות המחירים והפעילות הריאלית ולבחון את תרומתם של גורמים שונים לתהליך. ברביע האחרון של 2008 היה שינוי ניכר בנתוני הבסיס, ומכאן נבע שינוי גם בתחזיות האינפלציה והריבית הנגזרות מהמודל. הונח כי היקף הסחר העולמי ירד ברביע הנסקר בשיעור של כ-2 אחוזים. כמו כן הונח כי מחירי הסחורות יישארו ברמתם, לאחר ירידה ניכרת ברביע הרביעי של 2008. הונח כי בשנת 2009 יורידו הבנקים המרכזיים את הריביות בחצי אחוז נוסף לעומת רמותיהן ברביע האחרון של 2008. (במודל ניתן ביטוי גם למצוקת האשראי, שתפחת רק בשנת 2010).

לאחר שבדוח האינפלציה הקודם צפה בנק ישראל עלייה של האינפלציה בטווח הקצר והתמתנותה בטווח הבינוני, התחזית כעת היא לירידה מהירה של האינפלציה וכניסה אל תחום היעד כבר בתחילת הרביע השני של 2009. בגלל התפנית החדה באינפלציה - לנוכח העמקת המשבר, ההאטה בפעילות והירידה הדרסטית של מחירי הסחורות והאנרגיה - צפויה האינפלציה להיות נמוכה מהגבול התחתון של היעד, ואף שלילית במחצית השנייה של 2009; רק בשנת 2010 היא צפויה לחזור לתחום היעד (איורים 18 ו-19). הפחתת הריבית, שהוצאה ברביע האחרון של השנה, צפויה להימשך גם במהלך 2009.⁷

אשר להשגת יעד האינפלציה - בטווח של שנה הסיכון העיקרי הוא להחטאת היעד כלפי מטה. המשך ואף החרפה של המגמות הקיימות - ייסוף בשער החליפין, החרפת המשבר העולמי, האטה בפעילות המקומית, והמשך ירידה או אף יציבות של מחירי הנפט והסחורות ברמתם הנוכחית - צפויים להתבטא, במדידה של 12 החודשים האחרונים, באינפלציה נמוכה מהיעד ולפרקים אף שלילית. עם זאת, קיים סיכון גם להחטאת היעד מלמעלה – אם יהיה פחות משמעותי בשער החליפין, בגלל הרעה במצבה של ישראל יחסית לעולם, מסיבות כלכליות או אחרות. ההסתברות לתרחיש מעין זה נמוכה, וגם אם הוא יתממש, הוא לא יביא בהכרח לחריגה מיעד האינפלציה.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי ההתפתחויות השוטפות, וכן אחר האינדיקציות להתממשות הסיכונים השונים. הבנק ימשיך לפעול להבאת האינפלציה לתחום יעד האינפלציה של 1 עד 3 אחוזים, ובכפיפות לכך ימשיך לתמוך בפעילות הריאלית, תוך שמירה על היציבות הפיננסית של המשק.

⁷ המודל מבוסס על ההנחה כי התנהגות הציבור היא רציונלית, וכי הפרטים פועלים על פי הערכותיהם לגבי הצפוי בעתיד. במודל נוסף המופעל בבנק ישראל, אשר מייחס משקל גדול יותר להתפתחויות בעבר, מתקבלות תחזיות בכיוונים דומים, אך תוואי האינפלציה היורד הוא ברמה גבוהה יותר, וכך גם התוואי של שיעורי הריבית החזויים.

