



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית (דוח אינפלציה) המחצית הראשונה של 2011

אב התשע"א - אוגוסט 2011

35



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 601572

נדפס בדפוס מאור וולך, ירושלים

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2011 (התקופה הנסקרת בדוח זה) מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת הערכת התפתחותה של האינפלציה ביחס ליעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל בראשות הנגיד, הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית¹.

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך המחצית הראשונה של 2011 בשיעור של 2.2 אחוזים. לעליית המחירים הגבוהה (4.4 אחוזים במונחים שנתיים) תרמו עליות גבוהות ברכיבי הדיור (3.5 אחוזים), המזון (4.4 אחוזים) והאנרגיה (6.6 אחוזים). עליית המחירים בתקופה הנסקרת הושפעה הן מגורמים מקומיים (בעיקר שכר הדירה) והן מגורמים חיצוניים (מחירי הסחורות והאנרגיה). בכל אחד מחודשי התקופה הנסקרת היה הקצב השנתי של עליית המחירים מעל 3 אחוזים – הגבול העליון של יעד האינפלציה. עם זאת, נתונים חודשיים (מנוכחי עונתיות) מלמדים, כי בארבעת החודשים האחרונים מסתמנת ירידה של קצב עליית המחירים ביחס לחודשים שקדמו להם.

בעולם נמשכת ההתאוששות מהמשבר העולמי של שנת 2008 – צמיחה אטית של המשקים המפותחים ומהירה של המשקים המתפתחים. לפי תחזית קרן המטבע הבין-לאומית ל-2011, המשקים המפותחים צפויים לצמוח ב-2.2 אחוזים, והמתפתחים – ב-6.6 אחוזים. בתקופה הנסקרת עלו מחירי הסחורות והנפט, ועמם עלו תחזיות האינפלציה ל-2011 – ל-2.6 אחוזים במדינות המפותחות ול-6.9 אחוזים במתפתחות. אשר לריבית – בארצות הברית לא צפויה העלאתה בשנה הקרובה, ובגוש האירו היא הועלתה לאפריל וליוני, ב-0.25 נקודת אחוז כל פעם. עם זאת גדלה לאחרונה בגוש זה אי-הוודאות לגבי קצב הצמיחה ותוואי הריבית העתידיים, בשל התגברות החששות למשבר חוב במספר מדינות באירופה, שעלול להשליך גם על היציבות הפיננסית העולמית. התרחבות החוב הלאומי ברוב המדינות המפותחות וקצב האינפלציה הגבוה במדינות המתפתחות צפויים להביא לנקיטת צעדי ריסון פискаליים (במפותחות) ומוניטריים (במתפתחות), שיפעלו להאטת הצמיחה בעולם. אחד הביטויים של ציפיות אלה הוא, ככל הנראה, ירידת מחיריהם של הנכסים הפיננסיים בעולם בתקופה הנסקרת.

במשק הישראלי – ברביע הראשון של 2011 נמשכו התאוששות הפעילות הריאלית וירידת שיעור האבטלה. הצמיחה נשענה על עלייה בהשקעות וביצוא, שהושפעה מהתרחבות הסחר העולמי. אינדיקטורים לרביע השני מצביעים על המשך ההתרחבות של הפעילות העסקית, אמנם בקצב פחות מהיר מאשר בקודמו.

בתקופה הנסקרת ירדו מחירי הנכסים הפיננסיים – בעיקר המניות ואיגרות החוב של החברות – על רקע התפתחות דומה של מחירי המניות בעולם. לעומת זאת נמשכה בישראל העלייה של מחירי הדירות – ב-3.8 אחוזים במהלך ארבעת החודשים הראשונים של השנה וב-13.7 אחוזים באפריל-מאי 2011 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. לנוכח העלייה המתמשכת של היקף המשכנתאות בריבית משתנה, וכדי למנוע כרסום ביציבות של הבנקים, הגביל בנק ישראל, החל ממאי 2011, את חלק המשכנתה בריבית משתנה בסך ההלוואה (לשליש). כן הוטלה חובת גילוי ללקוחות שנטלו בעבר הלוואות לדיור בריבית משתנה, וזאת במטרה להגביר את מודעותם להשלכות של עלייה בריבית על גובה ההחזר החודשי.

¹ עם כינונה של ועדה מוניטרית על פי חוק בנק ישראל החדש (התש"ע-2010) יתקבלו החלטות הריבית במסגרתה, ודוח המדיניות המוניטרית יוצג על ידיה. הדוח יפורסם פעמיים בשנה.

בינואר 2011 נרשם פירות משמעותי בשער החליפין האפקטיבי של השקל, ככל הנראה כתוצאה מהחרפת אי היציבות הפנימית במדינות ערב ומצעדי בנק ישראל והאוצר. (ראו להלן.) בהמשך התקופה התחדשה מגמת הייסוף של שער החליפין האפקטיבי – בין היתר, על רקע המשך פערי הריבית מול ארצות הברית וגוש האירו – ובסך הכול בתקופה כולה נרשם ייסוף של 0.8 אחוז. כדי למתן את מגמת הייסוף המשיך בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ. במקביל, כדי למתן את תנועות ההון הספקולטיביות לטווח קצר ולהגביר את היציבות הפיננסית, הטיל בנק ישראל בסוף ינואר 2011 חובת נזילות של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח. כן הודיע בנק ישראל על הטלת חובת דיווח על עסקאות בנגזרי מט"ח וחובת דיווח על עסקאות של תושבי חוץ במק"ם ובאגרות חוב לטווח קצר, שנכנסה לתוקף בתחילת יולי 2011, כדי לאפשר מעקב אחר כניסת הון למשק. במקביל הוחלט במשרד האוצר לבטל את הפטור ממס רווח הון למשקיעים זרים על השקעות במק"ם ובאג"ח ממשלתיות קצרות, וזאת במטרה למתן את תנועות ההון הספקולטיביות.

בתקופה הנסקרת החיש בנק ישראל את קצב העלאת הריבית: הריבית לחודשים פברואר ומארס הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, הריבית לאפריל הועלתה ב-0.5 נקודת אחוז, וליוני – ב-0.25 נקודת אחוז. בסך הכול הועלתה הריבית בתקופה הנסקרת ב-1.25 נקודות אחוז, לשיעור של 3.25 אחוזים ביוני. הסיבות להעלאות הריבית היו קצב האינפלציה השנתי (בשנים עשר החודשים האחרונים), שבמהלך התקופה היה מעל לגבול העליון של היעד, הרמה הגבוהה יחסית של הציפיות לאינפלציה לשנה, הן על פי החזאים והן על פי שוק ההון, המשך ההתבססות של הצמיחה והמשך העלייה המהירה של מחירי הדירות. במקביל המשיך בנק ישראל לפעול בשוק המט"ח כדי למתן את הלחצים להתחזקות השקל. לקראת סיום התקופה הנסקרת הסתמנה אפשרות של האטה מסוימת בפעילות הכלכלית, וגברה מאוד אי-הוודאות הכלכלית והפיננסית, בעיקר על רקע ההתפתחויות בעולם והמצב הגיאופוליטי האזורי. כן ניכרו סימנים לאפשרות של התמתנות בקצב האינפלציה. על רקע זה הותיר בנק ישראל את הריבית ליולי ולאוגוסט ברמה של יוני.

להערכת חטיבת המחקר הצמיחה בשנת 2011 צפויה להסתכם ב-4.8 אחוזים; האבטלה, במוצע שנתי, צפויה לרדת לשיעור נמוך במקצת מ-6.0 אחוזים (לעומת 6.6 אחוזים ב-2010); שיעור האינפלציה בארבעת הרבעים הבאים (החל מהרביע השלישי של 2011) צפוי לרדת ל-2.9 אחוזים, ובהמשך שנת 2012 צפויה האינפלציה להישאר בתחום היעד; ריבית בנק ישראל צפויה, להערכת חטיבת המחקר, לעלות בהדרגה ולהגיע לשיעור של כ-3.9 אחוזים ברביע השני של 2012. לעליית המחירים (ולעליית הריבית) במהלך השנה הקרובה יתרמו, על פי התחזית, המשך העלייה של מחירי שכר הדירה והרמה הגבוהה של מחירי הסחורות והאנרגיה, שצפויה להישמר במהלך השנה.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בארץ ובעולם, ולנהל מדיניות תומכת בצמיחה וביציבות הפיננסית, בד בבד עם חתירה להחזרתה של האינפלציה לתחום היעד (שכאמור צפויה, להערכתנו, במהלך שנת 2012). השיעור והעיתוי של התאמת הריבית ייקבעו על פי התפתחות האינפלציה, התבססות הצמיחה בארץ ובעולם, התפתחות שער החליפין של השקל, התפתחות מחירי הנכסים והתאמתה של הריבית על ידי הבנקים המרכזיים המובילים.

בברכה,

0. נ'ש

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

התוכן

7	תקציר
9	1. הרקע והאינפלציה
9	א. הסביבה העולמית
13	ב. התפתחות שער החליפין של השקל
14	ג. ההתפתחויות הריאליות
16	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
18	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
21	תיבה : השפעת פעילות הזרים על תשואת המק"ם
22	2. המדיניות המוניטרית
25	3. תחזית
25	א. הסביבה העולמית
26	ב. הפעילות הריאלית בישראל
27	ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

- **האינפלציה:** בששת החודשים ינואר עד יוני עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 2.2 אחוזים, ובניכוי עונתיות² הוא עלה בשיעור נמוך מעט יותר, 1.9 אחוזים (3.9 אחוזים במונחים שנתיים). לעליית המדד תרמו בעיקר עלייה של מחירי המזון, האנרגיה והדיור. התפתחות האינפלציה בניכוי עונתיות בתקופה הנסקרת לא הייתה אחידה: עלייתה בשני החודשים הראשונים של השנה הצביעה על חריגה מיעד האינפלציה, ואילו שיעורה בחודשים מארס-יוני התיישב עם יעד האינפלציה. קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים והציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים היו מעל גבולו העליון של יעד האינפלציה בכל אחד מחודשי התקופה הנסקרת. בחודש יוני, סוף התקופה הנסקרת, החלו הציפיות לאינפלציה לרדת, ובחודש יולי הייתה רמתן נמוכה במקצת מגבולו העליון של יעד האינפלציה.
- **הסביבה העולמית:** במהלך התקופה הנסקרת נרשמה צמיחה חיובית במרבית המדינות בעולם, והיא התבטאה בעליית הסחר העולמי. עם זאת, על רקע החובות הגבוהים בחלק מהמדינות המפותחות ואינפלציה גואה במדינות המתפתחות, צפויים צעדי ריסון פיסקליים ומוניטריים, ואלה עלולים להאט את קצב הצמיחה העולמי. קרן המטבע הבין-לאומית ציינה בסקירתה האחרונה כי להערכתה, תחזיות הצמיחה לשנים 2011 ו-2012, שיתפרסמו במהלך החודשים הבאים, יעודכנו כלפי מטה. בשל העלייה בקצב האינפלציה המשיכו המדינות המתפתחות להעלות את הריבית המוניטרית. לעומת זאת בארה"ב צפויה העלאת הריבית רק בסוף 2012. בגוש האירו הועלתה הריבית פעמיים מתחילת השנה, בחודשים אפריל ויולי. עם זאת, לנוכח משבר החובות במספר מדינות באירופה, קצב העלאות הריבית בגוש האירו צפוי להיות מתון.
- **הפעילות הריאלית:** הפעילות הכלכלית המשיכה להתרחב ברביע הראשון של 2011, והתוצר צמח ב-4.6 אחוזים (שיעור שנתי מנוכה עונתיות). לעלייתו תרמו בעיקר עליית ההשקעה בנכסים קבועים, בשיעור של 26.1 אחוזים, וגידול של 12.0 אחוזים ביצוא. אינדיקטורים לפעילות הריאלית ברביע השני מצביעים על המשך ההתרחבות – אמנם בקצב מתון יותר.
- **שער החליפין:** שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פחת משמעותית בחודש ינואר – על רקע חוסר היציבות הגיאופוליטית במדינות ערב וצעדי מדיניות של בנק ישראל והאוצר – ולאחר מכן התחדש הייסוף, בדומה למגמה ב-2010. מגמת הייסוף נמשכה, בין היתר, על רקע התרחבות פער הריביות בין ישראל למדינות המפותחות. פעילות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ וצעדי מדיניות, שנועדו למתן את יבוא ההון קצר הטווח לארץ, החלישו את הלחצים לייסוף השקל. בסיכומה של המחצית יוסף שער החליפין הנומינלי בשיעור מתון של 0.8 אחוז.
- **השווקים הפיננסיים:** במהלך המחצית הראשונה של 2011, על רקע התגברות אי-הוודאות בעולם ועליית רמת הריביות במשק, התהפכה מגמת העלייה של מחירי המניות, והם החלו לרדת. פערי התשואות בין אג"ח צמודות למדד של חברות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות הגיבו להתפתחויות בשווקים הפיננסיים באיחור, ואף שעלו לאחרונה, רמתם נמוכה. נמשכת התרחבות האשראי למגזר העסקי. על פי הדיווחים בסקר החברות ונתוני ההנפקות נראה כי החברות אינן נתקלות במגבלת אשראי.
- **המשכנתאות ומחירי הדירות:** מחירי הדירות המשיכו לעלות בקצב מהיר: בארבעת החודשים הראשונים של השנה עלה מדד מחירי הדירות ב-3.8 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-13.7 אחוזים³. קצב עלייתם המהיר של מחירי הדירות מתבטא בגידול הפער בין מחירי הדירות לשכר הדירה ולשכר הממוצע. לנוכח העלייה המתמשכת של היקף המשכנתאות בריבית משתנה, הגביל בנק ישראל, החל ממאי 2011, את חלק המשכנתה בריבית משתנה. נוסף על כך פרסם המפקח על הבנקים צו בדבר חובת גילוי ללקוחות שנטלו בעבר משכנתאות במסלול של ריבית

¹ 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).

² הנתונים של מדד המחירים לצרכן המנוכה מעונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל. להרחבה על הגישה לניכוי עונתיות, וכן על המניע העיקרי לניכוי לפי גישה זו, ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 30.

³ בשל הפיגור בפרסום, הנתון מתייחס לחודשים אפריל-מאי 2010 עד אפריל-מאי 2011.

משתנה לא צמודה. זאת במטרה להגביר את מודעות הציבור והבנקים להשלכות של עלייה בריבית על יכולת ההחזר של נוטלי המשכנתאות.

- **המדיניות המוניטרית:** במהלך המחצית הראשונה של 2011 האיץ בנק ישראל את קצב העלאות הריבית. ריבית בנק ישראל הועלתה בתקופה זו ב-1.25 אחוזים במצטבר, לרמה של 3.25 אחוזים. חריגתם של קצב האינפלציה והציפיות לאינפלציה מתחום היעד, הצמיחה המהירה של הפעילות הריאלית המקומית ועליית מחירי הדירות – כל אלה תמכו בהעלאת הריבית המוניטרית לשם החזרת האינפלציה לתחום היעד ושמירה על היציבות הפיננסית. במקביל המשיך בנק ישראל לפעול בשוק המט"ח כדי למתן את הלחצים להתחזקות השקל. פעולות בנק ישראל בשוק המט"ח כללו רכישות מט"ח וצעדים מקרו-יציבותיים – הטלת חובת נזילות של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח וחובת דיווח על עסקאות שונות.

- **תחזית:** להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים יעמוד על 2.9 אחוזים, קרוב לגבולו העליון של יעד האינפלציה. זאת כתוצאה מהמשך העלייה בסעיף הדיור (שכר הדירה), מהתרחבות הביקושים, וכן מעלייתם של מחירי הסחורות והאנרגיה בחודשים האחרונים. המשק צפוי לצמוח בשנים 2011–2012 בקצב של 4.8 ו-3.9 אחוזים, בהתאמה. במקביל צפוי כי ריבית בנק ישראל תועלה בהדרגה, לכ-3.9 אחוזים בעוד שנה, כחלק ממדיניות בנק ישראל להחזרת האינפלציה אל תחום היעד.

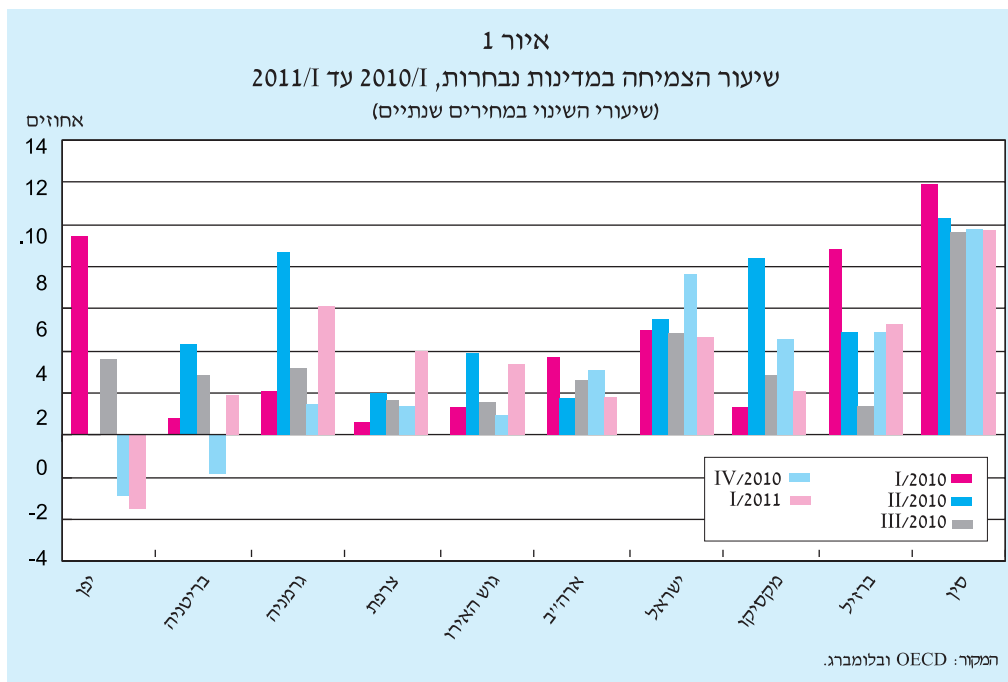
1. הרקע והאינפלציה

מכלול גורמים עומדים ברקע החלטות על צעדי המדיניות של בנק ישראל. לשם ניהול המדיניות המוניטרית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. הבנק בוחן באופן שוטף את הכוחות הפועלים בשווקים ואת השלכותיהם הצפויות על האינפלציה, וכך קובע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה בתוך שנה עד שנתיים, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים. במהלך המחצית הראשונה של 2011 (התקופה הנסקרת) המשיך בנק ישראל בתהליך של העלאת הריבית, בקצב מהיר יותר מאשר בעבר, ונקט מדיניות התואמת את הערכת ההשפעות של ההתפתחויות הבאות על המשק: (1) עלייה של קצב האינפלציה אל מעבר לגבולו העליון של יעד האינפלציה; (2) צמיחה מהירה של הביקושים במשק והצטמצמות של עודפי כושר הייצור; (3) אי-וודאות גיאופוליטית והאמרת מחירי האנרגיה והסחורות; (4) התגברות הסיכונים להאטה של קצב הצמיחה העולמי; (5) רמות שפל של ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים; (6) המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות; (7) היחלשות הכוחות לייסוף שער החליפין של השקל. להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות במשק העולמי, בשער החליפין, בפעילות הריאלית, בפעילות הפיננסית ובאינפלציה – ההתפתחויות שעמדו בבסיס החלטות בנק ישראל על המדיניות המוניטרית.

א. הסביבה העולמית

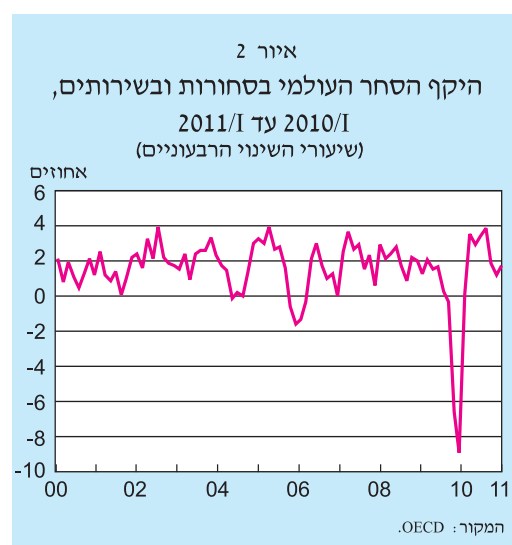
(1) הפעילות הריאלית

במחצית הראשונה של 2011 נמשכה מגמת הצמיחה בעולם, תוך האטה מסוימת בקצב הצמיחה. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2011 מלמדים על המשך ההתאוששות של המשק העולמי מהמשבר הגלובלי ועל צמיחה חיובית במרבית המשקים המפותחים. קצב הצמיחה בארצות הברית הואט ביחס לרביע הרביעי של 2010, והיה נמוך מהתחזיות. עם זאת נראה שהפעילות הכלכלית מתבססת, תוך עלייה בביקושים הפרטיים ושיפור בנתוני התעסוקה. התפתחות זו תורמת לירידת התלות של המשק האמריקאי בהמשך תוכניות ההרחבה של הממשלה. באירופה הפתיעו שיעורי הצמיחה לטובה, אולם הצמיחה במדינות הגוש האירופי אינה אחידה, אלא מתרכזת בעיקר במדינות הגרעין. המשקים המתעוררים, ובראשם סין, ממשיכים להוביל את הצמיחה בעולם (איור 1). אינדיקטורים מוקדמים לפעילות המקרו-כלכלית העולמית ברביע השני מלמדים על המשך ההתרחבות, אך בקצב איטי יותר מאשר ברביע הראשון. הצמיחה ברביע הראשון התבטאה בעלייה מהירה של הסחר העולמי,



אולם בחודשים האחרונים מצביעים נתוני הסחר המשולש⁴ על האטה מסוימת של קצב ההתרחבות (איור 2).

חרף העלייה במדדי הפעילות הריאלית, צעדי ריסון הנדרשים, במדינות המפותחות והמתפתחות, צפויים להאט את קצב הצמיחה העולמי. החובות הגבוהים בחלק מהמדינות המפותחות והאינפלציה הגואה במדינות המתפתחות מחייבים נקיטת צעדי ריסון פיסקליים ומוניטריים, ובכך מאיימים לפגוע בהמשך הצמיחה בעולם. משבר החובות בחלק ממדינות האיחוד האירופי ממשיך להיות הסיכון המרכזי למשקי היבשת. הצירוף של ההרעה המתמשכת במדדים הכלכליים של המדינות השרויות במשבר והריסון הפיסקלי הנדרש במדינות אלו מעמיד בספק את יכולתן להימנע מחדלות פירעון. לצד בעיית החובות באירופה, גברה לאחרונה תשומת הלב לרמת החוב והגירעון של ארצות הברית. באפריל הודיעה חברת הדירוג S&P על הורדת תחזית הטווח הארוך של דירוג החוב האמריקאי מ"ציב" ל"שלילי", וביוני הזהירה חברת הדירוג Moody's מפני אפשרות שדירוג החוב של ארצות הברית יורד. הצמצום הפיסקלי, שיידרש בארצות הברית בשנים הקרובות כדי להימנע ממשבר חוב, מאיים על המשך הצמיחה. גם במשקים המתפתחים גברו הציפיות להאטה בקצב הצמיחה, בשל צעדי ריסון מוניטריים שנועדו למתן את האינפלציה. מחיריהן הגבוהים של הסחורות (המשמשות גם כחומרי גלם), המעלים את עלויות הייצור ומהווים זעזוע היצע



⁴ מדד הסחר המשולש מודד את סך סחר החוץ של ארצות הברית, גרמניה ויפן. המדד משמש אינדיקטור מקדים לסחר העולמי.

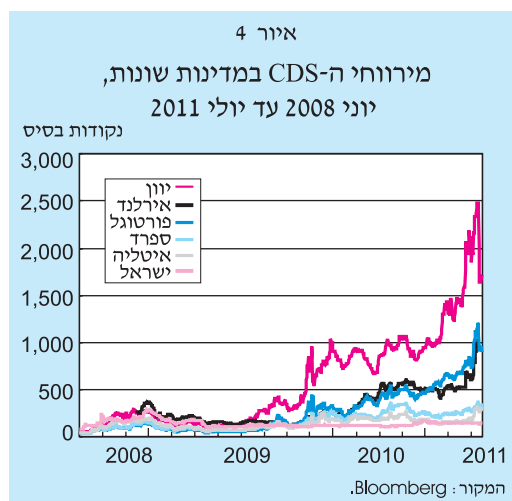
שלילי, פועלים לירידה באופטימיות לגבי המשך הצמיחה המהירה במשקים המתפתחים. בקרן המטבע הבין-לאומית עדכנו את תחזית הצמיחה לשנת 2011 מעט כלפי מטה, והדגישו כי יש סבירות גבוהה שתחזיות הצמיחה לשנים 2011 ו-2012 יורדו בעדכוני הבאים.

(2) השווקים הפיננסיים בעולם

במהלך התקופה הנסקרת פחתה האופטימיות שאפיינה את השווקים הפיננסיים בעולם, ועליית שיערי המניות נבלמה. במהלך המחצית הראשונה של 2011 עלתה אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים בעולם. כתוצאה מכך עלתה סטיית התקן של האופציות על המדדים המובילים בעולם, ועליות השערים של המניות נבלמו (איור 3). התגברות אי-הוודאות נבעה משורה של זעזועים, שהפחיתו את האופטימיות לגבי המשך הצמיחה העולמית. התסיסה הגיאו-פוליטית במזרח התיכון והאצת מחירי הסחורות במהלך הרביע הראשון העלו את אי-הוודאות, בעיקר במדינות המתפתחות, ופגעו באופטימיות לגבי המשך צמיחתן המהירה. אסון הצונמי ביפן והשלכותיו על שרשרת הייצור העולמית והתגברות החששות הנוגעים לחוב ולגירעונות הגבוהים של ארצות הברית העלו את אי-הוודאות במדינות המפותחות. בה בעת מסתמנת הרעה במצבן של מספר מדינות הנמצאות במוקד משבר החובות באירופה. בחודשים האחרונים החליטו מדינות האיחוד האירופי להגדיל את תקציב התמיכה של קרן הסיוע למדינות המצויות במשבר. אף על פי כן המשיכו מדדי הסיכון ומירווחי ה-CDS של יוון, פורטוגל ואירלנד לעלות – ביטוי לחוסר אמון של המשקיעים ביכולתן של תוכניות הסיוע למנוע הסדרי חוב (איור 4). ביוני הורידה חברת הדירוג S&P את דירוג החוב של יוון, וציינה כי רמתו הנוכחית מייצגת את הערכתה בדבר סבירות גבוהה שיוון תיאלץ להגיע בעתיד הקרוב להסדר חוב. ביולי, לאחר תום התקופה הנסקרת, הורידה חברת הדירוג Moody's & Fitch את דירוג החוב של אירלנד ופורטוגל. כמו כן הזהירה החברה מפני הורדת דירוג אפשרית לחוב של איטליה בגלל ההרעה המסתמנת בו. קרן המטבע הבין-לאומית הודיעה כי איטליה תידרש לקיצוצים נוספים בתקציבה כדי להימנע ממשבר חוב. לנוכח המגמה המעורבת של מחירי המניות בתקופה הנסקרת נבלמה מגמת העלייה המהירה, שאפיינה אותם במחצית השנייה של 2010.

(3) האינפלציה בעולם

קצב עליית המחירים במדינות המפותחות והמתפתחות גבר. במחצית הראשונה של 2011 גבר קצב עליית המחירים, במדידה של 12 החודשים האחרונים, בארצות הברית ובגוש האירו, ומדד המחירים לצרכן עלה ב-3.6 ו-2.7 אחוזים, בהתאמה. עם זאת, קצב העלייה של מדדי הליבה במדינות המפותחות היה מתון, יחסית לעליית המחירים הכללית (לוח 1). המדינות המתפתחות התאפיינו באינפלציה גואה, עקב עליית הביקושים ושיעורי הצמיחה הגבוהים.



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

אירופה					ארה"ב					ישראל				
12 החודשים האחרונים	2011 II	2011 I	2010	2009	12 החודשים האחרונים	2011 II	2011 I	2010	2009	12 החודשים האחרונים	2011 II	2011 I	2010	2009
2.7	2.3	4.3	2.2	0.9	3.6	4.1	8.1	1.5	2.7	4.2	6.0	2.8	2.7	3.9
מדד המחירים הכללי														
מדד המחירים הכללי														
מנוכה עונתיות¹														
2.7	1.4	3.8					6.1			4.2	2.3	6.0		
10.9	1.1	28.5	11.0	1.8	20.1	20.7	53.1	7.8	18.2	10.5	4.3	23.8	-0.4	13.0
אנרגיה²														
3.1	4.1	4.3	1.5	0.7	3.7	3.6	8.4	1.5	-0.5	6.0	7.1	10.9	2.0	1.1
מזון (ללא פירות וירקות)														
2.0	-0.1	6.7	3.2	-1.6	3.2	-12.6	20.5	1.4	-3.0	4.8	-13.5	-15.6	16.0	8.4
פירות וירקות														
1.5	2.2	1.5	1.3	1.7	1.3	3.4	2.9	0.3	-0.3	6.2	9.2	5.2	4.9	5.6
דיוור														
מדד המחירים ללא אנרגיה,														
1.8	2.6	1.3	1.1	1.0	1.6	2.9	2.0	0.6	1.8	3.3	7.0	0.4	2.5	3.4
מזון, פירות וירקות														

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

2 מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

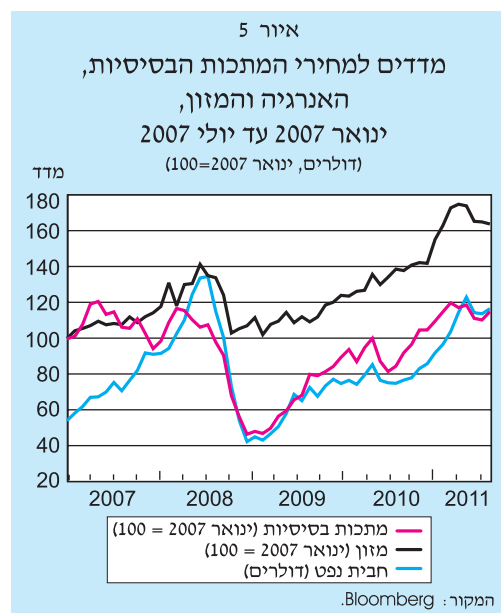
* במונחים שנתיים.

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

רמתם הגבוהה של מחירי הסחורות (המשמשות גם כחומרי גלם), אף שהם ירדו לאחרונה, מגבירה את הלחצים האינפלציוניים בעולם, מפני השפעתם של מחירים אלו על עלויות הייצור.

הלחצים האינפלציוניים בעולם השתקפו בעליית מחירי הסחורות. במהלך המחצית הראשונה עלו מחירי הסחורות, המשך למגמת עלייה שראשיתה בתחילת 2009. בסיכומה של המחצית עלו מחירי המזון, המתכות הבסיסיות והאנרגיה ב-6.3, 0.6 ו-23.5 אחוזים, בהתאמה (איור 5)⁵. עליית מחירי הסחורות נבעה, בין השאר, מעלייתם המהירה של הביקושים בעולם, בעיקר במדינות המתפתחות, ושיקפה את הלחצים האינפלציוניים. עם זאת נציין כי במהלך הרביע השני ירדו מחיריהן של הסחורות בשיעורים ניכרים – בין היתר, מפני ירידת הביקושים של המדינות המתפתחות, על רקע צעדי הריסון המוניטריים, שנועדו למתן בהן את קצב האינפלציה, ומפני הרעת הציפיות לגבי קצב הצמיחה העתידי. מחירי האנרגיה הושפעו לא רק מצד הביקוש אלא גם מחששות לצמצום בצד ההיצע, כתוצאה מחוסר היציבות הפוליטית של יצואניות הנפט במזרח התיכון. בחודש יולי, לאחר תום המחצית, נבלמו הירידות במחירי המזון והמתכות הבסיסיות, והמחירים שבו לעלות.

⁵ ממוצע יוני 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010, מחירים דולריים.



(4) המדיניות המוניטרית בעולם

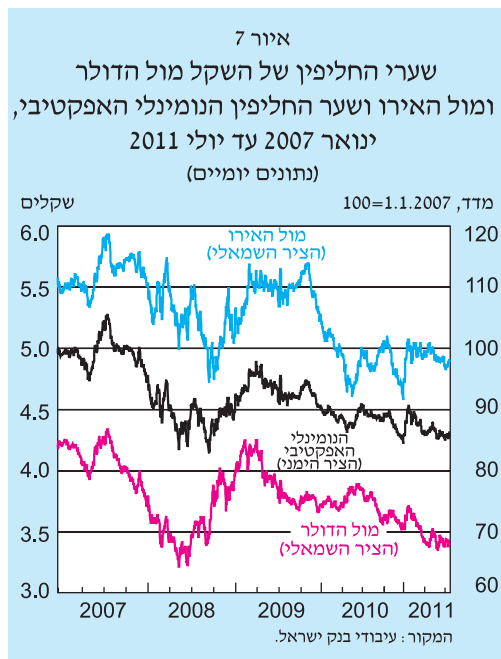
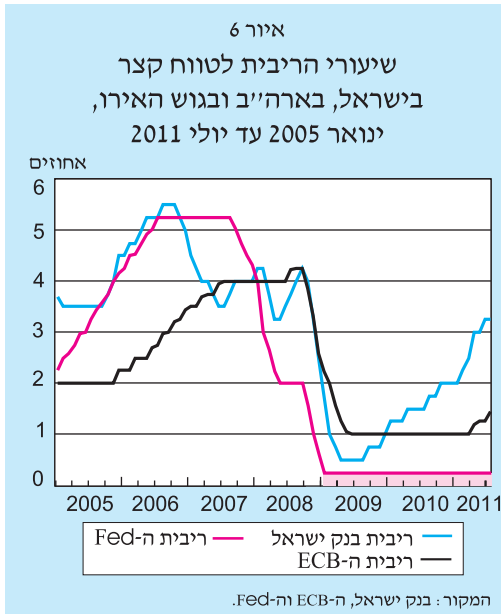
במדינות המפותחות המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה, אך יש סימנים לצמצום ההרחבה המוניטרית. לנוכח עודפי כושר הייצור וצמיחה איטית, נמשכה במדינות המפותחות מדיניות מוניטרית מרחיבה. עם זאת, עקב עליית הלחצים האינפלציוניים וההתאוששות המסתמנת בפעילות הריאלית, התגברו ברביע השני הסימנים לצמצום ההרחבה המוניטרית. במהלך התקופה הנסקרת הותיר ה-Fed את הריבית המוניטרית ללא שינוי ברמה אפסית, והעלאת ריבית צפויה רק בסוף 2012. ואולם, הצהרותיו כי בסיום ההרחבה הכמותית השנייה (QE2) - ביוני, כמתוכנן - לא תהיה תוכנית הרחבה כמותית נוספת מאותנות לשווקים כי צמצום מסוים בהרחבה המוניטרית צפוי בקרוב. הבנק המרכזי של האיחוד האירופי העלה את הריבית המוניטרית באפריל ב-0.25 אחוז, לרמה של 1.25 אחוזים, לראשונה מאז פרוץ המשבר. בחודשים מאי ויוני השאיר הבנק את הריבית ללא שינוי, משום שחלק ממדינות הפריפריה באירופה עדיין שרויות במשבר חוב, המעיב על הפעילות הכלכלית בהן. ביולי, לאחר תום התקופה הנסקרת, העלה הבנק האירופי את הריבית פעם נוספת (איור 6).

הבנקים המרכזיים במשקים המתעוררים ובפריפריה ממשיכים להגיב בצמצום מוניטרי. במהלך התקופה הנסקרת – עם המשך הצמיחה המואצת, עליית מחירי הסחורות והלחצים האינפלציוניים הנלווים לכך במדינות המתפתחות – המשיכו רבים מהבנקים המרכזיים שלהן לנקוט צעדי צמצום מוניטרי: סין העלתה את הריבית המוניטרית בפעם החמישית מתחילת השנה, וגם טייוואן, ברזיל, צ'ילה, הודו, תאילנד, קוריאה, קולומביה ורוסיה העלו את הריבית מספר פעמים. גם מדינות פריפריה באירופה שלא היו במוקד המשבר הגלובלי – בהן שבדיה, נורבגיה, דנמרק ופולין – המשיכו לסגת מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, בדומה למשקים המתעוררים.

ב. התפתחות שער החליפין של השקל

בתחילת המחצית הנסקרת פוחת שער החליפין⁶ הנומינלי האפקטיבי, ולאחר מכן התחדשה מגמת הייסוף. במחצית הראשונה של 2011 יוסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בשיעור מתון של 0.8 אחוז, ומגמת הייסוף ששררה ב-2010 התמתנה (איור 7). התפתחות שער החליפין של השקל במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחת משמעותית בחודש ינואר, על רקע חוסר היציבות הגיאו-פוליטית במדינות ערב וחששות להרעת המצב הביטחוני בישראל, ולאחר מכן התחדשה מגמת הייסוף. התחדשות הייסוף נבעה בעיקר מהמשך ההתרחבות

6 שער החליפין הנומינלי מחושב כממוצע משוקלל של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על-פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו.



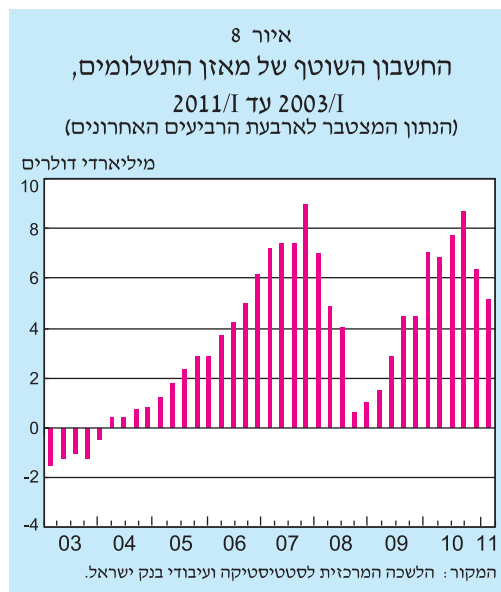
של פער הריביות בין ישראל למדינות המפותחות ומהתחזקות השקל מול הדולר עם היחלשות הדולר בעולם.

במהלך התקופה הנסקרת פעלו כוחות לפיחות, שקיזזו במידה מסוימת את לחצי הייסוף המתמשכים. העודף המתמשך בחשבון השוטף והמשך התרחבות פער הריביות בין ישראל למשקים המפותחים, המעודד יבוא הון לטווח קצר לישראל, המשיכו לפעול להתחזקות השקל במהלך התקופה הנסקרת (איורים 6 ו-8). עם זאת פעלו במהלך התקופה גם כוחות לפיחות, שקיזזו חלקית את לחצי הייסוף. בתחילת השנה הגבירו התסיסה הגיאופוליטית במזרח התיכון ועליית מחירי האנרגיה את אי-הוודאות, ופעלו להחלשת המטבע המקומי. להיחלשות השקל תרמו גם פעילות בנק ישראל בשוק מטבע החוץ וצעדי מדיניות שנועדו למתן את לחצי הייסוף שנוצרו בשל יבוא הון קצר טווח לארץ.⁷

ג. ההתפתחויות הריאליות⁸

ברביע הראשון של 2011 נמשך הגידול המהיר של הפעילות, ונשען על המשך התרחבותם של הביקושים המקומיים ועל האצת היצוא. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2011 מלמדים על התרחבות מהירה של מרבית רכיבי הביקוש המצרפי. הביקושים המקומיים המשיכו לעלות בקצב מהיר, המשך לעלייה ברביע הקודם, והתרחבותם ניכרת בעיקר בנתוני ההשקעה. ההשקעה בנכסים קבועים עלתה ב-26.1 אחוזים, בעיקר בהשפעת עליית ההשקעה במכונות וציוד, התפתחות שהשתקפה בעלייה ניכרת של יבוא נכסי ההשקעה. המשך עליית ההשקעה בקצב מהיר מאותה על ציפייה להמשך גידולם של הביקושים, שכדי לספקם נדרשת הגדלת פוטנציאל הייצור במשק. בצריכה הפרטית נמשכה עלייה מהירה, 9.0 אחוזים, אולם הצריכה השוטפת עלתה בשיעור נמוך יותר, 3.0 אחוזים. לצד הצריכה הפרטית עלתה הצריכה הציבורית ב-2.9 אחוזים. להתרחבות הביקושים במשק הוסיף גידול מהיר, 12.0 אחוזים, של יצוא הסחורות והשירותים, למעט יהלומים; זה נתמך בצמיחה הגלובלית ובהתרחבות הסחר העולמי (לוח 2).

גידול הביקושים נענה בהתרחבות הייצור ובעליית היבוא. התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע הראשון של 2011 ב-4.6 אחוזים לעומת קודמו (איור 9), והתוצר העסקי עלה ב-5.2 אחוזים. צמיחת התוצר הייתה נמוכה יחסית לגידול הביקושים במשק, שסופקו בחלקם על ידי יבוא. במהלך הרביע הראשון של 2011 הואצה התרחבות היבוא האזרחי על כל רכיביו, והוא עלה ב-35.5 אחוזים – עלייה המלמדת על צמיחה מוטת ביקושים מקומיים. אינדיקציות ראשונות לרביע



⁷ לפירוט צעדי המדיניות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ ראו סעיף המדיניות המוניטרית בדוח זה.

⁸ הנתונים בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2011/I	2010/IV	2010/III	2010/II	2010/I	2009/IV	2010	2009	2008	
4.8	7.6	4.8	5.5	5.0	4.9	4.7	0.8	4.2	התוצר המקומי הגולמי
5.5	8.7	5.0	6.7	6.9	4.9	5.4	0.1	4.7	התוצר של המגזר העסקי
22.7	15.4	-4.3	16.0	7.5	7.3	9.4	-12.3	7.2	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות מטוסים ויהלומים
8.8	9.2	0.7	7.4	0.1	8.0	5.0	1.7	3.0	הצריכה הפרטית
4.7	5.3	1.9	4.2	2.3	7.8	4.3	2.6	1.8	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
2.9	6.7	10.0	0.2	2.0	0.8	3.1	2.5	2.6	הצריכה הציבורית
3.2	7.2	8.8	1.4	-1.5	-0.1	2.8	4.0	2.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
33.8	20.1	2.1	-7.4	82.0	-38.6	2.5	-8.9	2.4	ההשקעה המקומית הגולמית
25.1	19.4	21.6	26.4	13.4	-5.4	12.6	-5.8	3.9	מזה: בנכסים קבועים
12.8	3.2	-0.5	20.1	2.6	33.3	10.7	-10.0	11.3	היצוא ללא יהלומים
12.9	2.2	-1.9	21.0	4.6	27.5	10.6	-9.5	10.5	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



השני של 2011 מצביעות על המשך ההתרחבות, אך בקצב איטי יותר. התמתנות קצב הצמיחה עולה מנתוני המדד המשולב, מסקר המגמות בעסקים ובסקר החברות. על פי דיווחי החברות בסקר הייצור המקומי נובעת במידה רבה מירידה בביקוש ליצוא. תמונת מצב זו מתיישבת עם נתוני סחר החוץ, שלפיהם מסתמנת ירידה ביצוא, לצד האטה בהתרחבות הסחר העולמי.

הצמיחה במשק לוותה בעליית הביקוש לעבודה, בעוד שגודל כוח העבודה נותר ללא שינוי – התפתחות שתרמה להמשך הירידה של שיעור האבטלה. במהלך הרביע הראשון גדל מספר המועסקים ב-14,800 איש, ומספר המובטלים פחת במספר דומה (14,400). גודלו של כוח העבודה נותר ללא שינוי, ולפיכך ירד שיעור ההשתתפות בשוק העבודה. לעומת זאת הביקוש לעובדים, הנמדד על פי מספר המשרות הפנויות, עלה במהלך הרביע – המשך למגמת עלייה, שהחלה במחצית השנייה של 2009. עליית הביקוש לעובדים לצד יציבות בגודל כוח העבודה מעידה על עודפי ביקוש לעובדים, ואלה התבטאו בירידת שיעור האבטלה ל-6 אחוזים (איור 10). במהלך הרביע השני הוסיף וירד מספר התובעים דמי אבטלה, ואילו שיעור המשרות הפנויות מסך המשרות עלה – התפתחות המצביעה על המשך הירידה של שיעור האבטלה על אף רמתו הנמוכה. ירידה בשיעור האבטלה מסתמנת גם בנתוני המגמה, שלפיהם הוא ירד

לרמה של 5.7 אחוזים ביוני. המשך העלייה של הביקוש לעובדים לצד הירידה באבטלה צפויים לפעול לעליית השכר הריאלי, ובכך להגביר את הלחצים לעליית המחירים, הן עקב עליית עלות הייצור והן עקב גידול הביקוש לצריכה.

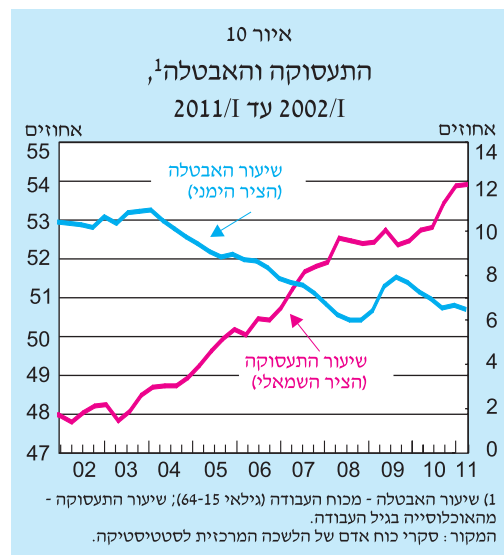
אינדיקטורים משוק העבודה מצביעים על התקרבות לתעסוקה מלאה. התקרבות המשק לתעסוקה מלאה משתקפת בהמשך ירידת שיעור האבטלה, שהגיע ל-6 אחוזים ברביע הראשון של 2011, בהמשך העלייה של מספר המשרות הפנויות, בקיצור משך הזמן הממוצע של חיפוש עבודה ובעלייתו של השכר הממוצע, שעולה בהתמדה מאז המחצית השנייה של 2009. עם זאת השכר הריאלי עדיין אינו מבטא מגמה זו, שכן הוא עלה בקצב מתון בלבד.

ההתפתחויות הריאליות מבטאות צמצום של עודפי כושר הייצור במשק. עם התאוששות המשק מהמשבר, מאז הרביע השני של 2009, והמעבר לצמיחה, הצטמצמו בהתמדה עודפי כושר הייצור במשק - התפתחות המתבטאת בקצב עלייתם של הביקושים, שהוא מהיר מזה של גורמי ההיצע. התפתחות זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בעלייה של ההשקעה ושל יבוא מוצרי ההשקעה, בהאצת קצב העלייה של ניצולת ההון, על פי סקר החברות, ובירידה של שיעור האבטלה. אלה עולים בקנה אחד עם ממצאי המדדים שבשימוש חטיבת המחקר של בנק ישראל, המורים כי במהלך הרביע הראשון הצטמצם פער התוצר.

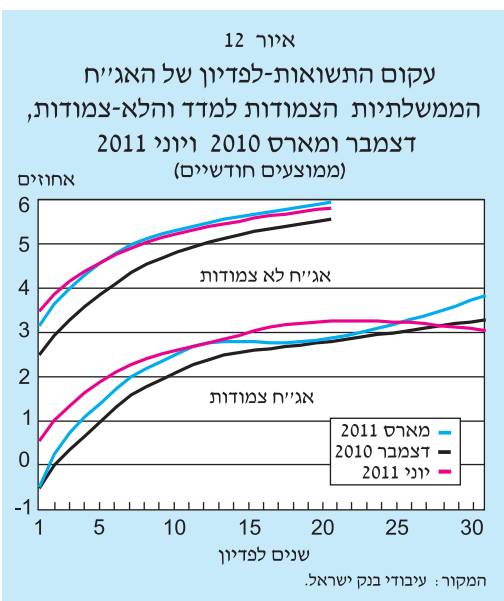
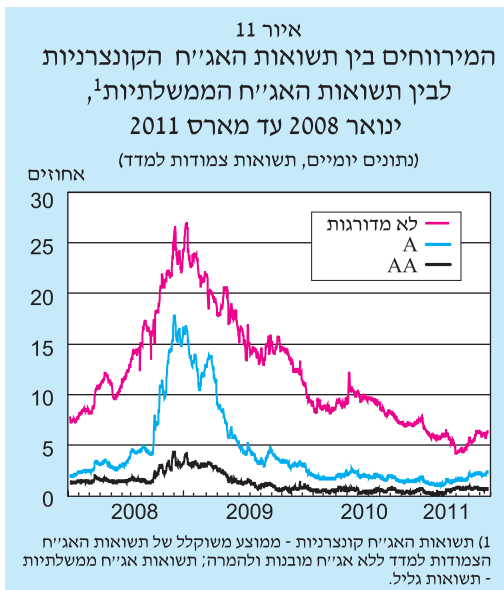
ד. ההתפתחויות הפיננסיות

במהלך התקופה הנסקרת התהפכה מגמת העלייה בשערי המניות. בדומה להתפתחות בשוקי המניות בעולם, נבלמו עליות השערים החדות, שאפיינו את הבורסה במחצית השנייה של 2010. בסיכומה של המחצית ירד מדד ת"א 100 ב-7.9 אחוזים⁹ (איור 3). שינוי המגמה בא, בין היתר, על רקע עליית אי-הוודאות, בשל החרפת המצב הגיאופוליטי במזרח התיכון, חששות להרעת המצב הביטחוני בישראל וירידה באופטימיות לגבי המשך הצמיחה העולמית. לירידת הביקוש למניות תרמה גם עליית הריביות במשק (בעיקר ברביע השני), שהגדילה את האטרקטיביות היחסית של השקעה בשוק הכספים, התפתחות שהתבטאה בגיוסים חיוביים של קרנות הנאמנות הכספיות ובגיוס נטו שלילי של הקרנות המתמחות במניות.

פערי התשואות בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות עלו, אולם רמתם נמוכה. שוק אג"ח החברות הגיב להתגברות אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים באיחור, ופער התשואות בין אג"ח צמודות למדד של חברות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות עלה רק בסוף התקופה



⁹ ממוצע יוני 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010.



הנסקרת (איור 11). פערי התשואות בין האג"ח הממשלתיות לאלה של החברות בדרגות הדירוג הגבוהות עלו, במהלך המחצית, בממוצע, ב-0.4 נקודות אחוז, ואילו פערי התשואות בין הראשונות לאג"ח של החברות הלא מדורגות ירדו ב-1.4 נקודות אחוז. רמתם של פערי התשואות בשוק אג"ח החברות נמוכה מאשר לפני פרוץ המשבר ב-2007, למרות עלייה מסוימת בסוף התקופה הנסקרת.

עקומי התשואות הנומינליות והריאליות של איגרות החוב הממשלתיות עלו, בעיקר בטווחים הקצרים והבינוניים. במהלך התקופה הנסקרת השתטחו עקומי התשואות הריאליות והנומינליות של איגרות החוב הממשלתיות, על רקע עליית התשואות, בעיקר בטווחים הקצרים והבינוניים. התפתחות עקומי התשואות משקפת את עליית הריביות במשק והתקרבותן לרמה ארוכת הטווח (איור 12). בתגובה על העלאת הריבית המוניטרית לחודש אפריל ב-0.5 אחוז, עלתה הריבית הריאלית לשנה והפכה לחיובית, לראשונה מאז הרביע השני של 2009. ואולם רמת התשואות הריאליות עדיין נמוכה יחסית לעבר. זאת עקב רמתן השלילית של הריביות הריאליות לטווח קצר בעולם – שכן במשק קטן ופתוח, אשר בו המגבלות על תנועות ההון הבין-לאומיות מעטות, הריבית הריאלית המקומית אינה מנותקת מתשואות אלטרנטיביות בעולם.

נמשכת העלייה של היקף המשכנתאות החדשות, אף כי ההחזר החודשי בגין עלה. המשך העלייה של מחירי הדירות בד בבד עם עליית הריביות על המשכנתאות בהצמדות השונות מעלים את ההחזר החודשי של נוטלי המשכנתאות, ובכך אמורים להוריד את הביקוש להן. אף על פי כן היקף המשכנתאות החדשות ב-12 החודשים האחרונים המשיך לעלות (איורים 13 ו-14). הנחיית המפקח על הבנקים, להגביל את חלק המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדיר שטאגיד בנקאי מעמיד ללווה, החל מחודש מאי, צפויה להגדיל בטווח הקצר את ההחזר החודשי הממוצע של משכנתה – שכן ההחזר של משכנתאות בריבית משתנה ("משכנתאות פריים") עדיין נמוך ביחס למשכנתאות בהצמדות אחרות – ולתמוך בירידת הביקוש להן. כך מסתמנת ביוני, סוף התקופה הנסקרת, ירידה בהיקף המשכנתאות שניתנו, אף כי עדיין קשה להעריך אם מדובר בשינוי מגמה.

נמשכת ההתרחבות של יתרת האשראי למגזר העסקי. יתרת האשראי למגזר העסקי עלתה במהלך 12 החודשים האחרונים ב-4.4 אחוזים, והאשראי המקומי, שאינו מושפע משינויי שער החליפין, עלה ב-6 אחוזים. הואיל ושיעור ההתרחבות של התוצר העסקי עלה על זה של יתרות האשראי למגזר זה, נראה כי היצע האשראי לא היווה מגבלה משמעותית לפעילות במשק. זאת ניתן ללמוד גם מדיווחי החברות בסקר החברות, שאינם מצביעים על קשיי מימון, וכן מנתונים על הנפקות איגרות החוב של המגזר העסקי, שעלו בהתמדה עד אפריל ונותרו גבוהות גם במאי ויוני.

ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

בששת החודשים ינואר עד יוני עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור התואם קצב עלייה שנתי הגבוה מיעד האינפלציה. בחודשים ינואר עד יוני עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 2.2 אחוזים. בניכוי עונתיות¹⁰ עלה המדד בשיעור נמוך מעט יותר, 1.9 אחוזים, עלייה המבטאת קצב אינפלציה שנתי של 3.9 אחוזים, גבוה מגבולו העליון של יעד האינפלציה – 1 עד 3 אחוזים. לעליית המדד תרמו בעיקר עליית מחירי המזון והאנרגיה, תוצאת העלייה המתמשכת של מחיריהם בעולם, והעלייה של מחירי הדיור (איור 15). התפתחות האינפלציה בניכוי עונתיות בתקופה הנסקרת לא הייתה אחידה: עלייתה בשני החודשים הראשונים של השנה הצביעה על חריגה מיעד האינפלציה, ואילו שיעורה בחודשים מארס-יוני התיישב עם יעד האינפלציה. כך עלה מדד המחירים לצרכן, בניכוי עונתיות, בחודשים ינואר-פברואר ב-1.2 אחוזים, ואילו בארבעת החודשים מארס-יוני הוא עלה ב-0.7 אחוז בלבד.

קצב האינפלציה, במדידה של 12 החודשים האחרונים, עלה לרמה הגבוהה מגבולו העליון של יעד האינפלציה. קצב האינפלציה, במדידה של 12 החודשים האחרונים, עלה בתחילת השנה מעל לגבולו העליון של יעד האינפלציה, ובמהלך התקופה הנסקרת הוא התייצב ברמתו הגבוהה: בכל אחד מהחודשים ינואר-יוני הוא נותר מעל לתחום היעד (איור 16). התייצבות קצב האינפלציה ברמתו הגבוהה התרחשה בד בבד עם התקרבות של המשק לתעסוקה מלאה ומשקפת את עלייתם של מחירי המזון והאנרגיה בעולם. להתפתחות המדד ב-12 החודשים האחרונים תרמו גם מחירי הדיור; ללא דיור עלה המדד בתקופה זו ב-3.6 אחוזים. המדד ללא דיור, מזון ואנרגיה עלה בשנה האחרונה ב-2.8 אחוזים.

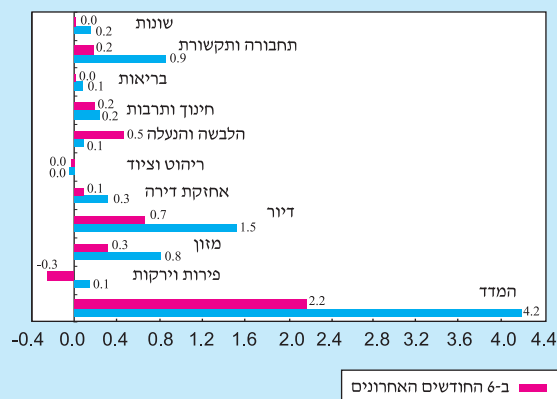
מחירי הדירות המשיכו לעלות בקצב מהיר, והיחס בינם לבין שכר הדירה והשכר הממוצע עלה. מדד מחירי הדירות, לפי סקר מחירי הדירות-בבעלות של הלמ"ס, עלה מתחילת השנה ב-3.8 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-13.7 אחוזים¹¹. במהלך התקופה הנסקרת, ובהמשך למגמה שהחלה ברביע השני של 2010, ניכרת האטה בקצב העלייה של מחירי הדירות. עם זאת קצב עלייתם גבוה מזה של עליית המחירים הכללית במשק ומעליית שכר הדירה והשכר הממוצע – המשך למגמה שהחלה ב-2008 – כך שהפער בין מחירי הדירות לבין הגורמים הכלכליים במשק ממשיך להתרחב (איור 17). מחירי הדירות ביחס לשכר הדירה וביחס לשכר הממוצע הם ברמות שיא היסטוריות.

¹⁰ הנתונים של מדד המחירים לצרכן המנוכה מעונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל. להרחבה על הגישה לניכוי עונתיות, וכן על המניע העיקרי לניכוייה לפי גישה זו, ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 30.

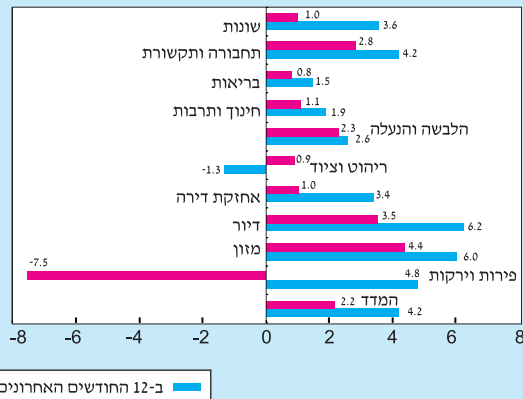
¹¹ בשל פיגור בפרסום, הנתונים של מדד מחירי הדירות מתייחסים לאפריל-מאי 2010 עד אפריל-מאי 2011.



התרומות של סעיפי מדד המחירים לצרכן
לשיעורי השינוי של המדד ב-12 החודשים האחרונים
ובמחצית הראשונה של 2011
(אחוזים)



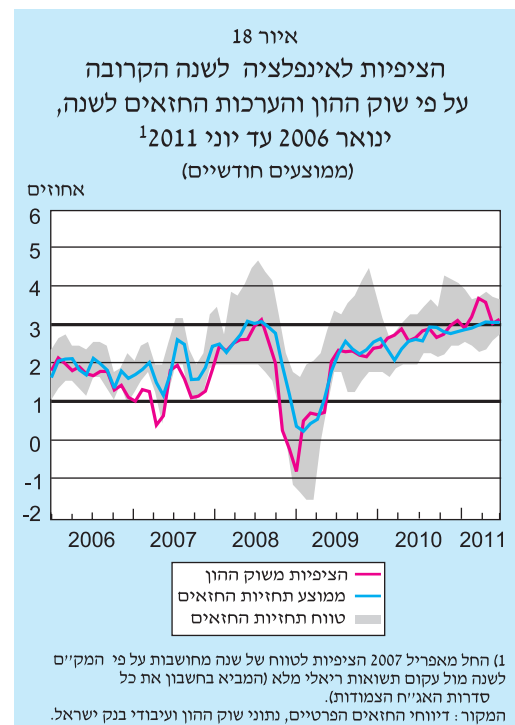
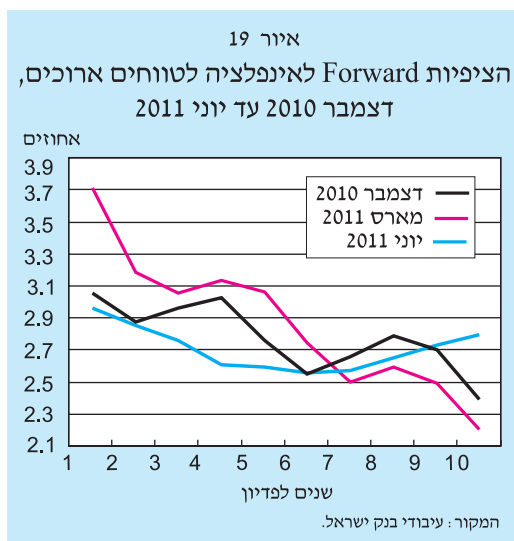
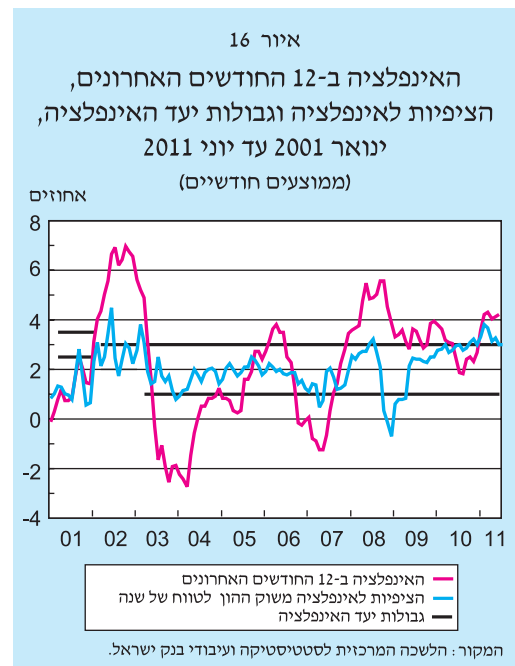
ההתפתחות של סעיפי מדד המחירים לצרכן,
שיעורי השינוי ב-12 החודשים האחרונים
ובמחצית הראשונה של 2011
(אחוזים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים עלו במהלך התקופה הנסקרת אל מעבר לגבולו העליון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים, הנגזרות משוק ההון, עמדו במהלך התקופה הנסקרת, בממוצע, על 3.3 אחוזים – מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. עד העלאת הריבית לאפריל ב-0.5 אחוז, עלו הציפיות לאינפלציה משוק ההון, ובחודש מארס הן הגיעו ל-3.7 אחוזים. לאחר העלאה זו ירדו הציפיות לסביבה של 3.1 אחוזים, כנראה בשל העלאת ריבית חדה יותר מן הצפוי. ממוצע תחזיות החזאים לאינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים עלה בשיעור מתון יותר, לרמה של 3.1 אחוזים, והתייצב בה בחודשים מארס עד מאי. ביוני החלו ציפיות האינפלציה ותחזיות החזאים לרדת, וביוני, לאחר תום התקופה הנסקרת, הן ירדו לרמה הנמוכה מעט מגבולו העליון של יעד האינפלציה – 2.9 אחוזים (איור 18).

הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים הן בתחומי העליון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לטווחים של 3 עד 8 שנים ירדו במהלך המחצית הנסקרת, ואילו הציפיות לטווחים של 9 ו-10 שנים עלו. עם עליית הציפיות לטווחים הארוכים עלה כל עקום הציפיות לאינפלציה אל תחומי העליון של יעד האינפלציה – מעל 2.5 אחוזים (איור 19). העלייה של עקום הציפיות לטווחים הארוכים מצביעה על אפשרות של עליית סביבת האינפלציה להערכת הציבור.



תיבה: השפעת פעילות הזרים על תשואת המק"ם

- על רקע פתיחת פער ריביות בין ישראל למדינות המפותחות, גדלה פעילות הזרים בשוקי הכספים בארץ, ומשקל החזקות הזרים במק"ם עלה מ-0.9 אחוז באוגוסט 2008 ל-35 אחוזים במאי.
- עליית פעילות הזרים בשוק המק"ם פעלה לירידת התשואות בו.
- ירידת התשואות בשוק המק"ם פעלה ככל הנראה להטיה מסוימת כלפי מטה של אומדן הציפיות לאינפלציה בשוק ההון.

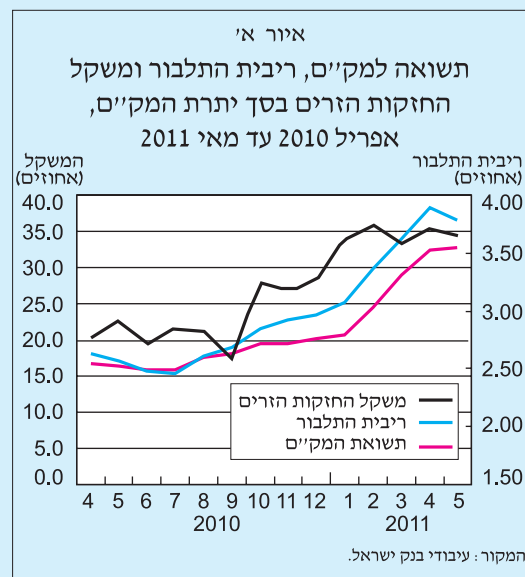
בעקבות התאוששות מהירה של המשק הישראלי מהמשבר הפיננסי והאצת האינפלציה החל בנק ישראל, בספטמבר 2009, להעלות את הריבית המוניטרית. עם תהליך צמצום ההרחבה המוניטרית גדל פער הריביות מול המשקיים המפותחים, והיקף יבוא ההון עלה. מאוגוסט 2009 עד מאי 2011 גדל שווי תיק הנכסים של הזרים בשיעור של 700 אחוזים. מרבית פעילות הזרים התרכזת בשוק המק"ם ובשוק אג"ח ממשלתיות קצרות, ובאפיקי השקעה אלה גדל משקל החזקות הזרים מ-0.9 ו-0 אחוז באוגוסט 2008 ל-34.5 ו-17.2 אחוזים במאי 2011, בהתאמה. בשאר אפיקי ההשקעה לא ניכר שינוי רב ביחס החזקות הזרים לסך שווי הנכסים.

היקפיו הגדולים של יבוא ההון מגבירים את הלחצים לייסוף שער החליפין של השקל, וכן מעלים את הביקוש לנכסים פיננסיים. עם עליית משקלן של החזקות הזרים בשוק המק"ם גדלה השפעת הביקושים שלהם על התשואות.

כדי לבחון את השפעת פעילות הזרים בשוק המק"ם על התשואות בשוק, נערכה השוואה בין התפתחות תשואת המק"ם לשנה לבין התפתחות ריבית התלבור לשנה. ריבית התלבור נקבעת על פי ממוצע שיעורי הריביות שבהם הבנקים מוכנים לתת הלוואה כספית במערכת הבין-בנקאית. בכל יום מצוטטת ריבית התלבור לטווחים שונים – יום עסקים אחד, שבוע, חודש, חודשיים, שלושה חודשים, שישה חודשים, תשעה חודשים ו-12 חודשים. לכן היא ממצה את המידע הקיים בשוק ואת הביקושים וההיצעים של הבנקים לנזילות. ריבית התלבור משמשת אפוא אומדן לריבית השוק, בדומה לתשואת המק"ם. בהתאם לזאת, שינויים בפער שבין ריבית התלבור ובין תשואת המק"ם מוסברים על ידי שינויים בביקוש למק"ם ובהיצעו.

השפעת פעילות הזרים על התשואות ל-12 חודשים בשוק המק"ם ניכרת החל מספטמבר 2010, עקב עליית משקל החזקותיהם לשיעור הקרוב ל-30 אחוזים. בתקופה זו הגדילו הזרים את החזקותיהם במק"ם ל-12 חודשים, וכן נפתח פער חיובי בין ריבית התלבור לבין תשואות המק"ם (איור א). במהלך התקופה הנסקרת הגיע פער התשואות לרמת שיא של כמחצית אחוז. ניכר כי הפער מתואם מאוד עם היקף פעילות הזרים בשוק (איור ב). כך, במהלך התקופה אפריל 2010 עד מאי 2011 רמת המיתאם בין היקף פעילות הזרים לפער בין ריבית התלבור לתשואת המק"ם הייתה 0.93. המיתאם הגבוה מעיד כי פעילות הזרים בתקופה זו תרמה לירידת התשואות בשוק המק"ם.

בסיכום, אחת ההשלכות של פתיחת פער הריביות בין ישראל למשקיים המפותחים היא כניסת זרים לשוקי הכספים בישראל. משקלם הגבוה של הזרים בשוק המק"ם מעלה את השפעתם על התשואות בשוק, ובהתאם לכך דוחף את רמת הריביות במשק כלפי מטה. מאחר שתשואות המק"ם ל-12 חודשים משמשות לגזירת ציפיות האינפלציה משוק ההון, ייתכן כי אומדן הציפיות לאינפלציה הושפע גם הוא מפעילות הזרים בשוק המק"ם. עם זאת אפשר שהטיית תשואות המק"ם כלפי מטה פעלה גם לירידת התשואות באג"ח הממשלתיות הצמודות למדד ובאג"ח הממשלתיות השקליות. לכן, אם הייתה הטיה באומדן הציפיות לאינפלציה, היא נמוכה מזו שבתשואות המק"ם.



2. המדיניות המוניטרית

מכלול האינדיקטורים שעמדו בפני בנק ישראל במהלך התקופה הנסקרת תמך בצמצום ההרחבה המוניטרית תוך תמיכה בשער החליפין. חריגתם של קצב האינפלציה והציפיות לאינפלציה מתחום היעד, הצמיחה המהירה של הפעילות הריאלית המקומית ועליית מחירי הדירות – כל אלה תמכו בהעלאת הריבית המוניטרית, לשם השגת יעד האינפלציה ושמירה על היציבות הפיננסית. ואולם מדיניות זו מגבירה את הכוחות לייסוף שער החליפין של השקל, עקב גידול פער הריביות לעומת השווקים המפותחים, ולפיכך המשיך בנק ישראל לפעול בשוק המט"ח כדי למתן את הייסוף. להיחלשותם של לחצי הייסוף במהלך התקופה הנסקרת פעלו גם חוסר היציבות הגיאו-פוליטית במזרח התיכון. פעולות בנק ישראל בשוק המט"ח כללו רכישות מט"ח וצעדים מקרו-יציבותיים – הטלת חובת נזילות של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח וחובת דיווח על עסקאות שונות.

במהלך התקופה הנסקרת האיץ בנק ישראל את קצב העלאת הריבית המוניטרית. לאחר העלאות בקצב מתון מאז הרביעי הרביעי של 2009, האיץ בנק ישראל את העלאת הריבית המוניטרית בשני הרביעים האחרונים, והעלה אותה במהלכם ב-1.25 אחוזים. ריביות

פברואר ומארס הועלו ב-0.25 אחוז כל אחת, וריבית אפריל – ב-0.5 אחוז, לרמה של 3 אחוזים. את הריבית לחודש מאי השאיר בנק ישראל ללא שינוי, ואת הריבית ליוני העלה, בפעם הרביעית מתחילת השנה, לרמה של 3.25 אחוזים. האצת הקצב של העלאת הריבית, במהלך המחצית הראשונה, נתבקשה לנוכח העלייה בסביבת האינפלציה, שהתבטאה בחריגה של קצב האינפלציה והציפיות לאינפלציה מגבולו העליון של יעד האינפלציה במשך כל התקופה הנסקרת. בהאצת קצב העלאתה של הריבית המוניטרית תמכו גם המשך העלייה המהירה של מחירי הדירות והתרחבות מהירה של הפעילות הכלכלית תוך מיצוי עודפי כושר הייצור במשק. לקראת סיום התקופה הנסקרת הסתמנה אפשרות של האטה מסוימת בפעילות הכלכלית, וגברה מאוד אי-הוודאות הכלכלית והפיננסית, בעיקר על רקע ההתפתחויות בעולם והמצב הגיאופוליטי האזורי. כן ניכרו סימנים לאפשרות של התמתנות בקצב האינפלציה. על רקע זה הותיר בנק ישראל את הריבית ליולי ולאוגוסט ברמה של יוני.

תהליך החזרת האינפלציה ליעדה הוא הדרגתי. לשם החזרת האינפלציה אל תחומי היעד מעלה בנק ישראל את הריבית המוניטרית – כלי המדיניות העיקרי שלו. העלאת הריבית כרוכה, כאמור, בלחצים לייסוף השקל¹², וכן בהשפעה מרסנת על הפעילות הריאלית. על כן תהליך העלאת הריבית הוא הדרגתי, ונגזרת ממנו חזרה הדרגתית של האינפלציה ליעדה, בהתאם לחוק בנק ישראל.

בנק ישראל המשיך את רכישות המט"ח, והטיל חובת נזילות על עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח. קצב רכישות המט"ח הושפע במהלך התקופה הנסקרת מלחצי הייסוף המשתנים: בינואר רכש בנק ישראל 2,085 מיליוני דולרים; בפברואר ובמארס, לאחר ששכחו לחצי הייסוף, נרכשו 200 מיליוני דולרים, במצטבר; באפריל, עם התחדשות הלחצים לייסוף, עקב התרחבות פער ריביות מול המשקים המפותחים, חודשו רכישות המט"ח, ובחודש זה רכש בנק ישראל 1,495 מיליוני דולרים; בחודשים מאי ויוני נרכשו 600 מיליוני דולרים, במצטבר. בסוף יוני עמדו יתרות המט"ח של בנק ישראל על 77.4 מיליארדי דולרים. בסוף ינואר 2011 הטיל בנק ישראל חובת נזילות בשיעור של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים בישראל כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח. כן הודיע בנק ישראל על הטלת חובת דיווח על עסקאות בנגזרי מט"ח וחובת דיווח על עסקאות של תושבי חוץ במק"ם ובאיגרות חוב לטווח קצר, שנכנסה לתוקף בתחילת יולי 2011. לצעדים אלה – מלבד מטרתם לשחוק את כדאיותו של חיסכון שקלי קצר טווח על ידי תושבי חוץ, ובכך למתן את לחצי הייסוף על שער החליפין של השקל – יש גם מטרה

¹² השינוי בשער החליפין הוא למעשה חלק ממנגנון התמסורת מן המדיניות המוניטרית אל המחירים.

יציבותית, שכן הם צפויים להקטין את התנודתיות בתנועות ההון קצר הטווח למשק ולאפשר מעקב טוב יותר אחריהן.

על רקע הטלת חובת נזילות כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח פחתה במידה מסוימת פעילות הזרים במק"ם. בספטמבר 2008, לפני החרפת המשבר הפיננסי, עמד שיעור החזקות המשקיעים הזרים בסך יתרת המק"ם על כאחוז אחד בלבד. עם פתיחת פער ריביות מול המשקים המפותחים משכה הריבית המקומית משקיעים זרים לטווח קצר, משקל החזקותיהם בסך יתרת המק"ם גדל, ובינואר 2011, ערב הטלת חובת הנזילות, הוא הגיע ל-36 אחוזים. חובת נזילות שוחקת את התשואה השקלית בשיעור הזהה לשיעורה של חובה זו, ועל כן מפחיתה את הכדאיות היחסית של הערוץ השקלי. לכן, עם הטלתה של חובת הנזילות ירד, בפברואר ובמאוס, היקף רכישות המק"ם על ידי זרים. ואולם, מאחר שבפער הריביות ובשיעור חובת הנזילות הנוכחיים החיסכון במק"ם עדיין אטרקטיבי יחסית לחלופות במשקים המפותחים – סביר שחלק מההשפעה נבע מהערכה מחודשת של המצב על ידי המשקיעים הזרים, מחששם כי שיעור חובת הנזילות יועלה בעתיד, ומלחצים לפיחות, ולו זמני, של השקל, בשל אי-היציבות הגיאו-פוליטית והתדרדרות מסוימת במצב הביטחוני. לאחר העלאת הריבית לחודש אפריל שב וגדל היקף רכישות המק"ם על ידי זרים והגביר את הלחץ לייסוף השקל. ואולם בחודש מאי ירד היקף הרכישות על ידי זרים, ובסיכומו של החודש שווי החזקותיהם בשוק המק"ם ירד.

לנוכח המגמות הנמשכות בשוק הדיור הפעיל בנק ישראל כלים מקרו-יציבותיים, והגביל את שיעור המשכנתה בריבית משתנה מסך הלוואת המשכנתה לשליש. החל ממאי הורה המפקח על הבנקים להגביל את חלק המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדיור שתאגיד בנקאי מעמיד ללווה. המגבלה חלה על הלוואות חדשות לדיור בכל מסלולי הריבית המשתנה, שבהן הריבית עשויה להשתנות במהלך תקופה קצרה מחמש שנים. ההנחיה פורסמה לנוכח המגמות הנמשכות בשוק הדיור, ובעיקר לנוכח ההיקף המשמעותי של ביצועי ההלוואות לדיור בריבית משתנה, הטומנות בחובן סיכון ללווים, וכפועל יוצא – למערכת הבנקאית בכללותה. כמו כן ההנחיה מסדירה חובת גילוי ללקוחות שנטלו בעבר משכנתאות במסלול של ריבית משתנה לא צמודה על בסיס ריבית הפריים. מטרת הגילוי להגביר את מודעותם של לווים אלה להשלכות האפשריות של עלייה בשיעור הריבית על גובה ההחזר החודשי שיוטל עליהם, כדי לאפשר להם בחינה מושכלת של סיכון זה ושל האפשרויות למזעורו.

א. הסביבה העולמית

בעולם צפוי המשך של צמיחה בלתי מאוזנת – צמיחה איטית במדינות המפותחות וצמיחה מהירה, המלווה באינפלציה גבוהה, במדינות המתפתחות. על פי תחזית קרן המטבע הבין-לאומית קצב הצמיחה השנתי במדינות המפותחות בשנתיים הקרובות צפוי להיות כ-2.4 אחוזים (לוח 3). בהתאם לרמתם המתונה של הביקושים ולצפי התפתחות מחירי האנרגיה והסחורות, מחירי הצריכה צפויים לעלות במדינות המפותחות בקצב של 2.6 אחוזים ב-2011 ו-1.7 אחוזים ב-2012. לגבי המדינות המתפתחות צופים כלכלני הקרן כי קצב הצמיחה השנתי יהיה בשנתיים הקרובות כ-6.5 אחוזים, וכי התחממות הביקושים במדינות אלה תביא לאינפלציה של 6.9 אחוזים ב-2011 ו-5.6 אחוזים ב-2012. בהתאם לתחזיות אלה קצב ההתרחבות של הסחר העולמי ימשיך להיות מהיר – עלייה ממוצעת של 7.5 אחוזים בשנתיים הבאות. צמצומים פיסקליים

לוח 3

הצמיחה ב-2010 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית ל-2011 ול-2012

(שיעורי השינוי, אחוזים)

2012	2011	2010	
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
4.5	4.3	5.1	הצמיחה העולמית
2.6	2.2	3.0	במדינות המפותחות
2.7	2.5	2.9	בארה"ב
1.7	2.0	1.8	באירופה
2.9	-0.7	4.0	ביפן
במדינות המתפתחות			
6.4	6.6	7.4	האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)
1.7	2.6	1.6	במדינות המפותחות
במדינות המתפתחות			
5.6	6.9	6.1	

מקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook Update-June 2011.

¹³ סעיף התחזית בדוח מבוסס על התחזית המקרו-כלכלית שחטיבת המחקר של בנק ישראל מגבשת בכל רביע (staff forecast). התחזית המובאת כאן היא עדכון לתחזית המקרו כלכלית מסוף הרביע השני על סמך אינדיקטורים שהיו זמינים עד מועד החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2011 (25.7.2011). הסבר לתחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר וסקירה של המודלים העומדים מאחוריהן ראו בדוח האינפלציה 31 לרביע השני של 2010, סעיף 3-ג'.

שיידרשו במדינות המפותחות והמשך המדיניות המרסנת במדינות המתפתחות הם בין גורמי הסיכון להתממשות צמיחה נמוכה מהחזוי. על רקע זה ציינה קרן המטבע הבין-לאומית בסקירתה האחרונה כי להערכתה תחזיות הצמיחה לשנים 2011 ו-2012, שיתפרסמו במהלך החודשים הבאים, יעודכנו כלפי מטה.

בנקי ההשקעות צופים שריבית הבנק המרכזי האירופי תועלה במהלך 2011, בעוד שהריבית בארה"ב תושאר ברמתה הנמוכה עד סוף שנת 2012. על פי ממוצע התחזיות של בנקי השקעות בעולם הריבית בארה"ב תתחיל לעלות רק במהלך הרביע האחרון של 2012; באירופה התממש הצפי להעלאת הריבית בחודשים אפריל ויולי 2011, והתחזית היא שבסוף השנה תעמוד הריבית על כ-2 אחוזים.

לוח 4

תחזית לשנים 2011 ו- 2012

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

תחזית* ל-2012	תחזית* ל-2011	הנתונים בפועל 2010	
3.9	4.8	4.7	התמ"ג
3.2	4.8	5.0	הצריכה הפרטית
5.8	16.4	12.6	ההשקעה בנכסים קבועים
2.6	3.6	3.1	הצריכה הציבורית
4.7	14.8	9.4	היבוא האזרחי (ללא יהלומים)
4.2	5.2	10.7	היצוא (ללא יהלומים)
5.9	6.0	6.6	האבטלה (שיעור) ³
2.6	3.5	2.4	אינפלציה ¹
4.3	3.8	2.0	ריבית בנק ישראל ²

¹ במהלך השנה.

² ממוצע הרביע האחרון בשנה.

³ ממוצע שנתי.

* תחזית בנק ישראל מיום 25.07.2011.

המקור: נתונים - הלמ"ס ובנק ישראל; התחזית - בנק ישראל.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

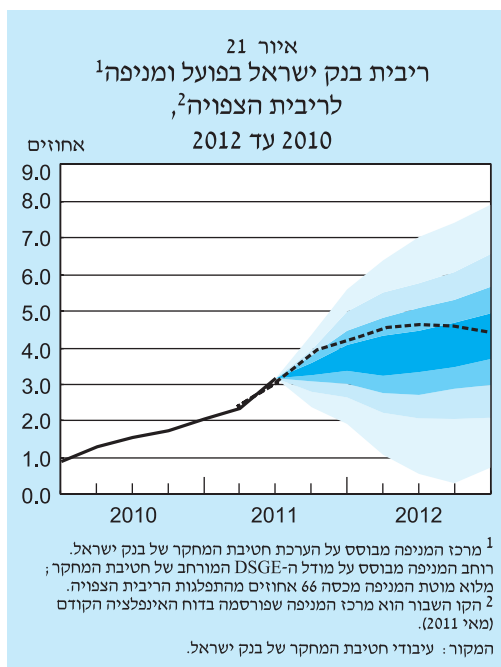
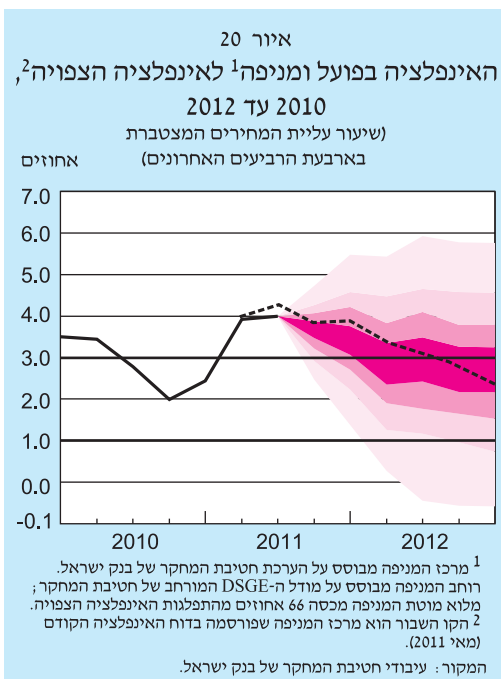
צמיחת התוצר ב-2011 צפויה לעמוד על 4.8 אחוזים, בעיקר בזכות התרחבות של הביקושים להשקעות. התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח בשנים 2011 ו-2012 בשיעור של 4.8 ו-3.9 אחוזים, בהתאמה. במהלך התקופה צפוי קצב צמיחתו של התוצר להתמתן בהדרגה, עקב התקרבות למיצוי פוטנציאל הייצור. **תחזית הצמיחה ל-2011 עודכנה כלפי מעלה, יחסית לזו שדווחה בדוח המדיניות המוניטרית הקודם (4.5 אחוזים), לנוכח השפעות הקצה של שיעור הצמיחה הגבוה ברביע הראשון של 2011 (4.6 אחוזים).** צמיחת התוצר ב-2011

צפויה להישען במידה רבה על גידול ההשקעה בנכסים קבועים, הנובע ממחסור במלאי הון (ובפרט במבנים למגורים) ונתמך ברמה נמוכה של הריבית הריאלית יחסית לרמתה בטווח הארוך. בלימת הירידה החדה של המלאים, שהייתה ב-2010, תתרום גם היא להתרחבות התוצר ב-2011. **היצוא מישראל צפוי לצמוח ב-2011 ב-5.2%** – תוצאה צפויה של צמיחתו ברביע הראשון בשיעור של 11.3% במונחים שנתיים וקצבי גידול מתונים יותר בהמשך השנה, בהשפעת הייסוף הריאלי הנמשך.

התרחבות הביקושים נתמכת בהתרחבות מהירה של ההשתתפות בכוח העבודה ומלאי ההון וכן של היבוא. צמיחת התוצר ב-2011 גבוהה מהקצב ארוך הטווח שלה, על אף קרבת המשק לתעסוקה מלאה. צמיחה זו מתאפשרת הודות להתרחבות צד ההיצע השנה: עלייה מתמדת של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, כך ששיעור האבטלה ירד בהמשך השנה מעט מתחת ל-6.0 אחוזים, והתרחבות מלאי ההון (בשיעור של כ-7 אחוזים), עם התאוששות ההשקעות בנכסים קבועים. התרחבות הביקושים צפויה להיענות בשנת 2011 במידה גוברת גם על ידי היבוא, שיצמח ב-14.8 אחוזים; זאת, מפני שהייסוף הריאלי מוזיל את היבוא יחסית לתוצרת מקומית, מפני הקרבה לתעסוקה מלאה ומפני עתירות היבוא של השימושים הצומחים במהירות (ההשקעה בנכסים קבועים וההשקעה במלאי). ההתרחבות המהירה יחסית של היבוא וההרעה בתנאי הסחר (עקב עליית מחירי הסחורות והנפט בעולם) צפויים להביא לצמצום ניכר של העודף בחשבון השוטף.

ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל שיעור האינפלציה בעוד שנים עשר חודשים יהיה בגבול העליון של יעד האינפלציה, ולאחר מכן הוא ירד לכיוון מרכז תחום היעד. שיעור האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים היה 4.2 אחוזים – מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה אמנם יתמתן בשנה הקרובה, אך יישאר גבוה. האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים צפויה להישאר במהלך 2011 מעל הגבול העליון של היעד, ולעמוד בעוד שנה על 2.9 אחוזים. העלאה של ריבית בנק ישראל משיעורה הנוכחי, 3.25 אחוזים, לכ-3.9 אחוזים בעוד שנה תואמת התבססות של האינפלציה קרוב יותר למרכז תחום היעד לקראת סוף 2012 (איורים 20 ו-21).

הערכה זו מבטאת שילוב של מספר כוחות כלכליים, שמרביתם פועלים להתמדת האינפלציה הגבוהה. עם גורמים אלה נמנים עליית מחירי הסחורות בעולם, עודף הביקוש לשירותי דיור והתרחבות הביקושים לתוצר. גורם אינפלציוני משמעותי בתקופה זו הוא רמתם הגבוהה של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם.



בחודשים האחרונים עלו מחירים אלה עלייה תלולה (עד לכ-117 דולרים לחבית נפט מסוג Brent בעת הכנת התחזית), ואנו מעריכים כי הם יישארו בסביבה זו. אנו מעריכים כי בשוק הדיור (השכירות) ימשיך לשרור עודף ביקוש ושכר הדירה ימשיך לעלות. התרחבות הביקושים לתוצר, המתבטאת בהצטמצמות העודף של כושר הייצור, יכולה לפעול לעליית האינפלציה דרך התייקרותם של גורמי הייצור המקומיים, בפרט עלות העבודה, ודרך מאמצי הפירמות להגדלת מרווחי המחירים. על פי ההערכות, השכר הנומינלי צפוי להמשיך ולעלות השנה בשיעור גבוה יחסית - עלייה המשקפת בחלקה התאמה בגין ירידת השכר הריאלי בשנת 2009 וגידולו המתון-בלבד בשנת 2010 יחסית לקצב העלייה של פריון העבודה - כך שרמת השכר עדיין לא צפויה להפעיל לחץ אינפלציוני משמעותי. לחצים אינפלציוניים מכיוון השכר עלולים להיווצר עם המשך התרחבות הביקושים, או עקב מאבקי שכר של ארגוני עובדים גדולים. לגורמים האינפלציוניים שתוארו, מלבד השפעתם הישירה, נודעת גם השפעה עקיפה דרך ציפיות הציבור; הצפי לאינפלציה גבוהה מיעדה (על פי הערכות החזאים, שוק ההון והדיווחים בסקר המגמות) יכול להעלות את המחירים כבר עתה, עקב השפעת הציפיות על הסכמי שכר ועל החלטות תמחור בהווה.

הגורם המרכזי שצפוי לפעול להתמתנות האינפלציה הוא ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. בשנה האחרונה נרשם ייסוף של כשני אחוזים בשער החליפין האפקטיבי של כ-2.5 אחוזים¹⁴. הייסוף פועל להוזלת מחירי המוצרים המיובאים לישראל, אך התמסורת משער החליפין אל המחירים אינה מיידית אלא הדרגתית. לפיכך ניתן להעריך כי מחירי היבוא טרם הותאמו במלואם לרמתו

לוח 5

הערכות האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים

(אחוזים)

היעד	שוק ההון ¹	החזאים הפרטיים ²	סקר המגמות ³	בנק ישראל ⁴
הממוצע	2	2.9	3.2	2.9
הטווח	1-3	2.5 - 3.6	1.0 - 4.8	

¹ ממוצע חודש יולי.

² לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש יוני.

³ טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר. התחזיות ניתנו

במהלך חודש יוני.

⁴ הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

¹⁴ ממוצע שלושת החודשים האחרונים מול ממוצע שלושת החודשים המקבילים בשנה הקודמת.

החדשה של שער החליפין, כך שתהליך התאמתם כלפי מטה יימשך גם במהלך 2011. מלבד זאת ממשיכים להתקיים התנאים שברקע הייסוף הנומנלי והריאלי, ובכללם העודף בחשבון השוטף (אף שהוא צפוי להתמתן) ופער הריביות מול חו"ל; פער זה צפוי להמשיך להתרחב, על רקע סביבת האינפלציה הגבוהה והצטמצמות עודף כושר הייצור בארץ, בשעה שמשקי ארה"ב ואירופה עדיין לא התאוששו מהמשבר, כך שרמתן של ריביות הבנקים המרכזיים שם נמוכה ביותר (0.0–0.25 אחוז בארה"ב, 1.5 אחוזים באירופה). רמות ריבית אלה פועלות גם הן לריסון קצב עלייתה של הריבית המקומית.

תחזית האינפלציה קרובה לזו של דוח המדיניות המוניטרית הקודם, אך תוואי הריבית נמוך יותר. באיורים 20 ו-21 מובאת השוואה להערכות מהדוח הקודם (מאי 2011):

ריבית בנק ישראל בעוד שנים עשר חודשים צפויה לעמוד על 3.9 אחוזים, נמוכה בכ-0.6 אחוז מאשר בתחזית המקבילה בדוח הקודם (רביע שני של 2012). הירידה בתוואי הצפוי של הריבית נובעת מהתגברות, מאז הדוח הקודם, של סיכונים לפעילות הריאלית (סיכונים לכלכלה העולמית וכן סיכונים גיאופוליטיים בסביבה המקומית). סיבה נוספת היא ירידתו של תוואי הריבית החזוי בעולם.

תחזית האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים הבאים, 2.9 אחוזים, נמוכה במקצת מן התחזית המקבילה של הדוח הקודם (3.1% ברביע השני של 2012). מאז הדוח הקודם נוספו מספר אינדיקטורים התומכים בהורדת תחזית האינפלציה: (1) מדד המחירים לצרכן עלה ברביע השני פחות ממה שהערכנו ברביע הקודם (ולפיכך תוואי האינפלציה בתחילת התחזית נמוך מעט מזה שבדוח האינפלציה הקודם); (2) השכר לשעת עבודה עלה ברביע הראשון של 2011 פחות ממה שהוערך ברביע שעבר; (3) מחירי התוצר ירדו ברביע הראשון, בניגוד להערכה בדבר עלייתם. (4) תחזיות האינפלציה בעולם ירדו מעט. כנגד זאת פועלים מספר גורמים לעליית האינפלציה: (1) התפרסמו נתונים חיוביים יותר מהערכתנו הקודמת לגבי צמיחת המשק ברביע הראשון של 2011; (2) מחיר האנרגיה עלה ברביע השני של 2011. בהתחשב בכל ההתפתחויות האלה תחזית האינפלציה נמוכה במקצת מזו שבדוח הקודם.

הערכות האינפלציה בשווקים דומות לאלו של בנק ישראל. הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי שהן נמדדות משוק ההון, עומדות על 3.0 אחוזים, נמוכות מעט מהציפיות בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (3.1 אחוזים). התחזית הממוצעת מסקר המגמות דומה לזו שבדוח הקודם: 3.2 אחוזים בסקר הקודם. הערכות החזאים הפרטיים (בממוצע) עומדות בחודש יולי על כ-2.9 אחוזים – נמוכות במקצת מהערכותיהם בעת כתיבת דוח המדיניות המוניטרית לרביע הקודם (3.1%).

מאזן הסיכונים בתחזית. התחזית הבסיסית מבוססת על ההנחות הבאות: (1) יציבות במצב הגיאוגרפי של ישראל; (2) המשך ההתאוששות של המשק העולמי ללא משברים פיסקליים ופיננסיים בקנה מידה גדול. לנוכח אי-היציבות במזרח התיכון והעובדה שהתחזית אינה מביאה בחשבון התפתחויות שליליות אפשריות במצב הביטחוני בישראל, מאזן הסיכונים ביחס לפעילות הריאלית נוטה כלפי מטה: התממשות של כל אחד משני תרחישים שליליים – האטה בעולם והרעה ביטחונית בישראל – צפויה להשפיע שלילית על קצב הצמיחה במשק. ביחס לאינפלציה – האטה עולמית צפויה להביא להתמתנות מסוימת של קצב האינפלציה בעקבות ירידת הביקושים, ואילו הרעה במצב הגיאוגרפי-פוליטי האזורי עשויה להיות מלווה דווקא בעליית האינפלציה במקביל להאטה בצמיחה, בעקבות יציאת הון מהמשק, שתגרום לפיחות.

נוסף על תרחישים אלה, קיימים גורמי סיכון נוספים ביחס לאינפלציה, הקשורים, מטבע הדברים, לגורמים בעלי השפעה רבה על האינפלציה שהם קשים לחיזוי: (1) פיחות בשער החליפין, עקב הרעה גיאוגרפית או מסיבה אחרת, עלול להביא לחריגה גדולה יותר של האינפלציה מיעדה. כנגד זאת, התגברות הייסוף או התחזקות התמסורת משער החליפין אל המחירים (שנחלשה בשנים האחרונות) צפויה להוריד את האינפלציה לשיעור נמוך מזה שבתחזית הבסיסית; (2) התחזית מניחה המשך עלייה של סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (המבוסס על שכר דירה) בקצב דומה לזה ששרר בשנה האחרונה, ולכן להתפתחות השונה במידה ניכרת מהערכה זו תהיה השפעה על האינפלציה.

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

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

06/11	05/11	04/11	03/11	02/11	01/11	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
3.2	3.1	3.1	2.7	2.3	2.1	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
3.5	3.4	3.4	3.1	2.8	2.5	תשואת מק"מ לשנה
4.7	4.8	4.8	4.7	4.4	4.1	תשואת אג"ח לא צמודות ל-5 שנים
6.0	5.9	6.2	6.1	6.0	5.8	תשואת אג"ח לא צמודות ל-20 שנים
0.6	0.2	0.3	-0.5	-0.9	-0.8	תשואת אג"ח צמודות לשנה
1.9	1.9	2.0	1.4	1.2	1.0	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
3.0	3.3	3.8	3.8	3.6	3.3	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז)*
6.7	5.7	5.2	5.6	5.5	6.1	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-4.3	-2.2	-2.3	-0.2	-2.1	-0.3	מדד המניות הכללי
-3.4	-3.6	-0.5	2.4	-0.2	-2.5	מדד ת"א 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-0.6	1.2	-2.5	-3.9	-2.4	4.5	השקל מול הדולר
-0.1	-1.7	1.8	-1.2	-1.4	7.3	השקל מול האירו
-0.5	-0.2	-0.1	-2.6	-1.7	5.3	שער חליפין נומינלי אפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
10.8	9.4	9.2	9.2	9.9	9.0	סטיית התקן הגלומה
8.6	6.0	5.8	5.5	5.4	3.5	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
2.4	1.4	1.2	1.4	2.6	2.2	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* החישוב השתנה מדו"חות קודמים לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומח"ם ארוך מששה חודשים. המירווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרני לבין הגליל בטווח מח"ם המתאים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

06/11	05/11	04/11	03/11	02/11	01/11	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.4	0.5	0.6	0.2	0.3	0.2	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.5	0.8	0.3	0.1	-0.0	0.2	תחזיות החזאים למדד חודשי (ממוצע תחזיות לפני פרסום המדד)
4.2	4.1	4.0	4.3	4.2	3.6	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
2.9	3.2	3.1	3.7	3.8	3.3	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה
3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*						
2.8	2.8	2.8	3.1	3.1	3.0	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.6	2.5	2.6	3.0	2.9	2.8	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.7	2.5	2.4	2.4	2.5	2.6	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
3.25	3.00	3.00	2.50	2.25	2.00	ריבית בנק ישראל
0.3	-0.1	-0.1	-1.1	-1.4	-1.2	הריבית הריאלית הנגזרת
3.00	2.75	2.75	2.25	2.00	1.75	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
2.00	1.75	1.80	1.50	1.25	1.00	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה
0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
4.4	4.3	4.1	3.8	3.43	3.2	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
2.4	2.2	2.0	2.1	1.7	1.7	פערי הריביות הארוכות הנומינליות בין ישראל לארה"ב
1.9	2.0	1.9	1.6	1.1	1.2	פערי הריביות הארוכות הריאליות בין ישראל לארה"ב

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

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