



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2006

המחצית הראשונה

תמוז התשס"ו — יולי 2006

18



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור. מס' קטלוגי: 3074107018/6

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית הראשונה של שנת 2006 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל, בראשות הנגיד – הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית.

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 2006 בשיעור מצטבר של 1.6 אחוזים. במהלך שנים עשר החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.5 אחוזים, מעל לגבול העליון של יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים).

הגורמים העיקריים לעליית המחירים בתקופה הנסקרת כולה הם העלייה של מחירי היבוא, במיוחד העלייה החדה במחיריהם של מוצרי האנרגיה, וגידול של הביקושים המקומיים, בעיקר הצריכה הפרטית. במקביל, התפתחות שער החליפין במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה, והשפיעה על תוואי האינפלציה בכיוונים מנוגדים: ברביע הראשון של השנה פוחת השקל ביחס לדולר בשיעור של 2.5 אחוזים, התפתחות שתרמה לעליית האינפלציה בתקופה זו; החל מחודש אפריל, בהשפעתם של גורמים מקומיים וגם על רקע היחלשותו של הדולר בעולם, התחזק השקל מול הדולר ב-5.5 אחוזים והיה אחד הגורמים שמיתנו את האינפלציה בחודשים האחרונים של המחצית הראשונה. למיתון קצב עליית המחירים בתקופה הנסקרת תרם גם המשך הירידה בגירעון התקציבי.

המדיניות המוניטרית בארבעת החודשים הראשונים של השנה התבטאה בהעלאת ריבית מצטברת של 0.75 נקודת אחוז, המשך להעלאות הריבית ברביע האחרון של 2005. בחודשיים האחרונים של המחצית הנסקרת הפסיק בנק ישראל את העלאת הריבית; זאת על רקע ההערכות כי שיעור האינפלציה בשנה הקרובה ימצא בתחום היעד. בסוף המחצית הראשונה עמדה ריבית בנק ישראל על 5.25 אחוזים.

במרבית התקופה הנסקרת הייתה האינפלציה על פני שנים עשר החודשים האחרונים מעל 3 אחוזים, כלומר חרגה מהגבול העליון של יעד האינפלציה; זאת בהשפעת הפיחות בשער החליפין, שהחל ברביע האחרון של השנה הקודמת ונמשך עד חודש פברואר השנה, העלייה החדה של מחירי הסחורות המיובאות, בייחוד האנרגיה, וצמצום פער התוצר. בנק ישראל נוקט מדיניות מוניטרית גמישה במסגרת משטר של יעד אינפלציה רציף; מדיניות זו מאפשרת לאינפלציה לסטות מיעדה כדי לתמוך בפעילות הריאלית במשק, ולשוב ולהתכנס אל היעד בתוך פרק זמן סביר. אם האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים אכן תחזור, כצפוי, לתחומי היעד החל מחודש יולי, על רקע הצמיחה המהירה של התוצר במחצית הראשונה של השנה, הרי שתוואי העלאת הריבית אשר ננקט בתקופה הנסקרת מתיישב עם תפיסה זו של יעד האינפלציה.

עם תום המחצית הנסקרת פרץ משבר ביטחוני בגזרת רצועת עזה, ובהמשך גם בגבול הצפון. השפעת האירועים הביטחוניים על הפעילות הריאלית, על שער החליפין, וכפועל יוצא מכך על האינפלציה, תלויה במידה רבה באופיו של העימות הנוכחי ובתוצאותיו הגיאופוליטיות. כבר בשלב זה ניתן לקבוע כי לאירועים תהיה השפעה שלילית על הפעילות הריאלית, הן מצד הביקושים והן בשל פגיעה בהיצע. למרות העלייה בסיכון המשק, התגובה לאירועים בשווקים הפיננסיים, ובכלל זה בשוק המט"ח, הייתה עד כה מתונה. עם זאת צפויה בגלל האירועים עלייה של האינפלציה בטווח הקצר. בנק ישראל, במדיניות

¹ מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום (M1), בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954); זאת משום שבכל אחד מהחודשים ינואר עד יוני 2006 עלו אמצעי התשלום בשנים עשר החודשים שקדמו לו ביותר מ-15 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום נדונה בסעיף II.3.2 להלן.

המוניטרית של החודשים הקרובים, יצטרך להתייחס לעלייה באינפלציה מחד גיסא ולהאטה בפעילות מאידך. בסוף חודש יולי העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 אחוז - עקב המשך פעולתם של הכוחות העיקריים שהביאו לעליית האינפלציה במחצית הראשונה של השנה, ובעקבות עליית פרמיית הסיכון של ישראל בשווקים, והסיכון האינפלציוני בכלל זה.

בעקבות האירועים הביטחוניים צפויה פגיעה מסוימת בהכנסות ממסים ועלייה בהוצאה הממשלתית, עקב הגדלת הוצאות הביטחון והפיצויים לתושבים שנפגעו מהעימות. עם זאת, נקודת המוצא של התקציב לפני האירועים תאפשר לממשלה לעמוד ביעד הגירעון ב-2006 גם בתנאים אלה - אם הלחימה תסתיים בתוך זמן קצר. העמידה ביעדי התקציב ומחויבות הממשלה לשמירתם גם בשנים הבאות תרמו ליציבות בשווקים למרות האירועים. לקראת הדיונים בממשלה על התקציב לשנת 2007 חשוב כי הממשלה תעשה כל מאמץ לדבוק במסגרת התקציבית שעליה הוכרז לפני העימות; זאת בהנחה שהעימות בצפון לא יהיה ממושך ולא יתרחב.

בברכה,

ס. ניסן

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

תקציר

7

I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית

8

א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים

8

ב. המדיניות המוניטרית

9

II. הסביבה הכלכלית והפיננסית

13

א. הפעילות הריאלית

13

א.1. שוק העבודה

16

א.2. המדיניות הפיסקלית

17

ב. ההתפתחויות בשער החליפין וברמת סיכונן

17

תיבה 1 : הדולריזציה בישראל והשפעתה על התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן

20

ג. אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות והפיננסיות

22

ג.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

23

ג.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

25

ג.3. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

26

תיבה 2 : המידע הגלום בתשואות המק"ם

28

ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

29

31

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

31

א. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

31

א.1. הפעילות הריאלית

31

א.2. המדיניות הפיסקלית

32

ב. ההתפתחויות הצפויות בשוק מטבע החוץ

32

ג. ההתפתחויות הצפויות בעולם

34

ד. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

35

ד.1. הערכות האינפלציה העתידית

35

ד.2. מאזן סיכוני האינפלציה

36

	לוח נ"1 : האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים
38	לצרכן, מחירי הדיור ושער החליפין, 1996 עד 2006
39	לוח נ"2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית
	לוח נ"3 : הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב
40	הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2005
	לוח נ"4 : הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל,
41	2002 עד 2006
42	לוח נ"5 : שיעור האינפלציה הצפוי

תקציר

- מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 2006 בשיעור מצטבר של 1.6 אחוזים. במהלך 12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.5 אחוזים, מעל לגבול העליון של יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים).
- המדיניות המוניטרית בארבעת החודשים הראשונים של השנה התבטאה בהעלאת ריבית מצטברת של 0.75 נקודת אחוז, המשך להעלאות הריבית ברביע האחרון של 2005. בנק ישראל הפסיק את העלאת הריבית בחודשיים האחרונים של המחצית הנסקרת; זאת על רקע ההערכות כי לנוכח ייסוף השקל שיעור האינפלציה צפוי להימצא בשנה הקרובה בתחום היעד. בסוף המחצית הראשונה עמדה ריבית בנק ישראל על 5.25 אחוזים.
- התפתחות שער החליפין במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה: במהלך הרביע הראשון, על רקע גורמים מקומיים, נרשם פיתוח של השקל מול הדולר, המשך למגמה שהחלה בסוף שנת 2005. בחודש אפריל התהפכה מגמה זו: שער החליפין של השקל מול הדולר יוסף בשיעור חד וחזר לרמה של אמצע 2005. התפתחויות אלו בשער החליפין היו דומיננטיות בהשפעה על תוואי האינפלציה במשך המחצית הנסקרת. השפעה זו באה לידי ביטוי בהתפתחותם של מחירי המוצרים הסחירים והלא-סחירים, בפרט של סעיף הדיור.
- שוק המט"ח התנהל בתקופה הנסקרת על רקע מספר תהליכים שפעלו לייסוף, ביניהם תנועות הון של תושבי חוץ בהיקפים נרחבים, עודף הולך וגדל בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וצפי לשיפור בדירוג האשראי של ישראל. כנגד זאת נמשך תהליך התאמת תיק הנכסים של תושבי ישראל והתבטא ביצוא הון מצד המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית.
- בין הגורמים העיקריים לעליית המחירים בתקופה הנסקרת כולה ניתן למנות עלייה חדה של מחירי היבוא, במיוחד נסיקת מחיריהם של מוצרי האנרגיה וגידול של הביקושים המקומיים, בעיקר הצריכה הפרטית.
- האצת הצמיחה במשק בתקופה זו התבטאה בצמצום עודף כושר הייצור, וכך תרמה לעליית מחירי התוצר. אף שהשכר הנומינלי הממוצע במגזר העסקי עלה במידה ניכרת (כ-5.4 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים), נרשמה יציבות במדד עלות העבודה ליחידת תוצר, וזאת משום שבמקביל עלה גם פריון העבודה. מכאן שלא ניכרים, לעת עתה, לחצים אינפלציוניים משוק העבודה.
- התקופה הנסקרת התאפיינה ביציבות של השווקים הפיננסיים המקומיים יחסית למרבית השווקים בעולם. זאת על אף התגברות אי-הוודאות הגיאו-פוליטית במהלך החודשיים הראשונים של השנה ולמרות ירידות השערים שנרשמו בשוק המניות המקומי, על רקע ירידות חדות בשערי המניות והחלשות משמעותית של מטבעות במשקים המתעוררים לקראת תום המחצית. את היציבות בשווקים ניתן לייחס, בין היתר, לאמון הרב של הציבור במדיניות הפיסקלית והמוניטרית.
- לפי כל ההערכות הנגזרות משוק ההון, הערכות החזאים הפרטיים, סקר החברות והמודלים האקונומטריים של בנק ישראל, האינפלציה במהלך שנת 2006 ובמהלך 12 החודשים הבאים צפויה להימצא בתחום יעד יציבות מחירים (1-3 אחוזים); זאת תוך ציפייה להעלאות ריבית מתונות יחסית במהלך השנה הבאה ויציבות יחסית של שער החליפין.
- עם תום המחצית הנסקרת פרץ משבר ביטחוני בגזרת רצועת עזה, ובהמשך גם בגבול הצפון. השפעת האירועים הביטחוניים על הפעילות הריאלית, על שער החליפין, וכפועל יוצא מכך על האינפלציה, תלויה במידה רבה באורכו של העימות הנוכחי ובתוצאותיו. כבר בשלב זה ניתן לקבוע כי לאירועים תהיה השפעה שלילית על הפעילות הריאלית, הן מצד הביקושים והן בשל הפגיעה בהיצע. ואולם, למרות העלייה בסיכון המשק, התגובה בשווקים הפיננסיים, ובכללם שוק מטבע החוץ על האירועים הייתה עד לכתובת שורות אלו מתונה. עם זאת צפוי כי כתוצאה מהאירועים תעלה האינפלציה, לפחות בטווח הקצר.

I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית

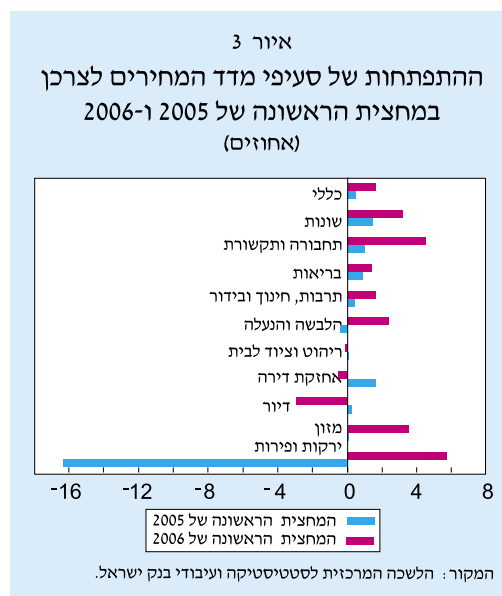
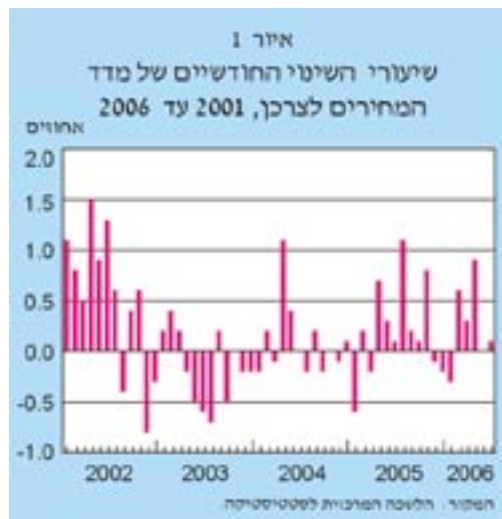
א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים

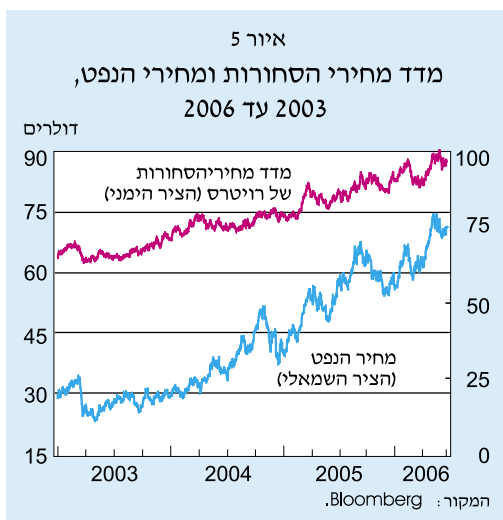
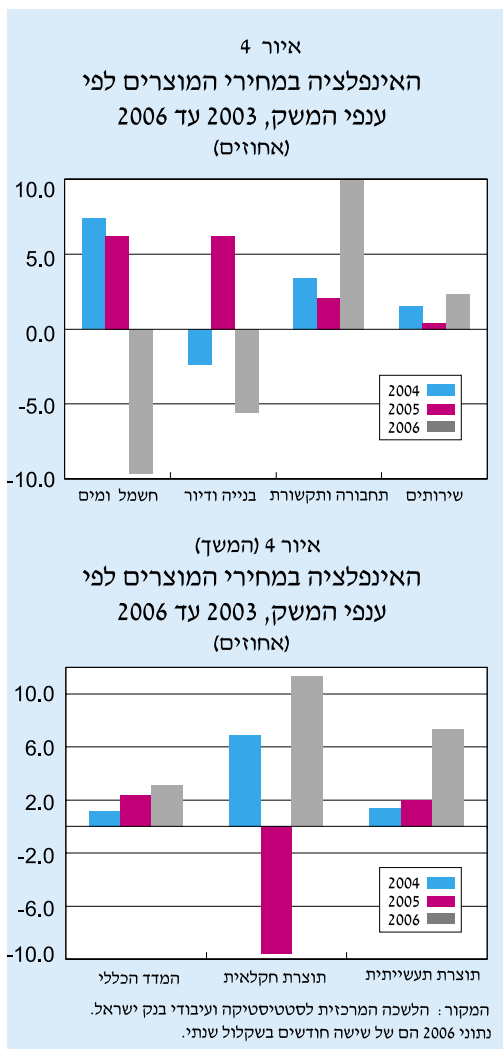
מדד המחירים לצרכן (איור 1) עלה במחצית הראשונה של 2006 (להלן התקופה הנסקרת) בשיעור מצטבר של 1.6 אחוזים - שיעור נמוך יחסית למחצית הקודמת גם בהסתכלות על המדד המנוכה מעונתיות. בכך הסתכמה עליית המחירים במשך במהלך 12 החודשים האחרונים ב-3.5 אחוזים, מעל לגבול העליון של יעד האינפלציה (איור 2). גם מדדי הליבה, המחירים המנוכים מסעיפים תנודתיים (לוח נ-1), כגון המדד ללא פירות, ירקות, הנעלה והלבשה, אנרגיה ודיור - עלו בשיעורים קרובים לגבול העליון של היעד או מעליו.¹

בהתפתחות רכיבי המדד במחצית הראשונה של השנה (איור 3) בלטה במיוחד עליית מחירים בסעיפים תחבורה ותקשורת (תרומה של 0.9 אחוז לעליית המדד), המשקפת במידה רבה את התייקרות הדלקים בעולם,² וכן עליות בסעיף המזון (תרומה של חצי אחוז) ובסעיף הפירות והירקות (שתרם לעלייה במדד כ-0.4 אחוז). בניגוד לסעיפים אלה מדד הדיור, שהושפע משינויים בשער החליפין בין שני רבעי המחצית הראשונה, ומדד ההלבשה והנעלה, שמגמת ירידתו נמשכת זו השנה השמינית ברציפות,³ תרמו לשינוי המדד הכללי תרומה שלילית של -0.6 ו-0.24 אחוז, בהתאמה. ההאצה של קצב עליית המחירים בתקופה הנסקרת באה לידי ביטוי בהמשך עלייתם של מחירי המוצרים בכל ענפי המשק פרט לענף החשמל והמים (איור 4) וכן בהמשך עלייתו של מדד המחירים הסיטוניים (כ-2 אחוזים מתחילת השנה).

בין הכוחות הכלכליים העיקריים שפעלו לעליית המחירים בתקופה הנסקרת נמנות האצת הצמיחה של המשק, המונעת על ידי התרחבות הביקושים המקומיים, והתייקרותם המשמעותית של המוצרים המיובאים, במיוחד מוצרי הדלק והאנרגיה, שמחיריהם שבו ועלו לאחר התמתנות יחסית בסוף השנה הקודמת (איור 5). בניגוד לגורמים אלה, המאופיינים בהשפעתם האחידה על תהליך האינפלציה בתקופה הנסקרת כולה, שער החליפין השפיע על התפתחות המחירים בכיוונים מנוגדים (איור 6): בחודשים הראשונים של השנה פחת השקל ביחס לדולר בשיעור של 2.5 אחוזים, התפתחות שתרמה לעלייה במדד המוצרים הסחירים ומדד הדיור בתקופה זו; החל מחודש אפריל, בהשפעתם של גורמים מקומיים וגם על רקע היחלשותו של הדולר בעולם, התחזק השקל מול דולר ב-5.5 אחוזים והיה אחד הגורמים שמיתנו את האינפלציה בחודשים האחרונים של המחצית הראשונה.⁴

¹ דיון מורחב בנושא המדדים לאינפלציה הבסיסית (הליבה) ושימושיהם, ראו בדוח האינפלציה למחצית הראשונה של 2005, תיבה 1.
² התייקרות הדלק מתייחסת לסעיף התחבורה בלבד.
³ מגמת הירידה בסעיף זה נובעת מירידת מחירי היבוא של מוצרים אלו בהשפעת תהליך הגלובליזציה.
⁴ הייסוף של שער החליפין בחודשים האחרונים של המחצית הראשונה, צפוי לפעול להתמתנות המחירים גם בחודשים הקרובים.





למיתון קצב עליית המחירים בתקופה הנסקרת תרם גם המשך הריסון התקציבי. בחודשים ינואר-מאי, על רקע דחיית אישור התקציב בשל הבחירות, נרשם תת-ביצוע בהוצאות הממשלה, שיחד עם הקצב המוגבר של גביית המסים הביא לעודף משמעותי בתקציב הממשלה, שהסתכם ב-10.4 מיליארדי שקלים (ללא אשראי נטו). לריסון התקציבי הייתה השפעה מצמצמת על רמת המחירים - באופן ישיר דרך הקטנת הצריכה הציבורית, ובעקיפין דרך צמצום גיוסי ההון והחוב הציבורי, שתרם ליציבות בשווקים הפיננסיים, במתנו את עליות התשואות.

המדיניות המוניטרית שניהל בנק ישראל במחצית הראשונה של השנה פעלה על רקע ההתפתחויות שצינו לעיל, ונועדה לבלום את הלחצים האינפלציוניים. מדיניות זו התבטאה בעלייה מצטברת של 0.75 נקודת אחוז בריבית, המשך להעלאות בשיעור דומה בסוף השנה הקודמת. תוואי זה של המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת תרם ליציבות בשווקים הפיננסיים ולמניעת הצטברות לחצים אינפלציוניים מצד שער החליפין.

ההאצה בקצב האינפלציה מחייבת התייחסות לחריגה מיעד יציבות המחירים. במרבית התקופה הנסקרת הייתה האינפלציה של שנים עשר החודשים האחרונים מעל 3 אחוזים⁵ (הגבול העליון של יעד האינפלציה). נראה שהסיבות העיקריות לחריגה מהגבול העליון של יעד האינפלציה הן הפיחות בשער החליפין, שהחל ברביע האחרון של השנה הקודמת ונמשך עד חודש פברואר השנה, ועלייה חדה של מחירי הסחורות המיובאות, בייחוד האנרגיה. נשאלת השאלה אם סטיית האינפלציה מיעדה מלמדת שעוצמת הריסון המוניטרי לא הייתה מספקת. המדיניות המוניטרית הגמישה שנוקט בנק ישראל, במסגרת משטר של יעד אינפלציה רציף⁶, מאפשרת לאינפלציה לסטות מיעדה לפרק זמן סביר, וזאת כדי לא לפגוע בפעילות הריאלית במשק. נוסף על כך נמנע בנק ישראל משינויים חדים בריבית, כדי לא לגרום לזעזועים בשווקים הפיננסיים⁷. אכן, הסבירות הגבוהה שהאינפלציה של שנים עשר החודשים האחרונים תחזור לגבולות היעד החל מחודש יולי, תומכת בהערכה שתוואי העלאת הריבית בתקופה הנסקרת תאם תפיסה זו של יעד האינפלציה.

ב. המדיניות המוניטרית

בשלושה מתוך ארבעת החודשים ינואר עד אפריל העלה בנק ישראל את הריבית על מקורותיו, כל פעם ב-0.25 נקודת אחוז, וזאת בהמשך

⁵ העלייה של שיעור האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים הושפעה במידה רבה מעלייה חדה של המדד ביולי 2005.

⁶ להרחבה בנושא של יעד אינפלציה גמיש ראו: L. Svensson, "Flexible Inflation Targeting: Principles and Possible Improvements", Bank of Norway, 2004.

⁷ להרחבה בנושא החלקת הריבית, ראו: M. Woodford, "Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy", Princeton University Press, 2003.

להעלאות הריבית במחצית השנייה של 2005. הרקע לצעדי מדיניות אלה היה התגברות הלחצים האינפלציוניים (שתואר בפירוט בסעיף הבא), אשר התבטאה בחריגת האינפלציה בפועל מטווח היעד ברוב התקופה וציפייה להתרחבות החריגה (ללא העלאות הריבית הנוספות). לעומת זאת בחודשים האחרונים של המחצית, לנוכח ייסוף השקל מול הדולר, שפעל למיתון לחצים לעליית המחירים במשק, הפסיק בנק ישראל את העלאות הריבית. מדיניות הריבית שנקטה במחצית הנסקרת עלתה לרוב בקנה אחד עם הציפיות לשינויים בריבית, ציפיות שהתבטאו בעקומי התשואות ובהערכות החזאים.

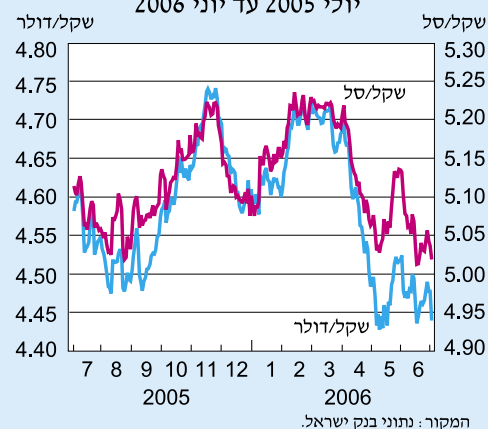
המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של 2006 פעלה על רקע יציבות יחסית של השווקים הפיננסיים המקומיים. יציבות זו התבטאה, בין היתר, בציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה, שנעו במהלך התקופה הנסקרת כולה סמוך לאמצע תחום היעד (איור 7), ביציבות התשואות בשוק ההון, על רקע הדבקות של הממשלה באסטרטגיה ארוכת טווח לניהול אחראי של התקציב. המדיניות המוניטרית פעלה בתקופה זו גם על רקע מגמת העלאות הריבית בעולם, ובפרט בארה"ב.⁸ בהעלאת ריבית חו"ל גלומים כוחות פוטנציאליים להיווצרות לחצים לפיחות השקל מול מטבעות זרים, ואלה עלולים להתבטא בעליית מחירים הן בטווח קצר והן בטווח ארוך.

היציבות בשווקים הפיננסיים בלטה על רקע התגברות אי-הוודאות הגיאו-פוליטית במהלך הרביע הראשון של השנה. אי-הוודאות נבעה בעיקר מאשפוזו של ראש הממשלה ומהקדמת הבחירות לכנסת, וחששות כי הממשלה החדשה תשנה את המדיניות הכלכלית, וכן מתוצאות הבחירות ברשות הפלסטינית והשלכותיהן האפשריות על המצב הביטחוני, ומהמתיחות סביב תוכנית הגרעין האירנית. היציבות היחסית בשווקים המקומיים נמשכה גם על רקע ירידות השערים החדות שהתחוללו בשוקי המשקים המתעוררים החל מחודש מאי, אשר בעקבותיהם פוחתו במידה משמעותית מטבעותיהם של מדינות אלו מול הדולר ומול היורו.

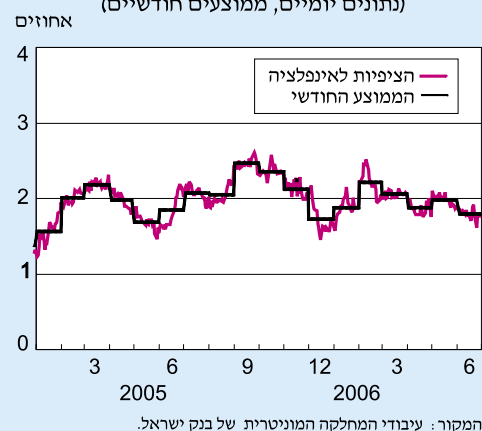
ההתפתחות בשוק המניות בארץ במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה: עד אפריל עלו מדדי המניות בשיעורים דומים לאלה שנרשמו בארה"ב, אך נמוכים מן העליות במשקים המתעוררים - ואילו בחודשים האחרונים של המחצית, על רקע ההתרחשויות במשקים המתעוררים,⁹ ירדו המדדים בשוק המקומי, אמנם בשיעורים מתונים יותר מאשר ברוב המשקים המתעוררים, והתנודתיות בשינויים היומיים של המדדים הייתה נמוכה יותר.

היציבות בשווקים שיקפה אמון גבוה במדיניות הפיסקלית והמוניטרית, והתבטאה באינדיקטורים מרכזיים המשמשים להערכה של סביבת

איור 6
שער החליפין של השקל מול הדולר
ומול סל המטבעות,
יוני 2005 עד יוני 2006

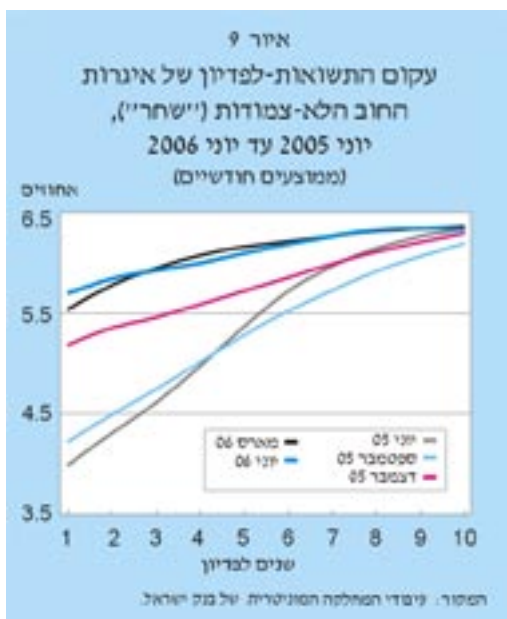
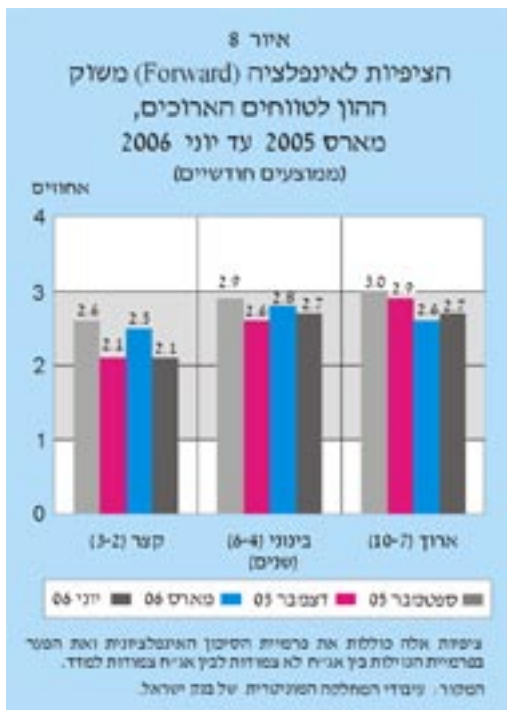


איור 7
התפתחות הציפיות לאינפלציה
משוק ההון לטווח של שנה,
ינואר 2005 עד יוני 2006
(נתונים יומיים, ממוצעים חודשיים)



⁸ לסקירת הקשר בין המדיניות המוניטרית בישראל ובארה"ב ראו תיבה 3 בדוח האינפלציה למחצית השנייה של 2005.

⁹ הרקע להתרחשויות במשקים המתעוררים מתואר בהמשך הדוח, בחלק המוקדש להתפתחויות בשער החליפין.



האינפלציה: הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה נמצאו במשך התקופה הנסקרת כולה סמוך למרכז תחום היעד (2 אחוזים), תוך ציפייה להעלאת הריבית במהלך השנה הקרובה, שהלכה והתמתנה בד בבד עם ההעלאות של ריבית בנק ישראל. גם הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר (מעל שנתיים) היו יציבות מאוד (איור 8), ובמהלך התקופה הנסקרת כולה נמצאו בתוך גבולות היעד (1-3 אחוזים). היציבות באה לידי ביטוי גם בהתפתחות התשואות הנומינליות והריאליות בשוק ההון; זאת על רקע מדיניות פיסקלית שבפועל הייתה מרסנת ודקה במחויבות להמשיך בקו אחראי ולהימנע מפריצה של מסגרת התקציב, למרות התביעות הקואליציוניות על רקע תוצאות הבחירות.

יציבות יחסית נרשמה גם ברמת הסיכון של שער החליפין¹⁰ בעיני הציבור, במיוחד בחודשים הראשונים של המחצית (למעט חודש ינואר, שבו גברה אי-הוודאות, בעקבות אירועים מקומיים). במהלך החודשים האחרונים של המחצית גברה אי-הוודאות, על רקע ההתרחשויות במשקים המתעוררים, אמנם במידה מתונה יותר מאשר באותם משקים.

במהלך הרביע הראשון של השנה הוסיפו להתקיים הכוחות שפעלו להיווצרות לחצים אינפלציוניים, שמרביתם החלו עוד בסוף שנת 2005, וחלק מהם אף התחזקו - בעיקר צמצום פער התוצר לנוכח התרחבות הביקושים, שמקורה היה בעיקר הצריכה הפרטית, עלייה של מחירי הסחורות המיובאות והאנרגיה, והפיחות הנומינלי של השקל מול הדולר. כתוצאה מכך התגברה העלייה של שיעור האינפלציה בפועל: מתחילת השנה עלו המחירים ב-1.6 אחוזים - סמוך לתוואי המתיישב עם יעד האינפלציה של 3 אחוזים בשנה, בהתחשב בגורמים עונתיים¹¹. נוסף על כך נמשכה מגמת העלייה בקצב האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים, שהחלה באמצע שנת 2005: בחודשים הראשונים של השנה הוא התקרב לגבול העליון של היעד (3 אחוזים), ובמהלך שאר המחצית אף חרג ממנו. בתום המחצית הראשונה עמד קצב עליית המחירים ב-12 החודשים האחרונים על 3.5 אחוזים.

במהלך ארבעת החודשים הראשונים של השנה עלו התשואות הנומינליות והריאליות לכל הטווחים בשוק ההון המקומי (איורים 9 ו-10) - בעיקר כתוצאה מעליות משמעותיות של התשואות בארה"ב; אולם עליות התשואות בארץ היו מתונות יותר מאשר בארה"ב, וזאת מפני צורכי גיוס נמוכים של הממשלה, תוצאת עודף משמעותי בתקציב. עודף זה נבע, מצד אחד, מעלייה בגביית המסים, פועל יוצא של הצמיחה המהירה במשק, ומהצד האחר, מהמשך הריסון בהוצאות הממשלה בשל העדר תקציב

¹⁰ רמת אי-הוודאות של שער החליפין נמדדת על פי סטיות התקן הגלומות באופציות שקל-דולר.

¹¹ במהלך כל ארבעת החודשים הראשונים של השנה חרגה רמת המחירים מתוואי המחירים העונתי המתיישב עם הגבול העליון של יעד האינפלציה (3 אחוזים).

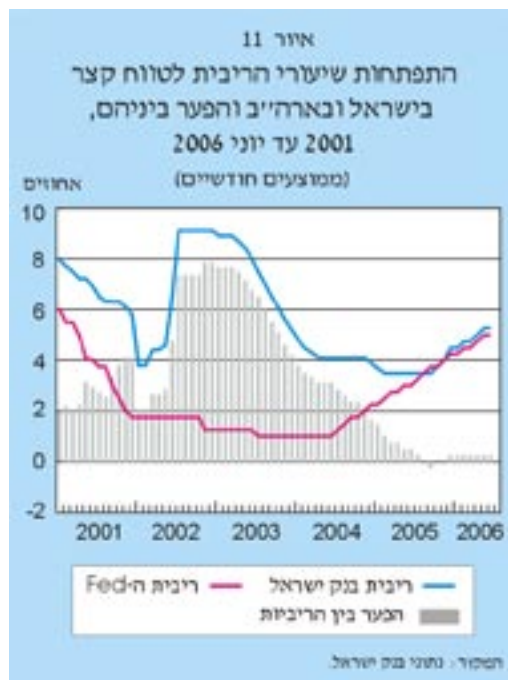
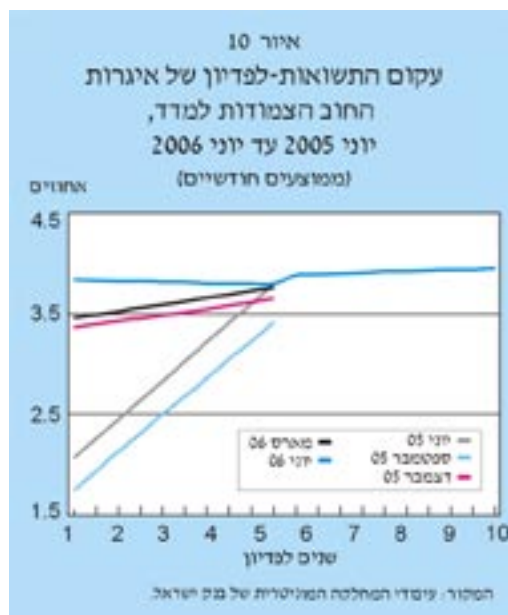
מאושר לשנת 2006¹². בתקופה הנסקרת פעלו כוחות נוספים למיתון התשואות בארץ - הקטנת צורכי הגיוס של הפירמות, מפני מימון פנימי, בזכות רווחיות גבוהה, וצפי לביקוש לאג"ח, עקב הכנסתם המתוכננת של עושי שוק לשוק האג"ח הממשלתיים.

על רקע מספר כוחות מקומיים וחיצוניים שפעלו לעליית האינפלציה, העלה בנק ישראל את הריבית המוניתית במהלך ארבעת החודשים הראשונים של השנה בשיעור מצטבר של 0.75 נקודת אחוז, המשך להעלאות בשיעור מצטבר של נקודת אחוז בחודשים האחרונים של 2005. ריבית בנק ישראל הגיעה בסוף חודש אפריל לשיעור של 5.25 אחוזים.

לקראת סוף הרביע הראשון ותחילת הרביע השני חל שינוי בהתפתחות חלק מהאינדיקטורים: השקל יוסף מול הדולר בשיעור של כ-5 אחוזים, אף על פי שפער הריביות בין ישראל לארה"ב היה בתקופה זו נמוך ויצב (איור 11). מגמת הייסוף של השקל מול הדולר נמשכה גם בחודשיים האחרונים של המחצית, אף שמרבית המטבעות של המדינות המתפתחות נחלשו מול הדולר, על רקע המשבר שפרץ שם בתחילת חודש מאי.

ייסוף השקל מול הדולר במהלך הרביע השני מחק למעשה את העלייה של שער החליפין במהלך המחצית השנייה של שנת 2005 ובתחילת 2006, אולם הדבר עדיין לא בא לידי ביטוי מלא במחירים. מניית התנועות בשוק עולה שהייסוף נבע בעיקר מהפעילות של תושבי חוץ, אשר הגדילו את השקעותיהם בשוק המקומי באמצעות מכשירים קצרי טווח וארוכי טווח¹³. הגורמים להשקעות אלו היו מקומיים, ובראשם סיום הרכבת הממשלה והמשך היציבות בשווקים הפיננסיים. הייסוף של השקל מול הדולר טמן בחובו כוחות מרסנים משמעותיים להתפתחות האינפלציה בטווח הקצר, כוחות שעשויים להתבטא בעיקר במדדים שהתמסורת אליהם היא מיידית (למשל מדד הדיור), אך גם בטווח ארוך יותר, שכן התמסורת משער החליפין לחלק מרכיבי המדד היא הדרגתית, בגלל קשיחויות נומינליות.

במקביל להתפתחויות אלה נבלמה בחודשים מאי ויוני מגמת העלייה של התשואות הנומינליות והריאליות, הן אף ירדו בעיקר בטווחים הארוכים. יתירה מכך, כל האינדיקטורים המשמשים את המדיניות המוניתית להערכת סביבת האינפלציה הראו תמונה חד-משמעית ואחידה¹⁴: הציפיות לאינפלציה משוק ההון, הערכות החזאים (איור 12), סקר החברות והמודלים האקונומטריים שפותחו בבנק הראו כי האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים ובמהלך שנת 2006 צפויה להיות בתחום היעד, תוך ציפיות להמשך העלאת הריבית בשנה הקרובה, אולם במידה פחותה מאשר הייתה צפויה קודם לכן. ציפיות להתמתנות ההעלאות הצפויות של ריבית בנק ישראל השתקפו גם בתשואות המק"ם (איור 13):



¹² התקציב לשנת 2006 אושר בקריאה השנייה והשלישית רק בחודש יוני.

¹³ פרטים ראו בהמשך, בסעיפים על ההתפתחויות בשער החליפין.

¹⁴ האינדיקטורים להערכה של סביבת האינפלציה יפורטו בהמשך הדיון.

אלו עלו בטווחים הקצרים יותר מאשר בטווחים הארוכים, כך ששיפועו של העקום התמתן.

במהלך הרביע השני המשיכו להתקיים חלק מהכוחות שפעלו להיווצרות לחצים אינפלציוניים. אולם ייסוף השקל מול הדולר, הערכות בדבר יציבותו ואף אפשרות להמשך התחזקות בעתיד פעלו לריסון האינפלציה העתידית. כוחות אלה, יחד עם הערכות בדבר סביבת אינפלציה נמוכה בעתיד, שנגזרו מהאינדיקטורים השונים, הביאו לעצירת ההעלאות של ריבית בנק ישראל במהלך החודשים האחרונים של המחצית הנסקרת (איור 14).

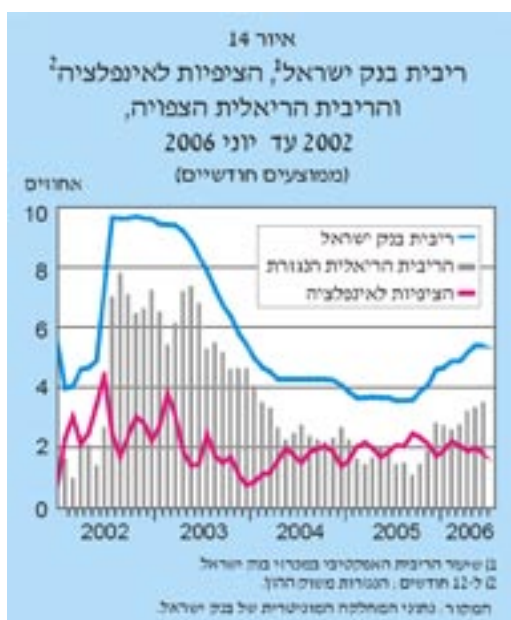
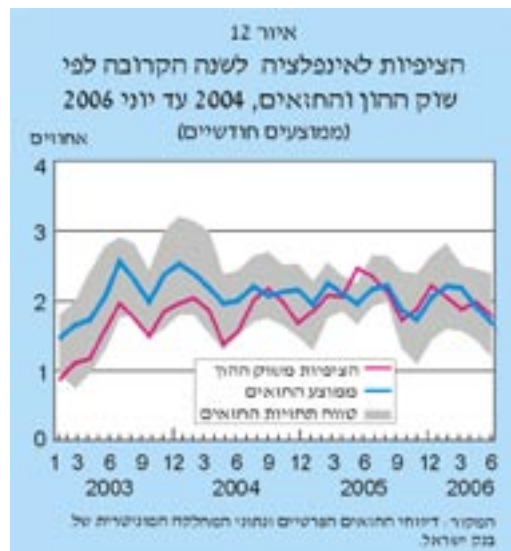
II. הסביבה הכלכלית והפיננסית

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחות הפעילות הריאלית במשק ואחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוק ההון, הכספים והמט"ח, וכן משתמש במודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה, הבוחנים את התפתחות המחירים לפי תרחישים שונים לגבי המדיניות המוניטרית וההתפתחויות הכלכליות. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות והאינדיקטורים מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את רמת הריבית המתאימה, להערכתו, להשגת יעד יציבות המחירים לתקופה הקרובה תוך שמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים. להלן יפורטו ההתפתחויות בפעילות הריאלית, בשער החליפין ובתנועות ההון, וכן באינדיקטורים המוניטריים ובכלכלה העולמית.

א. הפעילות הריאלית

במחצית הראשונה של השנה נמשכה ואף הואצה מגמת העלייה בפעילות הכלכלית של המשק. האצה זו באה לידי ביטוי בהתרחבותם המהירה של התוצר המקומי הגולמי והתוצר העסקי; אלה צמחו ברביע הראשון של השנה ב-6 ו ב-7.7 אחוזים, בהתאמה, במונחים שנתיים (איור 15). הפעילות הכלכלית בתקופה הנסקרת נתמכה על ידי המשך הצמיחה של הסחר העולמי (איור 16) והרגיעה היחסית במצב הביטחוני, וגם המדיניות הפיסקלית, המתבטאת בהצטמצמות הוצאות הממשלה, תוך המשך הפחתת המסים, תרמה להמשך הצמיחה במשק¹⁵. לעומת זאת התחדשות עליית המחירים של מוצרי האנרגיה והדלקים בעולם (ב-37 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים), שפעלה להרעת תנאי הסחר, קיזזה במידה מסוימת מקצב הצמיחה. אשר לרכיבים השונים של התוצר העסקי - מפילוח

¹⁵ צמצום ההוצאות אמנם ממתן את התרחבותם של הביקושים בטווח הקצר, אולם בטווח הארוך ירידה של הוצאות הממשלה בתוצר עשויה להוביל להתרחבת הפעילות המשקית, דרך הפחתת מגבלת המימון של המגזר-העסקי, המאפשרת לו להגדיל את השקעותיו.



ענפי של הצמיחה עולה התרחבות מהירה של תוצר הענפים הפיננסיים והשירותים העסקיים (כ-28 אחוזים לשנה), החשמל והמים (27 אחוזים) וענף התעשייה (22 אחוזים לשנה), והמדד המוביל, הנגזר מנתוני סקר החברות של בנק ישראל¹⁶, מצביע על המשך עלייתה של הפעילות במגזר העסקי גם ברביע השלישי של השנה – התפתחות שצפויה להקיף את כל ענפי המשק, כולל ענף הבנייה¹⁷.

גידולו של התוצר בתקופה הנסקרת שיקף את התרחבותם של השימושים המקומיים, ובמיוחד את התרחבות הצריכה הפרטית, ההשקעות בנכסים קבועים וכן הגידול ביצוא. עלייתם המואצת של הביקושים בשנה האחרונה הביאה להצטמצמות עודף כושר הייצור של המשק והעמידה בספק את יכולתו של צד ההיצע להיענות לאותם ביקושים – דבר שהגדיל את הלחצים האינפלציוניים דרך עדכון המחירים מצד הפירמות (markup). יציאתו מהירה של המשק מהמתון והתבססות תהליך הצמיחה אפשרו עדכון כלפי מעלה של המחירים על אף העדר לחצים ישירים מצד עלויות הייצור בשוק העבודה, כפי שמשקף בירידה קלה של מדד עלות העבודה ליחידת תוצר (איור 21). קצב עליית המחירים גבוה בענפים השונים, ועלייתו של מדד מחירי התוצר בכ-3 אחוזים בשנה אחרונה (איור 17) מאותתת על התקרבותו של התוצר לרמתו הפוטנציאלית.

מנגנון התמסורת מהתפתחותה של הפעילות העסקית לשינוי בשיעור האינפלציה במחירי התוצר פועל בשלושה ערוצים עיקריים – הביקושים, העלויות בשוק העבודה (רמת השכר) והעלויות של חומרי גלם המשמשים בתהליך הייצור. בכך האינפלציה במחירי התוצר, יחד עם שינויים במחירי הסחורות המיובאות, מחלחלת לאינפלציה במדד המחירים לצרכן.

בהסתמך על ניתוח עוצמת ההשפעה של ערוצים אלה על רמת המחירים במשק בתקופה הנסקרת ניתן לטעון שהביקושים המתרחבים אכן השליכו על קצב האינפלציה, כפי שצוין לעיל. עם זאת, ספק אם יש בתרומתם כדי להסביר את העלייה החדה של רמת המחירים בחודשים הראשונים של השנה¹⁸. על סמך מודל שנאמד למשק הישראלי, בדומה למשקים קטנים ופתוחים אחרים, עוצמת התמסורת מפער התוצר אל המחירים נמוכה מעוצמת התמסורת משער החליפין וממחירי היבוא¹⁹. בהשערה זו תומך גם תוואי ההתפתחות של מדד המחירים במהלך התקופה הנסקרת:

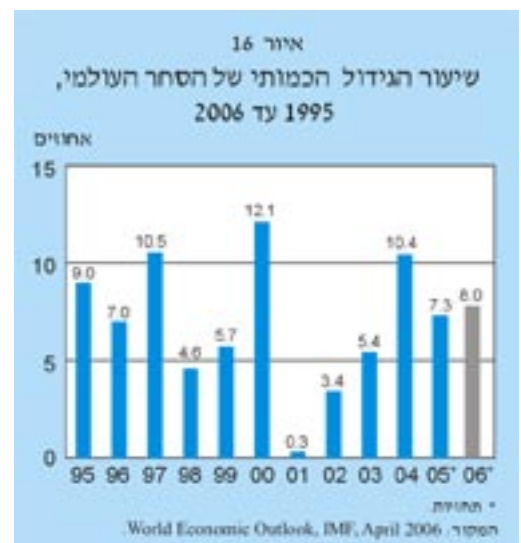
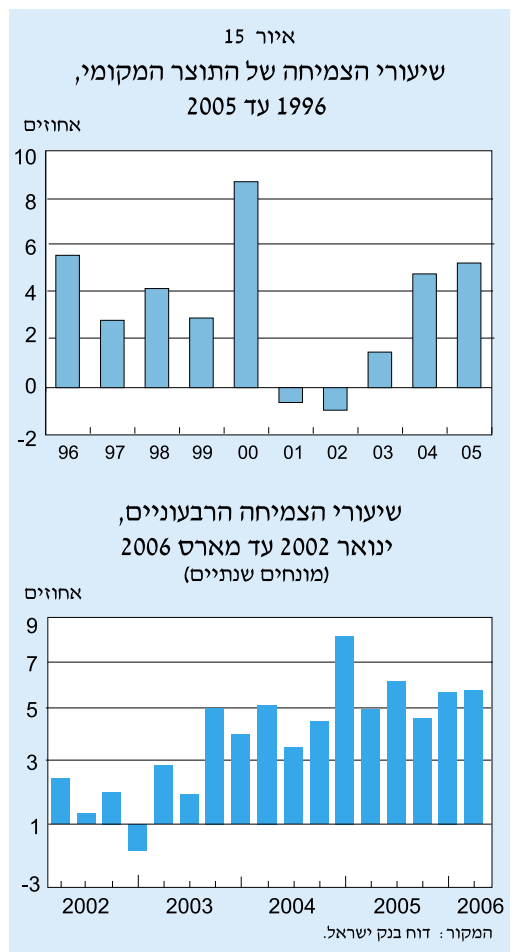
¹⁶ חשוב להדגיש שהצפיפות מסקר החברות מתבססת על תשובות שניתנו טרם פרוץ העימות בצפון.

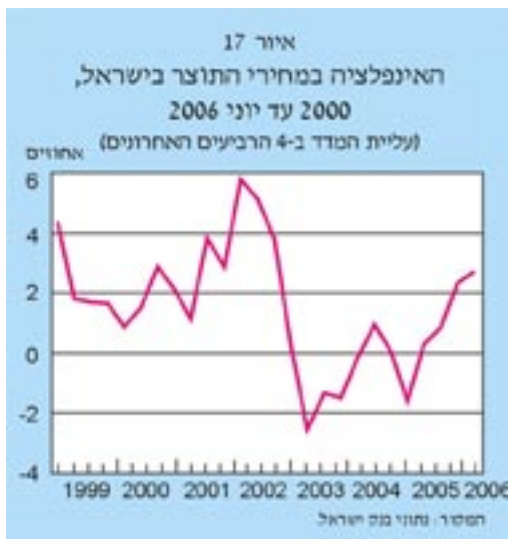
¹⁷ גם אינדיקטורים נוספים, כגון מדד הייצור התעשייתי, ומדדי המכירות והפדיון בענפי המסחר והשירותים, המהווים יותר ממחציתו של התוצר העסקי, מצביעים על התבססותו של תהליך הצמיחה במשק.

¹⁸ לפי מודלים שונים שפותחו בבנק ישראל, צמצום פער התוצר ב-4 אחוזים תורם כמחצית אחוז לעליית המחירים.

¹⁹ ראו J. Djivre and S. Ribon (2003). *Monetary Policy, the Output Gap and Inflation: A Closer Look at the Monetary Policy Transmission Mechanism in Israel, 1989-1999*, Bank of Israel, Research Department.

Ball (1999). Policy Rules for Open Economies in: Taylor I. (ed). *Monetary Policy Rules*, The University of Chicago Press.





השפעתם האחידה והרצופה של הביקושים לא האיצה את השינוי במדד המחירים ברביע השני, ועלייתו החדה של המדד נרשמה דווקא בחודשים פברואר ומארכ, על רקע הפיחות בשער החליפין והתייקרות מוצרי היבוא. לסעיף האינפלציה המיובאת, נוסף לשינויים בשער החליפין, היה אפוא תפקיד מרכזי בהתפתחות המחירים בתקופה הנסקרת.

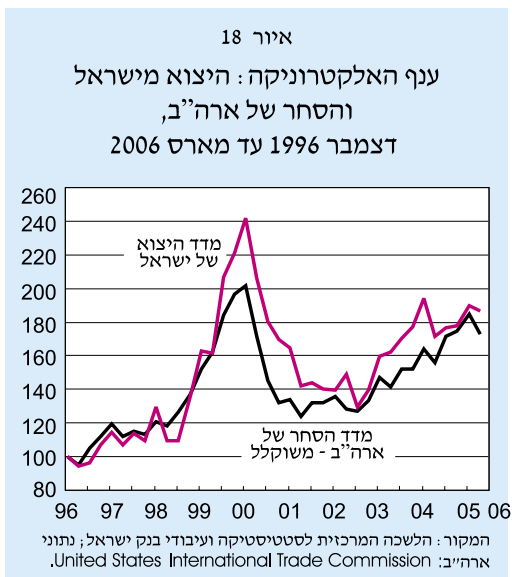
להלן סקירה של הגורמים העיקריים שדרכם פעל מנגנון התמסורת מהפעילות הריאלית לרמת המחירים בתקופה הנסקרת.

הצמיחה המהירה במחצית הראשונה של השנה שיקפה במידה רבה גידול מואץ של הצריכה הפרטית (כ-8 אחוזים ללא בני קיימא) והמשך גידולו של רכיב היצוא ב-2.6 אחוזים (ללא יהלומים, מטוסים ואניות). את התפתחות הצריכה הפרטית ניתן לייחס לירידה של שיעור האבטלה בשנים האחרונות, לשיפור בהכנסתם הפנויה של הפרטים ולגידול עושרם שנבע, בין היתר, מצמיחת השווקים הפיננסיים²⁰, שאיתנותם לנוכח אי-הוודאות הגיאופוליטית הייתה מרשימה. עלייה ניכרת בצריכה של מוצרים בני קיימא (16 אחוזים), נוסף על התרחבותה של הצריכה השוטפת, העידה גם היא על התבססותו של תהליך הצמיחה במשק ועל אמון הציבור בתהליך זה²¹.

היצוא התרחב בתקופה הנסקרת, אחרי האטה מסוימת במחצית השנייה של 2005. התרחבות זו עיקרה ביצוא השירותים, תהליך שהתבסס על גידול מתמשך בסעיף יצוא שירותי התיירות (עלייה כ-10 אחוזים לעומת הרביע האחרון של 2005). העלייה הכללית ביצוא שיקפה המשך מגמת התרחבות של היצוא בכל רמות הטכנולוגיה, וזאת על אף האטה בסחר של ארה"ב (איור 18) - המתואם זה מכבר עם היצוא של ישראל בתחומים המתקדמים.

נתוני ההשקעה במשק הצביעו על גידולה של ההשקעה בנכסים קבועים, המבטא את העלייה החדה של ההשקעה בציוד ומכונות²², ובכך אותתו על אפשרות התקרבותו של המשק לגבול הניצולת המלאה. מהסתכלות על הרכב ההשקעה עולה כי ההשקעה בענפי המשק עלתה בתקופה הנסקרת בשיעור חד לעומת המשך ירידה של ההשקעות בדויר (-0.6 אחוז); זאת על רקע סימנים להתייצבות בענף הבנייה ושיפור קל בביקושים לדויר בחודשים הראשונים של השנה²³.

יבוא הסחורות (ללא יבוא ביטחוני, יהלומים ואניות) עלה בתקופה הנסקרת בשיעור ניכר של 8.6 אחוזים במונחים שנתיים. במחצית הראשונה של



²⁰ ראו להלן הדיון על שוויו של תיק נכסי הציבור.

²¹ מסקר אמון הצרכנים, שיש לו יכולת ניבוי חלקית, ניתן לגזור אופטימיות לגבי המשך תהליך זה ברביעים הבאים של השנה.

²² הכוונה לרכיבים מיובאים, במקביל לירידת-השקעה בציוד מקומי.

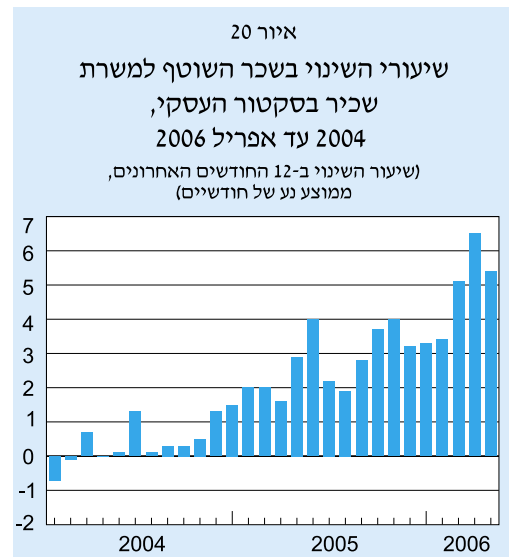
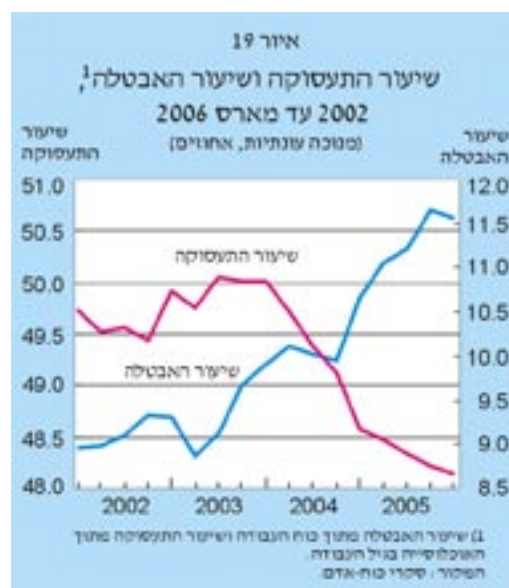
²³ לסעיף הדויר חשיבות רבה בהתפתחות המחירים במשק, בהיותו בעל משקל גבוה בסל הצריכה של הציבור (כ-20 אחוזים). לכן השיפור הצפוי במצבו של ענף הבנייה בעתיד עלול לפעול לעליית המחירים בפרספקטיבה ארוכת טווח, אף כי בטווח הקצר ההשפעה של שער החליפין על סעיף שירותי הדויר תהיה דומיננטית יותר.

השנה גדל היבוא של מוצרי צריכה, ונמשכה מגמה עלייה ביבוא התשומות לייצור, שהחלה עוד ברביע השלישי של 2005. ההתמתנות ברכיב היבוא נבעה מהפיחות הריאלי שהיה בשנים האחרונות, והיא נתמכת על ידי שינוי מבני הדרגתי במשק הישראלי - גידול חלקו של מגזר השירותים, שאינו עתיר יבוא, בתוצר העסקי והסטט ביקושים לעברו. עם זאת, על רקע גידול מתון יחסית של היקף הסחורות המיובאות, בלטה במיוחד עלייה חדה של מחירי היבוא (כ-8 אחוזים במונחים שנתיים) לפי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של השנה²⁴. מקורה של עלייה זו הן בהתייכרותם של מוצרי האנרגיה בעולם, וחזרתם לתוואי שאפיין אותם מתחילת שנת 2005, והן בהתייכרות מוצרי הצריכה. התפתחות מחירי היבוא תרמה אפוא הן באופן ישיר (דרך התייכרות מוצרי הצריכה) והן באופן עקיף (דרך התייכרות חומרי הגלם) לעלייה החדה של מדד המחירים ברביע הראשון של השנה.

(1) שוק העבודה

תהליך הצמיחה במשק חלחל גם לשוק העבודה, והתבטא בירידה של שיעור האבטלה מ-11 אחוזים ב-2003 ל-8.7 אחוזים ברביע הראשון של 2006 (איור 19). אולם מסקר כוח האדם עולה כי הירידה הקלה של שיעור האבטלה ברביע הראשון של השנה, ב-0.1 אחוז, מקורה בירידה של שיעור ההשתתפות, ואלמלא כן הייתה האבטלה גבוהה יותר. אף שנתוני סקר כוח האדם לרביע הראשון של השנה מצביעים על התייצבות בשוק העבודה, הביקוש לעובדים במגזר העסקי המשיך להתרחב (עלייה של 1.4 אחוזים במספר המועסקים), לעומת ירידת התעסוקה בשירותים הציבוריים (1.3- אחוזים). תהליך זה התבטא גם בעלייתו של השכר הנומינלי הממוצע במגזר העסקי בשיעור של 5.4 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים (איור 20), בעוד שבמגזר הציבורי עלה השכר רק ב-1.5 אחוזים. נדגיש ששוק העבודה המקומי מאופיין בפילוג גבוה, המשתקף בהתפתחות לא אחידה של שיעור האבטלה והשכר בענפי המשק השונים ובפילוח של השוק לפי רמות ההשכלה. ניתוח פרמטרים אלה (בדוח בנק ישראל לשנת 2005) מצביע על שוני בהתפתחותו של שיעור האבטלה בין העובדים המשכילים ללא משכילים: בקרב העובדים המשכילים (מעל 16 שנות לימוד) שיעור האבטלה נמוך מ-5 אחוזים, ואילו בקרב העובדים מעוטי השכלה (עד 12 שנות לימוד) שיעור קרוב ל-13 אחוזים. ההתפתחות הלא-אחידה של השכר הממוצע למשרת שכיר תאמה את התוואי של שיעור האבטלה ההטרוגני: עלייה גבוהה של השכר אפיינה רק מספר ענפים כענף הבנקאות, הביטוח והמוסדות הפיננסיים (11.3 אחוזים), החשמל והמים (14 אחוזים) והשירותים העסקיים (3.2 אחוזים), אשר בהם ייתכן שהמשק מתקרב

²⁴ העלייה החדה של מחירי היבוא במהלך התקופה הנסקרת כולה בלטה במיוחד בניגוד למגמה ארוכת טווח של הסטת יבוא למדינות אסיה, הפועלת להוזלת המוצרים המיובאים.



לתעסוקה מלאה²⁵. אף שהעלייה בתשומות העבודה הקיפה כמעט את כל ענפי המשק, הרי במגזרים המאופיינים בעתירות השכלה נמוכה, עליית השכר הייתה מתונה יותר בהשפעת שיעור האבטלה הגבוה (איור 21).

להתפתחות השכר תיתכן, כאמור השפעה, עקיפה על רמת המחירים במשק, דרך השפעתם על עלויות הייצור, אך כיוון שהפריץ במשק עלה מהר יותר מאשר השכר (כנראה מפני העלייה בניצולת ההון), עלות העבודה ליחידת תוצר המשיכה לרדת (איור 22). מכאן ניתן להסיק שלעת עתה לא פועל לחץ אינפלציוני מצד עלויות הייצור, וככל הנראה החברות מגדילות את הייצור באמצעות הגדלת הניצולת של גורמי הייצור.

(2) המדיניות הפיסקלית

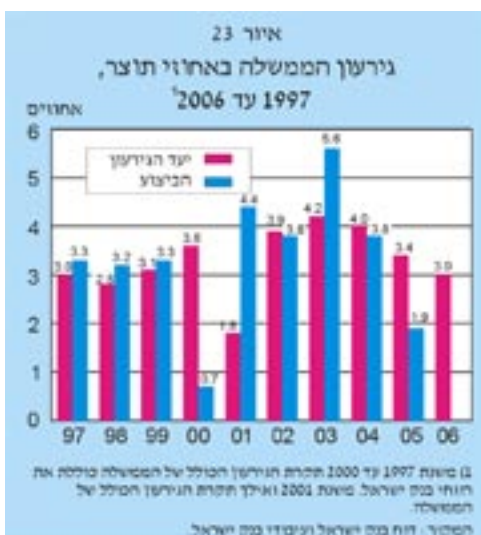
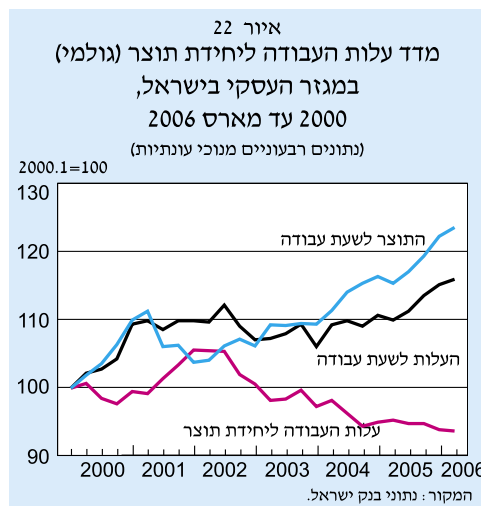
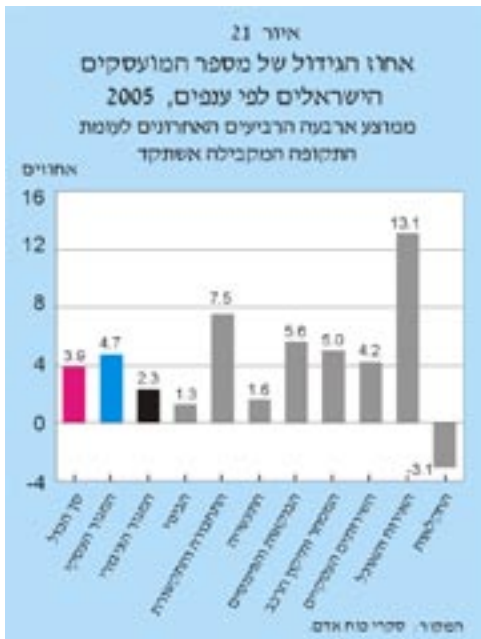
על רקע הקדמת הבחירות והשינוי במפה הפוליטית, נדחה אישור התקציב לקראת סוף התקופה הנסקרת, ומסגרת התקציב הקודם (של שנת 2005) שימשה את הממשלה מתחילת השנה²⁶. דחיית אישור התקציב הביאה לתת-ביצוע בכל המשרדים (ביחס להצעת תקציב 2006), בהמשך לתת-הביצוע בשנת 2005. כך, בתקופה הנסקרת, נרשם עודף תקציבי כולל (ללא מתן אשראי נטו) של 4.7 מיליארד ש"ח - מעל הרמה המתיישבת עם עמידה בתקרת היעד של הגירעון לשנה זו, שהיא 3 אחוזי תוצר (איור 23). עודף זה שיקף את העלייה בגביית המסים במשק - תוצאת ההאצה בצמיחה, וכן ירידה בהוצאות הממשלה, שהיו נמוכות במידה משמעותית מהתוואי העונתי. על אף אי-הוודאות שאפפה את המדיניות הכלכלית של הממשלה החדשה, הצביעו אינדיקטורים משוק ההון (איור 24) על אמון הציבור במחויבות הממשלה ליעד הגירעון. למיתון הצריכה הציבורית ולריסון בגיוס ההון היו השלכות חיוביות לא רק על יציבות השווקים הפיננסיים אלא גם על רמת המחירים מתחילת השנה. דבקות במשמעת הפיסקלית, בהמשך למגמה שהחלה לפני כשנתיים, עשויה לתמוך ביציבותם של המחירים במשק גם בהמשך השנה.

ב. ההתפתחויות בשער החליפין וברמת סיכונן

בתקופה הנסקרת יוסף שער החליפין של השקל בשיעור של 3.5 אחוזים מול הדולר ובשיעור של 1.4 אחוזים מול סל המטבעות. ואולם, ההתפתחויות במהלך התקופה לא היו אחידות: עד הבחירות לכנסת, שהתקיימו בסוף מארס, פחת השקל בשיעור של 2.2 אחוזים מול הדולר ו-2.5 אחוזים מול הסל. לאחר הבחירות החל מהלך של ייסוף בשער החליפין: השקל התחזק מול הדולר בשיעור של 5.6 אחוזים ומול הסל בשיעור של 3.8 אחוזים (איור 6).

²⁵ בענפים אלה, המובילים את תהליך צמיחתו של התוצר במשק, עליית תשומות העבודה הייתה מתונה מאשר בשאר הענפים. נוסף על כך עולה מנתוני סקר תמי"ת על איוש המשרות הפנויות כי נמשכה המגמה של קושי בגיוס עובדים מקצועיים.

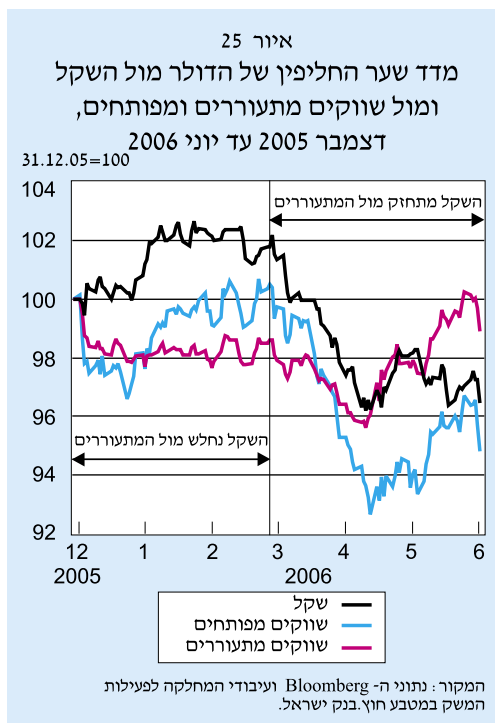
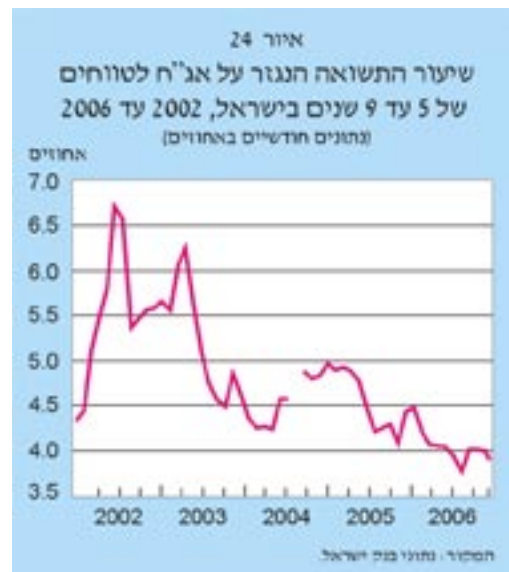
²⁶ 1/12 של תקציב 2005 בחישוב החודשי.



בניתוח ההתפתחויות של שער השקל מול הדולר חשוב להבחין בין גורמים גלובליים למקומיים. ניתוח ארוך טווח של השינויים בשערי החליפין של מטבעות שונים בעולם מול הדולר מלמד שקבוצת הייחוס של השקל מורכבת ממספר מטבעות של משקים מתעוררים: על פי השינויים בשערי מטבעות אלו מול הדולר ניתן לדעת באיזו מידה השינוי בשער השקל דולר נבע מגורמים גלובליים, ובאיזו מידה מגורמים מקומיים.²⁷ ברביע הראשון היחלשות השקל מול הדולר הייתה מנוגדת למגמה הגלובלית של התחזקות של מטבעות המשקים המתעוררים מול הדולר, ומכאן שהפיחות ברביע הראשון נבע מגורמים מקומיים, אשר הבדילו את שער החליפין של השקל מקבוצת הייחוס שלו. גם ברביע השני הגורמים המקומיים הם שקבעו את מגמת שער החליפין, שכן מטבעות המשקים המתעוררים נחלשו במידה משמעותית מול מטבעות המשקים המפותחים, ואילו השקל דווקא התחזק, יחד עם מטבעות המשקים המפותחים, מול הדולר (איור 25).

בין הגורמים המקומיים שפעלו להיחלשות השקל בתחילת המחצית הנסקרת ניתן למנות את אשפוזו של ראש הממשלה בתחילת השנה, את ניצחון החמאס בבחירות ברשות הפלסטינית, את אי-הוודאות לגבי הבחירות בישראל ותוצאותיהן, וכן את החשש מהעלות התקציבית של ההסכמים הקואליציוניים שיחתמו לאחר הבחירות. בסוף המחצית פעלו גורמים הפוכים להתחזקות השקל: מייד לאחר הבחירות השתנתה המגמה בשער החליפין, עקב התפוגגות אי הוודאות שנבעה מהן. בהמשך המחצית התפרסם דבר קיומה של עסקת "ישקר", שהשפיעה במידה משמעותית על שוקי המניות ועל שער החליפין בעצם פרסומה, עוד טרם בוצעה בפועל. נתוני הרביע הראשון של החשבונאות הלאומית, שהפתיעו כלפי מעלה, היו גם הם גורם מקומי שפעל להתחזקות השקל. החל מאמצע חודש מאי, לאחר עליות משמעותיות בשנים האחרונות, ירדו מדדי המניות של השווקים המתעוררים בשיעור ניכר, על רקע חששות מהמשך עליית הריבית בשווקים המפותחים ופגיעה בנזילות העולמית, וכן ציפיות להאטה בכלכלה הגלובלית, בלוויית פיחות משמעותי של חלק ממטבעות המשקים האלה. ירידות המדדים לא פסחו גם על בורסות השווקים המפותחים ועל הבורסה בתל אביב, אולם זו הייתה יציבה יחסית: הירידות בישראל במקביל לירידות העולמיות היו נמוכות מאשר ברוב המשקים המתעוררים (כפי שנסקרת שוק המניות בישראל עד לנפילה הייתה מתונה יותר מאשר בשווקים המתעוררים, איור 26), ובייחוד בלטה תנודתיות יומית נמוכה יחסית של מדדי המניות בישראל. גם שער החליפין של השקל הושפע במידה פחותה מההתפתחויות העולמיות.

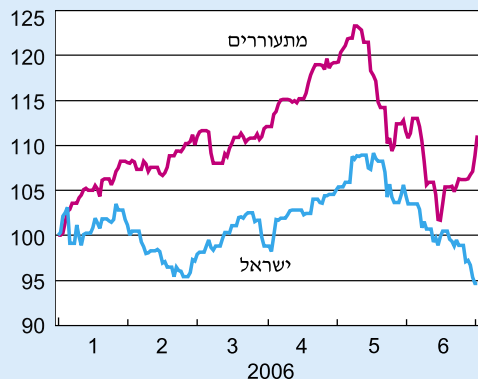
בסקירת ההתפתחויות של מחצית זו יש לציין את העובדה ששוק המט"ח פעל לכל אורך התקופה הנסקרת ללא זעזועים יוצאי דופן. עודפי הביקוש וההיצע שהוזרמו לשוק בעקבות האירועים השונים נספגו על ידי השחקנים



²⁷ להסבר על השיטה שעל פיה השינוי בשער החליפין שקל/דולר מפורק לגורמים מקומיים וגלובליים ראה תיבה II-א-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2004, הפרק על שוק שקל מטבע-חוץ.

איור 26

מדד המעו"ף מול מדד ממוצע של
מדדי מניות של משקים מתעוררים,
31.12.05=100



המקור: נתוני ה-Bloomberg ועיבודי המחלקה לפעילות
המשק במטבע חוץ. בנק ישראל.

בשוק תוך שינויים מתונים, בדרך כלל, בשער החליפין היומי, יחסית לשינויים היומיים בשערי חליפין של מטבעות אחרים. הדבר בולט לנוכח חלק מהאירועים שנסקרו, אשר ניתן היה לחשוב שהם עשויים לערער את היציבות בשוק. התנהלות שוק המט"ח לאחר אירועים מקומיים בולטת גם לאור העובדה שאת היציבות הקנו לו בעיקר תושבי חוץ: אלו הביעו אמון במשק הישראלי, שהתבטא בראש ובראשונה בהמשך הזרם היציב של ההשקעות הישירות לאורך כל התקופה הנסקרת. פעילות תושבי החוץ במניות בתיק ניירות הערך למסחר בבורסה בתל אביב הייתה אמנם מתונה, אולם הם ניצלו את האירועים שהיו צפויים להשפיע לרעה על המשק ולהחליש את השקל דווקא כדי למכור מט"ח - באמצעות מכשירים קצרי טווח - בשער חליפין אטרקטיבי מבחינתם, ובכך היוו (יחד עם המגזר העסקי) גורם מייצב לשינויים בשער החליפין. פעילותם של תושבי חוץ איזנה את תגובתם של משקי הבית, שבדרך כלל ממהרים לרכוש מט"ח לאחר אירועים מקומיים כאלה, וכתוצאה מכך נחלש במהלך המחצית הקשר בין אירועים שמשפיעים על השווקים הפיננסיים לבין שער החליפין והאינפלציה. הסנטימנט החיובי של תושבי חוץ לגבי המשק הישראלי בא לידי ביטוי גם בסקירות שמפרסמים הבנקים הזרים על כלכלת ישראל, שהיו בדרך כלל אופטימיות יותר מאלו של החזאים המקומיים. סקירות חיוביות אלו התפרסמו גם בזמן ההתפתחויות השליליות בשווקים המתעוררים, והבליטו את הכדאיות של השקעה בשקל ובמשק הישראלי יחסית למשקים המתעוררים האחרים. יש לציין, שלמרות האירועים הביטחוניים שהתרחשו לאחר סוף המחצית הנסקרת, לא חל שינוי משמעותי בהתייחסות החיובית של תושבי חוץ אל המשק, ותרומתם ליציבות שער החליפין נמשכה.

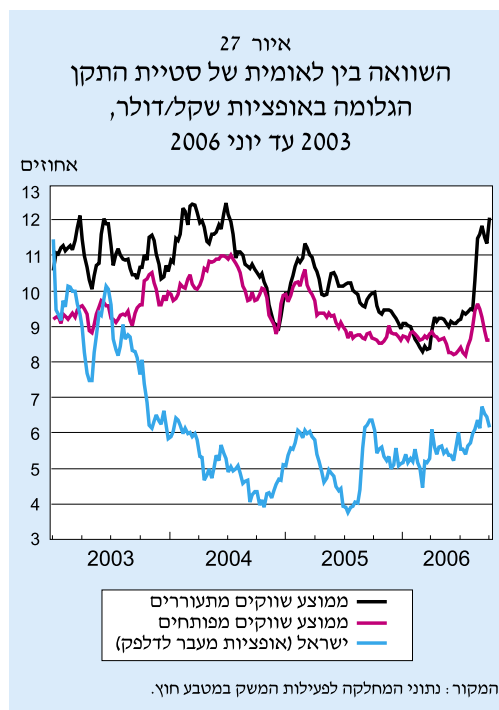
על התנהלות שער החליפין השפיעו מספר תהליכים נוספים, שלא תוארו לעיל. בעקבות הרפורמה במס, שנכנסה לתוקף בינואר 2005, והשוותה את שיעור המס על השקעות בניירות ערך מקומיים וזרים, נמשך תהליך ההתאמה בתיק הנכסים של תושבי ישראל המתבטא בלחץ מתמשך לפיחות, בשל הגדלת היקף ההשקעות של משקי הבית והמשקיעים המוסדיים בחו"ל. יש לציין שבחודשים מאי ויוני נחלש לחץ זה, כאשר משקי הבית מימשו חלק מהשקעותיהם בשוקי חו"ל, והמשקיעים המוסדיים האטו את קצב השקעתם בחו"ל, עקב ירידות השערים בשווקים המתעוררים, שהגדילו את הכדאיות של השקעה בישראל יחסית למשקים אלו. פער הריביות בין ישראל לארה"ב נותר קבוע במהלך התקופה ברמה של 0.25 אחוז (איור 11), ולכן לא הייתה השפעה מכיוון זה על שער החליפין: החשש מלחצים אינפלציוניים בארצות הברית הביא לעליית הריבית שם ב-3/4 נקודות אחוז, לרמה של 5 אחוזים במהלך התקופה הנסקרת, ובו בזמן עלתה הריבית בישראל בשיעור זהה לרמה של 5.25 אחוזים²⁸. ניתן למנות מספר כוחות שפעלו להתחזקות השקל:

²⁸ בסוף המחצית הועלתה הריבית בארה"ב, בעוד שהריבית לחודש יולי בישראל לא שונתה, ופער הריביות התאפס.

במהלך המחצית נוצרו ציפיות לשיפור בדירוג האשראי של המשק; העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים הולך וגדל, על אף עליית מחירי הדלק, שתרמה כחצי מיליארד דולר לגירעון המסחרי במחצית הנסקרת יחסית למחצית המקבילה אשתקד; החוב החיצוני נטו, שהמשיך לקטון, הגיע לרמת עודף נכסי חוב של 21 מיליארדי דולרים²⁹.

בסיכון שער החליפין, הנמדד על פי סטיית התקן הגלומה באופציות, נרשמו שתי עליות מתונות, בעקבות ההתרחשויות המקומיות בחודש ינואר והאירועים בשווקים הגלובליים במאי ויוני. השינויים בסטיית התקן קטנים מהשינוי שנרשם, למשל, ערב תכנית ההתנתקות בחודש יוני 2005, אז עלתה סטיית התקן הגלומה בכ-2.3 נקודות אחוז, אולם יש לציין שרמת הסיכון הנוכחית דומה לזו שנרשמה לפני ביצוע ההתנתקות. עם זאת, סיכון שער החליפין נותר נמוך משמעותית ביחס למשקים אחרים, מתעוררים כמפותחים: במשקים המתעוררים עלה הסיכון במידה ניכרת בסוף המחצית הנסקרת (איור 27).

בסך הכול במחצית הנסקרת רמת שער החליפין לא השתנתה בצורה משמעותית: המגזרים השונים בשוק פעלו בדרך כלל בכיוונים מנוגדים, וגם בחלוקה על פני זמן הרי שרביע הראשון השקל נחלש ותרם לעליית המחירים, בעוד שברביע השני הוא התחזק והשפיע על המחירים בכיוון ההפוך, השפעה שתבוא לידי ביטוי ככל הנראה החל מסוף המחצית ובחודשים שאחריה. תקופות כאלו, שבהן שער החליפין תנודתי בטווח הקצר, אולם בטווח הבינוני-ארוך הוא שומר על רמה פחות או יותר קבועה, ממחישות את הבעייתיות הנובעת מתמסורת הטווח הקצר שבין שער החליפין למחירים – ראו תיבה 1.



תיבה 1: הדולריזציה בישראל והשפעתה על התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן

מאמצע שנות השבעים ועד סוף שנות התשעים שררה במשק הישראלי אינפלציה בשיעורים דו-ספרתיים, בחלק מהתקופה אף היפר-אינפלציה של מאות אחוזים לשנה. במצב כזה המטבע המקומי מאבד את יכולתו לשמש יחידת מידה ומשמר ערך, ועל כן התאפיינה התקופה האמורה בהיווצרות הסדרי הצמדה ודולריזציה רבים. המונח דולריזציה מתייחס בהקשר זה לשימוש, בהיקף כזה או אחר, במטבע שאיננו ההילך החוקי של המשק, בין באופן פיזי ובין כאמצעי מדידה בלבד. ניתן למנות דוגמאות רבות לדולריזציה בתקופת האינפלציה. מבחינת תפקידו של הכסף כמשמר ערך - חלק ניכר מחסכוניות הציבור היה מופקד בפקדונות צמודים למט"ח, וגם הממשלה נהגה להנפיק איגרות חוב צמודות לשער החליפין. מבחינת

²⁹ ברביע הראשון של 2006 גדל במידה מסוימת החוב נטו, כתוצאה מעסקת טבע-איווקס, אשר הייתה כרוכה ברכישת מכשירי הון שמומנה בחלקה על ידי מכירת מכשירי חוב. בניכוי עסקה זו נמשכת מגמת הירידה בחוב נטו.

תפקידו של הכסף כיחידת מידה - מחיריהם של מוצרים ושירותים רבים היו נקובים במט"ח, התשלום בפועל התבצע במטבע ישראלי על פי שער החליפין בזמן התשלום.¹

במהלך שנות התשעים ירדו שיעורי האינפלציה, והחל משנת 1999 האינפלציה בישראל נעה סביב יעד האינפלציה ארוך הטווח, ואינה שונה מזו שבמדינות המערב. במקביל התייצבה רמתו של שער החליפין של השקל מול הדולר: אמנם על פני תקופות של שנה שלמה נרשמה לעיתים תנודתיות של מעל 10 אחוזים בשער, אך התנודתיות היא בשני הכיוונים, ובסך הכול אין מגמה ברורה לרמתו של שער החליפין. על רקע תהליכים אלו ירד היקף הדולריזציה בישראל. בהשוואה למצב שהיה בשנת 2000², כיום, למשל, לא מונפקות יותר איגרות חוב צמודות לדולר של ממשלת ישראל ("גלבוע"), כל ההיטלים והאגרות הממשלתיות נקובים במטבע מקומי בלבד, ובשנת 2002 התקבל תיקון לחוק הגנת הצרכן המחייב עוסקים לפרסם את מחיר מוצריהם ושירותיהם במטבע מקומי.

אף על פי כן, עדיין נהוגה בישראל דולריזציה בתחומים רבים. במחקר שנערך בבנק ישראל בימים אלו נאמדה התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן על פי רכיבים, מה שמאפשר לזהות את השפעת הדולריזציה על התמסורת. הדוגמה הבולטת ביותר לדולריזציה היא בענף הדירור. שוק הדירות להשכרה מתפקד כמעט כולו בהצמדה למט"ח. הסתכלות על מדגם הדירות המשמש את הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לצורך חישוב סעיף הדירור בשכר דירה במדד המחירים לצרכן, מלמדת על ירידה קטנה בלבד בשיעור החוזים המוצמדים לשער החליפין, מ-97 אחוזים בשנת 2000 ל-90 אחוזים בשנת 2004. בעידן של אינפלציה נמוכה קשה למצוא בנוהג זה היגיון כלכלי: דירות הן מוצר בלתי סחיר באופן מובהק, והקשר בין שער החליפין למחיריהן, אם בכלל, צפוי לבוא לידי ביטוי רק בטווחים ארוכים ביותר. משמעות הדבר היא שמרבית שוכרי הדירות ומשכירי הדירות בישראל פותחים בכל חודש פוזיציה החושפת אותם לשינוי בשער החליפין, פוזיציה שעל פי רוב אינה מגודרת, למשל, בבסיס הכנסות דולרי של השוכר או בהוצאה דולרית קבועה של המשכיר. לנוהג זה יש גם השלכות נוספות: הדולריזציה בענף השכירות היא אחד הגורמים שבעטיים כל ענף הבנייה ממשיך "לחשוב" במונחים דולריים על אף החובה לנקוב מחירים בשקלים, דבר המקשה על ניתוק הקשר בין מחירי דירות חדשות לשער החליפין. בכך גדלה החשיפה של כל הגורמים הקשורים בענף זה לשער החליפין. מעבר לכך, ענף זה מגדיל משמעותית את התמסורת משער החליפין למדד, ובכך מעצים את התנודתיות של האינפלציה, ובמידה מסוימת של מדיניות הריבית המתבקשת ממנה.³

דוגמאות נוספות ניתן למצוא במנגנונים של קביעת מחירי החשמל והדלק בישראל. תעריף החשמל נקבע על ידי "הרשות לשירותים ציבוריים – חשמל", על פי נוסחה המספקת לחברת החשמל, בין השאר, הגנה חלקית משינויים בשער החליפין, המשפיעים על הוצאות התפעול והמימון של החברה. מחירי הדלק בשער בתי הזיקוק נקבעים פעם בחודש על פי מחירי דלק מקבילים באירופה הנקובים בדולרים, אשר מתורגמים למונחים שקליים על פי שער החליפין של הדולר בסוף החודש הקודם. שני המקרים הם דוגמאות למצב שבו לתמסורת משער החליפין אל המחיר השקלי יש היגיון כלכלי: חשמל הוא אמנם מוצר בלתי סחיר, אך הוא מיוצר תוך שימוש בחומרי גלם מיובאים, שמחירים נקבע בחו"ל, ודלק הוא כמובן דוגמה למוצר סחיר מובהק. אף על פי כן סביר להניח שלו מחירים נקבע בתנאי שוק, התמסורת בפועל הייתה נמוכה יותר, משום שבתנאים כאלו פועלים גורמים המקטינים את התמסורת בטווח הקצר: עלויות הכרוכות בעדכון מחירים, המביאות

¹ לתיאור מעמיק של התהליכים ההיסטוריים ראה שיפר, ז. (1999). "עלייתה וירידתה (החלקית) של ההצמדה בישראל", בתוך אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל, בנק ישראל.

² המתואר בנייר עמדה של בנק ישראל: "ההצמדות בישראל במציאות של אינפלציה נמוכה: תיאור והמלצות למספר שינויים" המחלקה המוניטרית, 5.7.2000.

³ באופן כללי התמסורת משער החליפין למדד כובלת את המדיניות המוניטרית וכופה עליה להגיב בשינויי ריבית על שינויים בשער החליפין, גם אם אלו הם תוצאה של אירועים שאינם קשורים למשק הישראלי. עם זאת, התמסורת מקלה במידה מסוימת על המדיניות, משום שהיא מאפשרת לריבית להשפיע במהירות על המחירים דרך שער החליפין במקרה של חריגה מיעד האינפלציה.

לתמסורת נמוכה יותר כשהשינוי בשער החליפין אינו נתפס כפרמננטי, רכיב בלתי סחיר במחיר המוצר הסופי (הנובע מקיומן של עלויות מקומיות של מכירה, שיווק וכיו"ב הנובעות ממחירי העבודה והקרקע), החזקת מלאי של חומרי גלם המאפשר להחליק את השינויים במחירו על פני הזמן וכו'. יתירה מכך, מנגנון ההצמדה למעשה חוסך מספקי מוצרים אלו את הצורך לגדר את חשיפתם לשער החליפין בשוק ההון, ולמעשה מעמיס את כל העלות הכרוכה בתנודתיות שער החליפין על הצרכן הסופי.

השפעת הדולריזציה בסעיפים אלו (ובמספר סעיפים אחרים, כגון עריכת מסיבות ואירועים, שירותים משפטיים וכו') על התמסורת, על פי תוצאות המחקר, מתוארת בלוח 1. הערך בלוח מבטא את התמסורת המצטברת, המחושבת כסכום התמסורות בכל הרביעים שאחרי הפיחות, אולם יש לציין שכתשעים אחוזים מהתמסורת מתבטאים כבר ברביע שבו חל הפיחות. ניתן לראות את ההשפעה המובהקת של סעיף הדיור, כתוצאה מהדולריזציה בענף זה, וכן משיטת חישוב מדד מחירי הדיור בבעלות הדיירים, אשר מחושב תוך שימוש במדגם המשמש לחישוב מדד מחירי הדיור בשכירות. התמסורת הגבוהה בסעיף זה ובסעיף החשמל בולטת לעומת תמסורת נמוכה יותר במוצרים סחירים מובהקים, כגון ריהוט וציוד לבית, רכב פרטי והחזקתו ומחירי נסיעות לחו"ל.

לוח 1: התמסורת משער החליפין של הדולר אל רכיבים נבחרים של מדד המחירים לצרכן (באחוזים)¹

משקל הסדרה במדד	התמסורת משער החליפין אל מחיר הרכיב	תרומת הרכיב לתמסורת הכוללת
דיור	21.6	70.0
חשמל	2.8	68.0
נסיעות לחוץ לארץ	3.6	63.7
ריהוט וציוד לבית	4.3	42.9
נופש, טיולים, ועריכת אירועים	5.1	28.6
דלק ושמנים ²	3.4	29.0
רכב פרטי ואחזקתו	8.7	12.4
סך התמסורת		29.0

¹ המקור: "י סופר (2006), התמסורת משער החליפין אל מדד המחירים לצרכן, מבט ברמת המיקרו. טרם פורסם.

² בסעיף רכב פרטי והחזקתו. התמסורת נמוכה יחסית, מפני משקלם הגבוה של רכיבים שקליים קבועים במחיר הדלק לצרכן, בעיקר הבלו.

ג. אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות והפיננסיות

לשם הערכה של סביבת האינפלציה המדיניות המוניטרית נעזרת במספר אינדיקטורים מהשווקים הפיננסיים. יש קשר הדוק בין התפתחותם של האינדיקטורים השונים הנגזרים מהשווקים הפיננסיים, מהמודלים האקונומטריים וממקורות אחרים. לקשר זה שני המאפיינים: הראשון הוא "גורם משותף" (common factor), בעל השפעה מקיפה על כל האינדיקטורים במשק. כך, לדוגמה, לאירועים בעולם יכולות להיות השלכות על התפתחות האינדיקטורים בשווקים המקומיים, אך ייתכן

שהם משפיעים גם על שיקול הדעת של החזאים בוני התחזיות וכו'. המאפיין השני של הקשר בין האינדקטורים נובע מיחסי הגומלין ביניהם. במילים אחרות: חלק מהאינדקטורים מהווים קבוצת אינפורמציה בבניית אינדקטורים אחרים המשמשים את המדיניות המוניטרית. כך, לדוגמה, הערכות החזאים הפרטיים ותחזיות המודלים לגבי שיעור האינפלציה בעתיד יכולות להיות מבוססות על התפתחותם של האינדקטורים השונים בשווקים (למשל הציפיות לאינפלציה משוק ההון).

(1) אינדקטורים לאינפלציה הצפויה

האינפלציה הצפויה היא אחד האינדקטורים המרכזיים בניהול המדיניות המוניטרית: ראשית, האינפלציה הצפויה משפיעה על התפתחות המחירים בפועל דרך מנגנוני עדכון המחירים על ידי הפירמות וקביעת השכר בשוק העבודה. הואיל וספקי המוצרים והשירותים אינם מעדכנים את המחירים באופן רציף אלא אחת לתקופה, מפני העלויות הכרוכות בכך, הרי בעת עדכון המחירים הם מביאים בחשבון גם את עליית המחירים הצפויה בעתיד. שנית, השפעתה של הריבית המוניטרית על האינפלציה מתבטאת בחלקה בפיגור, ולכן החלטות הריבית נקבעות על סמך הערכה של סביבת האינפלציה הצפויה בעתיד, שנגזרת מתחזיות ומהערכות שונות לגבי האינפלציה העתידית.

הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון, הנמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא-צמודים (מק"ם) לבין אג"ח צמודות למדד ("גלילי"), אופיינו ביציבות במהלך המחצית הראשונה של 2006 ונעו סמוך לאמצע תחום היעד (2 אחוזים; איור 7). למרות העלייה באי-הוודאות הגיאופוליטית ברביע הראשון של השנה והמשך מגמת ההתחזקות של הדולר מול השקל, הציפיות לאינפלציה עלו בשיעורים מתונים בלבד ועמדו בפברואר על שיעור ממוצע של 2.2 אחוזים, לאחר שבסוף שנת 2005 הן עמדו על 1.7 אחוזים בממוצע. לקראת הרביע השני של השנה, על רקע שינוי מגמת שער החליפין והמעבר לייסוף, נותרו הציפיות יציבות, סמוך למרכז תחום היעד, בגלמן הערכות בדבר המשך העלאות הריבית על ידי בנק ישראל במהלך השנה הקרובה, אמנם בקצב מתון יותר מאשר בעבר.

הערכות החזאים לגבי האינפלציה הצפויה לטווח של שנה³⁰ אופיינו ביציבות במהלך כל המחצית הראשונה של השנה ונמצאו סמוך למרכז יעד יציבות המחירים. במהלך התקופה הנסקרת גם הפער בין תחזית האינפלציה הגבוהה ביותר לנמוכה ביותר, המשמש מדד לרמת אי-הוודאות, היה יציב יחסית: ברביע הראשון של השנה הוא עמד על 1.2 אחוזים בממוצע, וברביע השני ירד בשיעור מתון ועמד על אחוז אחד, לעומת פער של 0.8 אחוז ברביע האחרון של 2005 (איור 12). החל מסוף שנת 2005 ובמהלך המחצית הראשונה של השנה, על רקע העלאות של הריבית

³⁰ מדגם של שמונה חזאים מהמגזר הפיננסי, רובם ממערכת הבנקאות.

המוניטרית, לוו הערכות החזאים לגבי האינפלציה בתחזיות להמשך העלאות הריבית: ברביע הראשון העריכו החזאים כי ריבית בנק ישראל צפויה לעלות בשנה הבאה ב-0.8 נקודת אחוז. ברביע השני, למרות עליית ריבית מצטברת של 0.75 נקודת אחוז מסוף 2005 והתחזקות משמעותית של השקל מול הדולר, התמתנו הערכות החזאים בשיעור קל בלבד ועמדו בממוצע על 0.6 נקודת אחוז.

הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה מתוך סקר החברות והעסקים³¹
ירדו ברביע השני של השנה, בניגוד למגמת העלייה שהחלה בתחילת 2005. ציפיות אלה עמדו על 2.6 אחוזים בממוצע, בדומה לשיעורו ברביע האחרון של 2005. במקביל לירידה בציפיות לאינפלציה, נרשמה ירידה בשיעור החברות הצופות שהאינפלציה תחרוג מהגבול העליון של היעד. שיעור זה עמד על 24 אחוזים, לעומת 26 אחוזים ברביע הראשון. נוסף לכך, שיעור החברות הצופות כי האינפלציה במהלך השנה הבאה תהיה בתוך תחום היעד עלה מעט ברביע השני של 2006 ועמד על 72 אחוזים.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים (מעל שנתיים), הנמדדות על ידי הפרשי התשואות בין אג"ח שקליות לא צמודות ("שחר") לבין אג"ח צמודות למדד ("גליל"), נעו במהלך כל התקופה הנסקרת בתחום היעד (איור 8). במהלך הרביע הראשון הציפיות לאינפלציה בטווחים הקצרים (2-3 שנים) והבינוניים (4-6 שנים) עלו בשיעורים מתונים של 0.3 נקודת אחוז, וירדו בשיעור דומה הציפיות לטווחים הארוכים (7-10 שנים). במהלך שאר המחצית הנסקרת ירדו הציפיות לטווחים הקצרים והבינוניים, במקביל לעליות בציפיות לטווחים הארוכים, וכך קווצו כמעט כל השינויים שנרשמו בציפיות ברביע הראשון. בתום המחצית עמדו הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים על 2.1 אחוזים, ולטווחים הבינוניים והארוכים על 2.7 אחוזים.³²

המודלים האקונומטריים שפותחו בבנק מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ותוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. המודלים, שהם כלי מקובל ברוב הבנקים המרכזיים בעולם לניתוח כלכלי וחיזוי התפתחויות, משמשים את קובעי המדיניות לבניית תחזיות, המותנות בהנחות חלופיות לגבי התפתחותם העתידית של המשתנים השונים. המודלים מסתמכים על קשרים כלכליים בין המשתנים הרלוונטיים, ובכך מקנים לניתוח מסגרת מובנית ונוחה. אולם כיוון שאין בכוחם של המודלים להתמודד עם שינויים משמעותיים ולא צפויים בסביבה הכלכלית ולשקף התפתחויות ייחודיות לכל תקופה, תוצאותיהם לא תמיד מדויקות. לכן מודלים הם

³¹ בסקר החברות שפורך בנק ישראל נשאלים הנסקרים לגבי תחזית האינפלציה שלהם ל-12 החודשים הקרובים. התשובות לסקר החברות, לגבי כל רביע, מתקבלות במהלך השבועיים האחרונים של הרביע ובשבוע הראשון של הרביע העוקב. מספר התשובות לשאלה המתייחסת לתחזית האינפלציה הוא בין 500 ל-600 בכל סקר.

³² הציפיות הנמדדות כוללות בתוכן גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

רק אחד הנדבכים בהערכת האינפלציה הצפויה, לצד כלי ניתוח נוספים והערכה שיפוטית של כל האינדיקטורים.

במהלך הרביע הראשון של המחצית הנסקרת הראו המודלים כי ריבית בנק ישראל בפועל נמוכה מזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה והצביעו על צורך בהעלותה במהלך שלושת הרבועים הנותרים של שנת 2006. הגורמים העיקריים שתורמו להיווצרות תוואי עולה של הריבית לפי המודלים היו עודפי ביקוש, פחות השקל מול הדולר, עלייה של מחירי היבוא (ביניהם מחירי האנרגיה) וציפיות להמשך עליית הריבית בארה"ב. ברביע השני של המחצית, על רקע הייסוף של השקל מול הדולר, התמתנו התחזיות להעלאת הריבית במהלך 2006 ואף נגזרה מהן ירידה מסוימת של הריבית לקראת סוף השנה. במקביל התמתנו גם הציפיות לאינפלציה במהלך ארבעת הרבועים הבאים וחזרו לגבולות היעד.

(2) אינדיקטורים נוספים משוק ההון

תשואות המק"ם³³ עלו במהלך כל המחצית הראשונה של השנה, המשך למגמת העלייה שהחלה ברביע האחרון של שנת 2005 (איור 13). עליית התשואות בתקופה זו נבעה הן מהעלאות של ריבית המוניטרית והן מציפיות של השוק להעלאות ריבית נוספות גם במהלך השנה הבאה. אומדן לציפיות של השוק³⁴ לגבי השינוי בריבית בנק ישראל לשנה הבאה עמד במהלך הרביע הראשון על 0.9 נקודת אחוז בממוצע, ובמהלך הרביע השני הוא ירד ל-0.5 נקודת אחוז בממוצע. יש לציין, כי הערכה דומה של החזאים הפרטיים ושל השוק לגבי השינויים הצפויים בריבית בנק ישראל התבססו גם על הערכה דומה לגבי שיעור אינפלציה הצפוי במהלך 12 חודשים הבאים.

התשואות על איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר") עלו במהלך התקופה הנסקרת בטווחים הקצרים ב-0.6 נקודת אחוז ובטווחים הבינוניים והארוכים נרשמו עליות מתונות יותר של 0.4 ו-0.2 נקודת אחוז בהתאמה, כך שבתום המחצית הגיעו התשואות לשיעורים הגבוהים ביותר מזה כשנה וחצי (איור 9). מרבית העלייה בתשואות הנומינליות התרחשה בארבעת החודשים הראשונים, ואילו בשאר המחצית נרשמו אף ירידות בתשואות בעיקר בטווחים הארוכים. הגורמים העיקריים לעליית התשואות הנומינליות בארץ היו עליות התשואות הנומינליות בארה"ב. בעליית התשואות תמך גם תהליך העלאות הריבית על ידי בנק ישראל³⁵, והשפעתו התבטאה בעיקר בתשואות לטווחים הקצרים.

התשואות על האג"ח הצמודות למדד עלו במהלך המחצית הראשונה של השנה בטווחים הקצרים והבינוניים בשיעורים דומים של 0.4 נקודת אחוז.

³³ לדיון במידע הגלום בתשואות המק"ם ראו תיבה 2 בהמשך הדוח.

³⁴ פרמיית הסיכון הגלומה בתשואות המק"ם מקשה על אבחון מדויק של ציפיות השוק לגבי שינויים בריבית בנק ישראל.

³⁵ במהלך המחצית הראשונה הועלתה ריבית בנק ישראל ב-0.75 נקודת אחוז.

אחוז, אך בטווחים הארוכים הן נותרו כמעט ללא שינוי (איור 10). לכן, השיפוע של העקום הריאלי הלך והתמתן עם הזמן, כך שבתום המחצית הוא השתטח לחלוטין והראה, לכאורה, שהציבור אינו צופה עליית ריבית ריאלית בעתיד. העלויות של התשואות הריאליות נבעו בעיקר מעליית התשואות הריאליות בארה"ב, אף כי שיעור עלייתן בארץ היה מתון יותר.

פערי התשואות הנומינליות והריאליות בין ישראל לבין ארה"ב לטווחים הארוכים המשיכו להצטמצם במהלך המחצית הראשונה של 2006, בהמשך למגמת ירידה שהחלה בשנים האחרונות (איורים 28-29), כך שהם הגיעו לרמות הנמוכות ביותר מאז שנת 2000. את ההצטמצמות של הפערים הנומינליים והריאליים ניתן לייחס בעיקר לירידת פרמיית הסיכון של ישראל בתקופה הנסקרת. במהלך הרביע הראשון של השנה הפערים הנומינליים היו יציבים ובשיעורים של 1.6 ו-1.9 אחוזים לטווחים של 5 ו-10 שנים, בהתאמה, לעומת 2.5 אחוזים בתחילת 2005. במהלך הרביע השני נרשמה ירידה משמעותית בפערים הנומינליים לטווחים אלו, כך שבסוף יוני הם עמדו על 1.2 ו-1.4 אחוזים, בהתאמה. גם בפערים הריאליים נרשמו ירידות, אמנם בשיעור מתון יותר, ובתום המחצית היה שיעורם, לטווחים של 5 ו-10 שנים כאחד, 1.4 אחוזים.

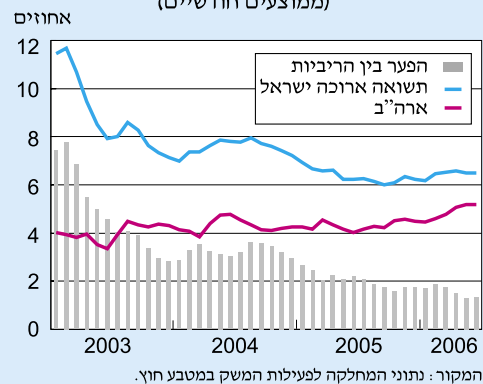
הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל נגזרת מהפער בין ריבית בנק ישראל לציפיות לאינפלציה, והיא אחד האינדיקטורים למידת הריסון המוניטרי. בתום הרביע השלישי של שנת 2005 הגיעה הריבית הריאלית הצפויה לשיעורה הנמוך ביותר מזה ארבע שנים - 1.1 אחוזים בממוצע (איור 14). החל מהרביע האחרון של 2005 ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 הריבית הריאלית הצפויה הייתה במגמת עלייה, שנבעה בעיקר ממגמת העלייה של ריבית של בנק ישראל בתקופה זו, כך שלקראת תום המחצית הראשונה של 2006 היא הגיעה לשיעור ממוצע של 3.5 אחוזים. אף ששיעור הריבית הריאלית הקצרה נמוך בפרספקטיבה היסטורית, המשך עלייתה בחודשים הבאים עלול למתן את התרחבות הפעילות הריאלית שהייתה בתקופה האחרונה.³⁶

(3) מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

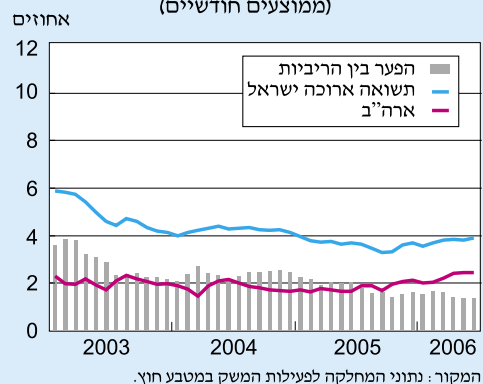
אמצעי התשלום עלו במחצית הראשונה של שנת 2006 בשיעור מתון של 3.4 אחוזים, וקצב גידולו השנתי של המצרף M1 הגיע ל-15.6 אחוזים,

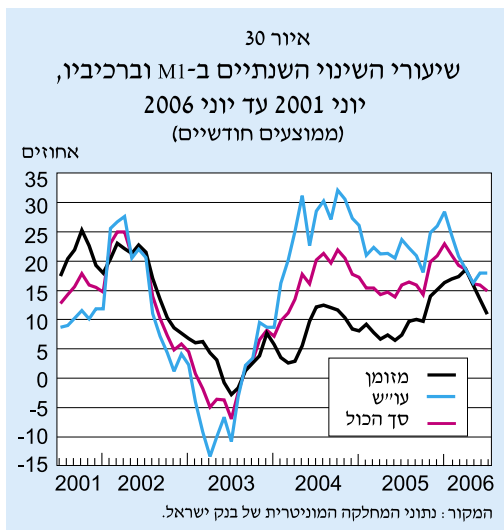
³⁶ ההשפעה המרסנת של עליית הריבית הריאלית הקצרה על הפעילות הריאלית יכולה לבוא לידי ביטוי רק בטווח הקצר; זאת עקב קשיחויות נומינליות, שיכולות לגרום לסטייה זמנית של הריבית הריאלית הקצרה מהריבית הריאלית של שיווי משקל (הריבית הטבעית). בטווח הארוך הריבית הריאלית הקצרה נקבעת על ידי הריבית הריאלית של שיווי משקל, ולמדיניות המוניטרית אין כל השפעה על משתנים ריאליים בטווח זה. לפי הערכות שגובשו בבנק ישראל, במשק הישראלי שהוא קטן ופתוח ההשפעה של פער הריביות (הפער בין הריבית הריאלית הקצרה לבין הריבית הריאלית של שיווי משקל) על הפעילות הריאלית (פער התוצר) קטנה יחסית - כ-0.1 נקודות אחוז.

איור 28
התפתחות שיעורי הריבית ארוכה נומינלית (10 שנים) בישראל ובארה"ב והפער ביניהם, 2003 עד יוני 2006 (ממוצעים חודשיים)



איור 29
התפתחות שיעורי ריבית ארוכה ריאלית (10 שנים) בישראל ובארה"ב והפער ביניהם, 2003 עד יוני 2006 (ממוצעים חודשיים)





השיעור הנמוך ביותר מאז אמצע 2005 (איור 30). העלייה באמצעי התשלום במהלך המחצית הראשונה נבעה בעיקר מהתרחבות של רכיב העו"ש, שעלה בשיעור של 4.7 אחוזים, בעוד שרכיב המזומן עלה בקצב מתון יותר של 1.6 אחוזים. אמנם קצב העלייה השנתי של אמצעי התשלום עולה על שיעור האינפלציה בתוספת קצב הצמיחה של התוצר ובהתחשב בשינויים בריבית המוניטרית³⁷, אך במשטר של יעד אינפלציה, כאשר כלי המדיניות המוניטרית הוא הריבית, השפעת כמות הכסף על המחירים מוטלת בספק, משום שהיא נקבעת בהתאם לביקוש הציבור.

מצרף הכסף הרחב (M2)³⁸ עלה במחצית הראשונה של השנה בשיעור 1.3 אחוזים, ובמהלך 12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-3.0 אחוזים, השיעור הנמוך ביותר זה כשנתיים. בחינת הרכיבים של M2 מלמדת כי עד סוף שנת 2005 נמשכה מגמת העלייה של משקל הפיקדונות לטווחים הקצרים (עד 3 חודשים) על חשבון משקלם של הפיקדונות לטווחים הבינוניים (מ-3 חודשים עד שנה), שירד. מגמת ההנזלה של המצרף נבלמה במהלך הרביע הראשון של השנה, ואף נרשמה עלייה של משקל של הפיקדונות לטווחים הבינוניים (על חשבון הפיקדונות לטווחים הקצרים). במהלך שאר המחצית הנסקרת המשקלות של הפיקדונות לטווחים הקצרים והבינוניים נותרו ללא שינוי - 90.6 ו-9.4 אחוזים, בהתאמה.

מצרף האשראי הבנקאי הכולל (C3) עלה במחצית הראשונה של השנה בשיעור של 3.5 אחוזים, וקצב עלייתו ב-12 החודשים האחרונים עמד על 6.1 אחוזים (איור 31). למרות עלייה מסוימת בקצב גידולו השנתי במהלך המחצית הראשונה, כנראה על רקע המשך הצמיחה המהירה במשק, שיעורו עדיין מתון. סביר כי הביקוש הממותן לאשראי הבנקאי והחוץ בנקאי (שקצב עלייתו התמתן במידה ניכרת במהלך המחצית הנסקרת) היא תוצאה ישירה של עלייה במימון הפנימי של החברות, על רקע הרווחיות הגבוהה.

שווי של תיק הנכסים של הציבור הוסיף לעלות במהלך חמשת החודשים הראשונים של המחצית הנסקרת בשיעור של 4.9 אחוזים. עליות נרשמו במרבית הרכיבים בתיק הנכסים, למעט הרכיב הלא-צמוד, שירד באחוז. התרומות העיקריות לעליית שווי של התיק היו של רכיב המניות בארץ ורכיב המניות בחו"ל³⁹. בחינת תיק הנכסים לפי סוגי הצמדה (ללא מניות) מלמדת כי משקל הרכיבים בתיק התפתח בהמשך להתפתחותו בשנת 2005: משקלותיהם של הרכיב הצמוד למדד והצמוד למט"ח עלו ל-41.0 ו-20.5 אחוזים, בהתאמה, ואילו משקל הרכיב הלא-צמוד ירד ל-38.5 אחוזים.

³⁷ החריגה של קצב הגידול באמצעי התשלום נגזרת ממודלים אקונומטריים שפותחו בבנק ישראל.

³⁸ מצרף M2 כולל את הפיקדונות הלא-צמודים עד שלושה חודשים וגם את הפיקדונות משלושה חודשים עד שנה.

³⁹ הנתונים על התפתחותו של תיק הנכסים תקפים עד לחודש מאי 2006.

תיבה 2: המידע הגלום בתשואות המק"ם

המק"ם הוא אחד הכלים המרכזיים והיעילים המשמש כיום את המדיניות המוניטרית לניהול הנזילות של המשק. גם התשואות לפדיון הנדרשות על המק"ם, הנקבעות בשוק, הן אינדיקטור מרכזי להערכת תוואי הריבית המוניטרית שציבור המשקיעים צופה לעתיד: השיפוע של עקום המק"ם, הנמדד כפער בין התשואות לטווחים הקצר והארוך, מאפשר לקובעי המדיניות המוניטרית לזהות את הכיוון ואת העוצמה של שינויים שהשוק צופה בריבית בנק ישראל, וללמוד מהם על רמת הריבית המוניטרית המתוייבת עם יציבות מחירים, בהנחת אמינות גבוהה של מדיניות יעד האינפלציה.

אולם תשואות המק"ם אינן בלתי תלויות בצעדיה של המדיניות המוניטרית; להפך: המדיניות המוניטרית משפיעה במישרין על תשואות המק"ם, בעיקר לטווחים הקצרים, על ידי קביעת הריבית הבסיסית במשק. נוסף על כך, דרך מנגנון ההשפעה של המדיניות על ציפיות הציבור לגבי קצב האינפלציה ורמת הריבית בעתיד, נקבעות התשואות לטווחים הארוכים יותר בשוק המק"ם.¹ במילים אחרות: הציפיות של הציבור לגבי שינויים בריבית המוניטרית במהלך השנה הבאה, כפי שהן נגזרות מעקום המק"ם, מתבססות על הערכתו לגבי שיעור האינפלציה הצפויה להיות במהלך אותה תקופה, וכן על צעדיה של המדיניות המוניטרית בהווה ובעתיד.

קשר הגומלין ההדוק בין שוק המק"ם למדיניות המוניטרית, כפי שתואר לעיל, מאפשר לעקוב באופן שוטף אחר אופן בחינתו של הציבור את צעדי המדיניות, וכך לזהות את רמת אמינותה. שינויים חריגים לאורך זמן בתשואות המק"ם לטווחים שונים - מעבר לשינויים בריבית בנק ישראל - אשר אינם נובעים מאירועים בעולם או משינויים בגורמים הבסיסיים בעקום², עלולים להעיד על פגיעה באמינות; זאת בכפיפות לאינדיקטורים נוספים מן השווקים.

כדי להמחיש נקודה זו נתבונן באיור 1, המציג את ריבית בנק ישראל (במונחים אפקטיביים) ואת תשואות המק"ם



לשלושה חודשים, וכן את השיפוע של עקום המק"ם, המוגדר כאן כפער בין התשואה ל-12 חודשים לבין התשואה ל-3 חודשים. ניתן לראות, לדוגמה, שמיד לאחר הורדת הריבית בשתי נקודות אחוז בדצמבר 2001, תשואות המק"ם הגיבו בירידה בשיעורים דומים³. ואולם, במהלך חמשת החודשים הראשונים לאחר מכן, במקביל לעלייה בציפיות לאינפלציה, נרשמו עליות בתשואות המק"ם בשיעורים מצטברים של 1.5 ו-2.5 נקודות אחוז לטווחים של שלושה ושניים עשר חודשים, בהתאמה - הרבה מעבר לעלייה של ריבית בנק ישראל בתקופה המקבילה⁴. על פי התפתחות זו של תשואות המק"ם הציבור העריך שריבית בנק ישראל אינה תואמת יציבות מחירים, ולכן נדרשת העלאתה הן בטווח המיידי והן בטווח הארוך יותר. התפתחות זו בשוק המק"ם ועמה התפתחויות באינדיקטורים רבים אחרים, העידו חד-משמעית על אובדן האמינות של המדיניות. רק לאחר שתי העלאות רצופות של ריבית בנק ישראל בשיעור מצטבר של 4.5 נקודות אחוז, נפסקה ההדרדרות של האמון במדיניות: נרשמה

¹ תשואות המק"ם הן לטווחים מחודש עד 12 חודשים.

² כמו למשל שינוי בפרמיית הנזילות, שינויים בהסדרי מיסוי על המק"ם וכו'.

³ פירוט של התפתחויות בשווקים ניתן לראות בדוח בנק ישראל לשנת 2002.

⁴ בחמשת החודשים הראשונים של שנת 2002 הועלתה ריבית בנק ישראל בשיעור מצטבר של 8.0 נקודות אחוז.

ירידה בציפיות לאינפלציה משוק ההון, ובמקביל ירדו תשואות המק"ם, ושיפועו של העקום השתטח ואף הפך לשלילי מתון - מה שהצביע על ציפיות לירידה מסוימת של ריבית בנק ישראל, בעיקר בטווחים הקצרים.

תשואות המק"ם, נוסף על ציפיות המשקיעים לגבי הריבית, מגלמות גם פרמיית סיכון, הגדלה עם התארכות הטווח לפדיון. פרמיה זו (term premium) היא תוספת תשואה על המק"ם, שציבור המשקיעים דורש עבור הסיכון הנובע בעיקר מאי-הוודאות לגבי האינפלציה או הריבית בעתיד, ופיצוי על אובדן נזילות מהשקעה לטווחים של עד שנה. סביר כי פרמיה זו איננה קבועה, אלא משתנה על פני זמן בהתאם לרמת אי-הוודאות השוררת בסביבה הכלכלית ולרמה של אמון הציבור במדיניות⁵: בתקופות שבהן רמת אי-הוודאות עולה (כמו למשל במחצית הראשונה של 2002), הציבור ידרוש פיצוי גבוה יותר, וכתוצאה מכך שיפועו של עקום המק"ם יהיה תלול יותר, מעבר לעלייה הנגזרת מציפיותיו של הציבור.

שיפוע חיובי או שלילי של עקום המק"ם יכול להצביע על כיוון ראשוני שציבור צופה בריבית המוניטרית בעתיד; אולם זיהוי מדויק של שינוי זה הוא בעייתי, משתי סיבות עיקריות: הראשונה, קיום של פרמיית הסיכון, המשתנה על פני זמן, שאינה ידועה. כתוצאה מכך, ניתן לייחס בטעות את מלוא השינוי בשיפוע של עקום המק"ם לשינוי בציפיות, בעוד שלאמיתו של דבר שינוי זה משקף בחלקו גם את השינוי בפרמיה. הסיבה השנייה היא, שהרמה הצפויה של הריבית בעתיד והשינויים בה משתקפים בתשואה העתידית (implied forward rate) הנגזרת מן התשואות-לפדיון השוררות בשוק. כיוון שרמת הריבית הצפויה על ידי השוק נגזרת בהנחות תיאורטיות, היא עלולה ללקות בטעויות מדידה.

למרות המגבלות של השימוש בעקומי התשואות לצורך גזירת מידע על ציפיות השוק לגבי השינויים הצפויים בריבית, אמצעי זה מקובל לא רק בבנק ישראל אלא גם בבנקים מרכזיים רבים בעולם. שבדיה, אנגליה ומדינות אחרות מפרסמות בכל דוח אינפלציה, בין שאר האינדיקטורים, את הציפיות של השוק לגבי תוואי הריבית לא רק במהלך השנה הקרובה אלא לטווחים ארוכים יותר.

⁵ אמידה של הפרמיה מתוך תשואות המק"ם וגזירה של ציפיות הציבור לגבי השינויים בריבית ניתן לראות למשל בעבודתם של אלכס אילק, טניה סוחוי וניר קליין (2005), "אמידת הפרמיה הגלומה בתשואות המק"ם", מחלקת המחקר בבנק ישראל.

ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

בהיותו המשק הישראלי משק קטן ופתוח, האינפלציה בו מושפעת ממכלול רחב של גורמים שמקורם בהתפתחויות בעולם. צמיחה ואינפלציה עולמית משפיעות על המחירים המקומיים דרך הערוץ של יצוא הסחורות והשירותים ודרך השתנותם של מחירי המוצרים והתשומות המיובאים, המשתקפים באופן ישיר או עקיף במדד המחירים לצרכן. להלן יתוארו ההתפתחויות הכלכליות העיקריות בעולם, על סמך אינדיקטורים ראשוניים.

כלכלת ארה"ב, שספגה בשנה שעברה מספר זעזועים, בעיקר בעטיים של הוריקנים ועליית מחירי הנפט, הרשימה בעמידותה הגבוהה, והיא עדיין הגורם המרכזי המניע את תהליך הצמיחה בעולם. לאחר צמיחה נמוכה מאוד ברביע האחרון של 2005 (השיעור הנמוך ביותר מאז סוף 2002)

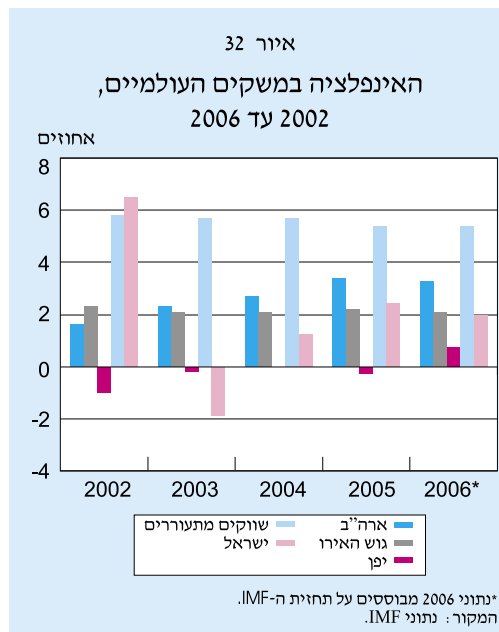
הועלו תחזיות הצמיחה של המשק האמריקאי ל-2006 ל-3.4 אחוזים - למרות הגירעון הגדל במאזן התשלומים ומדיניות מוניטרית מרסנת. ריבית ה-Fed עלתה מתחילת השנה לרמה של 5.25 אחוזים, והיא צפויה להוסיף ולעלות.

הצמיחה בגוש האירו התחילה להתבסס בתחילת השנה, אחרי התמתנותה במחצית השנייה של 2005. מגמת ההתאוששות של הסביבה הכלכלית העולמית באה לידי ביטוי בהתרחבות היצוא האירופי, אולם שיעורי החיסכון הגבוהים מלמדים, שבשלב זה אין סימנים לתמיכה בתהליך הצמיחה מכיוונה של הצריכה הפרטית. שיפור בפעילות הכלכלית באירופה עלול להשליך גם על הפעילות של השוק המקומי עקב משקלו הגבוה של הסחר עם גוש האירו בסחר הכולל של ישראל, כ-40 אחוזים. נוסף על התפתחויות אלו, העלה הבנק המרכזי של האיחוד האירופי את הריבית בסוף המחצית הראשונה והיא עומדת על-2.75 אחוזים.

גם יפאן נהנתה מהתרחבות של הפעילות הכלכלית: שיפור בשוק העבודה (ירידה בשיעור אבטלה) ועלייה בשכר הנומינלי הם אינדיקציה נוספת לסוף עידן הדיפלציה ולהאצה של תהליך הצמיחה במשק היפאני. כלכלת יפאן צפויה להיות, לצד ארה"ב, כוח מניע של הכלכלה העולמית בשנה הקרובה.

שיעור הצמיחה של השווקים המתעוררים המשיך לעלות על התחזיות. תרומתם של אלו לכלכלה העולמית הולכת וגדלה במהירות. מגמת העלייה של הפעילות הכלכלית ברוסיה, בסין ובהודו תרמה כ-25 אחוזים לצמיחה העולמית. סין צומחת במהירות (10 אחוזים), בעיקר הודות לגידול ההשקעה ולעודף בחשבון השוטף. הצמיחה בהודו נתמכה על ידי שיעורי ריבית נמוכים והושפעה גם מהצמיחה המהירה של שוק המניות בשנים האחרונות.

בסיכום: אינדיקטורים מובילים לרוב המדינות מצביעים על המשך הצמיחה הן בטווח קצר והן בטווח הארוך. כלכלות ארה"ב ויפאן עשויות להניע את תהליך הצמיחה העולמי בשנה הקרובה, ולתהליך זה יסייעו גוש האירו והצמיחה המואצת של מדינות מתפתחות. עם הגורמים העיקריים התומכים בתהליך הצמיחה העולמית נמנים הסחר העולמי, ההשקעה ותנאים פיננסיים נוחים, המאפשרים תנועות הון בכוון המדינות המתפתחות. התייקרות מחירי הנפט נמשכה בתקופה הנסקרת, מפני הביקושים הגדלים של השווקים המתעוררים. אלה, יחד עם היצע הנפט המוגבל ורמה נמוכה של השקעה באמצעים לגילוי נפט על ידי יצרניות הנפט, נוסף על הביקושים המתרחבים, עשויים להביא להמשך ההתייקרות של הדלקים בעולם. ואולם עד כה סביבת האינפלציה (איור 32) לא השתנתה, והסחר הבין-לאומי צפוי לגדול בקצב מהיר מעט יותר מאשר בשנה שעברה.



III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

א. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

(1) הפעילות הריאלית

התרחבותה של הפעילות הריאלית במשק הישראלי צפויה להימשך גם בשנים הקרובות (2006 ו-2007), אולם קצב הצמיחה הצפוי יהיה מתון יחסית לשנת 2005, וזאת על אף ההתרחבות החזויה של הפעילות הכלכלית בעולם וצמיחה מואצת של המשק בחודשים הראשונים של השנה. התחזית לצמיחת התמ"ג ב-2006 עמדה, טרם פרוץ המשבר, על 5 אחוזים, וקצב גידולו של תוצר המגזר העסקי היה צפוי להיות דומה לזה של השנה הקודמת (כ-6.5 אחוזים). אולם תחזית זו, כפי שצוין לעיל, גובשה טרם פרוץ העימות בצפון, ואי הוודאות סביב התממשותה עלתה מאוד. סביר להניח שההסלמה הביטחונית בצפון שהחלה בחודש יולי תגרע מקצב הצמיחה של המשק. בהנחה שהעימות הנוכחי יסתיים בתוך פרק זמן קצר, השפעתו על הפעילות הריאלית תבוא לידי ביטוי בשנת 2006 ותתבטא בעיקר בפגיעה ביצוא שירותי התיירות⁴⁰, בדחיית השקעות, ובמידה מסוימת גם בפגיעה בצריכה הפרטית וביצוא הסחורות. אולם אם העימות בצפון לא יסתיים בתוך זמן קצר, הפגיעה בפעילות הריאלית תהיה משמעותית הרבה יותר, והיא עלולה בהחלט להימשך גם בשנת 2007.

בשנת 2007 צפוי קצב הצמיחה של התמ"ג להיות כ-4 אחוזים. תחזית זו מתבססת בעיקר על שלוש הנחות: ראשית, שהסביבה העולמית תמשיך לתמוך בקצב הצמיחה של המשק, שנית, שהרגיעה הביטחונית תשוב בתוך פרק זמן קצר יחסית, ולכן לא תשליך באופן משמעותי על התפתחויות בשנת 2007. שלישית, שהמדיניות הפיסקלית תעמוד ביעדי ההוצאות והגירעון, וכן שתוכנית המס תבוצע במלואה. הנחה נוספת היא שהריבית הריאלית לטווח קצר תעלה בשנתיים הקרובות, כתוצאה מהצטמצמות פער התוצר בישראל וההתפתחות הצפויה בחו"ל. אשר לרכיבים השונים שיובילו את צמיחתו של המשק בשנים הקרובות: רכיב היצוא צפוי לגדול, אמנם בקצב נמוך מזה של הסחר העולמי, נוסף על עלייה בצריכה הפרטית, עקב גידול ההכנסה הפנויה של הפרטים ואפקט ה"עושר", שנצבר כתוצאה מצמיחתם של השווקים הפיננסיים, יחד עם ציפיות להפחתת המיסוי. עקב סגירת פער התוצר והתקרבותו של המשק לניצולת המלאה של ההון, צפוי מפנה חיובי גם ברכיב ההשקעה. בהשקעות בענפי המשק בולטת תחזית לגידול ההשקעה בנכסים קבועים, ובפרט בבנייה למגורים. התפתחויות אלו, יחד עם ציפיות לירידה של שיעור האבטלה, יפעלו במהלך השנה

⁴⁰ כך, למשל, ירידה בתיירות הנכנסת ב-50 אחוזים במשך שני רבעים גורעת מהתוצר כ-4.0 אחוזים.

הקרובה להגברת הלחצים האינפלציוניים, עקב צמצומו המהיר של עודף כושר הייצור במשק.

(2) המדיניות הפיסקלית

בשנת 2006 הגירעון בתקציב צפוי להיות נמוך משמעותית מתקרת הגירעון שנקבע על פי החוק. הגירעון הנמוך צפוי לתמוך ביציבותם של השווקים הפיננסיים וביציבות המחירים. בהנחת המשך גידולן של ההכנסות ממסים עד סוף השנה, במקביל להוצאות הנמוכות ב-1.5 אחוזים ממסגרת התקציב, יסתכם הגירעון בפחות מאחוז תוצר. גם במקרה של ביצוע מלא של מסגרת התקציב יסתכם הגירעון בשנת 2006 בפחות מ-1.5 אחוזי תוצר – נמוך במידה ניכרת מתקרת הגירעון של 3 אחוזים. על פי הצעת התקציב הראשונה לשנת 2007, ההוצאה הממשלתית תעלה ריאלית ב-1.7 אחוזים, ויעד הגירעון צפוי לרדת ל-2 אחוזים. כמו כן בהנחה שלא יבוצעו הפחתות נוספות של שיעור המס, מעבר למתוכננות, החוב הממשלתי לתוצר יפחת ל-90 אחוזים בסוף 2006. אישור תוכנית האוצר להפחתת המע"מ באחוז אחד בתחילת יולי ל-15.5 אחוזים עשוי לגרום מקצב עליית המחירים השנתי, אף כי בטווח הארוך יותר הוא יפעל להגדלת הביקושים.

השפעת העימות הצבאי בגבול הצפון על תקציב 2006 עלולה להתבטא בהגדלה מסוימת של הגירעון וההוצאות הביטחוניות מעבר לתחזית הבסיסית, אולם עוצמתה לא צפויה להיות גדולה, בתנאי שהעימות יימשך תקופה קצרה וללא מעורבותם של גורמים נוספים. סביר להניח שמסגרת התקציב לשנת 2007 לא תושפע מההתפתחויות האחרונות, אלא אם כן תהיה הדרדרות במצב הביטחוני לכיוון של משבר מתמשך, ובפרט אם יתפתח איום של משבר אזורי.

ב. ההתפתחויות הצפויות בשוק מטבע החוץ

על פי הערכות בנק ישראל, זרמי המט"ח של החשבון הבסיסי, המבטאים את תנועות ההון בעלות האופי ארוך הטווח ואת זרמי המט"ח הנובעים מהחשבון השוטף, צפויים להתבטא ביבוא הון נטו בהיקפים משמעותיים גם במחצית השנייה של שנת 2006. השקעותיהם הישירות של תושבי חוץ יבואו לידי ביטוי קודם כול בתקבולים מעסקת מכירת חברת "ישקר", שהיא אחת הגדולות שידע המשק הישראלי. מעבר לכך, זרם ההשקעות הישירות, שנמשך לאורך המחצית הראשונה, הראה שהשקעות אלו מושפעות במידה מועטה מאירועים קצרי טווח כדוגמת אלו שהתרחשו בשווקים המתעוררים בחודשים מאי ויוני, או מאירועים גאו-פוליטיים, ולפיכך ההשקעות צפויות להמשיך ולהתבטא ביבוא הון נטו במחצית הקרובה. מינויים של בנקים זרים לעושי שוק החל מחודש ספטמבר 2006 צפוי להביא בשלב הראשון לרכישת אג"ח ממשלתיות על ידי בנקים אלו בהיקף נרחב; בשלב השני, במקביל לאפשרות שאג"ח אלו יימכרו מחדש לתושבי ישראל, עצם המעורבות של בנקים זרים בשוק האג"ח הישראלי צפויה להביא לכניסת משקיעים זרים לשוק זה. העודף בחשבון השוטף

צפוי להמשיך ולגדול, בייחוד אם מחירי הדלק העולמיים יישארו ברמתם הנוכחית. כנגד זאת, השקעות המשקיעים המוסדיים בחו"ל, על רקע הרפורמה במס והציפיות להתייצבות התשואות הארוכות בארה"ב, צפויות להימשך גם במחצית הקרובה.

תרחישים שונים עשויים להקטין את הלחץ הבסיסי לייסוף, הנובע מהתחזית לעודף בחשבון הבסיסי, אף כי ההתרחשויות האחרונות מסייגות תרחישים אלו: השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר תלויות גם בהתפתחויות בשווקים העולמיים והמקומיים. על רקע זה יש לציין את האמון שרחשו תושבי חוץ למשק הישראלי בתקופה האחרונה. זאת על רקע תחזיות חיוביות של בתי ההשקעות המובילים בעולם לגבי המשק הישראלי בכלל ושער החליפין של השקל בפרט⁴¹. דבר זה התבטא גם בהיקפים מתונים יחסית של יציאת תושבי חוץ, אשר לא זעזעו את שוק המניות המקומי כפי שזעזעו את שווקי המשקים המתעוררים בחודשים מאי ויוני. החרפה של המשבר במשקים המתעוררים, או הדרדרות של המצב הגיאוגרפי בישראל, עשויות להגביר את המגמה של הסטת השקעות לכיוון המשקים המפותחים, והדבר יתבטא בעיקר ברכישת מט"ח על ידי משקי הבית. עם זאת יש לציין שחוסר היציבות בשווקים בעולם התבטא עד כה דווקא ביבוא הון של משקי הבית בישראל באמצעות מימוש חלק מהחזקותיהם בשווקים בחו"ל. לפיכך, האירוע של מאי-יוני הסתכם בסופו של דבר ביבוא הון נטו: המימושים של משקי הבית בשוקי חו"ל עלו בהיקפם על המימושים של תושבי חוץ בישראל. אם ירידות המחירים בשוקי חו"ל יתחדשו, דפוס פעילות כזה עשוי לחסן את שער החליפין של השקל מפני "הדבקות" מפחותים במטבעות אחרים. הסבירות להתנהגות כזאת של משקי הבית אינה נמוכה לאור החשיפה הגבוהה שלהם למניות בחו"ל. בדומה לכך, חוסר היציבות בחו"ל, וכן התחדשות ההסתברות לעליות ריבית בארצות הברית, הביאו עד כה להאטת קצב היציאה של השקעות המשקיעים המוסדיים לחו"ל, וגם התרחשות כזאת עשויה למתן את השפעתם של משברים עתידיים בשוקי חו"ל על המשק הישראלי.

רמתו הנמוכה של פער הריביות הקצרות בין ישראל לארצות הברית תמשיך להשפיע על שער החליפין בטווח הקצר, בכיוון של פיחות. אולם הלחץ לייסוף, שנגזר מהכוחות הארוכים שתוארו לעיל, צפוי להיות חזק יחסית. ההדרדרות במצב הביטחוני עלולה להגביר את הלחץ לפיחות, בעיקר אם משקי הבית יחלו לרכוש מט"ח בהיקפים ניכרים. עם זאת, בתרחיש כזה ייתכן שהמגזר העסקי יחזור לפעול על פי דפוס הפעולה המבני שלו, ולמתן את הפיחות בשער השקל תוך מכירת מט"ח בשער חליפין אטרקטיבי מבחינתו. מלבד זאת, הצטברות התגובות של תושבי החוץ לאירועים הביטחוניים, ובכלל זה אלו שהיו בחודש יולי, מלמדת

⁴¹ תחזיות חיוביות אלו באו לידי ביטוי גם בזמן האירועים בצפון, כאשר חברות הדירוג Fitch ו-S&P הודיעו שאינן צופות שינוי לרעה בדירוג האשראי של ישראל בתקופה הקרובה.

שתושבי חוץ מתמקדים בהתפתחויות הכלכליות ארוכות הטווח יותר מאשר באירועים ביטחוניים קצרי טווח.

ג. ההתפתחויות הצפויות בעולם

האינדיקטורים הכלכליים הראשונים לשנת 2006 מראים כי קצב הצמיחה העולמית ימשיך לגדול מעבר למצופה, במיוחד בשווקים המתעוררים. לפי אומדני הקרן המטבע הבין-לאומית צפויה הכלכלה העולמית לצמוח ב- 2006 בשיעור של 4.9 אחוזים, ולהתבסס, בדומה לשנה הקודמת, על גידולו הנרחב של הסחר העולמי, ששיעורו הצפוי בשנת 2006 נאמד ב- 8 אחוזים. (האומדן של OECD אופטימי יותר ומצביע על צמיחתו של הסחר ביותר מ-9 אחוזים.) גם תנאים נוחים בשווקים הפיננסיים, יחד עם הימשכותה של מדיניות מקרו-כלכלית מסתגלת, עשויים לתמוך בתהליך הצמיחה העולמי. מפילוח גיאוגרפי עולה:

הצמיחה בארה"ב צפויה להתמתן יחסית לשנה הקודמת, ושיעורה יעמוד על 3.4 אחוזים. המשך תהליך הצמיחה, יחד עם הגירעון הפיסקלי והגירעון בחשבון השוטף עשויים להשפיע גם השנה על מדיניותה המוניטרית של ארה"ב ולהשתקף בהעלאות ריבית נוספות – דבר שיחייב גם את קובעי המדיניות המוניטרית בישראל להגיב במקרה של יציאת הון מהמשק.

בגוש האירו, על אף האטה בצמיחה ברביע האחרון של 2005, ניכרים סימנים להתרחבות הפעילות הכלכלית בשנה הנוכחית. אמנם קצב הצמיחה הצפוי באירופה עלה ל-2 אחוזים, אך חולשתו של רכיב הצריכה הפרטית חושפת את כלכלות אירופה לזעזועים פנימיים וחיצוניים. שיעורי האינפלציה צפויים להישאר ברמות שאפיינו את גוש האירו בשנים אחרונות – סביב 2 אחוזים.

לוח 1

נתונים ואומדנים להתפתחות הצמיחה והאינפלציה במדינות נבחרות, 2004 עד 2007 (אחוזים לשנה)¹

2007	2006	2005	2004		
3.3	3.4	3.5	4.2	ארה"ב	הצמיחה
1.9	2.2	1.4	1.8	גוש היורו	
2.1	2.8	2.7	2.3	יפן	
				השווקים המתעוררים	
6.6	6.9	7.2	7.6		
2.5	3.3	3.4	2.7	ארה"ב	האינפלציה
2.2	2.1	2.2	2.1	גוש היורו	
0.6	0.7	-0.3	0.0	יפן	
				השווקים המתעוררים	
4.8	5.4	5.4	5.7		

במשק היפאני צפוי המשך ההתאוששות, שהחל בסוף השנה הקודמת. הלחצים הדיפלומטיים ימשיכו לקטון, וסיכוני האינפלציה יעלו, במיוחד אם הצריכה הפרטית תתרחב בתגובה על שיפור ניכר של התנאים בשוק העבודה.

הפעילות הכלכלית במדינות המתעוררות תישאר איתנה גם השנה. שיעורי הצמיחה במדינות סין והודו צפויים להיות 7.3 ו 9.5 אחוזים, בהתאמה.

ד. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

(1) הערכות האינפלציה העתידית

לפי כל ההערכות, האינפלציה בשנת 2006 ובמהלך 12 החודשים הבאים צפויה להימצא בין הגבולות של יעד יציבות המחירים. הערכה זו נגזרת מתוך ההערכות של החזאים הפרטיים, שוק ההון וסקר החברות (לוח 2).

הערכות אלה מתבססות בעיקר על ציפיות דומות להמשך העלאות הריבית על ידי בנק ישראל במהלך השנה הבאה בשיעור מצטבר של עד נקודת אחוז, ועל המשך הצמיחה של המשק.

ההערכות לגבי התפתחותו של שער החליפין מסתמכות על הנחות שונות: המוסדות הפיננסיים הזרים המפרסמים תחזיות לגבי שער השקל מול הדולר צופים התחזקות של השקל במהלך שנים עשר החודשים הקרובים; על פי הערכות החזאים הפרטיים צפויה באותה תקופה יציבות יחסית בשער החליפין. לעומת זאת צופות מרבית החברות במשק פיחות של השקל מול הדולר במהלך 12 החודשים האלה. על פי הערכות בנק ישראל, אם יציבות שער החליפין תישמר, ויימשכו המגמות של סגירת פער התוצר ועליית מחירי היבוא, האינפלציה בסוף שנת 2006 ובמהלך 12 החודשים הבאים תהיה בתחום יעד יציבות המחירים, תוך העלאה מתונה של ריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה. העימות הצבאי בצפון צפוי להביא להאטה בפעילות הן מצד הביקושים והן בשל פגיעה בהיצע, וכן להשתקף בעליית הסיכון של המשק, שתמתן את הלחץ הבסיסי לייסוף; בטווח הקצר לפחות יתבטאו ההשפעות בעליית האינפלציה.

לוח 2

הערכת האינפלציה לשנת 2006 ול-12 החודשים הבאים

סקר החברות	החזאים הפרטיים	שוק ההון	היעד	
*	2.8 (2.2-3.9)	*	2 (1-3)	2006, ממוצע (תחום)
2.6	2.3 (1.8-3.0)	1.7	2 (1-3)	12 החודשים הבאים, ממוצע (תחום)

¹ הנתונים נכונים לחודש יוני 2006.

* אין נתון לאופק קצר משנה.

(2) מאזן סיכוני האינפלציה

לפי הערכות האינפלציה דלעיל, הסבירות להחטאת יעד האינפלציה במהלך שנים עשר החודשים הקרובים מלמעלה או למטה דומה. בהערכה זו תורמים הגורמים הבאים:

- אף ששיעור האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים, כפי שנמדד בסוף המחצית הנסקרת, הוא מעל הגבול העליון של היעד, הרי מאחר שכל האינדיקטורים המשמשים להערכת סביבת האינפלציה מראים שסביבת האינפלציה יציבה סביב אמצע היעד, ובהעדר ממצאים בדבר אינרציה אינפלציונית⁴², החריגה הנוכחית לא צפויה להשפיע על קצב עליית המחירים בעתיד.

- שער החליפין:

- המשך ההדרדרות במצב הביטחוני עלול להקטין את האטרקטיביות של ההשקעה בישראל מול כל האלטרנטיבות האחרות של תושבי ישראל ותושבי חוץ גם יחד, ובכך ליצור לחצים לעליית שער החליפין ודרכו על המחירים.

- ההתפתחויות הצפויות בחשבון הבסיסי, שעל פיהן יתקיים עודף בזרמי המט"ח ארוכי הטווח אל המשק, יפעלו ליציבות שער החליפין ברמתו הנוכחית ואף להתחזקותו.

- נפילת שוקי המניות והפיחותים החדים בשווקים המתעוררים פעלו עד כה להגדלת האטרקטיביות היחסית של המשק הישראלי יחסית למשקים אלו, ולכן שער השקל נותר יציב ואף התחזק בתקופה האחרונה. מגמה זו עשויה להימשך ואף להתחזק לאור שיפור אפשרי בדירוג האשראי של ישראל על ידי חברות זרות.

- התגברות אפשרית של האינפלציה בארה"ב, שתלווה בעלויות ריביות לטווחים קצרים וארוכים גם יחד, עלולה להביא ליציאת הון מהמשק ולפיחות. אולם כוחות אלה עשויים להתמתן כתוצאה מהתגברות אי-הוודאות וירידת האטרקטיביות היחסית של ההשקעה בארה"ב, על רקע המשך הרעה במדיניות הפיסקלית שם.

- ההאצה בקצב הצמיחה במחצית הראשונה של 2006, והמשכה הצפוי בתקופה הבאה, הם בעיקר תוצאה של גידול הביקושים. מהצד האחר, הגדלת הניצולת של מלאי ההון הביאה בתקופה האחרונה להגברת ההשקעות במכונות וציוד, המגדילה את מלאי ההון, וזו, יחד עם גידול שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, צפויים לתרום להרחבת כושר הייצור והתוצר הפוטנציאלי. למגמות מנוגדות אלו השפעות סותרות על התפתחות המחירים בעתיד.

⁴² העדר אינרציה אינפלציונית בישראל תועדה למשל אצל: D. Elkayam and A. Ilek, (2004). *The Information Content of Inflationary Expectations Derived from Bond Prices in Israel*. Monetary Studies 04.03, Bank of Israel.

- שוק העבודה : אם השכר הנומינלי במשק יעלה על הפריזון, דבר שיתבטא בעליית עלות העבודה ליחידת התוצר - עלולים להיווצר לחצים אינפלציוניים משוק העבודה.
- מחירי הדלק : לגבי ההתפתחות העתידית של מחירי הדלק קיימת אי וודאות. עם זאת, התחזיות הנוכחיות מעניקות סבירות להמשך עליית המחירים, ולכן טמון בכך פוטנציאל לעליית המחירים בישראל.
- התחום הפיסקלי :
 - התקציב לשנת 2006 אושר ולא צפויה פריצה של מסגרתו, למעט במידה והמשך ההדרדרות הביטחונית יצריך הגדלה של התקציב הביטחון.
 - בשנת 2007 יש סבירות לעלייה משמעותית בהוצאות הממשלה על רקע תכנית ההתכנסות. הוצאות אלו, בסדרי גודל שקשה להעריך כעת, עלולות להגביר את הלחצים האינפלציוניים ולהשפיע על היציבות הפיננסית.
 - במהלך המחצית השנייה של 2006 צפויים להיחתם הסכמי שכר חדשים במגזר הציבורי ; אם הם יגלמו בתוכם עלייה משמעותית של השכר, ייתכנו לחצים אינפלציוניים גם מכיוון זה.

לוח נ' 1

האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירין לצרכן, מחירי הדיור ושער החליפין, 2006 עד 1996 (אחוזים)

ממד המחירים לצרכן	ממד המחירים לצרכן ללא פו"י, הלבשה והנעלה	מדד מחירי הדיור	שער החליפין של הדולר	סטטיית התקן הבין חודשית של מדד המחירים לצרכן	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
10.6	11.2	13.2	5.0	0.5	1996
7.0	7.7	7.5	7.9	0.6	1997
8.6	8.6	8.8	18.2	0.9 ¹	1998
1.3	1.5	-0.9	0.4	0.4	1999
0.0	0.2	-2.4	-2.7	0.5	2000
1.4	1.5	5.2	4.8	0.4	2001
6.5	7.1	8.2	9.8	0.7	2002
-1.9	-2.0	-6.7	-6.4	0.4	2003
1.2	1.2	-2.5	-1.2	0.4	2004
2.4	3.1	5.9	6.2	0.5	2005
0.5	1.1	0.3	3.3	0.4	א' 2005
1.9	2.0	5.5	2.8	0.5	ב' 2005
1.6	1.3	-2.9	-3.0	0.4	א' 2006

¹ הסטייה הניכרת של נתון זה מהמגמה הרב-שנתית נובעת מהעליה החדה של שער החליפין באוקטובר 1998, שהייתה בבחינת זעזוע זמני.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח נ' 2
שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית
1988 עד 2006

שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים						
סופי תקופה	ישראל ¹		ארה"ב ²		פער הריביות בין הבנקים המרכזיים של ישראל וארה"ב	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים של ישראל וארה"ב ²
	שיעור הריבית	השינוי	שיעור הריבית	השינוי		
1998	13.50		4.75		8.75	
1999	11.20	-2.30	5.50	0.75	5.70	-3.05
2000	8.20	-3.00	6.50	1.00	1.70	-4.00
2001	5.80	-2.40	1.75	-4.75	4.05	1.60
2002	9.10	3.30	1.25	-0.50	7.85	6.80
2003	5.20	-3.90	1.00	-0.25	4.20	3.00
2004	4.80	-0.40	1.00	0.00	3.80	2.85
	4.50	-0.30	1.00	0.00	3.50	3.28
פברואר	4.30	-0.20	1.00	0.00	3.30	3.53
מארס	4.10	-0.20	1.00	0.00	3.10	3.25
אפריל	4.10	0.00	1.00	0.00	3.10	3.12
מאי	4.10	0.00	1.00	0.00	3.10	3.04
יוני	4.10	0.00	1.25	0.25	2.85	3.21
יולי	4.10	0.00	1.50	0.25	2.60	3.60
אוגוסט	4.10	0.00	1.75	0.25	2.35	3.58
ספטמבר	4.10	0.00	1.75	0.00	2.35	3.48
אוקטובר	4.10	0.00	2.00	0.25	2.10	3.21
נובמבר	3.90	-0.20	2.25	0.25	1.65	2.98
2005	3.70	-0.20	2.25	0.00	1.45	2.67
	3.50	-0.20	2.25	0.00	1.25	2.49
פברואר	3.50	0.00	2.50	0.25	1.00	2.04
מארס	3.50	0.00	2.75	0.25	0.75	2.24
אפריל	3.50	0.00	3.00	0.25	0.50	2.07
מאי	3.50	0.00	3.00	0.00	0.50	2.20
יוני	3.50	0.00	3.25	0.25	0.25	2.09
יולי	3.50	0.00	3.50	0.25	0.00	1.87
אוגוסט	3.50	0.00	3.75	0.25	-0.25	1.79
ספטמבר	3.75	0.25	3.75	0.00	0.00	1.59
אוקטובר	4.00	0.25	4.00	0.25	0.00	1.76
נובמבר	4.50	0.50	4.25	0.25	0.25	1.74
דצמבר	4.50	0.00	4.25	0.00	0.25	1.71
2006	4.75	0.25	4.50	0.25	0.25	1.85
	4.75	0.00	4.50	0.00	0.25	1.77
מארס	5.00	0.25	4.75	0.25	0.25	1.52
אפריל	5.25	0.25	5.00	0.25	0.25	1.31
מאי	5.25	0.00	5.00	0.00	0.25	1.33
יוני						

¹ הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית הריבית החודשית עבור החודש המצוין בלוח.

² הפער בין תשואות אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-10 שנים לבין תשואות אג"ח של ממשלת ארה"ב לאותו טווח.

המקור: עיבודי מחלקת מטבע חוץ והמחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ"3
הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל,
תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד
(ממוצעים חודשיים, אחוזים)
2002 עד 2006

	התשואה הנומינלית ברוטו על אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים	התשואה הריאלית ברוטו על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים	תשואת המק"ם לשנה	ריבית בנק ישראל			
				המוצהרת ¹	האפקטיבית ²	הריאלית ³	
2002	10.9	5.7	8.3	9.1	9.6	7.2	דצמבר
2003	7.0	4.1	4.9	5.2	5.4	4.6	דצמבר
2004	7.0	4.0	4.7	4.8	5.0	4.1	ינואר
	7.4	4.1	4.8	4.5	4.7	3.5	פברואר
	7.4	4.2	4.7	4.3	4.5	3.3	מארס
	7.6	4.3	4.8	4.1	4.3	2.7	אפריל
	7.9	4.4	5.2	4.1	4.3	2.3	מאי
	7.8	4.3	5.0	4.1	4.3	2.5	יוני
	7.8	4.3	4.8	4.1	4.3	2.7	יולי
	7.9	4.3	4.8	4.1	4.3	2.4	אוגוסט
	7.7	4.2	4.7	4.1	4.3	2.3	ספטמבר
	7.6	4.2	4.8	4.1	4.3	2.2	אוקטובר
	7.4	4.2	4.7	4.1	4.2	2.3	נובמבר
	7.3	4.1	4.3	3.9	4.1	2.7	דצמבר
2005	6.9	4.0	4.2	3.7	3.9	2.3	ינואר
	6.7	3.8	4.2	3.5	3.7	1.6	פברואר
	6.6	3.7	4.1	3.5	3.7	1.5	מארס
	6.6	3.8	4.1	3.5	3.7	1.6	אפריל
	6.2	3.6	4.0	3.5	3.7	2.0	מאי
	6.2	3.7	4.0	3.5	3.7	1.8	יוני
	6.3	3.6	4.2	3.5	3.6	1.5	יולי
	6.1	3.5	4.2	3.5	3.6	1.5	אוגוסט
	6.0	3.3	4.3	3.5	3.6	1.1	ספטמבר
	6.1	3.3	4.6	3.8	3.9	1.5	אוקטובר
	6.3	3.6	5.0	4.0	4.1	1.9	נובמבר
	6.2	3.7	5.2	4.5	4.6	2.8	דצמבר
2006	6.2	3.6	5.2	4.5	4.7	2.7	ינואר
	6.5	3.7	5.5	4.8	4.9	2.6	פברואר
	6.5	3.8	5.6	4.8	4.9	2.8	מארס
	6.6	3.8	5.7	5.0	5.2	3.2	אפריל
	6.5	3.8	5.8	5.3	5.4	3.3	מאי
	6.5	3.9	5.8	5.3	5.4	3.5	יוני

¹ הריבית המוצהרת במונחים שנתיים פשוטים (ללא ריבית דריבית).

² הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית (ראה "מבט כלכלי 6").

³ הריבית הריאלית מחושבת על פי הריבית האפקטיבית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון.
המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ' 4
הפער בין התשואות על המק"ם
ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל
2002 עד 2006
(אחוזים)

הפער בין תשואת המק"ם לשנה לריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח לא צמודה ל-10 שנים לריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח צמודה ל-10 שנים לריבית הריאלית של בנק ישראל
2002 דצמבר -1.7	1.2	-1.5
2003 דצמבר -0.5	1.7	-0.5
2004 ינואר -0.3	2.0	-0.1
פברואר 0.2	2.7	0.6
מארס 0.2	2.8	0.9
אפריל 0.6	3.4	1.6
מאי 0.9	3.6	2.1
יוני 0.7	3.5	1.8
יולי 0.6	3.5	1.6
אוגוסט 0.5	3.7	2.0
ספטמבר 0.5	3.4	2.0
אוקטובר 0.5	3.3	2.0
נובמבר 0.4	3.2	1.9
2005 דצמבר 0.2	3.2	1.5
ינואר 0.4	3.1	1.7
פברואר 0.5	3.0	2.2
מארס 0.4	2.9	2.3
אפריל 0.5	2.9	2.1
מאי 0.3	2.6	1.7
יוני 0.3	2.6	1.9
יולי 0.6	2.7	2.2
אוגוסט 0.7	2.6	2.0
ספטמבר 0.7	2.4	2.2
אוקטובר 0.7	2.2	1.8
נובמבר 0.9	2.3	1.7
2006 דצמבר 0.6	1.6	0.9
ינואר 0.6	1.5	0.9
פברואר 0.7	1.6	1.1
מארס 0.8	1.6	1.0
אפריל 0.6	1.4	0.6
מאי 0.4	1.1	0.5
יוני 0.4	1.1	0.4

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ"5
שיעור האינפלציה הצפוי
2001 עד 2006

ממוצע תחזיות ³ האינפלציה ל-12 חודשים	הציפיות משוק ההון			
	לשנה השלישית ואילך	לשנה השנייה ²	לשנה הראשונה ¹	
1.6	2.5	1.3	0.6	2001 דצמבר
2.0	5.3	3.8	2.2	2002 דצמבר
1.6	3.2	1.7	0.7	2003 דצמבר
1.5	3.3	2.1	0.9	2004 ינואר
1.7	3.5	2.5	1.1	פברואר
1.7	3.4	2.8	1.2	מארס
2.1	3.6	3.0	1.6	אפריל
2.6	3.7	3.1	2.0	מאי
2.3	3.7	2.6	1.8	יוני
2.0	3.8	2.2	1.5	יולי
2.4	3.9	2.6	1.9	אוגוסט
2.5	3.7	2.3	2.0	ספטמבר
2.4	3.6	2.5	2.0	אוקטובר
2.2	3.4	2.0	1.9	נובמבר
2.0	3.5	1.9	1.4	דצמבר
2.0	3.3	2.0	1.6	2005 ינואר
2.2	3.1	2.4	2.0	פברואר
2.1	3.1	2.4	2.2	מארס
2.1	3.1	2.0	2.0	אפריל
2.2	3.0	1.9	1.7	מאי
2.0	2.9	2.2	1.9	יוני
2.3	2.9	2.3	2.1	יולי
2.1	2.9	2.4	2.1	אוגוסט
2.0	2.9	2.6	2.5	ספטמבר
2.2	3.0	2.5	2.4	אוקטובר
2.2	2.8	2.5	2.1	נובמבר
1.9	2.6	2.1	1.7	דצמבר
1.8	2.7	2.2	1.9	2006 ינואר
1.7	2.7	2.4	2.2	פברואר
2.1	2.7	2.5	2.1	מארס
2.2	2.7	2.3	1.9	אפריל
2.2	2.7	2.1	2.0	מאי
1.9	2.6	2.1	1.8	יוני

1 הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים.

2 מחושב על בסיס התשואות של איגרות חוב מסוג "שחר" ומסוג "גליל" או "שגיא" לטווחים מקבילים.

3 ממוצע פשוט של תחזיות לאינפלציה של בנקים מסחריים וחברות ייעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר.