



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2006

המחצית השנייה

שבט התשס"ז - ינואר 2007

19



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור. מס' קטלוגי: 3114107019/8

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית השנייה 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.

במחצית השנייה של 2006 ירד מדד המחירים לצרכן ב-1.7 אחוזים. במדידה של שנים עשר חודשים לאחור ירד המדד בסוף מחצית זו ב-0.1 אחוז, שיעור נמוך מהגבול התחתון של טווח יעד האינפלציה (מ-1 עד 3 אחוזים) התואם יציבות המחירים.

בתקופה הנסקרת, ובשנת 2006 כולה, נהנה המשק הישראלי מהישגים חשובים – צמיחה גבוהה, יציבות פיננסית ואינפלציה נמוכה – למרות אירועים חיצוניים שיכלו לערער את ההישגים האלה, ובראשם הלחימה בצפון בקיץ. בהמשך למחצית הראשונה של 2006, שבה שיעור עליית המחירים, במדידה של 12 חודשים לאחור, חרג מעל לגבול העליון של טווח היעד, ניהל בנק ישראל במחצית הנסקרת מדיניות הפועלת בהדרגה להחזרת האינפלציה לתוך תחום היעד.

חריגת שיעור עליית המחירים מעל היעד במחצית הראשונה של 2006 נבעה בעיקר מהיחלשות השקל מול הדולר החל מיוני 2005 ועד פברואר 2006, בין היתר על רקע אירועים גיאופוליטיים והתחזקות הדולר בעולם, ומעליית מחירי האנרגיה בעולם. באותה תקופה העלה בנק ישראל את הריבית בהדרגה, במסגרת המדיניות החותרת להשגת היעד. בתחילת 2006 צפה הבנק כי מדיניות זו תביא להחזרת קצב עליית המחירים לתוך תחום היעד קרוב לאמצע השנה, ואכן כך קרה. במקרה של סטייה מיעד האינפלציה גישת המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, המכונה "הגישה הגמישה", פועלת להחזרת האינפלציה לטווח היעד בהדרגה; זאת כדי למנוע תנודות מיותרות במשק ובשווקים הפיננסיים ולאפשר את בדיקת השפעתו של כל שינוי בריבית על השווקים ועל מחירי הסחורות והשירותים לנוכח השינויים המתרחשים כל העת בתנאים החיצוניים, שהחשובים בהם ב-2006 היו התנודות בשער הדולר ובמחירי הנפט. השמירה על היציבות הפיננסית הייתה הגורם המכריע להעלאת הריבית בסוף יולי - על רקע הערכת בנק ישראל אז בדבר אי-ודאות ניכרת לגבי השפעת הלחימה על המשק והשווקים.

בשליש האחרון של השנה נוצרו כוחות לירידה חדה של מחירי הסחורות והשירותים, בהם ירידה חדה של מחירי האנרגיה וייסוף השקל מול הדולר. ייסוף זה הושפע הן מהיחלשות הדולר בעולם והן מחוסנו של המשק הישראלי, שהתבטא, בין היתר, בעודף גדול בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וביבוא הון. כתוצאה מכך ירד מדד המחירים לצרכן מספטמבר עד נובמבר (כולל) בשיעור מצטבר של 1.8 אחוזים וחרג כלפי מטה מיעד האינפלציה. עוצמתה ומהירותה של התפנית בכוחות המשפיעים על המחירים לא היו צפויות. בתגובה על תפנית זו החל בנק ישראל בנובמבר בהורדה הדרגתית של הריבית במטרה להחזיר את שיעור עליית המחירים לתחומי היעד, אך כפי שהבנק נמנע מהעלאת ריבית חדה במחצית הראשונה של 2006, כך הוא נמנע הפעם מהורדת ריבית חדה מדי. לפי הערכות בבנק ישראל וכן של חזאים מקצועיים במשק, האינפלציה החודשית צפויה לחזור בסוף הרביע הראשון של 2007 לתוואי עונתי התואם את מרכז תחום היעד. עם זאת, בגלל הירידות החדות של מדד המחירים בסוף 2006, צפוי כי האינפלציה בחישוב של 12 חודשים לאחור תישאר מתחת לטווח היעד עד שירידות אלו ייצאו מהחישוב, כלומר עד הרביע האחרון של השנה.

התחזיות הכלכליות ל-2007 ממשיכות להיות חיוביות. צפוי כי יימשכו הן הצמיחה המהירה של התוצר וירידת האבטלה והן יציבות המחירים והיציבות הפיננסית. זאת על רקע הערכות בדבר המשך הצמיחה של הפעילות הכלכלית בעולם ושל היקף הסחר הבין-לאומי, וכן בזכות אישור תקציב המדינה בכנסת, ובו היקפי הוצאה, הכנסה וגירעון המתאימים למצב המקרו-כלכלי. ואולם, אם יתרחשו במהלך השנה אירועים לא-צפויים חשובים, עשויים להיווצר כוחות חדשים, שיביאו לשינוי בתוואי האינפלציה שאנו צופים כעת. דוגמאות אפשריות לכך הן התחדשות השינויים החדים במחירי הנפט, תפנית במחזור העסקים בעולם בכלל ובארה"ב בפרט ושינוי חד במצבה הגיאופוליטי של ישראל. גם ביצוען של הרפורמות המתוכננות בשוק הכספים (למשל פיתוח שוק לעסקות ריפוי) ובמערכת התשלומים וכן הפרטת בז"ן חיפה – כולם מהלכים חשובים לקידום הצמיחה הכלכלית בטווחים הבינוני והארוך – יש בהם כדי לחולל, בטווח הקצר, תנודות מסוימות בריביות הקצרות. בנק ישראל עוקב אחר ההתפתחויות הכלכליות כדי להמשיך ולנהל את מדיניות הריבית כך ששיעורה, בחשיבה של 12 חודשים קדימה, יתיישב עם יעד האינפלציה.

בברכה,

ס. נ'שר

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

10

תיבה 1: תנודתיות האינפלציה וסטיות מיעד האינפלציה בישראל ובעולם

14

II. הסביבה הכלכלית והפיננסית

16

א. הפעילות הריאלית

17

ב. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

20

ב.1. ההתפתחויות בשער החליפין וברמת סיכנון

20

תיבה 2: שער החליפין הריאלי, כדאיות היצוא והמדיניות המוניטרית

21

ב.2. ניתוח הפעילות של המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

23

ג. אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות והפיננסיות

25

ג.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

26

ג.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

27

ג.3. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

29

ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

29

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

31

א. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

31

א.1. הפעילות הריאלית

31

א.2. המדיניות הפיסקלית

31

ב. התפתחויות צפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

32

ג. ההתפתחויות הצפויות בעולם

33

ד. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

34

ד.1. הערכות האינפלציה העתידית

34

ד.2. מאזן סיכוני האינפלציה

36

תיבה 3: הסדרי ההצמדה לשער החליפין במשק הישראלי והשפעתם על המדיניות המוניטרית

37

	לוח נ"1 : האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים
39	לצרכן, מחירי הדיור ושער החליפין, 1996 עד 2006
40	לוח נ"2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית, 1998 עד 2006
	לוח נ"3 : הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב
41	הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2006
42	לוח נ"4 : הפער בין תשואות המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל, 2002 עד 2006
43	לוח נ"5 : שיעור האינפלציה הצפוי, 2001 עד 2006

תקציר

- מדד המחירים לצרכן ירד במחצית השנייה של 2006 בשיעור מצטבר של 1.7 אחוזים (עד דצמבר), לאחר עלייה של 1.6 אחוזים במחצית הראשונה. במהלך שנת 2006 כולה ירד המדד ב-0.1 אחוז - מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים).
- עם הגורמים העיקריים לירידת המחירים במחצית הנסקרת נמנים המשך מגמת הייסוף בשער החליפין של השקל מול הדולר וירידה חדה במחיריהם של מוצרי האנרגיה בעולם. כנגד זאת פעלו בתקופה הנסקרת כוחות לעליית המחירים, שנבעו מהמשך ההתרחבות של הביקושים המקומיים.
- התפתחות שער החליפין בתקופה הנסקרת התאפיינה במגמה של התחזקות השקל מול הדולר, המשך להתחזקותו החל מהרביע השני. התפתחות זו בשער החליפין הייתה דומיננטית והביאה לירידת מחירי הדיור והמוצרים הסחירים, וכפועל יוצא - של מדד המחירים לצרכן.
- מתחילת המחצית השנייה ועד אוקטובר הושפעה מגמת הייסוף בשער החליפין בעיקר מגורמים מקומיים ארוכי טווח - המשך התבססות התנאים החיוביים של המשק, לרבות האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, שתמך בהאצת תנועות ההון אל המשק. לעומת זאת נבעה התחזקות השקל לקראת סוף השנה בעיקר ממגמה גלובלית - היחלשות הדולר בעולם.
- צמיחת המשק נמשכה גם השנה, על אף האטה זמנית בפעילות בגלל מלחמת לבנון השנייה. הצמיחה תרמה להמשך הצמצום של פער התוצר - אף כי התרחבות מצד הביקושים לוותה גם בהתרחבות מצד ההיצע - ולפיכך השפעת הצמיחה על המחירים הייתה מתונה. היציבות במדד עלות העבודה ליחידת תוצר, כתוצאה מעליות מקבילות בפריון העבודה ובשכר הנומינלי, העידה על העדר לחצים אינפלציוניים מכיוון שוק העבודה.
- השווקים הפיננסיים (מט"ח והאג"ח המקומיות) התאפיינו באיתנות בכל התקופה הנסקרת, על אף מלחמת לבנון השנייה. בתחילת הלחימה פוחת שער החליפין ועלו ומדדי הסיכון, במקביל לירידה חדה של מדדי המניות, אך לאחר זמן קצר שבו השווקים למגמות ששררו לפני המשבר.
- המדיניות המוניטרית פעלה במחצית הנסקרת על רקע התפנית בסביבה הכלכלית והביטחונית. בתחילת התקופה, על רקע ההערכה כי הכוחות שפעלו לעליית האינפלציה במחצית הראשונה לא נמוגו, והערכות לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק, העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז. בהמשך המחצית, על רקע היווצרות כוחות מקומיים וגלובליים לירידת המחירים, הוריד בנק ישראל את הריבית בשיעור מצטבר של נקודת אחוז, ובתום המחצית היא עמדה על 4.5 אחוזים.
- הציפייה לגירעון פיסקלי נמוך מהתקרה שנקבעה בתכנון התקציב, על אף גידולן של הוצאות הממשלה בגלל הלחימה בצפון, החלטות הממשלה על יעדי התקציב לשנת 2007 וכן גיוס נטו שלילי - כל אלה תמכו באמינותה של המדיניות הפיסקלית, ובכך תרמו ליציבות בשווקים הפיננסיים ובמחירים.

המשטר המוניטרי בישראל: המשטר המוניטרי שבו פועל בנק ישראל חותר להשגת יציבות מחירים, המוגדרת מאז שנת 2003 כאינפלציה בטווח של 1 עד 3 אחוזים לשנה. (לפירוט ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 17).

I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית

א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים

מדד המחירים לצרכן (איור 1) ירד במחצית השנייה של 2006 (להלן התקופה הנסקרת) בשיעור מצטבר של 1.7 אחוזים, לאחר עלייה של 1.6 אחוזים במחצית הראשונה. בכך הסתכם השינוי במחירים לצרכן ב-2006 כולה ב-0.1 אחוז - מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים); (איור 2). במהלך השנה כולה עלו המדדים המנוכים מסעיפים תנודתיים¹ (לוח נ-1) - כגון דיור, פירות וירקות, הנעלה והלבשה ומוצרי אנרגיה - בשיעורים גבוהים מזה של המדד הכללי, אולם רובם ככולם נעו בסביבת הגבול התחתון של היעד ואף מתחתיו. במחצית הנסקרת בכללה ירדו מדדים אלה בשיעורים דומים לזה של מדד המחירים לצרכן.

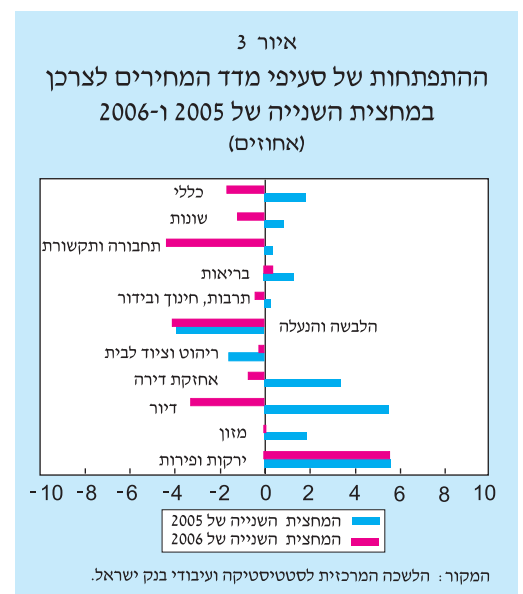
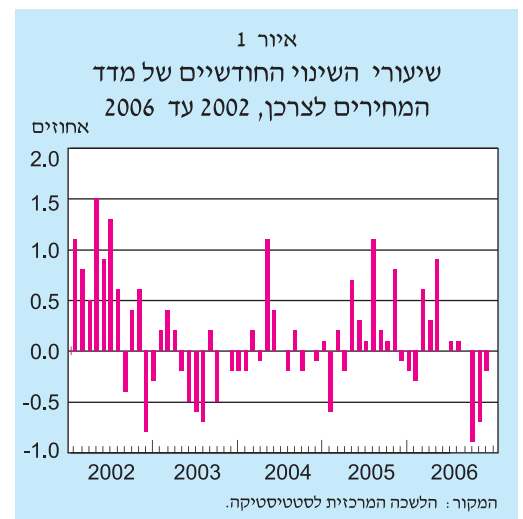
התפתחות מדד המחירים במהלך התקופה הנסקרת השתקפה בירידה של רוב רכיבי המדד (איור 3), פרט לסעיפי המזון, הבריאות (תרומה חיובית של סעיפים אלה מוערכת ב-0.2 אחוז בלבד) והפירות והירקות. בלטו ירידות המחירים בסעיפי התחבורה והתקשורת - שהושפעו במידה רבה מירידה חדה של מחירי הדלקים² - ובסעיף הדיור, שירידתו שיקפה בעיקר את הייסוף בשער החליפין. נוסף על אלה נמשכה מגמת הירידה של מדד הנעלה והלבשה, כתוצאה מהגלובליזציה. ההתמנות במחירים בתקופה הנסקרת באה לידי ביטוי גם במדדי המחירים של ענפי המשק - בירידה של המחירים בעיקר בענפי הבנייה והדיור והחשמל והמים (איור 4). כמו כן ירד מדד המחירים הסיטוניים (ב-3 אחוזים).

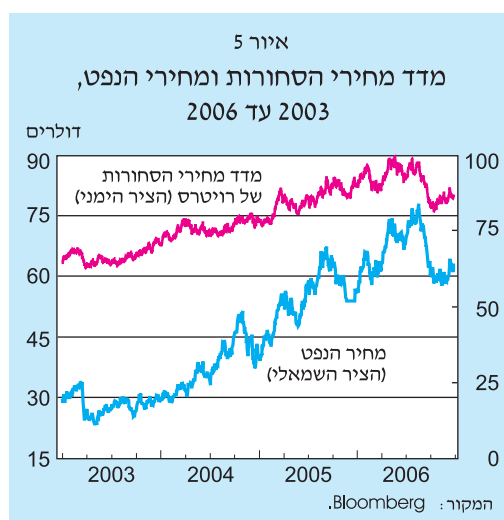
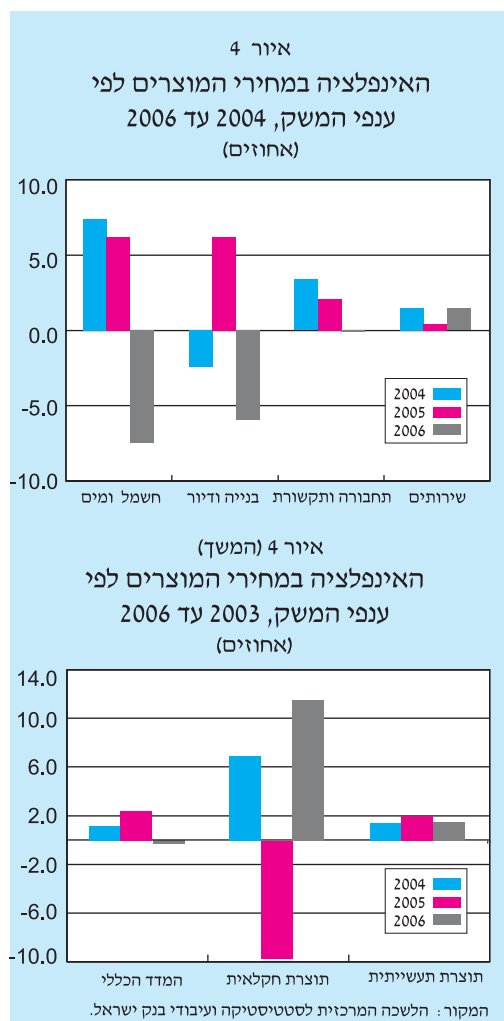
התפתחות המדד במהלך השנה כולה הושפעה ממספר גורמים כלכליים עיקריים ארוכי טווח וקצרי טווח, אולם עוצמתם וכיווני השפעתם על רמת המחירים במשק לא היו אחידים בשתי המחציות. לגורמים שהשפעתם קצרת טווח, כהתפתחות שער החליפין והאינפלציה המיובאת, הייתה השפעה דומיננטית, אך כיווניה השתנו בין שתי מחציות השנה: בתחילת השנה פעלו פחות של שער החליפין (עד פברואר) והתייקרות המוצרים והתשומות המיובאים (בעיקר דלק ואנרגיה, איור 5) להגברת קצב העלייה של המחירים במשק, אולם במחצית הנסקרת, שילוב של גורמים אלו - ובפרט ייסוף מול הדולר (איור 6) וירידה חדה של מחירי הדלק החל מחודש אוגוסט - פעל לירידת המחירים. לעומת זאת תהליך הצמיחה המואץ של המשק, המובל על ידי התרחבות הביקושים המקומיים והיצוא, שלהם השפעה בטווח ארוך יותר, הביא לעלייה מתונה של המחירים לאורך השנה; זאת עקב צמצום עודף כושר הייצור³ ועל אף האטה זמנית בפעילות, בשל הלחימה בצפון בתחילת המחצית השנייה.

¹ דיון מורחב במדדים לאינפלציה הבסיסית (הליבה) ובשימושיהם ראו בדוח האינפלציה למחצית הראשונה של 2005, תיבה 1.

² הוזלת מחירי הדלק רלוונטית גם למדד אחזקת הדירה, שאכן ירד במחצית הנסקרת.

³ לפי הערכות בנק ישראל, צמצום פער התוצר, תרם כ-0.4 אחוז לעליית מדד המחירים לצרכן בשנת 2006.





שער החליפין מול הדולר יוסף בתקופה הנסקרת, כאמור, בשיעור חד (5%), המשך למגמה שהחלה ברביע השני. הייסוף הביא לירידת מחירי הדיור והמוצרים הסחירים⁴, וכפועל יוצא - של רמת המחירים הכללית. התחזקות השקל הושפעה הן מגורמים מקומיים ארוכי טווח והן מגורמים גלובליים, שמטבעם קשה לצפות מראש את עוצמתם. עם הגורמים המקומיים ארוכי הטווח נמנים תנאי היסוד החיוביים של המשק, ובראשם השיפור בעודף בחשבון השוטף, ואמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית; אשר תמכו בתנועות הון ארוכות טווח אל המשק. כאמור, פעלו גם הגורמים הגלובליים, אשר האיצו את מגמת הייסוף, ביניהם היחלשות הדולר בעולם והירידות החדות בשווקים המתעוררים, שגרמו להאטה בקצב התאמת התיקים של המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית.

המדיניות המוניטרית שניהל בנק ישראל במחצית הנסקרת פעלה להשגת יעד האינפלציה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. מדיניות זו התאפשרה בזכות אמינותה של המדיניות הפיסקלית, שבאה לידי ביטוי בעמידה ביעד הגירעון (איור 7), על אף עלייה חדה של ההוצאות לשם מימון הלחימה, וכן בצמצום גיוסי ההון ובירידה נמשכת של החוב הציבורי ביחס לתמ"ג. התפתחות המדיניות המוניטרית על פני המחצית הנסקרת לא הייתה אחידה: בעקבות הערכות בדבר עליית הסיכון של המשק בתחילת המחצית, בעטייה של הלחימה בצפון, העלה בנק ישראל את הריבית בחודש יולי ב-0.25 נקודת אחוז. אולם כתוצאה מהיווצרות לחצים לירידת מחירים (שתוארו לעיל), אשר הלכו וגברו בהמשך המחצית, הוריד בנק ישראל את הריבית בשלושת החודשים האחרונים בשיעור מצטבר של נקודת אחוז.

הירידה המהירה של האינפלציה בתקופה הנסקרת מחייבת התייחסות לחריגה כלפי מטה מיעד יציבות המחירים. הסיבות העיקריות לחריגה מהגבול התחתון של יעד האינפלציה הן האצה בהתחזקות השקל מול הדולר וירידה חדה של מחירי האנרגיה בעולם⁵. המדיניות המוניטרית פעלה בתחילת המחצית הנסקרת בסביבה של האצה בקצב עליית המחירים, שהתבטאה בחריגה כלפי מעלה מהיעד⁶; זאת על רקע עלייה ניכרת של מחירי הסחורות והתשומות המיובאות (ביניהן האנרגיה), הצמיחה המואצת והערכות בדבר עליית הסיכון של המשק בעקבות מלחמת לבנון השנייה. התפתחויות אלו הביאו להעלאת הריבית, במטרה לשמור על היציבות הפיננסית ולהחזיר את האינפלציה לגבולות היעד. בחודשים ספטמבר ואוקטובר ירדה רמת המחירים במשך ירידה חדה, כתוצאה מזעזוע אקסוגני - ירידה חדה (20 אחוזים) של מחירי האנרגיה בעולם, לצד התחזקות משמעותית של השקל מול הדולר. עוצמתם של גורמים אלה הביאה לשינוי במדיניות המוניטרית ולירידה הדרגתית של

⁴ לדיון על עוצמת התמסורת משער החליפין למחירים ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה למחצית הראשונה של השנה.

⁵ תרומת הייסוף וירידת מחירי האנרגיה (השפעה ישירה בלבד) לירידת המחירים לצרכן במחצית הנסקרת מוערכת ב-1.4 ו-0.2 אחוזים, בהתאמה.

⁶ עליית שיעור האינפלציה של 12 החודשים האחרונים במחצית הראשונה הושפעה במידה רבה מעלייה חריגה של המדד ביולי 2005.

הריבית במשק. נשאלת השאלה אם עוצמת ההרחבה המוניטרית הייתה מספקת. יש לזכור כי בנק ישראל, מתוך דאגה לשמירה על יציבות המשק והשווקים הפיננסיים, נוקט זה מכבר מדיניות של החלקת הריבית, המתבטאת בשינוי הדרגתי בכלי המדיניות המתמיישבים עם השגת יציבות המחירים בתוך זמן סביר. כמו כן נזכור כי בתקופה הנסקרת, בדומה למחצית הראשונה, המשיך פער התוצר במשק להצטמצם ופעל לעליית המחירים - אף כי בדיעבד השפעתו הייתה פחותה - והערכות בעולם הצביעו על מיצוי תהליך הירידות של מחירי האנרגיה. גורמים אלו חיבו הדרגתיות בהפחתת הריבית.

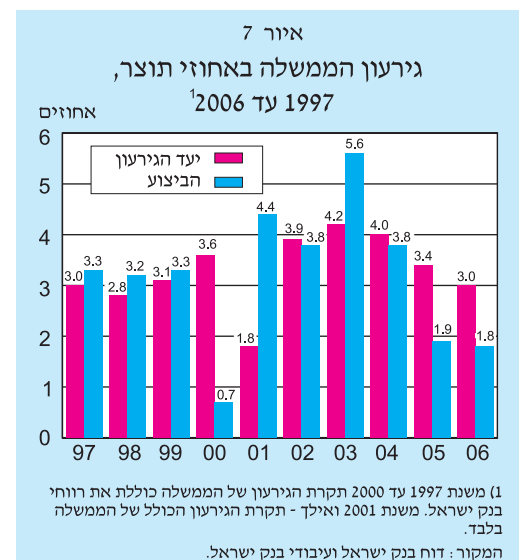
בסיכום: צעדי המדיניות המוניטרית שנקט בנק ישראל בתקופה הנסקרת, בהתחשב במכלול הגורמים שצינו לעיל, תאמו את המדיניות הגמישה להשגת יעד אינפלציה ונשענו על הערכה כי הסטייה מהיעד היא זמנית, והאינפלציה תשוב ותתכנס לגבולות היעד בתוך פרק זמן סביר.

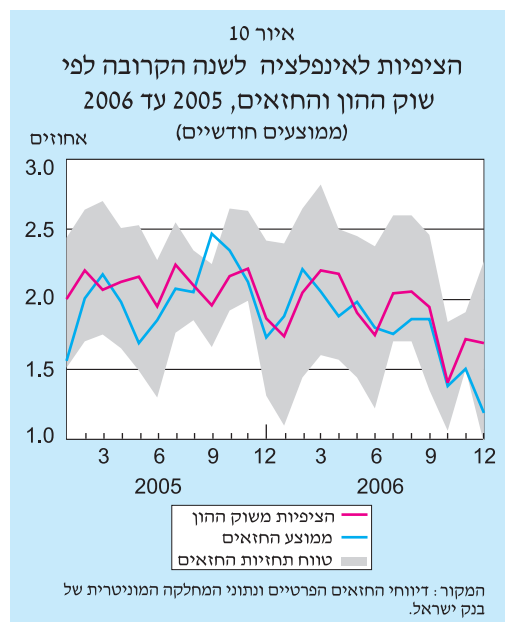
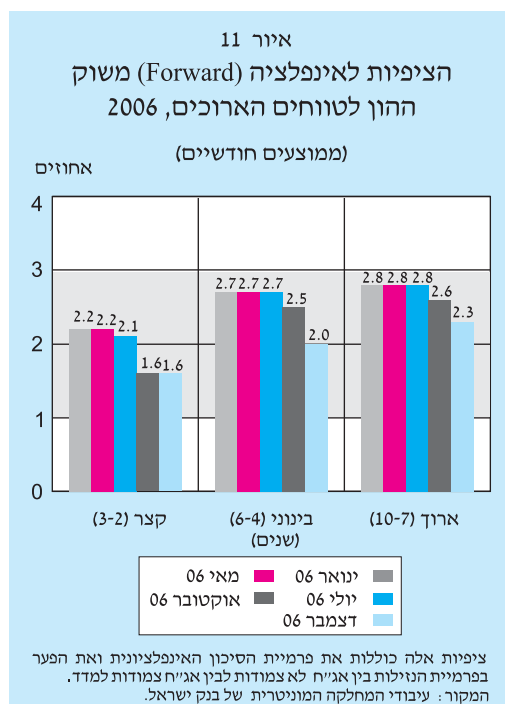
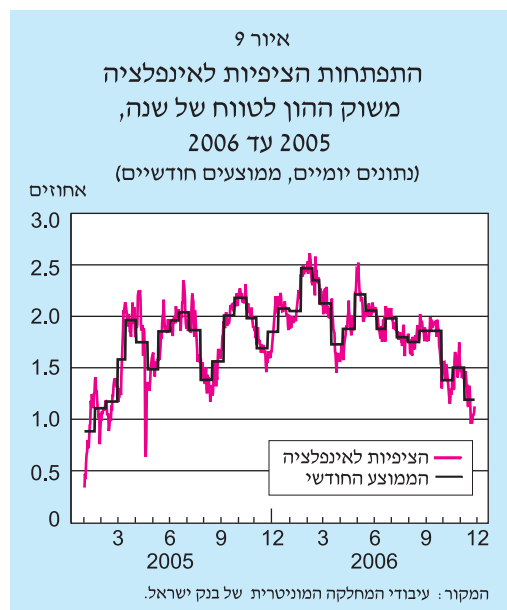
ב. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2006 פעלה בסביבה אינפלציונית וביטחונית משתנה. בסוף יולי העלה בנק ישראל את הריבית לחודש אוגוסט ב-0.25 נקודות אחוז, על רקע עלייה בהערכת רמת הסיכון של המשק, תוצאת הלחימה בצפון וכוחות לעליית האינפלציה, שנוצרו עוד במחצית הראשונה. הריבית לחודשים ספטמבר ואוקטובר לא שונתה, על רקע חזרתה של האינפלציה לגבולות היעד והתייצבות מרבית האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה. לאחר מכן התחזקה מגמת הייסוף של השקל מול הדולר, ומחירי האנרגיה ירדו בשיעור חד - התפתחויות שהביאו לירידת מחירים מפתיעה ומשמעותית. על כן הוריד בנק ישראל את הריבית החל מחודש נובמבר בשיעור מצטבר של נקודת אחוז, כך שבתום השנה היא עמדה על 4.5 אחוזים.

המדיניות המוניטרית פעלה במחצית הנסקרת על רקע עמידות מרשימה של השווקים הפיננסיים המקומיים, מאז תחילת השנה. יציבות השווקים במחצית הנסקרת בלטה במיוחד על רקע מלחמת לבנון השנייה והטלטלה הפוליטית שהתחוללה בעקבותיה; באלה היו גלומים כוחות לעליית הסיכון של המשק, אולם בדיעבד התממשו כוחות אלה במידה מועטה בלבד.

בתחילת המחצית הנסקרת, על רקע חשש מעלייה ברמת הסיכון של ישראל עם פרוץ מלחמת לבנון, נרשם פיחות חד בשער החליפין של השקל מול הדולר ומול האירו (איור 6), וכן עלתה סטיית התקן הגלומה, הנגזרת מאופציות שקל-דולר (איור 8). כתוצאה מכך נוצר חשש להאצת היחלשותו של השקל, וזאת גם לאור הערכות בדבר המשך המגמה של העלאות הריבית בחו"ל. התממשות של תרחיש זה, בהתחשב במנגנון התמסורת המהיר משער החליפין למחירים, הייתה עלולה להאיץ את קצב עליית המחירים במידה משמעותית ולהחריף את חריגת האינפלציה מיעדה גם במחצית השנייה של 2006. להתחזקות הלחצים האינפלציוניים





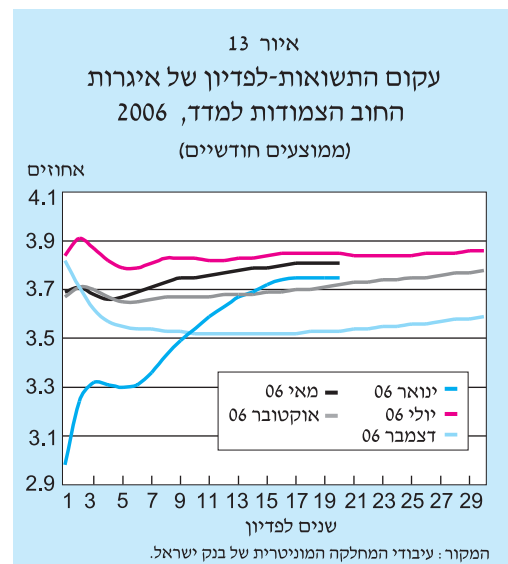
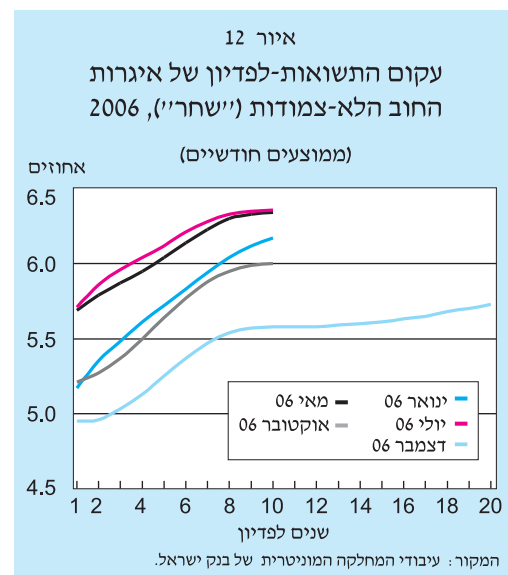
תרמו גם גידול מהיר של הביקושים החל במחצית הקודמת ועלייה של מחירי הסחורות המיובאות והאנרגיה, שלא חלחלו במלואם למחירים במחצית הראשונה.

עם זאת, מרבית האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה בעתיד אופיינו ביציבות: הציפיות לאינפלציה לשנה ולטווחים ארוכים יותר, הנגזרות משוק ההון, נמצאו סמוך לאמצע תחום היעד, בהמשך למחצית הראשונה ובדומה להערכות החזאים הפרטיים (איורים 9-11). גם התשואות הריאליות והנומינליות נותרו יציבות (איורים 12-13), שכן עלייה מסוימת של פרמיית הסיכון בעקבות הלחימה פעלה לעלייתן, ואילו ירידת התשואות בארה"ב יצרה לחץ לירידתן.

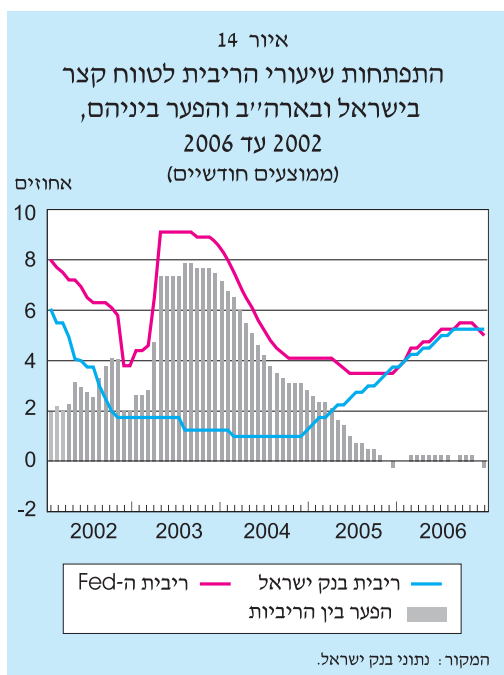
בהתאם להתפתחויות אלו הראו באותה העת המודלים האקונומטריים שפותרו בבנק ישראל, בדומה לציפיות הנגזרות מהעקום של תשואת המק"ם ולהערכות החזאים הפרטיים, שהריבית אשר נקבעה לחודש יולי לא תאפשר את השגתו של יעד האינפלציה ויש להעלותה. ואכן, בסוף חודש יולי, בעיצומה של הלחימה, העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 5.5 אחוזים (איור 14), וכך הפגין נחישות בשמירת היציבות הפיננסית ובחתימה להשיג את יעד האינפלציה.

ימים מספר לאחר תחילת הלחימה, שבמהלכם פוחד השקל בשיעור חד ועלתה סטיית התקן הגלומה, התמתנה התגובה של השווקים הפיננסיים, ונתחדשה הרגיעה: שער החליפין של השקל מול הדולר הוסיף להתחזק כבר מאמצע חודש יולי, בהמשך למגמתו לפני הלחימה, ובמקביל ירד משמעותית סיכון שער החליפין. נתחדשה גם עלייתם של המדדים בבורסה המקומית, לאחר ירידות חדות עם תחילת האירועים הביטחוניים. שאר האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה הוסיפו להעיד על יציבות, והמודלים האקונומטריים ועקום המק"ם אף הראו כי נדרשת הורדת ריבית מתונה בעתיד. האיתנות המרשימה של השווקים הפיננסיים שיקפה אמון רב של הציבור במדיניות המוניטרית והפיסקלית⁷, וכן הערכה של המשקיעים כי העלייה ברמת הסיכון של המשק היא זמנית. לפיכך הערכת מחירי הנכסים הפיננסיים בשווקים נשענה בעיקר על תנאי היסוד החיוביים של המשק.

על אף החששות להתגברות הלחצים לעליית המחירים והמשבר הביטחוני, מדדי המחירים לצרכן לחודשים יולי ואוגוסט היו מתונים (עלייה מצטברת של 0.1 אחוז). הם נעו מתחת לתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה, וזאת בעיקר הודות למגמת הייסוף של השקל מול הדולר ומול האירו, שהחלה ברביע השני של השנה. השפעות מרסנות אלו על המחירים קוזזו חלקית על ידי עודפי ביקוש במשק, שהתבטאו



⁷ על אמינותה של המדיניות גם בהמשך המחצית הצביעו גם תוצאות הנפקה ראשונה בסוגה של אג"ח לא-צמודה ל-20 שנה ("שחר"). תשואת הסגירה במכרז דמתה לתשואת האג"ח הלא-צמודה ל-9 שנים (6.08 אחוזים), ומכאן שהאינפלציה הצפויה ופרמיית הסיכון האינפלציונית שדרש הציבור על אג"ח ל-20 שנה כמעט זהה לזו שנדרשה על אג"ח לטווח קצר הרבה יותר.



בעליית המחירים המקומיים⁸ (איור 15). כמו כן חזרה האינפלציה של 12 החודשים האחרונים לגבולות היעד - אך זאת גם הודות להוצאתו של מדד חודש יולי 2005 (שעלה ב-1.1 אחוזים) מחישוב האינפלציה של 12 החודשים האחרונים. על רקע התפתחויות אלו החליט בנק ישראל להותיר את הריבית לחודשים ספטמבר ואוקטובר ללא שינוי, בשיעור של 5.5 אחוזים.

בחודשים ספטמבר-אוקטובר נרשמה התגברות משמעותית של הגורמים המרסנים את האינפלציה: המטבע המקומי התחזק מול הדולר, ובשיעור משמעותי אף יותר מול האירו (1.7 ו-3 אחוזים, בהתאמה), בעיקר בזכות גורמים מקומיים, ביניהם עודף ניכר בחשבון השוטר ואמינות גבוהה של המדיניות, וכן ירדו מאוד מחירי האנרגיה בעולם. כתוצאה מכך, מדדי המחירים לחודשים ספטמבר ואוקטובר, שהתפרסמו באמצע אוקטובר ובאמצע נובמבר, ירדו בשיעור מצטבר ללא תקדים של 1.6 אחוזים, הרבה מעבר להערכות המוקדמות הן של בנק ישראל והן של השווקים הפיננסיים והחזאים הפרטיים. כתוצאה מכך צנח קצב האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים, ובחודש אוקטובר הוא הגיע לשיעור שלילי של 0.2 אחוז - נמוך משמעותית מהגבול התחתון של יעד האינפלציה. זאת לעומת קצב אינפלציה שנתי של 3.5 אחוזים בתום המחצית הראשונה.



בחודשיים האחרונים של השנה המשיכו הכוחות המרסנים את האינפלציה לפעול - בעיקר עקב המשך הייסוף של השקל מול הדולר, אף כי הם נחלשו במידה מסוימת משנעצרה הירידה של מחירי האנרגיה⁹. כתוצאה מכך ירדו המדדים לחודשים נובמבר ודצמבר בשיעור מצטבר של 0.2 אחוז, מתחת לתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה, וקצב האינפלציה בשנת 2006 עמד על שיעור שלילי של 0.1 אחוז, נמוך משמעותית מהגבול התחתון של היעד.

במקביל להתפתחויות שתוארו לעיל נרשמו באמצע המחצית הנסקרת שינויים באינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה הנגזרים משוק ההון, ממודלים וממקורות אחרים: הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון ירדו באוקטובר, לראשונה מזה תקופה ארוכה, בשיעור חד של 0.6 נקודת אחוז, ואחרי עלייה מתונה בנובמבר הן ירדו שוב והגיעו בתום השנה ל-1.2 אחוזים, תוך הערכה שריבית בנק ישראל תרד בשיעור מתון בשנה הקרובה. גם התשואות הנומינליות והריאליות ירדו במידה ניכרת בחודשים אוקטובר-דצמבר, למרות יציבותן של התשואות בארה"ב. בהתפתחות החיובית של התשואות במהלך המחצית הנסקרת כולה תמך גם המשך הריסון בגיוסי ההון של הממשלה בשוק המקומי¹⁰.

⁸ איור 15 מציג אומדן למדד מחיריהם של מוצרי תצרוכת מתוצרת מקומית, המתבסס על מודל אקונומטרי שפותח לאחרונה בבנק ישראל. ראו: ד' אלקיים, א' ארגוב, א' בנימיני וע' רוזנטרם (2006). "מודל מקרו-כלכלי לסייע בתכנון המדיניות המוניטרית בישראל". בנק ישראל, המחלקה המוניטרית.

⁹ עלייתם של מחירי האנרגיה בעולם נתחדשה בנובמבר, ומעריכים בשווקים שמגמת העלייה תימשך.

¹⁰ היקף הגיוסים ברוטו של הממשלה ל-2006 הסתכם בכ-70 אחוזים בלבד מסך היקפם לפי הצעת התקציב לשנה זו.

תיבה 1: תנודתיות האינפלציה וסטיות מיעד האינפלציה בישראל ובעולם

משטר יעד האינפלציה הולך וצובר פופולריות בעולם. מספר המדינות המנהלות את מדיניותן המוניטרית במסגרת של יעד אינפלציה עלה בחמש עשרה השנים האחרונות והגיע ל-24, וארגונים בין-לאומיים כקרן המטבע מייצגים למדינות נוספות לאמץ משטר זה. על רקע ההכרה כי אינפלציה גבוהה פוגעת בצמיחה הכלכלית וכי יציבות מחירים היא תנאי הכרחי לצמיחה מתמדת ולאבטלה נמוכה, התגבשה ההערכה כי משטר של יעד אינפלציה הוא הדרך הנכונה והמעשית להשגת מטרה זו. זאת משום שהתברר כי ברמות אינפלציה נמוכות משתנים נומינליים (כשער החליפין והשכר) מושפעים הן מתנודות ריאליות והן מתנודות נומינליות במידות דומות של חשיבות, דבר המקשה על השימוש בהם כעוגן נומינלי, ומקנה עדיפות ליעד האינפלציה.

ישראל החלה להכריז על יעדי אינפלציה כבר ב-1992, אך בגלל שילוב עם רצועת ניוד צרה לניהול שער החליפין היא לא הוגדרה (למשל על ידי קרן המטבע הבין-לאומית) כמנהלת משטר של יעד אינפלציה עד אמצע 1997, כאשר הוגמשה מדיניות ניהול שער החליפין. בשנת 2000 הציבה הממשלה יעד אינפלציה רב-שנתי, ולפיו מתקיים מאז 2003 יעד יציבות מחירים קבוע בתחום שבין אחוז לשלושה אחוזים בשנה. יעד זה איננו קלנדר, אלא רציף, והעמידה בו נבדקת באמצעות מדידת האינפלציה בכל חודש ביחס לשנים עשר החודשים שקדמו לו. על פי אמת מידה זו החטיא בנק ישראל את יעד האינפלציה השנתי ברביע האחרון ב-1.2 אחוזים בממוצע, וזאת לאחר כמה החטאות כלפי מעלה וכלפי מטה במהלך העשור. על רקע זה יש מקום להתעמק בסוגיית יעד האינפלציה בישראל ולהבין את תפקיד היעד ואת המשמעות של סטייה ממנו. לשם כך נשווה את הפרמטרים של יעד האינפלציה ואת התפתחות הסטיות ממנו בישראל לנתונים אלו במדינות אחרות.

בפרמטרים של יעד האינפלציה ניתן לראות מאפיינים דומים בין מדינות שונות. מרבית המדינות, וישראל בתוכן, מגדירות את היעד על פי מדד המחירים לצרכן (המדד הכללי). בישראל, אף שהאינפלציה תנודתית מאוד, בעיקר כתוצאה מעונתיות ומהתלות של המדד בשער חליפין, השימוש במדדים חלקיים איננו יעיל: בבנק ישראל נמצא כי הוצאת הסעיפים התנודתיים מאוד מהמדד (במיוחד סעיפי הפירות והירקות וההלבשה וההנעלה) איננה מקטינה במידה ניכרת את תנודתיות האינפלציה, בגלל משקלם הנמוך של סעיפים אלו במדד הכללי; הוצאת סעיף הדיור עלולה לפגוע בייצוג של שינויי המחירים במשק על ידי המדד, אף זאת בלי להפחית משמעותית את תנודתיותו של המדד. מלבד זאת, ברוב החוזים המכילים תנאי הצמדה למדד מחירים במשק הישראלי ההצמדה היא למדד הכללי. מסיבות אלו, הגדרת האינפלציה לצורכי היעד במונחים חלקיים עלולה לבלבל את הציבור ולפגוע באמון שלו במשטר היעד.

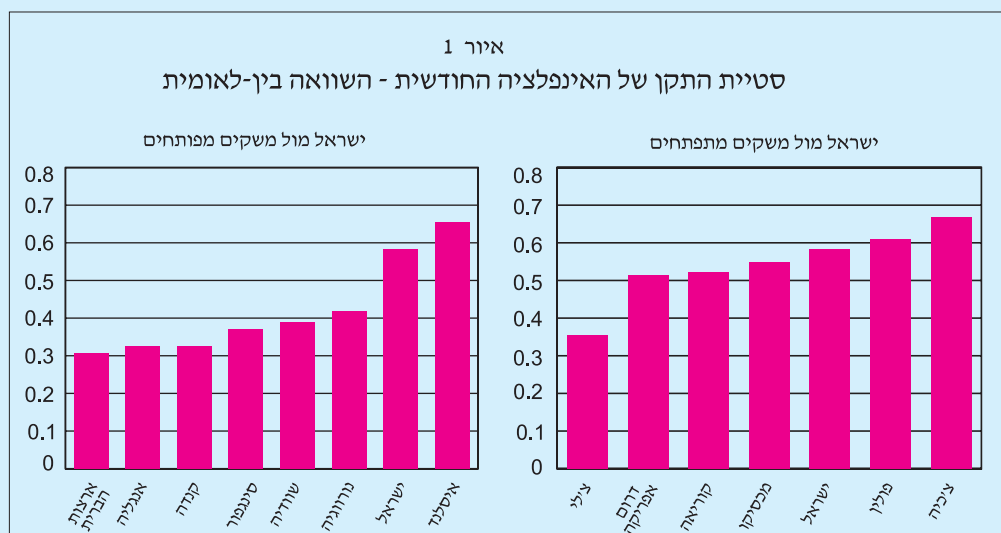
אשר לקביעת ממדי היעד - מדינות רבות, וביניהן ישראל, מגדירות את יעד האינפלציה כטווח או כיעד נקודתי, שממנו מתאפשרת סטייה (בדרך כלל של כאחוז) לשני הכיוונים. למעט מספר קטן של יוצאי דופן, הרמות והטווחים של יעדי האינפלציה דומים מאוד בין מדינות שונות; מרכז יעד האינפלציה נקבע לרוב בין אחוז לשלושה אחוזים, והטווח הוא, בדרך כלל, כשני אחוזים.

אמנם מרבית המדינות סוּטות מהיעד שקבעו בתדירות זו או אחרת, אך בישראל תדירות הסטיות גבוהה יחסית: מאז שנת 1997 נצפית סטייה מהיעד בכ-80 אחוזים מהזמן. משקים מתפתחים נוטים להחטיא את היעד בממוצע ב-52 אחוזים מהזמן, ומשקים מפותחים - ב-35 אחוז מהזמן¹. ואולם, יש חשיבות גם למשך הזמן של הסטייה עד לחזרה ליעד. Stone ו-Roger מוצאים כי במשקים מפותחים משך הסטייה הממוצעת מהיעד הוא 8.2 חודשים; זהו גם משך הסטיות הממוצע בישראל (החל מ-1997). הסטיות התדירות ולעיתים אף גבוהות מיעד האינפלציה מרמזות כי מדיניות יעד האינפלציה היא גמישה אך יציבה: למרות הסטיות, שהן לעיתים גדולות, אף מדינה לא המירה את יעד האינפלציה ביעד אחר.

¹ מתוך, WP/05/163, "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", Scott Roger and Mark Stone (2005). IMF Working Paper Series.

בהקשר של הערכת ממדי טווח היעד ראוי לזכור כי תנודתיות האינפלציה בישראל גבוהה מאשר ברוב המדינות האחרות; משמעותו של דבר שההסתברות לסטות מיעד האינפלציה גבוהה יחסית. באיור 1 ניתן לראות כי סטיית התקן של האינפלציה החודשית בישראל גבוהה ביחס למדינות מפותחות, אך ממוצעת ביחס למדינות מתפתחות. תנודות האינפלציה יכולות לנבוע מגורמים עונתיים, מזעזועים חיצוניים למשק, ובעיקר מתנודות בשער החליפין, שכאמור משפיע מאוד על מדד המחירים.

לאור הממצאים האלה נשאלת השאלה: מדוע מדינות אינן קובעות טווח רחב יותר ליעד האינפלציה? יתר על כן: מדוע, לנוכח הניסיון של אי-העמידה ביעד, מדינות שאימצו את משטר יעד האינפלציה רק בשנים האחרונות² לא הגדירו מלכתחילה טווח רחב יותר? במשטרים ותיקים של יעדי אינפלציה שינוי המשטר, כשהוא כבר מיושם, כרוך, כמובן, בעלות. נוסף על כך, בניית אמון בבנק המרכזי אמנם מבוססת במידה רבה על שמירת האינפלציה בטווח היעד או בקרבתו, אך לא רק על היבט זה של היעד; המחויבות ליעד מתבטאת גם בנקיטת מדיניות שמחזירה את האינפלציה לטווח שנקבע כאשר מסתמנת סטייה ממנו. הגדרת טווח רחב פוגעת באלמנט זה של תקשורת בין הבנק המרכזי לציבור, משום שסטייה מטווח רחב פוגעת באמינות יותר מהחטאת יעד צר, ולפיכך יידרשו תיקונים מהירים וחזקים הרבה לפני שמגיעים לגבולות היעד. התנהלות כזאת של הבנק המרכזי אינה מאפשרת לציבור להעריך מתי ובאיזה מינון יפעל הבנק בתוך הרצועה, וייתכן שאף ייווצר טווח יעד פנימי, לא פורמלי (כפי שאירע לא אחת במדינות שנקטו יעדי שער חליפין רחבים). לעומת זאת, כשמגדירים טווח צר יחסית (למשל 2 אחוזים, כמו ברוב המדינות), ההתקרבות לגבולות הטווח תכופה יותר, והסיכוי להחטאה גבוה יותר – מצב המגביר את השקיפות בהתנהלות הבנק המרכזי ואת תכיפות התקשורת שלו עם הציבור. נראה אפוא כי טווח סביר הוא כזה שיש סבירות להחטאתו, שכן דווקא היא המאפשרת לבנק המרכזי להפגין באופן ברור את מחויבותו לחזור אל היעד, ובכך לחזק את אמינותו.



² איסלנד, קוריאה, מכסיקו, נורווגיה, פרו, פיליפינים ועוד.

השפעה מרסנת על התשואות בשוק ההון המקומי הייתה גם לרפורמה בשוק האג"ח הממשלתי, אשר במסגרתה החלו לפעול עושי שוק, ביניהם בנקי השקעות זרים מהשורה הראשונה, שהגדילו את הביקושים לאג"ח הלא-צמודות¹¹. פערי התשואות הנומינליות והריאליות (איורים

¹¹ לפי הערכות של האוצר ובנק ישראל, כניסת עושי השוק צפויה להכפיל בתוך שנה את נפח המסחר באג"ח הלא-צמודה מסוג "שחר".

16-17) לטווחים הארוכים בין ישראל לארה"ב הגיעו לשיעורים נמוכים בפרספקטיבה היסטורית. התפתחות זו הצביעה חד-משמעית על ירידה ניכרת בפרמיית הסיכון של ישראל, וכן על הערכה כי סביבות האינפלציה בשתי המדינות דומות.

על רקע סביבת אינפלציה מתונה מאוד, תוצאת גורמי ההיצע שתוארו לעיל (למרות קיום עודפי ביקוש), וציפיות לירידת הריבית בארה"ב, הראו המודלים האקונומטריים כי בריבית הנוכחית לא יושג יעד האינפלציה, ולכן יש להורידה בשיעורים חדים כבר בחודשים הקרובים. במקביל נגזר מהמודלים כי האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים תתכנס ליעדה רק בסוף 2007¹². גם מניתוח העקום של תשואות המק"ם (איור 18) נגזרה הורדת ריבית, לצד הערכה שהאינפלציה תתכנס ליעדה במהלך השנה הקרובה.

המדיניות המוניטרית במהלך הרביע האחרון של השנה ניצבה בפני שני כוחות מנוגדים: כוחות קצרי טווח - הייסוף בשער החליפין של השקל וירידה במחירי האנרגיה - יצרו לחצים ישירים ועקיפים¹³ לירידת המחירים במשק. לעומתם כוחות ארוכי טווח, שהשתקפו בהתרחבות הביקושים, פעלו לעלייה של מחירי המוצרים המקומיים, ודרכם על האינפלציה הכללית (איור 15)¹⁴. בהתחשב בשני כוחות אלה הוריד בנק ישראל בהדרגה את הריבית לחודשים נובמבר ודצמבר, כך שבכל אחד מהם היא ירדה ב-0.25 נקודת אחוז. לקראת תום השנה, על רקע המשך מגמת הייסוף של השקל, עלתה הסבירות להחטאת היעד כלפי מטה גם ב-12 חודשים הבאים. לפיכך הוריד בנק ישראל את הריבית לחודש ינואר 2007 בשיעור משמעותי יותר של חצי נקודת אחוז, ובתום השנה היא עמדה על 4.5 אחוזים (איור 14).

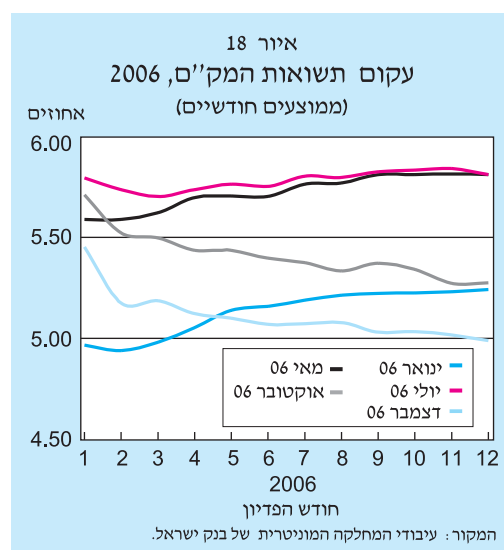
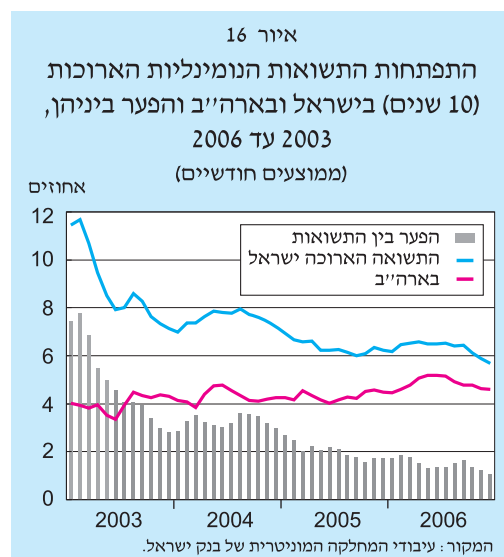
II. הסביבה הכלכלית והפיננסית

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחות של הפעילות הריאלית במשק ושל אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים והמט"ח; כן הוא משתמש במודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה, הבוחנים את התפתחות המחירים לפי תרחישים שונים של 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

¹² האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים במרבית שנת 2007 תושפע מהממדים השלייליים שהיו במחצית הנסקרת.

¹³ ההשפעה הישירה של ירידה בשער החליפין משתקפת בעיקר בירידת מחירי המוצרים של צריכה מיבוא (כולל אנרגיה), וכן בירידת מחירים של חלק מהמוצרים הלא-סחירים הנקובים במט"ח (למשל שירותי דיור). ההשפעה העקיפה של הייסוף וירידה במחירי האנרגיה מתבטאת בהוזלת עלויות הייצור ליצרנים המקומיים, דבר שבא לידי ביטוי לפחות חלקית בהוזלת המחיר לצרכן.

¹⁴ על פי חישובי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.



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

אחרי האצה של הפעילות המשקית בתחילת השנה הואט קצב הצמיחה, זמנית, בתקופה הנסקרת. חשוב להדגיש שהאטה זו נבעה מזעזוע אקסוגני – מלחמת לבנון השנייה, שפרצה בתחילת הרביעי השלישי, והביאה לירידה של כ-1.1 אחוזים בתוצר המקומי הגולמי ברביעי השלישי, ובפרט להצטמצמות של התוצר העסקי בשיעור שנתי של כ-4.4 אחוזים¹⁵. אולם אינדיקטורים כלכליים, כמדד הייצור התעשייתי, פדיון ענפי המסחר והשירותים, המכירות של רשתות השיווק, המדד המשולב וכן סקר החברות, הצביעו על השפעה קצרת טווח בלבד של האירועים הביטחוניים, על חזרתו של המשק למגמת הצמיחה שאפיינה אותו מתחילת השנה ועל ציפיות להמשכה. צמיחתם של התוצר והתוצר העסקי השנה, המוערכת ב-4.8 ו-5.8 אחוזים (איור 19), התבססה על המשך הגידול של הסחר העולמי ונתמכה בתקופה הנסקרת על ידי ירידה של מחירי האנרגיה והדלקים.

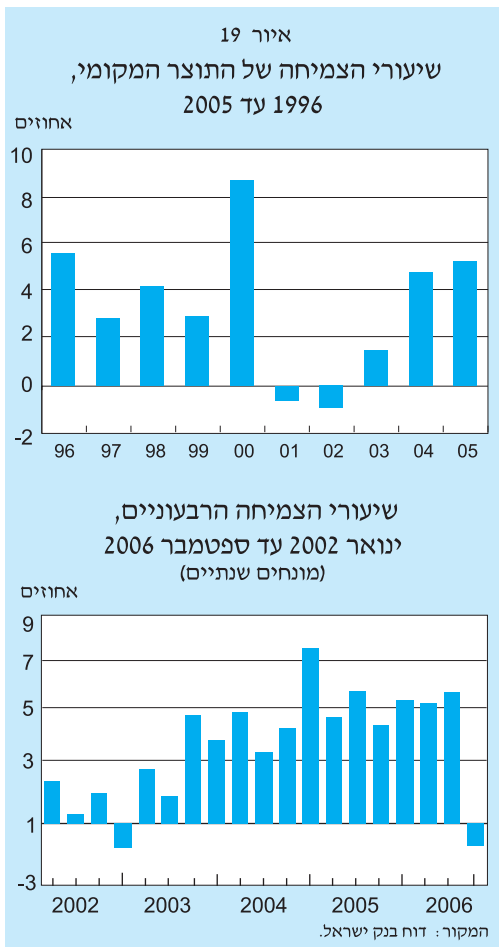
גידול התוצר מתחילת השנה שיקף את התרחבות השימושים המקומיים, במיוחד הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים, וכן גידול מואץ של היצוא – עמוד התווך של הצמיחה בשנים האחרונות. עם זאת, התפתחותם של הפרמטרים שהוזכרו לעיל לא הייתה אחידה על פני השנה: כך בתקופה הנסקרת, בעיקר בשל הרעה ניכרת במצב הביטחוני, התמתנו הביקושים: גידולה של הצריכה הואט, כתוצאה מירידה בצריכה השוטפת, ובסעיף היצוא של סחורות ושירותים נרשמה ירידה חדה, לאחר התרחבות חריגה ברביע הקודם. במקביל עלתה ההוצאה לצריכה ציבורית, וההשקעה בנכסים קבועים עלתה עלייה חדה.

הישענותו של תהליך הצמיחה במשק על השימושים המקומיים, לצד התרחבות היצוא (כפי שתואר בדוח האינפלציה למחצית השנייה של 2005), מגבירה את הלחצים האינפלציוניים מצד הביקושים. גם השנה, כאמור, פעלו הביקושים המתרחבים להצטמצמותו של עודף כושר הייצור¹⁶. על התקרבות משק לרמת התוצר הפוטנציאלי העידו הן קצב עליית המחירים ברוב הענפים (איור 4) והן עלייה של מחירי התוצר (איור 20), שהחלה כבר ברביעי השלישי של השנה הקודמת והגיעה לשיעור של 2 אחוזים. גם קצב עלייתם של מחירי המוצרים המקומיים (איור 15) אותת על לחצים אינפלציוניים מצד הביקושים¹⁷. ואולם, צד הביקושים הוא רק

¹⁵ בשני הרביעים הראשונים של השנה עמדו קצבי הצמיחה הממוצעים של התוצר והתוצר העסקי על 7.7 ו-7.9 אחוזים בהתאמה, במונחים שנתיים.

¹⁶ לפי הערכות בנק ישראל הצטמצם פער התוצר השנה ב-2 אחוזים.

¹⁷ מחירי המוצרים המקומיים (ללא דיור ואנרגיה) משקפים את השתנות המחירים הנקבעים על ידי היצרנים המקומיים.



אחד מהערוצים שדרכם מושפעת האינפלציה, ולא עוד אלא שהשפעתו במשק קטן ופתוח כשלנו נמוכה מזו של שער החליפין ושל האינפלציה המיובאת, המשתקפת בשינוי המחירים של מוצרי הצריכה והתשומות המיובאים. בהעדר לחצים ישירים מצד שוק העבודה, כפי שמעיד קיפאון יחסי של מדד עלות העבודה ליחידת תוצר (איור 21) - כתוצאת מעליות מקבילות בפריון העבודה ובשכר הנומינלי - תרומתם של השינויים בשער החליפין והאינפלציה המיובאת הייתה ככל הנראה גדולה מתרומת מנגנוני התמסורת מהפעילות הריאלית. כך בתחילת השנה פעלו היחלשותו של השקל והאינפלציה המיובאת, נוסף על הביקושים המתרחבים, לעליית המחירים במשק, ואילו במחצית הנסקרת ייסוף השקל, ירידה חדה של מחירי הדלקים והאנרגיה העולמיים¹⁸ והוזלתם של המוצרים המיובאים לחצו על המחירים כלפי מטה.

להלן סקירה של הערוצים העיקריים שדרכם השפיעה הפעילות הריאלית על רמת המחירים בתקופה הנסקרת. סך הצריכה הפרטית עלתה ברביע השלישי ב-3.7 אחוזים בחישוב שנתי, לאחר עלייה מואצת של 5.6 אחוזים במחצית הראשונה. הרקע לעליית הצריכה בתקופה הנסקרת היה ירידה בצריכה השוטפת (כ-1.4 אחוזים), והיא התבססה על גידול חד של כ-27 אחוזים ברכישת מוצרים בני קיימא, התפתחות שהעידה על איתנותו של תהליך הצמיחה במשק ושיקפה ציפיות נמוכות של הציבור להתארכות העימות בצפון.

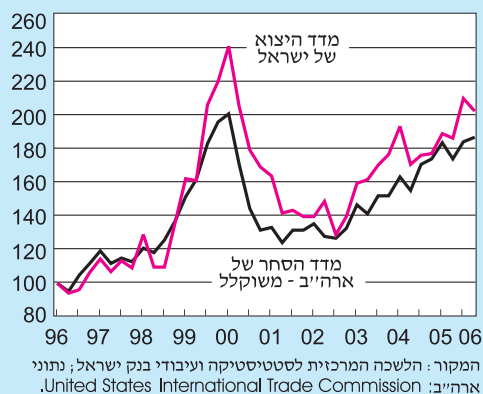
לעומת ההתפתחות המתונה של הצריכה הפרטית, בגלל ההוצאות הקשורות ללחימה, נרשמה בתקופה הנסקרת עלייה חדה (כ-10.2 אחוזים ברביע השלישי לעומת הקודם) בצריכה הציבורית. התפתחות זו שיקפה גידול מקביל של ההוצאות הביטחוניות (האמורות להתפרס על פני שלוש השנים הבאות) וההוצאות האזרחיות, הכוללות את תשלומי הפיצויים על נזקים ישירים ועקיפים של הלחימה. ביצוע מלא של הוצאות התקציב נוסף על תשלומי הפיצויים השפיע על סך ההוצאות השנתיות, שרמתן מוערכת בכ-1.2 מיליארדי ש"ח מעבר לתקציב המקורי. גם התפתחותן של הכנסות הממשלה ממסים מתחילת השנה לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה נרשם עודף מצטבר של 5.4 מיליארדי ש"ח, ואילו במחצית השנייה ההכנסות ממסים היו בהתאם לתוואי בתקציב¹⁹. להערכת בנק ישראל השפעת הלחימה גרמה לאובדן הכנסות מצטבר של כ-2.3 מיליארדי ש"ח. השפעה שלילית זו מוצתה במלואה ברביע השלישי, ויחד עם התפתחותן של ההכנסות שלא ממסים צפוי עודף ההכנסות בסוף שנת 2006 לעמוד על 11 מיליארדי ש"ח. על סמך האינדיקטורים העדכניים יסתכם הגירעון המקומי ב-1 אחוז תוצר ויהיה נמוך משמעותית מהתקרה של 3 אחוזי תוצר.



¹⁸ לדיון מורחב בהשפעתם של מחירי האנרגיה על רמת המחירים במשק ראו תיבה 3 בדוח האינפלציה 15, למחצית השנייה של 2004.

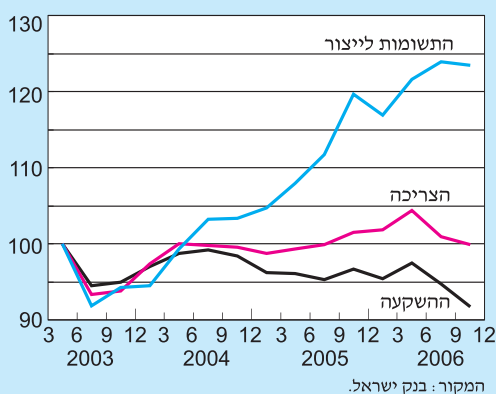
¹⁹ בחודש אוקטובר חזרו תקבולי המסים להיות גבוהים מהתחזית.

איור 22
ענף האלקטרוניקה: היצוא מישראל
והסחר של ארה"ב,
דצמבר 1996 עד ספטמבר 2006



נתוני ההשקעה המשיכו להצביע על גידול ההשקעה בנכסים קבועים, בהמשך למחצית הראשונה ואף בקצב מואץ יותר. עלייה זו מבטאת עלייה חדה במכונות וציוד (כ-23 אחוזים) ועלייה בכלי תחבורה יבשתיים (כ-76 אחוזים). נדגיש שמגמת העלייה בהשקעות, פרט לירידת ההשקעות במלאי (תוצאה של ירידות במלאי הדלק והיהלומים), הייתה איתות נוסף לאיתנות תהליך הצמיחה במשק ולהימשכותו, על אף ירידה קלה בפעילות כתוצאה מהלחימה בצפון. שלא כמו במחצית הקודמת, הייתה בתקופה הנסקרת עלייה בסעיף ההשקעה בדיור (כ-7 אחוזים), שעקב משקלו הגבוה במדד המחירים לצרכן יש לו השפעה רבה על התפתחות האינפלציה בטווח הקצר; ואולם נתוני המכירות של דירות חדשות ודירות מיד שנייה, וכן הערכות הקבלנים והציפיות להיקף הפעילות על פי סקר החברות, הצביעו על ירידה בביקושים לשירותי דיור בתקופה הנסקרת. התמתנות של הביקושים, לצד השפעה דומיננטית של הייסוף בשער החליפין, פעלו לירידה ניכרת בסעיף הדיור, וכתוצאה מכך גם של מדד המחירים לצרכן, במחצית הנסקרת.

איור 23
מדדי היבוא: המדדים למוצרי הצריכה,
תשומות ליצור ולהשקעה,
2003 עד 2006
(נתונים רבעוניים, 2003=100)

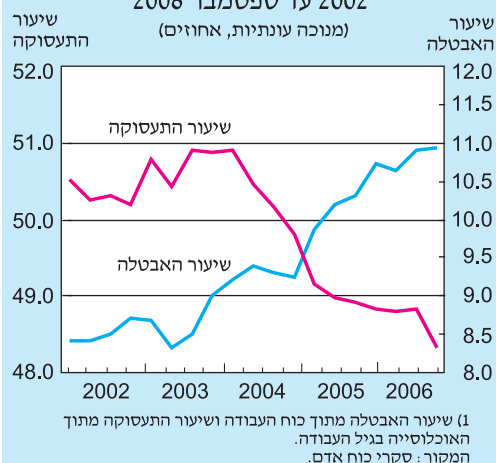


לאחר האצה ניכרת ביצוא הסחורות והשירותים במחצית הראשונה של השנה הצטמצם סעיף היצוא בכ-20 אחוזים (לעומת קודמו) ברביע השלישי. חשוב לציין שהצמצום ביצוא הכללי נבע מירידות חדות בסעיף יצוא שירותי התיירות (ירידה של כ-22 אחוזים לעומת המחצית הקודמת, לאחר התרחבות מתמשכת בשנים האחרונות) וביצוא התעשייתי (ירידה של 16.4 אחוזים במונחים שנתיים, לאחר עלייה חריגה ברביע הקודם, הודות לגידול חד של יצוא התרופות). ההרעה במצב הביטחוני, שפגעה בענף התיירות, לא השפיעה על נתוני היצוא של שירותי התוכנה והמו"פ ועל נתוני יצוא הסחורות (איור 22), שהצביעו על חזרה למגמת העלייה החל מאוגוסט, בכל רמות הטכנולוגיה.

על פי נתונים של החשבונאות הלאומית ירד יבוא הסחורות (ללא יבוא ביטחוני, יהלומים ואניות) ברביע השלישי של השנה לעומת קודמו ב-12.5 אחוזים במונחים שנתיים. במקביל לירידה בהיקף הסחורות המיובאות ירדו מחירי היבוא במחצית הנסקרת – ירידה שאפיינה במיוחד את מוצרי הצריכה המיובאים. כך ההשפעה הישירה של הוזלת מחירי הצריכה המיובאים (איור 23), נוסף על ירידה במחירי חומרי הגלם (דלקים וסחורות), פעלה לירידת רמתם של המחירים במשק.

אינדיקטורים משוק העבודה הצביעו על ירידה של 0.5 אחוז בשיעור האבטלה, לרמה של 8.3 אחוזים (איור 24), לאחר יציבות יחסית מתחילת השנה. נדגיש שהירידה הגדולה בשיעור האבטלה מוסברת בעיקר בצמצום שיעור ההשתתפות בכוח העבודה. לפי נתוני סקר כוח האדם לרביע השלישי התפתחות התעסוקה לפי מגזרים הצביעה על מגמות שונות: בשירותים הציבוריים נרשמה עלייה חדה, 4.4 אחוזים, של מספר המועסקים לעומת הרביע הקודם, וזאת בהמשך לעלייה ברביע הקודם. לעומת זאת במגזר העסקי ירד מספר המועסקים ב-1.2 אחוזים לעומת הרביע הקודם. עם זאת מתחילת השנה נרשמה עלייה בביקוש לעובדים הן במגזר העסקי

איור 24
שיעור התעסוקה ושיעור האבטלה¹,
2002 עד ספטמבר 2006
(מנוכה עונתיות, אחוזים)



4.1) אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד) והן במגזר הציבורי (2.9) אחוזים). העלייה במספר משרות השכיר הקיפה את כל ענפי המשק פרט לענף החשמל והמים (איור 25, ירידה של 1.2 אחוזים), אולם עליית השכר הגדולה הורגשה רק במספר מגזרים, בהם הבנקאות, החשמל והמים, השירותים העסקיים, המאופיינים בעתירות השכלה גבוהה, וכן התעשייה. להתפתחויות בשכר נודעת השפעה עקיפה על האינפלציה במשק, דרך שינויים בעלויות הייצור, אולם ההתפתחויות במדד הפריזון (התוצר למשרת שכיר), שבו נמשכה מגמת העלייה (ב-3.6 אחוזים מתחילת השנה), פעלו לירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר, וכתוצאה מכך – להקטנת הלחצים על המחירים במשק²⁰.

ב. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

ב.1. ההתפתחויות בשער החליפין וברמת סיכנון

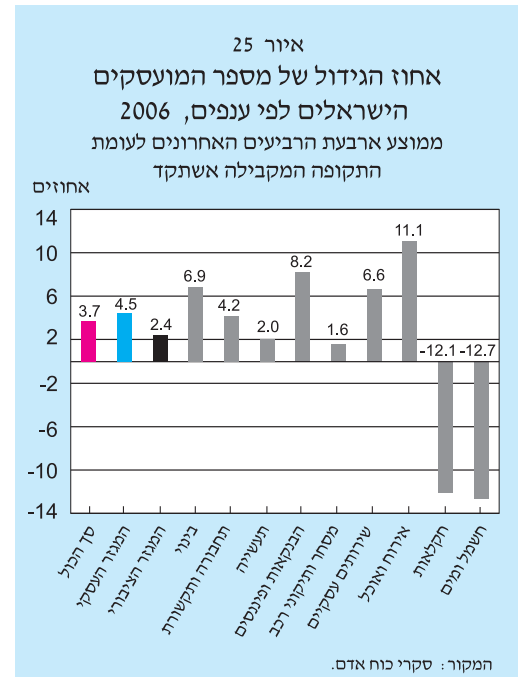
בסיכום התקופה הנסקרת יוסף שער החליפין של השקל מול הדולר בשיעור של כ-5 אחוזים, מול האירו בשיעור של כאחוז (איור 6) ומול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי²¹ בכ-4 אחוזים. התחזקות השקל מול הדולר הייתה אחידה, למעט פחות בתחילת מלחמת לבנון השנייה. את מגמת הייסוף של שער החליפין מול הדולר ניתן לחלק לשתי תקופות משנה, הנבדלות בדומיננטיות הגורמים שהובילו להתחזקות השקל מול הדולר. עד סוף אוקטובר הושפע שער החליפין בעיקר מגורמים מקומיים, והתחזקות השקל מול הדולר הייתה שונה מהמגמות של המטבעות בשווקים המפותחים והמתפתחים²² כאחד. מנובמבר הגורמים הגלובליים היו דומיננטיים בהשפעתם על שער החליפין, והדולר נחלש הן מול השקל והן מול המטבעות של משקים מתעוררים (איור 26).

השפעתם של הגורמים המקומיים שתמכו בהתחזקות השקל היא ארוכת טווח. התבססות תנאי היסוד החיוביים במשק – ובראשם הגידול הניכר של העודף בחשבון השוטף (כפי שמפורט בסעיף ב.2) – והאמינות של המדיניות המקרו-כלכלית התבטאו השנה בתנועות הון ארוכות טווח לתוך המשק, בהיקף שיא. כמו כן פעלו בתקופה הנסקרת השפעות גלובליות, שהאיצו את מגמת הייסוף: מגמה של היחלשות הדולר בעולם – על רקע התגברות החששות בשווקים הפיננסיים מהאטת הפעילות בארה"ב – וירידות מחירים חדות בשווקים הפיננסיים של המשקים המתעוררים במאי-יוני, אשר גרמו להאטה בביקוש המבני של המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית למטבע חוץ.

²⁰ ברביע השלישי של השנה עלה מדד עלות העבודה ליחידת תוצר, לראשונה בשנתיים האחרונות, ב-0.8 אחוז. בהעדר נתונים למחצית הנסקרת מוקדם להסיק על מגמה חדשה בהתפתחות העלויות בשוק העבודה. ייתכן שהעלייה במדד זה, על רקע היציבות בפריזון העבודה, היא פועל יוצא של הלחימה בצפון, ואם כך היא זמנית.

²¹ משוקלל על פי משקלות סחר החוץ של ישראל.

²² להסבר מורחב של שיטת הפירוק לגורמים המשפיעים על התפתחות שער החליפין ראו תיבה II-א-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2004, הפרק על שוק שקל מטבע-חוץ.



תיבה 2: שער החליפין הריאלי, כדאיות היצוא והמדיניות המוניטרית

מאז מארס 2006 התחזק השקל מול הדולר ומול מטבעות אחרים. מעבר להשפעה של התפתחות זו על האינפלציה בישראל, עלתה גם שאלת השפעתו של שער החליפין על היצוא, ודרכו על התעסוקה. כמו כן נשאלה מחדש השאלה אם בנק ישראל צריך ויכול לנסות להשפיע על שער החליפין, כדי למנוע את פגיעת הייסוף בפעילות הריאלית. להלן ננסה לתאר את הקשר בין שער החליפין לכושר התחרות של היצוא, ולהבין באיזו מידה המדיניות המוניטרית יכולה או צריכה להשפיע עליו.

בטווח הקצר, אין ספק שלייסוף של שער החליפין כנגד המטבעות שבהם מתבצע הסחר יש השפעה על רווחי היצואנים, משום שהוא מקטין את התמורה השקלית שהם מקבלים ממכירת מוצרי היצוא במט"ח. אולם טווח זה אינו רלבנטי למדיניות הכלכלית, משום שהייסוף אמנם משפיע על רווחיות היצואנים (ובכיוון ההפוך על רווחיות היבואנים), אך אינו משנה את רמת הייצור והתעסוקה; זו נקבעה לפני הייסוף, בהחלטה לקשור את עסקת היצוא. ואולם, בשלב זה צריך היצואן להחליט אם להיקשר בעסקת יצוא נוספת, כשרמתו של שער החליפין החדש כבר ידועה לו. בשלב זה שער החליפין הרלוונטי אינו שער הדולר או שער סל המטבעות, אלא שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, המשקלל את מטבעותיהן של כל שותפות הסחר של ישראל. ייתכן, למשל, שהשקל התחזק מול הדולר, ואיתו גם המטבע של מדינת היעד של היצואן; אם כך כושר התחרות של היצואן הישראלי מול היצרנים במדינת היעד לא נשתנה, וייתכן שהצרכנים בחו"ל ימשיכו לייבא את המוצר הישראלי באותה תמורה שקלית ליצואן. באיור 1 ניתן לראות, שהייסוף האפקטיבי שחל לאחרונה היה נמוך מהייסוף מול הדולר והסל, מפני משקלה הנמוך יחסית של ארה"ב בסחר החוץ ומפני היחלשות הדולר מול מטבעות אחרים.

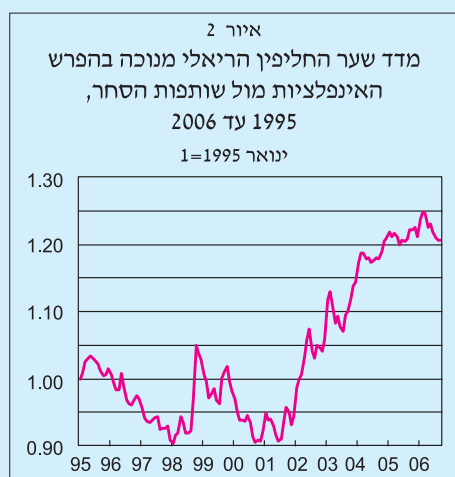
בטווח הקצר מקובל להניח ששינויים בשער החליפין הנומינלי עדיין לא הביאו לשינויים ברמות המחירים או בשכר - משום קשיחויות נומינליות במשק, הנובעות מהסכמי שכר, משום העלויות של שינוי מחירים, משום שחלק מהמוצרים והשירותים אינם סחירים, או מסיבות אחרות. ואולם, בטווח הארוך כושר התחרות של היצוא נקבע רק על ידי שער החליפין הריאלי. ייתכן, למשל, שהייסוף יגרור אחריו ירידה של המחירים ו/או של שכר העבודה במשק, וכתוצאה מכך כדאיות היצוא לא תיפגע; ייתכן גם שבמקביל לייסוף התייקר המוצר בחו"ל, והתייקרותו תפצה גם היא את היצואן על ההפסד בשקלים שנגרם לו בגלל הייסוף. מסיבות אלו, המדד לשער החליפין שעליו יש להסתכל מבחינת ההשפעה על היצוא והיבוא של המשק בטווח הארוך הוא מדד של שער החליפין הריאלי האפקטיבי, שבחישובו גם שער החליפין הנומינלי וגם רמות המחירים בחו"ל משוקללים על פי משקלות הסחר, תוך התעלמות מהמטבע שבו מתבצעת העסקה. מדד כזה מוצג באיור 2¹. ניתן לראות שההתחזקות הנומינלית של השקל אכן הביאה לייסוף ריאלי בחודשים האחרונים, אך ייסוף זה עדיין רחוק מאוד מלמחוק פחות ריאלי של עשרות אחוזים, שהצטבר מאז שנת 2001.

האם בנק ישראל צריך ויכול להשפיע על המגמות בשער החליפין הריאלי? לפי הספרות הכלכלית, בדרך כלל, המדיניות המוניטרית יכולה להשפיע על שער החליפין הריאלי רק בטווח הקצר, בשל הקשיחויות שתוארו לעיל. בטווח הארוך - כך מקובל להניח, ונמצא גם בישראל² - שער החליפין נקבע על ידי גורמים ריאליים. כך, למשל, שיפור בפריון הכולל של המגזר העסקי מביא לייסוף ריאלי, משום שהוא מגדיל את התפוקה השולית של העובדים במגזר הסחיר ומעלה את השכר; עליית התוצר לנפש מביאה אף היא לייסוף, משום שהיא מגדילה את הביקוש למוצרים ושירותים לא-סחירים ומעלה את מחירם יחסית למחירי הסחירים. המדיניות הכלכלית יכולה להשפיע על חלק מגורמים אלו באמצעות המדיניות הפיסקלית, ואילו למדיניות המוניטרית אין השפעה עליהם. בהעדר תנאים ריאליים לפיחות, הרחבה מוניטרית תביא בסופו של דבר לעליית מחירים מקומית, שתשחק את הפיחות הנומינלי: בישראל נמצא שעד שנת 1985 פיחותים נומינליים נמחקו לחלוטין לאחר רביע אחד. לעומת זאת בשנים האחרונות עדיין הייתה לפיחות הנומינלי השפעה על השער הריאלי גם כעבור חצי שנה.

¹ להסבר על אופן בניית מדדים לשער החליפין הריאלי ראו יואב סופר (2005), "מדדת שער החליפין הריאלי בישראל והשפעותיו על היצוא והיבוא", בנק ישראל, סוגיות במט"ח 01.05.

² לאמידה עדכנית של הכוחות המשפיעים על שער החליפין הריאלי בטווח הארוך ובטווח הקצר ראו יעקב לביא ועמית פרידמן (2006), "שער החליפין הריאלי וסחר החוץ של ישראל", סקר בנק ישראל 79 (דצמבר), 37-86.

שינוי ריבית אכן יכול להשפיע על שער החליפין הריאלי בטווח הקצר. כך, לדוגמה, בסוף שנת 1998 זעזועים בשוקי המט"ח העולמיים חברו להורדות ריבית מתמשכות של בנק ישראל, והביאו לפיחות משמעותי בשער החליפין הנומינלי. ואולם, התנאים באותה תקופה לא תמכו בפיחות ריאלי, הודות לצמיחת מגזר הטכנולוגיה העלית. לפיכך חזר שער החליפין הריאלי בתוך שנה וחצי לרמתו ערב הפיחות, רמה שאלה הוא הגיע לאחר ייסוף ממושך אשר נבע מגורמים ריאליים. בשנת 2002 הפיחות הנומינלי שנבע מהורדת הריבית האיץ פיחות ריאלי שהתרחש ממילא, בשל המיתון הכבד ששרר במשק בתחילת העשור. ניתן לראות כי הפיחות הריאלי התחיל לפני הורדת הריבית ונמשך הרבה אחריה - תוך ייסוף נומינלי מול הדולר בשנת 2003 - וכי הוא נבע מהפרשי האינפלציות בין ישראל לשותפות הסחר שלה, וכן משינויים בשערי החליפין הצולבים מול הדולר. בשני האירועים הללו מדיניות מוניטרית מרחיבה, על רקע תנאים בעייתיים מחוץ (1998) ומבית (2002), סיכנה מאוד את היציבות הפיננסית של המשק, בעוד שהשפעתה על שער החליפין הריאלי לטווח הארוך הייתה משנית.



בין ההתפתחויות המרכזיות בשוק המט"ח במחצית הנסקרת יש לציין את עמידותו המרשימה בתקופת מלחמת לבנון השנייה. עמידות זו מוסברת בתנאי היסוד החיוביים ששררו במשק ערב פרוץ הלחימה, ובהערכה של מרבית הפעילים בשוק כי הלחימה תסתיים בתוך זמן קצר, וכי פגיעתה ברמת הפעילות במשק תהייה מוגבלת. בימים הראשונים ללחימה נרשם פיחות חד (3 אחוזים), ועלייה בסיכון שער החליפין (איור 8), הנמדד על פי סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר (2.5 אחוזים, לרמה של 8 אחוזים), בעיקר בטווחים הקצרים²³. אך לאחר כשלושה שבועות, אף בטרם סיום הלחימה, חזרו שער החליפין וסטיית התקן הגלומה לרמות של ערב הלחימה, ובסיכום התקופה נרשמה יציבות בסיכון שער החליפין. היציבות המרשימה בשוק מטבע החוץ לנוכח האירועים המקומיים היא

²³ העלייה ברמת הסיכון התבטאה בעיקר בחוזים שנקשרו לטווח קצר, בעוד שבחוזים לטווחים ארוכים לא חל שינוי של ממש. התפתחות זו שיקפה את הערכות הפעילים בשוק כי המשבר הביטחוני יסתיים בתוך זמן קצר.

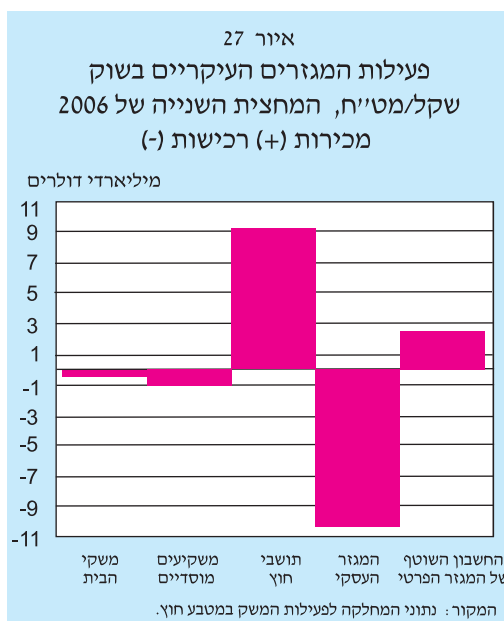
תוצאה של פעילות מתונה של תושבי חוץ, אשר לא מימשו השקעות במשק ואף המשיכו בהשקעות ישירות, בד בבד עם פעילות מתונה של משקי הבית, אשר בניגוד לתגובתם החדה על אירועים קיצוניים בעבר, לא הגיבו על הזעזוע הביטחוני ברכישות מט"ח בהיקפים ניכרים.

המשך ההצטמצמות של פער הריביות הקצרות בין ישראל לארה"ב, עד לפער שלילי לקראת סוף השנה, לא השפיע במידה ניכרת על התפתחות שער החליפין ותאם את תנאי הרקע (איור 14). הצטמצמות הפער נבעה מירידת הריבית בישראל לצד עצירה בתהליך הריסון המוניטרי בארה"ב. לפער הריביות הייתה השפעה פחותה על התפתחות שער החליפין במחצית הנסקרת, הודות לשיפור בעודף בחשבון השוטף ולהתרחבות ניכרת ביבוא ההון ארוך הטווח למשק, הרגיש פחות לפער הריביות. מגמה זו של הצטמצמות פער הריביות מול ארה"ב נצפתה בשנים האחרונות גם במדינות מתעוררות אחרות, לצד התחזקות המטבעות המקומיים מול הדולר. תהליך זה נתמך בהשפעות מקומיות של תהליכי ליברליזציה ושיפור בתנאי הבסיס של המשק המתעוררים, המגבירים את מעורבותם של תושבי חוץ בשווקים הפיננסיים המקומיים, לצד מגמה עולמית של היחלשות הדולר בעולם, על רקע הגירעונות התאומים (השוטף והתקציבי) בארה"ב.

ב.2. ניתוח הפעילות של המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

למגזרים השונים הפעילים בשוק מטבע החוץ מוטיבציות שונות וכן דפוסי פעולה שונים²⁴. הבנת דפוסי פעילותם ובחינת מידת רגישותם לאירועים שונים מספקות רובד חשוב בניתוח ההשפעות על התפתחות שער החליפין, ומכאן - על האינפלציה.

התקופה הנסקרת התאפיינה בהיצע מט"ח ארוך טווח, שנבע מהעודף בחשבון השוטף של המגזר הפרטי ומההשקעות של תושבי חוץ במניות. כנגד זאת הואט הביקוש הבסיסי למטבע חוץ, על רקע ההאטה בקצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל ועצירה בפיזור הבין-לאומי של תיק הנכסים הפיננסיים של משקי הבית. האטה זו בביקוש הבסיסי למטבע חוץ נבעה מהתפתחויות שליליות בשווקים הפיננסיים בחו"ל, והיא התפתחות זמנית, החורגת מתהליך ארוך טווח של פיזור תיק הנכסים של הציבור. כתוצאה מכך עודפי היצע המט"ח נרכשו על ידי המגזר העסקי באמצעות מכשירים קצרי טווח (פיקדונות ופירעונות אשראי), תוך התחזקות השקל (איור 27).



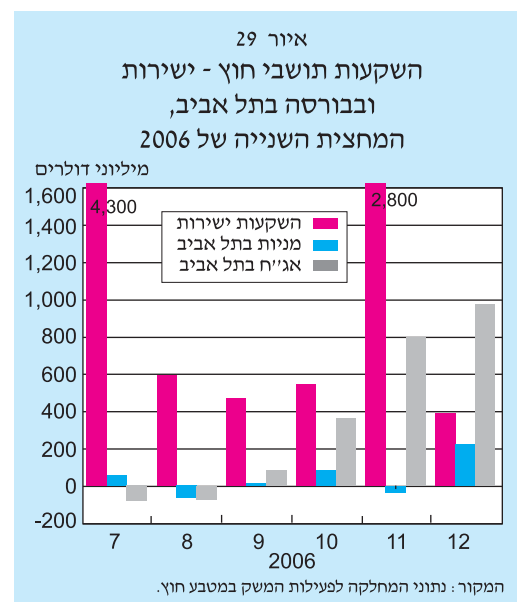
²⁴ תושבי חוץ מושפעים בעיקר מהמגמות הגלובליות בתנועות ההון למשקיים מתעוררים. המשקיעים המוסדיים רוכשים מט"ח לצורך פיזור תיק ההשקעות, התנהגות המונעת מאסטרטגיה ארוכת טווח. משקי הבית מפזרים את השקעותיהם בחו"ל בעיקר באמצעות קרנות נאמנות המתמחות במניות זרות ורגישים להתפתחויות קצרות טווח. המגזר העסקי פועל לרוב בניגוד למגמת שער החליפין, ובכך מהווה גורם מייצב.

העודף **בחשבון השוטף** תמך במישרין ובעקיפין בייסוס שער החליפין. בשנת 2006 צפוי העודף בחשבון השוטף להסתכם בהיקף שיא של כ-7.3 מיליארדי דולרים, שהם 5.2 אחוזי תוצר. זאת על אף השפעת הלחימה על ההכנסות משירותי התיירות. יש לציין כי מאז 2003 החשבון השוטף נמצא בעודף ובמגמת גידול (איור 28). בשנים 2003-2004 מקור התרומה העיקרי לעודף הוא התרחבות העודף בחשבון השירותים (בעיקר בשירותי המחשוב והמידע), לעומת השיפור בשנתיים האחרונות, שנובע בעיקרו מסעיף ההכנסות (ריבית ודיבידנד). שיפור זה נובע מהתרחבות ניכרת בהשקעות הפיננסיות של תושבי ישראל בחו"ל ומגורם גלובלי - העלאת הריביות בחו"ל, ששניהם תורמים להגדלת ההכנסות ממכשירי החוב. נוסף על כך תמך המשך הצמיחה המהירה של הסחר העולמי בהתרחבות ניכרת של יצוא הסחורות והשירותים, ושער החליפין הריאלי המפוחת פעל להגדלת העודף בחשבון המסחרי.

חשוב לציין כי העודף בחשבון השוטף משפיע על שוק המט"ח במישרין ובעקיפין. באופן ישיר - העודף הוא מקור היצע מבני של מט"ח מצד המגזר הפרטי; זרמי המט"ח נטו שנבעו מהחשבון השוטף של המגזר הפרטי הסתכמו בשנת 2006 ב-4.6 מיליארדי דולרים, לעומת 3 מיליארדים אשתקד. באופן עקיף - העודף בחשבון השוטף תומך בהשקעות הזרות במשק ככלל, משום שהוא מצביע על חסינות המשק ומשמש גורם חשוב בדירוג המדינה, בפרט בחברות מוטות היצוא.

תושבי חוץ פעלו במחצית הנסקרת בהיקפים גדולים הן במכשירים ארוכי טווח (בעיקר השקעות ישירות; איור 29), והן במכשירים קצרי טווח, שרגישותם לריבית גבוהה (בעיקר נגזרים ואיגרות חוב). המשך המגמה הגלובלית של השקעות ישירות, רכישות ומיזוגים, לצד תנאים חיוביים במשק והתרחבות יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית, תמכו בתנועות הון ארוכות טווח בהיקף שיא. ההשקעות הישירות של תושבי חוץ, ובראשן רכישת חברות ישראליות מוטות יצוא, הסתכמו בשנת 2006 בהיקף שיא (כ-14 מיליארדי דולרים). לעומת זאת פעילותם של תושבי חוץ במניות למסחר בבורסות בתל אביב ובחו"ל הייתה מינורית, והושפעה בעיקר מההתפתחויות הגלובליות. פעילותם במכשירים הקצרים הייתה בהיקפים ניכרים, אך לא הייתה עקבית בכיוונה לאורך המחצית. במהלך יולי-אוגוסט (תקופת הלחימה) רכשו תושבי חוץ מט"ח באמצעות מכשירים נגזרים, ובספטמבר-דצמבר הם מכרו מט"ח, הן באמצעות מכשירים נגזרים, על רקע התפוגגות הסיכון המקומי, והן באמצעות השקעות באג"ח הממשלתיות, עם תחילת פעילותם כעושי שוק.

המשקיעים המוסדיים (למעט קרנות הנאמנות), האטו במידה ניכרת את השקעותיהם בחו"ל במחצית הנסקרת. בתקופה זו הם השקיעו כ-1.2 מיליארדי דולרים בניירות ערך זרים, בעיקר במניות (מפאת אי-ודאות לגבי התפתחותן של תשואות אג"ח בארה"ב), לעומת 2 מיליארדי דולרים במחצית הקודמת. ההאטה בקצב הפיזור של תיק הנכסים - בעיקר בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות - חורגת מאסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור



גלובלי של תיק הנכסים ונובעת בחלקה מניהול לטווח קצר של נכסיהם, לנוכח פרסום התשואות בתדירות חודשית והתחרות הגוברת בין הקופות. כתוצאה מכך, ירידות המחירים החדות בשווקים המתעוררים במאי-יוני גרמו להאטה בקצב פיזור התיק ואף למימוש השקעות בחו"ל.

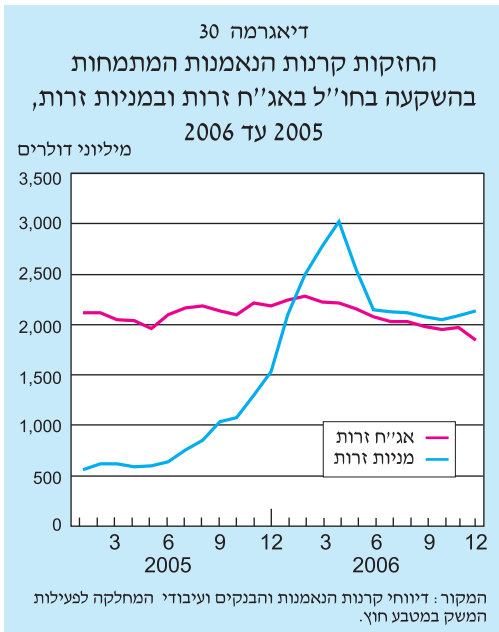
משקי הבית פדו, מאז אירועי מאי-יוני בשווקים המתעוררים, כמיליארד דולרים מהשקעותיהם במניות (באמצעות קרנות נאמנות); זאת בניגוד לצבירה ניכרת של השקעות במניות זרות (כ-2.5 מיליארדי דולרים) מאז הרפורמה במס ועד ערב הנפילות בשווקים (איור 30). דפוס פעולה זה מעיד כי משקי הבית רגישים להתפתחויות קצרות טווח ומונעים משיקולים קצרים. עובדה זו עשויה לשמש גורם מייצב בשוק המט"ח בעתות של משברים בשוקי ההון הגלובליים, כפי שקרה ברביע השני השנה.

המגזר העסקי רכש מט"ח בתקופה הנסקרת בעיקר באמצעות מכשירים קצרי טווח - פירעונות אשראי במט"ח וצבירה בפקדונות מט"ח - על רקע עלייה בתמורות היצוא והצטמצמות פער הריביות. בתקופה זו עודפי היצע המט"ח של תושבי חוץ נספגו על ידי המגזר העסקי תוך ייסוף בשער החליפין.

בסיכום, הייסוף בשער החליפין במחצית הנסקרת הושפע מתנאי היסוד החיוביים של המשק הישראלי, ובראשם השיפור הניכר בעודף בחשבון השוטף, וכן מהשפעות גלובליות קצרות טווח, שהאיצו את התחזקות השקל, אף מעבר להערכות המוקדמות. על רקע הצטברות של השפעות אלו ירדה ההשפעה היחסית של הצטמצמות פער הריביות על התפתחות שער החליפין, ומכאן שההשפעה של המדיניות המוניטרית על התפתחות שער החליפין פחתה בתקופה הנסקרת.

ג. אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות והפיננסיות

המדיניות המוניטרית נעזרת במספר אינדיקטורים מהשווקים הפיננסיים, המשמשים להערכת סביבת האינפלציה. יש קשר הדוק בין התפתחותם של האינדיקטורים השונים הנגזרים מהשווקים הפיננסיים, מהמודלים האקונומטריים וממקורות אחרים. ראשית, ישנם גורמים משותפים המשפיעים על כל האינדיקטורים במשק (common factor); כך, לדוגמה, לאירועים בעולם יכולות להיות השלכות על התפתחות האינדיקטורים בשווקים המקומיים, אך גם על שיקול הדעת של החזאים בנוי התחזיות וכו'. שנית, בין האינדיקטורים יש יחסי גומלין, ובמילים אחרות: חלק מהאינדיקטורים הם קבוצת אינפורמציה בבניית אינדיקטורים אחרים המשמשים את המדיניות המוניטרית; כך, לדוגמה, הערכות החזאים הפרטיים ותחזיות המודלים לגבי שיעור האינפלציה בעתיד יכולות להתבסס על התפתחותם של האינדיקטורים השונים בשווקים (כגון הציפיות לאינפלציה משוק ההון).



ג.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

האינפלציה הצפויה משפיעה על התפתחות המחירים בפועל דרך מנגנוני עדכון המחירים של הפירמות וקביעת השכר בשוק העבודה. בדרך כלל, ספקי המוצרים והשירותים אינם מעדכנים את המחירים באופן רציף, אלא אחת לכמה חודשים, מפני העלויות הכרוכות בעדכונים. על כן, בעת עדכון המחירים הם מביאים בחשבון גם את עליית המחירים הצפויה בעתיד. זאת ועוד, השפעת הריבית המוניטרית על האינפלציה מתבטאת בחלקה בפיגור, ולכן החלטות הריבית נקבעות על סמך הערכה של סביבת האינפלציה הצפויה בעתיד. מכאן חשיבותם של האינדיקטורים לאינפלציה הצפויה.

הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון נעו במהלך שלושת החודשים הראשונים של המחצית הנסקרת סמוך לאמצע תחום היעד, המשך ליציבות שאפיינה אותן מתחילת השנה (איור 9). היציבות בציפיות נשמרה גם בתקופת הלחימה בצפון. ברם, לנוכח הייסוף המשמעותי של השקל מול הדולר בחודשים ספטמבר ואוקטובר, לצד ירידה חדה של מחירי הדלק בעולם ופרסום מדד שלילי מפתיע לחודש ספטמבר, ירדו הציפיות לאינפלציה ירידה חדה באוקטובר והגיעו לשיעור של 1.4 אחוזים. על רקע המשך התחזקותו של השקל הוסיפו הציפיות לרדת, ובתום השנה הן עמדו על 1.2 אחוזים. הימצאותן של הציפיות לאינפלציה לאורך זמן בתוך תחום היעד, חרף הזעזועים במשק, שהביאו לירידות מחירים משמעותיות, מצביעה על אמון במדיניות, ועל הערכה של השווקים כי הבנק המרכזי ינקוט את מדיניות הריבית הנדרשת שתחזיר את האינפלציה ליעד. גם **הערכות החזאים לגבי האינפלציה הצפויה לטווח של שנה** אופיינו ביציבות במהלך שלושת הרבעים הראשונים של השנה ונמצאו סמוך למרכז תחום היעד. בחודש אוקטובר, בדומה לאלה משוק ההון, הן ירדו ירידה חדה והתייצבו על 1.4 אחוזים, אולם לאחר מכן הן שבו ועלו, עד ל-1.6 אחוזים בתום השנה. במקביל גברה אי-הוודאות, המשתקפת בפער בין ההערכה הגבוהה ביותר לנמוכה ביותר. פער זה עמד בדצמבר על 1.3 נקודות אחוז, לעומת 0.9 נקודות אחוז בתחילת המחצית הנסקרת (איור 10).

הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה מתוך סקר החברות והעסקים ירדו ברביע השלישי של השנה, המשך למגמת ירידה מתחילת 2006²⁵, ועמדו על 2.5 אחוזים בממוצע. במקביל לירידה בציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, עלה משמעותית שיעור החברות הצופות כי האינפלציה תהיה בתוך תחום היעד. שיעור החברות האלה עמד על 82 אחוזים, לעומת 72 אחוזים ברביע הקודם. עלייה זו באה במלואה על חשבון שיעור החברות הצופות כי האינפלציה תחרוג מהגבול העליון של יציבות המחירים - שיעור שירד.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים (מעל שנתיים) נעו במהלך כל המחצית הנסקרת בתוך גבולות היעד (איור 11). במהלך הרביע השלישי הן ירדו בשיעורים מתונים, בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים, וכן ניכרה

²⁵ הנתונים בסקר החברות נכונים לרביע השלישי של 2006.

בהן מגמת ירידה במהלך הרביע האחרון. בתום השנה עמדו הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים על 1.6 אחוזים, ולטווחים הבינוניים והארוכים - על 2 ו-2.3 אחוזים, בהתאמה²⁶.

המודלים האקונומטריים שפותחו בבנק ישראל מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ותוואי הריבית 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 ההתפתחות העתידית של משתנים שונים שאינם בשליטתם (משתנים אקסוגניים). המודלים מסתמכים על קשרים כלכליים בין המשתנים הרלוונטיים, ובכך מקנים לניתוח מסגרת מובנית ונוחה. אך מאחר שאין בכוחם של המודלים להתמודד עם שינויים משמעותיים ולא צפויים בסביבה הכלכלית ולשקף התפתחויות ייחודיות לכל תקופה, תוצאותיהם אינן צפויות לדייק בהתפתחויות בפועל יותר מהערכות שיפוטיות. לכן המודלים הם רק אחד הנדבכים בהערכת האינפלציה הצפויה, לצד כלי ניתוח נוספים והערכה שיפוטית של כל האינדיקטורים.

בתחילת המחצית הנסקרת הראו המודלים כי ריבית בנק ישראל בפועל נמוכה מזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה, והצביעו על צורך להעלותה במהלך המחצית השנייה של 2006. זאת עקב ציפיות לתוואי עולה של ריבית הבנק המרכזי בארה"ב, אשר יחד עם עלייה מסוימת של סיכון המדינה בעקבות הלחימה בצפון, הייתה צפויה ליצור לחצים משמעותיים לפיחות השקל מול המטבעות הזרים, ודרכו לחלחל לאינפלציה. נוסף על כך, עלייה משמעותית של מחירי התשומות המיובאות במחצית הראשונה של השנה יצרה לחצים אינפלציוניים במשק. ואולם, כתוצאה מהייסוף של השקל מול הדולר, שהחל בספטמבר, לצד ירידה משמעותית של מחירי האנרגיה בעולם וציפיות לתחילת מגמה של הורדת הריבית ב-Fed, הצביעו המודלים על צורך להוריד את הריבית המוניטרית במהלך השנה הקרובה, בשיעורים שהלכו והתעצמו עם הזמן, בד בבד עם התבססות כוחות לירידת מחירים. במקביל הלכה והתמתנה התחזית לאינפלציה לארבעת הרבעים הבאים, ולקראת סוף המחצית נגזרה מהמודלים חריגה של האינפלציה הצפויה מהגבול התחתון של היעד עד לרביע השלישי של 2007.

ג.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

במחצית השנייה נרשמו בשוק המקומי ירידות בתשואות הנומינליות והריאליות לכל הטווחים לפדיון. הסיבות העיקריות לכך היו ירידת התשואות בארה"ב וסביבת אינפלציה ממותנת במשק המקומי. לירידת התשואות תרמו גם הורדת הריבית המוניטרית וגיוסים נמוכים של הממשלה.

²⁶ הציפיות הנמדדות כוללות בתוכן גם רכיב של פרמיית הסיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

תשואות המק"ם היו יציבות יחסית במהלך שלושת החודשים הראשונים של המחצית השנייה בכל הטווחים לפדיון, תוך הערכה לעלייה מתונה של הריבית המוניטרית במהלך השנה הקרובה (איור 18). אולם במהלך שלושת החודשים האחרונים של השנה ירדו תשואות המק"ם בעיקר בטווחים הארוכים, כך ששיפוע העקום הפך לשלילי, ובכך שיקף ציפיות להורדת ריבית בנק ישראל במהלך 12 החודשים הקרובים בשיעורים שעד חצי נקודת אחוז.

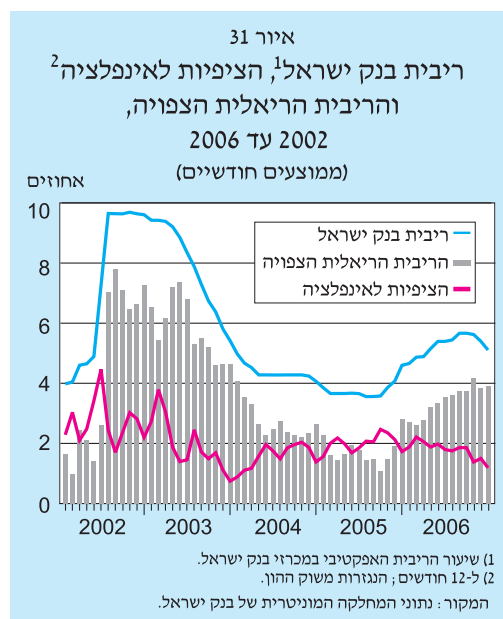
התשואות על איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר") נותרו יציבות יחסית בשלושת החודשים הראשונים - תוצאת עלייה מסוימת של סיכוני הכלכלה בגלל הלחימה בצפון, וירידה משמעותית של התשואות בארה"ב (איור 12). אולם בחודשים אוקטובר-דצמבר ירדו התשואות וירידה משמעותית של 0.9 נקודת אחוז בטווחים הקצרים והבינוניים וב-0.7 נקודת אחוז בארוכים. בתום השנה הגיעו התשואות הנומינליות לכל הטווחים לשיעורים הנמוכים ביותר מזה כשנה וחצי.

התשואות על האג"ח הצמודות למדד ("גליל") התפתחו במהלך המחצית הנסקרת באופן דומה לתשואות הלא-צמודות (איור 13). הירידה מתונה יותר של התשואות הריאליות יחסית לתשואות הנומינליות בתקופה הנסקרת מעידה על ירידה גם בסביבת האינפלציה. כן השתטח השיפוע של העקום הריאלי ואף הפך שלילי בתום השנה, ובכך שיקף ציפיות של השוק לירידת הריבית הריאלית בעתיד.

פערי התשואות הנומינליות והריאליות בין ישראל לארה"ב לטווחים הארוכים, שעלו במידה מסוימת בשלושת החודשים הראשונים של המחצית הנסקרת, ירדו ירידה חדה והגיעו לשיעורים הנמוכים ביותר בפרספקטיבה היסטורית - 1.1 ו-1.3 אחוזים בטווחים של 5 ו-10 שנים, בהתאמה (איורים 16-17), אולם לקראת תום השנה הפערים הריאליים לטווחים הארוכים עלו ל-1.4 אחוזים. הזהות בפערים הנומינליים והריאליים בין ישראל לארה"ב משקפת סביבה אינפלציונית וסיכוני אינפלציה דומים בשתי המדינות.

הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל היא אחד האינדיקטורים למידת הריסון המוניטרי. במהלך המחצית הנסקרת עלתה ריבית זו ב-0.3 נקודת אחוז והגיעה ל-3.9 אחוזים (איור 31), השיעור הגבוה ביותר מאז תחילת 2004. העלייה בריבית הריאלית נבעה מירידה בציפיות לאינפלציה לשנה מעבר לירידה בריבית המוניטרית²⁷.

במשטר של יעד האינפלציה, כאשר כלי המדיניות של הבנק המרכזי הוא הריבית המוניטרית, ההתפתחויות במצרפי הכסף והאשראי נקבעות על ידי ביקוש הציבור, ולא אמורים להיווצר עודפי ביקוש או היצע. לכן מצרפים אלה אינם משפיעים במישרין על הפעילות הריאלית ועל המחירים במשק. עם זאת, מעקב שוטף אחר התפתחות המצרפים עשוי לסייע בזיהוי שינויים



²⁷ השפעת הריבית הריאלית הקצרה על הפעילות הריאלית מתוארת בדוח האינפלציה למחצית הראשונה של 2006.

בהעדפות השחקנים בשווקים הפיננסיים ובבחינת ההשפעות של רפורמות מבניות, ואולי גם באבחון מוקדם של חוסר איזונים פיננסיים.

ג. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

אמצעי התשלום עלו במחצית הנסקרת בשיעור של 4.1 אחוזים, עלייה גדולה מזו שנרשמה במחצית הראשונה (איור 32). העלייה במחצית הנסקרת נבעה בעיקר מרכיב העו"ש, שעלה ב-6.1 אחוזים, בעוד שרכיב המזומן עלה ב-1.4 אחוזים בלבד. במהלך 12 החודשים האחרונים עלו אמצעי התשלום בשיעור של 7.2 אחוזים, עלייה מתונה מזו של השנים האחרונות.

מצרף הכסף הרחב (M2)²⁸ עלה במחצית הנסקרת בשיעור של 6.1 אחוזים, ומתחילת השנה הוא עלה בשיעור של 7.3 אחוזים. הסתכלות ברכיבים של M2 מצביעה על יציבות של משקל הפיקדונות לטווחים הקצרים (עד 3 חודשים) והבינוניים (עד שנה). משקלם עמד בתום השנה על 90.4 ו-9.6 אחוזים, בהתאמה.

מצרף האשראי הבנקאי הכולל (C3) ירד במחצית הנסקרת ריאלית ב-1.7 אחוזים, ומתחילת השנה הוא נותר כמעט ללא שינוי. בשלוש שנים האחרונות קצב גידולו השנתי (במחירים קבועים) של המצרף עדיין מתון, למרות הצמיחה המהירה של המשק. זאת עקב התפתחות מהירה מאוד של מקורות אשראי חלופיים, שתרמה תרומה משמעותית להתגברות התחרות בתחום זה, ובכך הסיטה חלק מהמשקיעים הפוטנציאליים אל מחוץ למערכת הבנקאית²⁹.

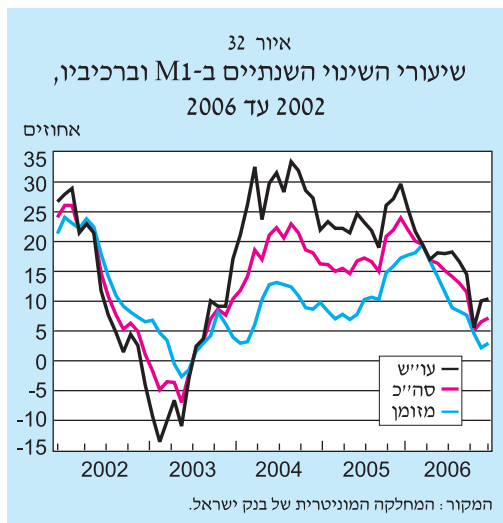
שווי של תיק הנכסים של הציבור עלה מתחילת השנה ב-10.9 אחוזים, וללא רכיב המניות - ב-5.9 אחוזים. מבחינת תיק הנכסים לפי סוגי הצמדה (ללא מניות) עולה כי נמשכת מגמה עלייה, שהחלה בשנת 2003, במשקל הנכסים הצמודים למט"ח על חשבון משקל הנכסים הצמודים למדד. משקל הנכסים הלא-צמודים נותר יציב. משקל הנכסים הלא-צמודים (ללא מניות) עמד על 39.3 אחוזים, ומשקלותיהם של הנכסים הצמודים למדד והצמודים למט"ח - על 40.3 ו-20.4 אחוזים, בהתאמה.

ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

המשק הישראלי, בהיותו משק פתוח וקטן, חשוף במידה יתירה להשפעות גלובליות קצרות טווח. התמסורת משינויים בסביבה הכלכלית העולמית להתפתחותם של המחירים המקומיים עוברת דרך כמה ערוצים עיקריים: דרך השתנותם של היקף הסחר העולמי והביקושים לתוצרת הישראלית, כפונקציה של שיעור הצמיחה העולמית; ישירות - דרך מחיריהם של המוצרים המיובאים; בעקיפין - דרך עלויות הייצור הנגזרות חלקית

²⁸ המצרף M2 כולל את הפיקדונות הלא-צמודים עד שלושה חודשים וגם את הפיקדונות משלושה חודשים עד שנה.

²⁹ לפירוט ראו דוח בנק ישראל לשנת 2005.



ממחירי התשומות המיובאות, ובמידה רבה דרך השתנותם של שערי החליפין הצולבים ותוואי הריביות בחו"ל, המשפיעים על תנועות ההון, ודרךן על הריביות ושער החליפין המקומיים. להלן יתוארו ההתפתחויות הכלכליות בעולם אשר בלטו בהשפעתן על המחירים המקומיים בתקופה הנסקרת.

- שיעור הצמיחה העולמי הוסיף להיות גבוה. אולם סימנים להאטה בפעילות המשקית של ארה"ב על אף התרחבות מקבילה בגוש האירו וביפן מתבטאים בציפיות למיתון אפשרי של הפעילות הכלל-עולמית. צמיחתם של המשקים המתעוררים, ובראש וראשונה של סין והודו, נשארה איתנה, והורגשה בין היתר במחירי התשומות והסחורות העולמיים, שעלו עליהם חדה מתחילת השנה. כנגד זאת, התרחבות חלקן של מדינות אלו בסחר העולמי (גידול היצוא שלהן בשנת 2006 ב-11 אחוזים) פעלה במידה מסוימת למיתונו של קצב האינפלציה העולמי דרך אספקת מוצרי יבוא מוזלים.
- ירידה של מחירי הנפט (ביותר מ-20 אחוזים מהשיא של חודש יולי) הקטינה את הלחצים האינפלציוניים במרבית המדינות; עם זאת, רמת המחירים נשארה גבוהה במושגים היסטוריים (כ-63 דולרים לחבית).
- צמיחתו של המשק האמריקאי הואטה במידה ניכרת, עקב ירידתו של תוצר ענף הבנייה (בכ-17 אחוזים). התוצר של ארה"ב צמח ברביעי השלישי ב-1.6 אחוזים בלבד, והגירעון התופח במאזן התשלומים תרם גם הוא להאטת קצב הצמיחה. עם זאת, הצריכה הפרטית צמחה בקצב סביר, הודות לגיאאות בשווקים הפיננסיים, ליציבות בשוק העבודה ולהוזלת מחירי האנרגיה – ועל רקע הצטמצמותו של התוצר התעשייתי, פעלה להיווצרותם של לחצים אינפלציוניים.
- אף על פי שמדד המחירים לצרכן בארה"ב ירד בחודש ספטמבר, עלו במקביל מדדי הליבה, וכך האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נאמדה ב-2.9 אחוזים. ה-Fed השאיר את הריבית לחודש נובמבר ברמה של 5.25 אחוזים.
- האינדיקטורים השוטפים המשיכו להצביע על המגמה החיובית בהתפתחותם של גוש האירו והמשק היפני. התבססות הצמיחה במשקים אלו נשענה על גידול הצריכה הפרטית. בשוק היפני המגמה הכללית מובלת גם על ידי התרחבותן המהירה של פעילות החברות, על רקע פחות היין והוזלה של מחירי האנרגיה. בגוש האירו המשיכו האינדיקטורים השוטפים להצביע על מגמות חיוביות בהתפתחות המשקים, והאבטלה ירדה אל רמתה הנמוכה ביותר זה ארבע שנים. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים בגוש האירו נאמדה ב-1.7 אחוזים – מתחת לתקרה, שנקבעה על 2 אחוזים; עם זאת העלה הבנק המרכזי את הריבית לרמה של 3.25 אחוזים, בטענה שהריבית הריאלית עדיין נמוכה והמדיניות המוניטרית מרחיבה. ביפן קצב האינפלציה עדיין נמוך (0.6 אחוז ב-2006), אך הציפיות הן להעלאת הריבית ברבע אחוז בחודשים הקרובים, לרמה של 0.5 אחוז.

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

א. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

א.1. הפעילות הריאלית

התרחבותה של הפעילות הריאלית במשק הישראלי צפויה להימשך גם בשנים הקרובות. לאחר התמתנות יחסית בפעילות המשקית, שנבעה רובה ככולה מהעומות הצבאי בצפון הארץ, חזרו האינדיקטורים המובילים לפעילות השוטפת למגמות החיוביות שאפיינו את המשק לפני המשבר הביטחוני. ההערכות הפסימיות של הפגיעה האפשרית ברמת הפעילות התפוגגו, ולפי ההערכות העדכנית קצבי הצמיחה של התוצר והתוצר העסקי בשנת 2006 יהיו 4.8 ו-5.8 אחוזים, בהתאמה.

בשנת 2007 צפוי קצב הצמיחה של התמ"ג להתמתן לכ-4.6 אחוזים. תחזית זו מתבססת בעיקר על ההנחות הבאות: המשך מגמת הצמיחה העולמית, שתתבטא בעלייה של 7.5 אחוזים בסחר העולמי, ביצוע תקציב המדינה בהתאם להצעת התקציב שאושרה בממשלה וביצוע תוכנית הפחתת המס כמתוכנן. אשר לרכיבים השונים שיובילו את צמיחתו של המשק בשנים הקרובות: רכיב היצוא צפוי לגדול בקצב העולה על קצב צמיחת הסחר העולמי. ההתאוששות של סעיפי ההשקעה (השקעה בענפי המשק והשקעה במגורים) צפויה להיות מהירה יחסית להערכות העבר, וסעיף זה עשוי לגדול בשיעור העולה על זה של 2006. הצריכה הפרטית, שיחד עם סעיף היצוא הובילה את תהליך הצמיחה במשק בשנה הנסקרת, צפויה לגדול בקצב מתון יחסית גם בשנה הקרובה, תוך עלייה בשיעור החיסכון הפרטי.

א.2. המדיניות הפיסקלית

ניתוח ראשוני של הצעת תקציב המדינה לשנת 2007 מורה כי אם זו תאושר, רבים הסיכויים שהממשלה תעמוד ביעדים שנקבעו למצרפי התקציב. הגירעון המתוכנן ל-2007 יהיה גדול משמעותית מהגירעון הצפוי בשנה הנסקרת ויגיע ל-2.9 אחוזי תוצר. על רמתו הגבוהה של הגירעון ישליכו הן העובדה שחלק מתקבולי המסים בשנת 2006 היו חד-פעמיים והן גידול הוצאות הביטחון, על רקע מסקנות מלחמת לבנון השנייה, אשר יתבטא בשנת 2007 יותר מאשר ב-2006. לגידול הגירעון יתרמו גם העלאת תקרת גידולן של ההוצאות ל-1.7 אחוזים לשנה (בניכוי ההוצאות הקשורות למלחמה) והמשך הפחתת המסים. לפי התוואי הצפוי של מצרפי התקציב בשנים 2007-2011 יחס החוב הציבורי לתוצר ומשקל ההוצאה הציבורי בתוצר יפחת במידה ניכרת, תהליכים אשר יתמכו בצמיחה בת-קיימא. זאת בתנאי שהממשלה תעמוד בתקרת ההוצאות והגירעון שעליהן הוחלט, והצמיחה הממוצעת של המשק תעמוד על 4 אחוזים לשנה. ואולם, תחזית זו מתייחסת לתקופה שתחילתה רק בשנת 2009 (בגלל הגירעונות הגבוהים

בשנתיים הבאות), והיא רגישה מאוד לנתוני הצמיחה ולגודלו של תקציב הביטחון בשנים הבאות.

ב. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

על פי הערכות בנק ישראל, צפוי ב-2007 עודף ביבוא ההון ארוך הטווח למשק ("החשבון הבסיסי"), אמנם נמוך יותר מרמתו הגבוהה בשנתיים האחרונות. זרמי המט"ח של החשבון הבסיסי מורכבים מתנועות הון בעלות אופי ארוך טווח, שעיקרן השקעות ישירות, ומזרמי מט"ח הנובעים מהחשבון השוטף, ועל כן רגישים פחות לגורמי אי-ודאות קצרי טווח. העודף נטו ביבוא ההון בשנת 2007 צפוי לתמוך בשער החליפין, ולהוות משקל-נגד להתפתחויות קצרות טווח, שעלולות ללחוץ להיחלשות השקל.

עיקר הירידה של העודף בחשבון הבסיסי בשנת 2007 צפוי לנבוע מירידה בהשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק ומהמשך ההתרחבות של הביקוש המבני להשקעות פיננסיות בחו"ל. הירידה בהיקף ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק צפויה לאחר השקעות בהיקף שיא בשנת 2006, שבה בוצעו עסקאות גדולות רבות יחסית; כמו כן היא נובעת מירידה צפויה במעורבות של תושבי חוץ בהפרטות. גידול הביקוש המבני להשקעות בחו"ל הוא פועל יוצא של אסטרטגיה ארוכת טווח לפיזור גלובלי של תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים, הנובעת מהשוואת שיעורי המס על ניירות ערך מקומיים וזרים החל משנת 2005, מההיתר שניתן לפני כשנה לקרנות פנסיה ותיקות להשקיע בחו"ל, ומרכישת קופות הגמל על ידי חברות הביטוח, הנהנות מניסיון עשיר יותר בפעילות בחו"ל. כתוצאה מרפורמות אלו, שיעור ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בנכסים זרים מסך הנכסים הואץ בשנתיים האחרונות, ועומד כיום על כ-10.5 אחוזים (ללא קרנות פנסיה ותיקות) - אך הוא עדיין נמוך משיעור ההשקעות הזרות של משקיעים מוסדיים במדינות דומות (25-35 אחוזים).

כנגד זאת, הכוחות העיקריים שצפויים לתמוך בהיצע המט"ח הבסיסי הם המשך ההתרחבות של העודף בחשבון השוטף, בעיקר כתוצאה מהמשך ההצטמצמות של הגרעון בחשבון הסחורות, והגדלת משקל החזקותיהם של תושבי חוץ באיגרות חוב ממשלתיות, תוצאת השפעה הישירה של פעילותם כעושי שוק. המשמעות של הירידה הצפויה בהיקף תנועות ההון נטו ב-2007 היא עלייה במשקל השפעתם של גורמים קצרי טווח על התפתחות שער החליפין, יחסית לשנת 2006.

נוסף על הכוחות ארוכי הטווח, פועלים גורמי רקע שעשויים להביא להיחלשות השקל, ביניהם צפי להאטה בתנועות ההון הפיננסיות למשקים מתעוררים³⁰, על רקע השפעת הירידה בנזילות הגלובלית וחששות בשווקים מהאטה גלובלית. מלבד זאת יש חשש לעלייה של מחירי הנפט, בין היתר

³⁰ "Capital Flows to Emerging Market Economies", Institute of International Finance, September 2006.

כתוצאה ממתוחות גיאוגרפיות אפסרית במזרח התיכון ומירידה של יכולת הייצור במספר מדינות, שעלולה לפעול גם להגדלת הגירעון בחשבון הסחורות.

כנגד זאת, ניתן לציין את עמידותו של שוק המט"ח בשנה האחרונה, למרות מספר אירועים גלובליים ומקומיים שטמנו בחובם פוטנציאל לערעור היציבות. יציבות זאת נתמכת בעליית החשיפה של תושבי ישראל לשווקים הפיננסיים בחו"ל הן במישורין (משקי הבית) והן בעקיפין (באמצעות המשקיעים המוסדיים). חשיפה זו עשויה למתן את ההשפעה של משיכת השקעות פיננסיות של תושבי חוץ על שער החליפין, במקרה של יציאת הון ממשקים מתעוררים; זאת משום שבמקרה כזה המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית עשויים לממש השקעות במשקים אלו כפי שפעלו במאי-יוני.

ג. ההתפתחויות הצפויות בעולם

על פי תחזיות של קרן המטבע הבין-לאומית ו-OECD יתמתן בשנת 2007 קצב הצמיחה העולמית ביחס לשנה הנסקרת ויעמוד על 4.9 אחוזים. לצד האי-וודאות סביב התפתחותה של הכלכלה האמריקאית בשנה הבאה מצביעים מרבית האינדיקטורים על מגמות חיוביות בגוש האירו, ביפן ובשווקים המתעוררים. לפי הערכות שונות עשוי להיווצר בשנת 2007 איזון גלובלי חדש: על רקע היחלשותו של המשק האמריקאי תתבסס הובלת הצמיחה העולמית על שאר השווקים, והפגיעה הצפויה בתהליך הצמיחה תהיה מתונה יחסית. בדומה לשנים הקודמות תתבסס הצמיחה העולמית על גידולו של הסחר העולמי, ששיעורו הצפוי נאמד ב-7.5 אחוזים. עם זאת, חזרתם הצפויה של מחירי הנפט למגמת העלייה, ועמה עלייה אפשרית של

לוח 1

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

2007	2006	2005	2004		
2.9	3.4	3.2	3.9	ארה"ב	הצמיחה
2.0	2.4	1.3	2.1	גוש היורו	
2.1	2.7	2.6	2.3	יפן	
				השווקים המתעוררים	
7.2	7.3	7.4	7.7		
2.9	3.6	3.4	2.7	ארה"ב	האינפלציה
2.4	2.3	2.2	2.1	גוש היורו	
0.7	0.3	-0.6	0.0	יפן	
				השווקים המתעוררים	
5.0	5.2	5.3	5.6		

¹ הנתונים נכונים לחודש דצמבר 2006.

המקור: IMF World Economic Outlook אפריל 2006.

שיעורי האינפלציה, עקב הצטמצמות עודף כושר הייצור במספר מדינות מפותחות, יחייבו מדיניות מוניטריות מרסנת מצד הבנקים המרכזיים, אשר תתבטא בהעלאת הריביות, במיוחד בגוש האירו. מפילוח גיאוגרפי עולה כי הצמיחה בארה"ב צפויה להתמתן יחסית לשנה הקודמת, אולם עוצמתה של התמתנות זו שנויה במחלוקת. מהאינדיקטורים השוטפים, ובכללם הנתונים משוק הנדל"ן, קשה להסיק בשלב זה על מגמה ברורה בעוצמת הפגיעה בפעילות המשקית בשנה הבאה. קרן המטבע עדכנה את תחזיות הצמיחה בארה"ב לשנת 2007, ושיעור הגידול הצפוי הוא 2.9 אחוזים בלבד. על רקע הגירעון העצום בחשבון השוטף ועלייה של מדדי הליבה, המשק האמריקאי ניצב בפני סיכוני אינפלציה; עם זאת האטת קצב הצמיחה של המשק, בהנחה שהיא יכולה להתבטא גם בנתוני שוק העבודה, מעלה ציפיות לנקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה בחודשים הקרובים.

בגוש האירו – על סמך נתוני התוצר לרביע השלישי (עלייה של 2.7 אחוזים לעומת הרביע הקודם), ניתן להסיק על המשך מגמת הצמיחה שמאפיינת את מדינות אירופה מתחילת השנה. תהליך הצמיחה בגוש האירו מאוזן ומלווה בגידול של השימושים המקומיים, בפרט של הצריכה (הן הפרטית והן הציבורית) ושל ההשקעות. צפוי כי הצמיחה הכלכלית בגוש תימשך ב-2007, אך שיעורה יתמתן יחסית ל-2006 ויעמוד על 2 אחוזים. סיכונים להאטה של קצב הצמיחה טמונים בהתחזקות האירו מול הדולר, בהתחדשות אפשרית של העלייה במחירי האנרגיה ובמדיניות פיסקלית מצמצמת של חלק ממדינות אירופה. אף שהאינפלציה בפועל ממשיכה לרדת, ההערכות של הבנק המרכזי מצביעות על אפשרות כי האינפלציה תחרוג מיעדה בשנה הבאה, ואם כן, צפויה הריבית להמשיך ולעלות.

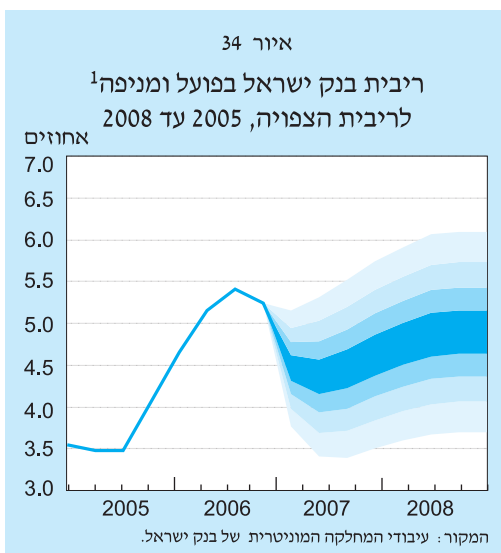
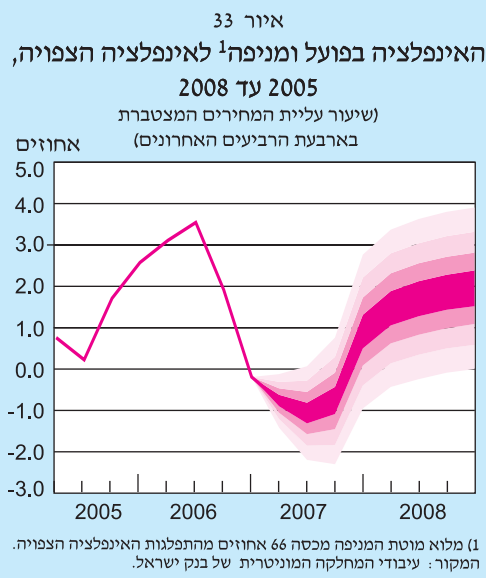
מגמת ההתאוששות הכלכלית במשק היפני, הארוכה ביותר מאז מלחמת העולם השנייה, צפויה להימשך ולהתבסס גם בשנה הבאה על התרחבות הביקושים המקומיים. התרחבותה של הפעילות המשקית ביפן בשנת 2007 נאמדת ב-2.1 אחוזים. האינפלציה במשק היפני צפויה לעלות בהדרגה, אולם הבנק המרכזי צפוי להמשיך ולנקוט מדיניות זהירה של העלאות הריבית.

ההתפתחות החיובית בשווקים המתעוררים, ובפרט במדינות אסיה והודו, צפויה להימשך גם בשנה הבאה. הצמיחה הצפויה של שווקים אלו עומדת על 10 ו-8 אחוזים, בהתאמה.

ד. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

ד.1. הערכות האינפלציה העתידית

לפי ההערכות של שוק ההון, החזאים הפרטיים וסקר החברות, האינפלציה צפויה לחזור לקראת סוף שנת 2007 לתחום היעד (לוח 2). הערכות אלו מתבססות על הנחות דומות לגבי ההתפתחות של הריבית המוניטרית



והערכות שונות לגבי התפתחות שער החליפין. בדומה להערכות משוק ההון, החזאים הפרטיים צופים ירידה של ריבית בנק ישראל לשנת 2007 בשיעור של כרבע נקודת אחוז³¹. שיעור האינפלציה הצפוי הגבוה יחסית על פי סקר החברות נשען על ציפיות לפיחות משמעותי של השקל מול הדולר³². לפי הערכות בנק ישראל, בהנחה שתישמר יציבות יחסית בשער החליפין, וכן יתמתנו עודפי הביקוש תוך יציבות במחירי היבוא העולמיים, ביניהם האנרגיה, האינפלציה צפויה להיות נמוכה מהגבול התחתון של היעד עד לרביע השלישי של 2007, תוך ירידה של ריבית בנק ישראל. מהרביע האחרון של 2007 ואילך האינפלציה צפויה להתכנס לתחום היעד ולעמוד במרכזו במחצית השנייה של 2008.

איור המניפה (איור 33) מאפשר לבחון את רמת אי-הוודאות בהשגת יעד האינפלציה על ידי הבנק המרכזי. אי-ודאות זו נובעת ישירות מזעזועים אפשריים באינפלציה, ובעקיפין דרך משתנים אחרים שיש להם השפעה על רמת המחירים (למשל פער התוצר ושער החליפין)³³. כפי שעולה מאיור 33, ההסתברות שהאינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים תימצא בתוך גבולות היעד (3-1 אחוזים) עד הרביע השלישי של 2007 נמוכה³⁴, אולם החל מהרביע האחרון ואילך הסתברות זו עולה לכ-45 אחוזים, וההסתברות שהאינפלציה תהיה בתחום היעד בשנת 2008 דומה. מכאן נגזר תוואי יורד של הריבית המוניטרית בהסתברות גבוהה - לפחות עד תחילת 2007 (איור 34). לעומת זאת בהמשך השנה, העוצמה והכיוון המדויק של השינויים בריבית אינם ודאיים, בגלל זעזועים שונים שיכולים, בנסיבות מסוימות, לפקוד את המשק באותה תקופה. כך, למשל, עלייה גדולה אפשרית, לא-צפויה, של הביקושים המקומיים (זעזוע בפער התוצר), על רקע הימצאותה של האינפלציה מתחת לגבול התחתון של היעד, עלולה להוביל לנקיטת מדיניות ריבית מרסנת.

בהתאם להתפתחויות האפשריות בסביבת האינפלציה בעתיד בנק ישראל ימשיך לעקוב ולהעריך באופן שוטף את ההשלכות של התפתחויות אלו, ויתאים את הריבית במשק במינון הנדרש, כדי להשיג את יעד יציבות המחירים, תוך שמירה על היציבות ופיננסית.

לוח 2

הערכת האינפלציה לשנת 2007

היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות
2	1.2	1.6	2.5
(1-3)		(1.0-2.2)	

ממוצע 2007, (תחום)

³¹ בסקר החברות אין נתונים על המסלול הצפוי של הריבית המוניטרית.

³² החברות צופות בממוצע ששער החליפין של השקל מול הדולר יעמוד על 4.56 ש"ח.

³³ איור המניפה נשען על הנחה לגבי תוואי מסוים, ללא זעזועים, של המשתנים האקסוגניים למשק (הריבית בחו"ל, האינפלציה של מחירי היבוא, פער הסחר העולמי וכו').

³⁴ זאת משום שהאינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים כוללת את ירידת המחירים המשמעותית שהייתה במחצית השנייה של 2006.

ד.2. מאזן סיכוני האינפלציה

ייתכנו כמה תרחישים אפשריים, הטומנים בחובם כוחות המסכנים את השגת יעד האינפלציה בשנת 2007, בסבירויות דומות מלמעלה ומלמטה:

סיכון גיאו-פוליטי

- עלייה בפרמיית הסיכון של ישראל, שעלולה לגרום להיחלשות השקל מול המטבעות הזרים, וכפועל יוצא - גם לעליית מחירים מהירה במשק.
- עלייה משמעותית בהוצאות הביטחון, שתוביל לחריגה מתקרת הגירעון לשנת 2007 (2.9 אחוזים), ועלולה לערער את היציבות הפיננסית בשווקים ולהשליך על רמת המחירים במשק.
- פגיעה בצד ההיצע ובצד הביקוש של הפעילות הריאלית עלולה להיות משמעותית, אך לא חד-משמעית בהשפעתה על המחירים; זאת משום שאי אפשר להעריך מראש את עוצמותיהם של הכוחות הפועלים על המחירים בשני הכיוונים. בשל התמסורת ההדרגתית ארוכת הטווח מהפעילות הריאלית להתפתחות המחירים, ההשפעה של תרחיש זה עלולה להימשך תקופה ניכרת.

הרעה במשק האמריקאי

- המשך ההרעה בגירעונות התאומים בארה"ב לצד התפתחות שווקים פיננסיים חלופיים לשוקי ההון בארה"ב עלולים לחולל שינוי בהעדפות המשקיעים, ולהביא להאצת היחלשותו של הדולר בעולם ומול השקל.
- האטה נוספת בפעילות הריאלית בארה"ב לצד התמתנות הלחצים האינפלציוניים שם עשויות לפעול להאצה של הורדות הריבית במשק האמריקאי; הדבר יגרור פער ריביות חיובי, אשר יתמוך בהתחזקות השקל, ולכן יפעל לירידת מחירים מהירה יחסית.
- להאטה בסחר העולמי, שבעיקרה יכולה לנבוע מירידת הפעילות הריאלית בארה"ב, יש השפעות מוגדות על האינפלציה. מחד גיסא, ירידת הביקוש ליצוא הישראלי עלולה לגרור ירידה במחירים המקומיים; מאידך, הרעה בחשבון השוטף תלחץ לפיחות, ודרכו - לעליית מחירים.

מגמות גלובליות

- המשך התרחבות הביקוש למוצרי ושירותי טכנולוגיה בעולם, לצד התרחבות מגמה גלובלית של מיזוגים ורכישות, עשוי להאיץ רכישת חברות ישראליות מוטות יצוא טכנולוגיה - כפי שקרה בשנתיים האחרונות. התפתחות זו תתמוך בלחץ בסיסי גדול יותר לייסוף, שיפעל לירידת מחירים.
- את ההתפתחות העתידית של מחירי הדלק בעולם אופפת אי-ודאות רבה. עם זאת, ההערכות העדכניות מצביעות על סבירות לעליית המחירים, בעיקר על רקע הצטמצמות תפוקת הנפט בעולם, נוסף על מתחים גיאו-פוליטיים במזרח התיכון. התממשות תרחיש זה תפעל לעלייה מהירה של המחירים במשק.

תיבה 3 : הסדרי ההצמדה לשער החליפין במשק הישראלי והשפעתם על המדיניות המוניטרית

בעטייה של אינפלציה גבוהה ומתמשכת בשנות השבעים והשמונים התפתחו במשק הישראלי הסדרי הצמדה ונוהגי הצמדה שונים, אשר הובילו להצמדת מחיריהם של מוצרים ושירותים לשער החליפין - בעיקר לדולר או למדד המחירים לצרכן. המונח "דולריזציה מלאה" מתייחס בספרות הכלכלית למצב שבו מדינה אימצה באופן מלא מטבע של מדינה אחרת (לאו דווקא דולר), אשר ממלא את שלושת תפקידיו הקלאסיים של הכסף - אמצעי תשלום, שמירת ערך ויחידת מדידה - ולמדינה אין למעשה מטבע משלה. "דולריזציה חלקית" מוגדרת כמצב שבו המטבע הזר ממלא רק חלק מתפקידיו הקלאסיים של הכסף, ומצב זה אפיין את המשק הישראלי בשנים האמורות.

מדיניות הדיסאינפלציה המוצלחת, שננקטה במהלך שנות התשעים והביאה לירידה משמעותית של רמת האינפלציה עד להתכנסותה לשיעורים השוררים במדינות המפותחות, הביאה לביטול חלק ניכר מהסדרי ההצמדה לשער החליפין: דוגמאות בולטות לכך הן הפסקת הנפקתן של איגרות החוב הצמודות לדולר של המדינה ("גלבוע") וביטול מנגנוני ההצמדה לדולר בתעריפים ובאגרות הממשלתיות. נוסף על כך, במסגרת הצעדים לצמצום הדולריזציה החלקית במשק תוקן בשנת 2002 חוק הגנת הצרכן, ונקבע בו כי מחירי טובין ושירותים יוצגו ויפורסמו על ידי **עוסק** אך רק במטבע ישראלי.

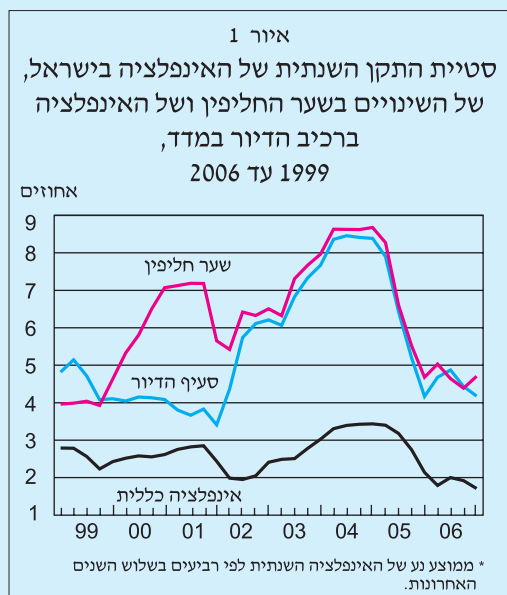
עם זאת קיימים עדיין במשק "איים" שבהם מקובל השימוש בהצמדה לשער החליפין כיחידת מדידה: **במערכת הרגולטורית** – עריכת חוזי ביטוח הצמודים למט"ח, הצגת דוחות כספיים במט"ח למרות המעבר לדוחות כספיים נומינליים והוראות המאפשרות למגזרים שונים שפעילותם מתנהלת במט"ח להגיש דוחות לצורך מס במט"ח; **בהסדרים מוסדיים** - הסדר התעריפים של חברת החשמל, המפצה את החברה על עלייה בהוצאות הנובעות מהתחייבויות במט"ח והסדר קביעת מחיריהם של הדלקים שבפיקוח במט"ח; **בהתנהגות הציבור במגזרים/ענפים מסוימים** - בענפי הדירות להשכרה והדירות מיד שנייה, שבהם כ-90 אחוזים מהחוזים צמודים למט"ח. הצמדה למט"ח נהוגה גם במחירים של שירותים משפטיים, שירותי עריכת מסביבות ואירועים, תכשיטים ושכירת רכב. המייחד את המשק הישראלי הוא שימוש ב"דולריזציה חלקית" כיחידת מדידה לגבי נכסים ושירותים פיזיים כדוגמת דירות, בעוד שבמדינות אחרות שבהן נהוגה "דולריזציה חלקית" לסוגיה תופעה זו מתבטאת בשיעור גבוה של נכסים והתחייבויות פיננסיים הנקובים במט"ח או צמודים למט"ח.

על רקע ירידת שיעור האינפלציה בישראל לרמה דומה לזו העולמית, ולאור הממצאים העולים ממודלים שונים, שלפיהם שיעור התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן פחת בשנים האחרונות, המשכן של ההצמדות מוסבר במסורת האינפלציונית רבת השנים בישראל ובכשלי שוק שהתפתחו בעטייה. התופעה הבולטת היא המשך הצמדתם לדולר של שירותים ומוצרים לא סחירים שאין הצדקה כלכלית להצמדתם. כשל שוק בכלכלה הוא מצב שבו הקצאת המשאבים או אספקת השירותים אינה מיטבית אף שהשוק פועל באופן חופשי. בשוק הדיור בישראל, המתנהל בהצמדה לשער החליפין, גם המוכרים וגם הקונים השונאים סיכון נמצאים במצב נחות יחסית למצב של ניהול העסקאות ללא הצמדה, משום שהתנודתיות בשער החליפין, ללא מגמה, חושפת את שני הצדדים לשינויי השער. לעומת זאת, במצב שבו קיימת מגמה בשער, חלק מהפעילים בשוק מרוויחים וחלק מפסידים. מאפייני "הדולריזציה החלקית" בענף הדיור משקפים כשל שוק מהסוג *network externality*, שמשמעותו מצב של שיווי משקל, שבו קיימת מסה קריטית של משתמשים במטבע הדולרי כאמצעי מדידה למרות חוסר הכדאיות של השימוש בו בשל החשיפה לשער החליפין¹.

להמשך ההצמדה החלקית יש השלכות כלכליות הן על המדיניות המוניטרית והן על רווחת הצרכנים במשק, כפי שיתואר להלן.

ההשפעה על המדיניות המוניטרית נובעת מהתמסורת הגבוהה והמיידיית משער החליפין למדד המחירים לצרכן, הנאמדת ב-29 אחוזים. המשך ההצמדה מקשה על ניהול המדיניות המוניטרית, שכן זעזועים חיצוניים שאינם קשורים לישראל או שינויים חדים ותכופים בשער החליפין – גם ללא מגמה – מקשים על תכנון כלכלי בכלל ועל תכנון מוניטרי בפרט. דוגמה

¹ להרחבה בנושא ראו: Nienke Oomes, Network Externalities and Dollarization Hysteries: The Case of Russia. IMF WP/03/96



בולטת לכך היא סעיף הדיור, שמשקלו במדד המחירים לצרכן כ-22 אחוזים, השינויים בו מתואמים עם התנודתיות של שער החליפין, ותנודתיותו גדולה מזו של המדד הכללי, כפי שמוצג באיור להלן.

זאת ועוד, קיומה של התמסורת הגבוהה יחסית - כ-20 אחוזים - במוצרים הלא-סחירים, שמשקלם במדד המחירים לצרכן ניכר, פוגעת ביכולתו של שער החליפין לשמש כרית ספיגה לזעזועים ריאליים, המתבטאים בשינויים במחירים היחסיים של המוצרים הסחירים והלא-סחירים.

עם זאת, מבחינת האפקטיביות של המדיניות המוניטרית, ניתן לראות בתמסורת הגבוהה יתרון, משום שאם שער החליפין רגיש מאוד לפער הריביות, שינויים בריבית המקומית ישפיעו במהירות על המחירים דרך שער החליפין, ויקלו על המדיניות להשיג את יעד האינפלציה בתוך זמן קצר.

ההשפעות על רווחת הצרכנים במשק: הצמדת מחירים של מוצרים ושירותים במשק לשער החליפין, בפרט של מוצרים לא-סחירים כדוגמת נדל"ן, מתבטאת בחשיפתם של הצרכנים לפיחות ושל ספקי המוצרים לייסוף. במרבית המקרים "הצרכן הקטן" נותר חשוף לתנודות השער. גם אם קיימות הגנות כאלה או אחרות בשוק, הגישה אליהן אינה קלה, ועלותן אינה זניחה. מנתוני המערכת הבנקאית עולה כי מספר העסקאות של משקי הבית בחוזים עתידיים או בפורוורד זניח. העלות הכוללת של ההגנות בגין עסקות שכירות ורכישת דירות² למשקי הבית אילו הן התבצעו באמצעות המערכת הבנקאית מוערכת בכ-0.7 מיליארד ש"ח בשנה³.

נקיטת מדיניות פסיבית לגבי ההצמדה הדולרית בישראל משמעותה במידה רבה המשך קיומו של פוטנציאל האיום על יעדי המדיניות המוניטרית. מדיניות אקטיבית בנושא יכולה להינקט בדרגות ובמינונים שונים, בשילוב עם מסע הסברה שיציג את אי הכדאיות הכלכלית של השימוש במט"ח בתנאי המשק הנוכחיים. במסגרת צעדים אלו הוצע בעבר לבטל את השער היציג שמפרסם בנק ישראל, הנתפס על ידי הציבור כשער הרשמי. שער זה מקל על השימוש בשער החליפין כיחידת מדידה גם עקב תדירות פרסומו הגבוהה, והוא תורם כנראה להנצחתה של הדולריזציה החלקית במשק.

נוסף על כך הועלו בעבר הצעות חוק ונערכו דיונים בוועדות הכנסת במטרה לצמצם את ההצמדה לשער החליפין בעסקאות של משקי הבית, בעיקר בשוק הדיור. על פי ההצעות - שלא עברו את תהליך החקיקה - איסור על הצמדה למט"ח של חוזי שכירות לדירות מגורים שעורכים משקי הבית יוטל לתקופה מוגדרת וקצרה בלבד, במטרה לשנות את דפוסי התנהגותם.

² אומדן עלות ההגנה הנדרשת בגין עסקות השכירות והמכירות התבסס על נתוני הלמ"ס שלפיהם מספר הדירות בשכירות הוא כ-470 אלף, והמחיר הממוצע החדשי לשכירות הוא 530 דולרים. בחישוב היקף הרכישה של דירות חדשות מקבלן על ידי משפרי דיור הובאו בחשבון כמחצית מהמספר השנתי של הדירות הנמכרות - 10,000 דירות - במחיר ממוצע של 186 אלף דולרים. בחישוב עלות ההגנה לא נכללו עסקאות של מכירת דירות בין משקי הבית (יד שנייה), אף שמחירי העסקה צמודים לשער החליפין; זאת בהנחה שמועדי התשלומים בעסקאות אלו סגורים back to back, ולא נדרשת בגינם הגנה מטבעית.

³ העלות האפקטיבית של הגנה באמצעות פורוורד לעסקאות הנעשות על ידי משקי הבית באמצעות המערכת הבנקאית עומדת על 1.5 - 2.3 אחוזים ממחיר העסקה. (העלות אמורה להיות שווה לפער הריביות, העומד כיום על 0%, אולם העמלות והפער בין מחיר הקנייה למחיר המכירה מייקרים מאוד את ההגנה.) הגנה באמצעות רכישת אופציות אמנם מבטחת את הרוכש מהפסד בלי לשלול אפשרות של רווח כתוצאה מהפרכי שער, אולם עלותה גבוהה עוד יותר - כ-2.7 אחוזים ממחיר העסקה.

לוח נ'-1

האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, במחירי
הדיור ובשער החליפין, 1996 עד 2006 (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)	
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	1900
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
-0.1	-0.45	-6.1	-8.5	0.5	2006
0.5	1.1	0.3	3.3	0.4	2005 א'
1.9	2.0	5.5	2.8	0.5	2005 ב'
1.6	1.3	-2.9	-3.0	0.4	2006 א'
-1.7	-1.8	-2.3	-5.6	0.4	2006 ב'

¹ הסטייה הניכרת של נתון זה מהמגמה הרב-שנתית נובעת מהעלייה 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
1998 עד 2006

סופי תקופה	שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים				פער הריביות בין הבנקים המרכזיים של ישראל וארה"ב	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים של ישראל וארה"ב ²
	בישראל		ארה"ב			
	שיעור הריבית ¹	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
	4.30	-0.20	1.00	0.00	3.30	3.53
	4.10	-0.20	1.00	0.00	3.10	3.25
	4.10	0.00	1.00	0.00	3.10	3.12
	4.10	0.00	1.00	0.00	3.10	3.04
	4.10	0.00	1.25	0.25	2.85	3.21
	4.10	0.00	1.50	0.25	2.60	3.60
	4.10	0.00	1.75	0.25	2.35	3.58
	4.10	0.00	1.75	0.00	2.35	3.48
	4.10	0.00	2.00	0.25	2.10	3.21
	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
	3.50	0.00	2.50	0.25	1.00	2.04
	3.50	0.00	2.75	0.25	0.75	2.24
	3.50	0.00	3.00	0.25	0.50	2.07
	3.50	0.00	3.00	0.00	0.50	2.20
	3.50	0.00	3.25	0.25	0.25	2.09
	3.50	0.00	3.50	0.25	0.00	1.87
	3.50	0.00	3.75	0.25	-0.25	1.79
	3.75	0.25	3.75	0.00	0.00	1.59
	4.00	0.25	4.00	0.25	0.00	1.76
	4.50	0.50	4.25	0.25	0.25	1.74
2006	4.50	0.00	4.25	0.00	0.25	1.71
	4.75	0.25	4.50	0.25	0.25	1.85
	4.75	0.00	4.50	0.00	0.25	1.77
	5.00	0.25	4.75	0.25	0.25	1.52
	5.25	0.25	5.00	0.25	0.25	1.31
	5.25	0.00	5.00	0.00	0.25	1.33
	5.25	0.00	5.25	0.00	0.00	1.35
	5.50	0.25	5.25	0.00	0.25	1.50
	5.50	0.00	5.25	0.00	0.25	1.67
	5.50	0.00	5.25	0.00	0.25	1.34
	5.25	-0.25	5.25	0.00	0.00	1.25
	5.00	-0.25	5.25	0.00	-0.25	1.08

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 תשואת 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	ריבית בנק ישראל				
			תשואת המק"ם לשנה	הריאלית ³	האפקטיבית ²	המוצהרת ¹	
2002	10.9	5.7	8.3	7.2	9.6	9.1	דצמבר
2003	7.0	4.1	4.9	4.6	5.4	5.2	דצמבר
2004	7.0	4.0	4.7	4.1	5.0	4.8	ינואר
	7.4	4.1	4.8	3.5	4.7	4.5	פברואר
	7.4	4.2	4.7	3.3	4.5	4.3	מארס
	7.6	4.3	4.8	2.7	4.3	4.1	אפריל
	7.9	4.4	5.2	2.3	4.3	4.1	מאי
	7.8	4.3	5.0	2.5	4.3	4.1	יוני
	7.8	4.3	4.9	2.7	4.3	4.1	יולי
	7.9	4.3	4.8	2.4	4.3	4.1	אוגוסט
	7.7	4.2	4.7	2.3	4.3	4.1	ספטמבר
	7.6	4.2	4.8	2.2	4.3	4.1	אוקטובר
	7.4	4.2	4.7	2.3	4.2	4.1	נובמבר
	7.2	4.1	4.3	2.7	4.1	3.9	דצמבר
2005	6.9	4.0	4.2	2.3	3.9	3.7	ינואר
	6.7	3.8	4.2	1.6	3.7	3.5	פברואר
	6.6	3.7	4.1	1.4	3.7	3.5	מארס
	6.6	3.8	4.1	1.6	3.7	3.5	אפריל
	6.2	3.6	4.0	2.0	3.7	3.5	מאי
	6.2	3.7	4.0	1.8	3.7	3.5	יוני
	6.3	3.6	4.2	1.5	3.6	3.5	יולי
	6.1	3.5	4.2	1.5	3.6	3.5	אוגוסט
	6.0	3.3	4.3	1.1	3.6	3.5	ספטמבר
	6.1	3.3	4.6	1.5	3.9	3.8	אוקטובר
	6.3	3.6	5.0	1.9	4.1	4.0	נובמבר
	6.2	3.7	5.2	2.8	4.6	4.5	דצמבר
2006	6.2	3.6	5.2	2.7	4.7	4.5	ינואר
	6.5	3.7	5.5	2.6	4.9	4.8	פברואר
	6.5	3.8	5.6	2.8	4.9	4.8	מארס
	6.6	3.8	5.7	3.2	5.2	5.0	אפריל
	6.5	3.8	5.8	3.3	5.4	5.3	מאי
	6.5	3.9	5.8	3.5	5.4	5.3	יוני
	6.5	3.9	5.8	3.6	5.4	5.3	יולי
	6.4	3.9	5.8	3.7	5.7	5.5	אוגוסט
	6.4	3.9	5.8	3.7	5.7	5.5	ספטמבר
	6.1	3.8	5.3	4.2	5.6	5.5	אוקטובר
	5.9	3.6	5.1	3.8	5.4	5.3	נובמבר
	5.7	3.6	5.0	3.9	5.1	5.0	דצמבר

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

² הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית. (ראו 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 תשואות המק"ם
ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל
2002 עד 2006
(אחוזים)

הפער בין תשואות 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	1.5	
	אוגוסט	0.5	3.7	1.9	
	ספטמבר	0.5	3.4	2.0	
	אוקטובר	0.5	3.3	2.0	
2005	נובמבר	0.4	3.2	1.9	
	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	2.0	
	יולי	0.6	2.7	2.3	
	אוגוסט	0.7	2.6	2.1	
2006	ספטמבר	0.7	2.4	2.3	
	אוקטובר	0.8	2.2	1.9	
	נובמבר	0.9	2.3	1.7	
	דצמבר	0.6	1.6	0.9	
	ינואר	0.6	1.5	0.8	
	פברואר	0.7	1.6	1.1	
	מארס	0.8	1.6	1.0	
	אפריל	0.6	1.4	0.4	
	מאי	0.4	1.1	0.4	
	יוני	0.4	1.1	0.3	
	יולי	0.4	1.1	0.2	
	אוגוסט	0.2	0.8	0.1	
	ספטמבר	0.1	0.8	0.1	
	אוקטובר	-0.3	0.5	-0.5	
	נובמבר	-0.3	0.5	-0.3	
	דצמבר	-0.1	0.6	-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	דצמבר	2001
2.0	5.3	3.8	2.2	דצמבר	2002
1.6	3.2	1.7	0.7	דצמבר	2003
1.5	3.3	2.1	0.9	ינואר	2004
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	ינואר	2005
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	
1.7	2.7	2.2	1.9	ינואר	2006
2.1	2.7	2.4	2.2	פברואר	
2.2	2.7	2.5	2.1	מארס	
2.2	2.7	2.3	1.9	אפריל	
1.9	2.7	2.1	2.0	מאי	
1.8	2.6	2.1	1.8	יוני	
2.0	2.7	2.0	1.8	יולי	
2.1	2.6	2.0	1.9	אוגוסט	
2.0	2.5	2.0	1.9	ספטמבר	
1.4	2.5	1.5	1.4	אוקטובר	
1.7	2.3	1.7	1.5	נובמבר	
1.7	2.1	1.6	1.2	דצמבר	

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.

