



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2007

המחצית השנייה

שבט התשס"ח - ינואר 2008

21



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור. מס' קטלוגי: 3114108021/3

דפוס איילון, ירושלים

דוח האינפלציה למחצית השנייה של 2007 (התקופה הנסקרת בדוח זה) 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 השנייה של 2007 בשיעור שנתי של 4.9 אחוזים, ובשנים עשר החודשים שהסתיימו בדצמבר 2007 הוא עלה ב-3.4 אחוזים, מעל הגבול העליון של תחום יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים). הצמיחה בתוצר ובתעסוקה, במיוחד של המגזר העסקי, נמשכה במהלך 2007 כולה, ובפרט במחציתה השנייה, תוך ירידה באבטלה. הצמיחה התפרסה על פני ענפים רבים במשק, וניכרה היטב בהשקעות, בצריכה הפרטית וביצוא. גם ב-2007 היה עודף משמעותי בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, ונמשכו ההשקעות הזרות הישירות בחברות ישראליות, אות להערכה של המשקיעים כי המשק הישראלי יוסיף לשגשג. הערכת השווקים הפיננסיים בדבר חוסנו של המשק באה לידי ביטוי גם בהעלאת דירוג האשראי שלו על ידי חברת "סטנדרד אנד פורס", וארגון OECD אף הזמין את ישראל לפתוח בהכנות לקראת הצטרפותה לארגון.

במהלך 2007 המשיכו לפעול שני הכוחות העיקריים המשפיעים על האינפלציה בישראל בשנים האחרונות בכיוונים מנוגדים: המשך הצמיחה המהירה של הפעילות הכלכלית יוצר לחץ לעליית המחירים, ואילו מגמת התחזקות השקל מול הדולר של ארה"ב, שהחלה עוד בתחילת 2006 ונמשכה ביתר שאת בינואר 2008, פועלת למיתון עלייתם. בשנת 2007 הושפעו המחירים מגורם משמעותי נוסף – עליות המחירים החדות של הנפט, חומרים בסיסיים נוספים והמזון בעולם. הלחץ מצד הביקושים המקומיים אמנם לא ניכר במיוחד בשכר, אך איפשר ליצרנים לגלגל אל הצרכן את תוספות העלויות שנבעו מעליית המחירים העולמיים.

האינפלציה ב-2007 אופיינה, בדומה לשנים קודמות, בתנודתיות רבה: בחמשת החודשים הראשונים של השנה הסתכמה עליית מדד המחירים לצרכן ב-0.3 אחוז, לאחר ירידה מצטברת של 1.8 אחוזים בארבעת החודשים האחרונים של 2006. בשלושת החודשים יוני, יולי ואוגוסט עלה המדד ב-2.5 אחוזים (מצטבר), ואילו בארבעת החודשים האחרונים של השנה הוא עלה ב-0.6 אחוז. רוב התנודתיות במדד המחירים קשורה עדיין לתנודתיות בשער החליפין של השקל מול הדולר האמריקאי ולתמסורת החזקה מאוד משער זה אל המחירים לצרכן, תופעה שאפיינה את המשק הישראלי שנים רבות.

בתקופה הנסקרת ניכרו סימנים מהותיים ראשונים להיחלשות הקשר ההדוק בין שער החליפין של הדולר למחירי הדיוור; התפתחות זו התבטאה הן בירידה משמעותית של משקל חוזי השכירות החדשים הצמודים לדולר והן בהעלאת המחיר הדולרי בחוזים שנשארו צמודים לו. עדיין מוקדם לקבוע אם מדובר בתופעה חולפת, הקשורה

* 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 יוני עד דצמבר 2007 עלו אמצעי התשלום בשנים עשר החודשים שקדמו לו ביותר מ-15 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום נדונה בסעיף 2.2. להלן.

לחולשה המיוחדת הנוכחית של הדולר בעולם, או שמא אנו עדים לשינוי של ממש בהתנהגות הציבור, שינוי שיימשך גם אם הדולר ישוב ויתחזק בעולם.

התנודתיות הגבוהה של עליות המחירים מקשה על המדיניות המוניטרית בתפקידה לשמור על האינפלציה בתוך תחום היעד לאופק של כ-12 חודשים, ולעתים תכופות נוצרות סטיות מתחום זה. עם זאת, עליות המחירים במשך תקופות ארוכות יחסית, שנתיים ויותר, אכן נמצאות לרוב בתוך תחום היעד. יתירה מזו, ציפיות הציבור לאינפלציה, הנמדדות ממקורות שונים, הן לטווחים קצרים והן לטווחים ארוכים, נשמרות היטב בתוך תחום היעד. ניתן אפוא להסיק כי משטר יעד האינפלציה מספק עוגן לסביבת אינפלציה נמוכה, שלפיו הפרטים במשך קובעים את המחירים.

התפתחות חשובה נוספת בתקופה הנסקרת היא המשבר הפיננסי הנמשך בעולם המערבי. משבר זה, שהתחיל בשוק משכנתאות ה-sub-prime בארה"ב, גלש בתוך זמן קצר למדינות מפותחות אחרות ולכמה פלחים בשווקים הפיננסיים. ההשפעה הישירה של משבר זה על הגופים הפיננסיים בישראל היא עד עתה קטנה יחסית. על פי רוב ההערכות, המשבר הפיננסי יהווה גורם מרכזי להאטה משמעותית בפעילות הכלכלית בארה"ב. ככל שההאטה שם תהיה ממושכת וחריפה יותר, השפעתה על המשק העולמי – ובכלל זה, במידה מסוימת, על הפעילות הכלכלית בישראל – תהיה חזקה יותר. ואולם, סימנים מהותיים של השפעות כאלה טרם ניכרו במכלול האינדיקטורים של המשק הישראלי, כולל אלו הצופים לעתיד (סקר החברות), המידע הנגזר מהעסקאות הפיננסיות, הערכות הפעילים בשווקים ועוד). כך, למשל, עלה המדד המשולב למצב המשק במהלך 2007 ביותר מ-8 אחוזים, ועלייתו ברביע האחרון הייתה העלייה הרבעונית הגבוהה ביותר בשנה זו.

חסינותו של המשק הישראלי כנגד המשבר עד כה מושתתת על מספר נדבכים מרכזיים: (א) המגזר העסקי מצליח לצמוח, להתייעל ולהרוויח; (ב) המדיניות הפיסקלית שומרת על תקציב המתאים למצב המשק; (ג) המדיניות המוניטרית חותרת ליציבות מחירים ותומכת ביציבות פיננסית, ואלה יחד יוצרות סביבה עסקית נוחה. משטר יעד האינפלציה עם תנועות הון חופשיות וניוד מלא של שער החליפין מאפשר למגזר הפרטי ליהנות מהיתרונות הרבים של גישה לשווקים הפיננסיים בעולם, ומקנה למדיניות המוניטרית גמישות רבה יחסית בהתאמת הריבית המקומית לצורכי המשק.

ואולם, בהיות המשק הישראלי משק קטן, הפתוח מאוד לסחר בסחורות ושירותים ולתנועות הון חזקות ומהירות, קובעי המדיניות המקרו-כלכלית בישראל אינם נהנים מאותה גמישות שיש לעמיתיהם במשקים גדולים כארה"ב ואזור האירו בהפעלת כלי המדיניות. מכאן החשיבות הרבה של דבקות בכללי המדיניות שקבעה הממשלה – הן בתחום התקציב והן בתחום המוניטרי – כללים הבונים ומשמרים את אמון הציבור והמשקיעים המקומיים והזרים בשמירת יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

בברכה,

ד"ר

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	1. מדד המחירים לצרכן
11	2. הסביבה הכלכלית
11	א.2. ההתפתחויות הכלכליות בעולם
12	ב.2. הפעילות הריאלית
15	ג.2. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ
20	ד.2. התפתחויות עיקריות בתחום הפיננסי ברקע המדיניות
24	3. המדיניות המוניטרית
31	4. תחזיות
31	א.4. ההתפתחויות הצפויות בעולם
32	ב.4. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית
32	ב.4.1. הפעילות הריאלית
33	ב.4.2. המדיניות התקציבית
33	ג.4. ההתפתחויות הצפויות בשוק מטבע החוץ
34	ד.4. הערכות לגבי האינפלציה והריבית
35	ה.4. מאזן סיכוני האינפלציה

תיבות

- 9 תיבה 1 : השינוי בשיעור ההצמדה של חוזי שכירות לדולר והשפעתו על המדד
- 19 תיבה 2 : המשבר הפיננסי בעולם המערבי
- 29 תיבה 3 : ניתוח התפתחות האינפלציה הצפויה והאינפלציה בפועל בעשור האחרון

לוחות

- 9 לוח 1 : רכיבי מדד המחירים לצרכן
- 22 לוח 2 : סביבת האינפלציה והריבית
- 23 לוח 3 : ההתפתחויות בשוקי הכספים
- 23 לוח 4 : מצרפי הכסף והאשראי
- 35 לוח 5 : הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים
- לוח נ"1 : האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, במחירי הדיור ובשער החליפין, 1996 עד 2007
- 37
- 38 לוח נ"2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית, 2002 עד 2007
- לוח נ"3 : הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2007
- 39
- 40 לוח נ"4 : הפער בין תשואות המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל, 2002 עד 2007
- 41 לוח נ"5 : שיעור האינפלציה הצפוי, 2002 עד 2007

תקציר *

- מדד המחירים לצרכן עלה במהלך שנת 2007 ב-3.4 אחוזים, מעל לגבול העליון של תחום של יעד יציבות המחירים. במחצית הראשונה של השנה עלו המחירים בקצב שנתי של 2 אחוזים, ואילו במחצית השנייה הגיע הקצב השנתי ל-4.9 אחוזים.
- התפתחות מדד המחירים לצרכן בשנת 2007 הושפעה מהעלייה הגדולה של מחירי האנרגיה והמזון בעולם, וכן מעלייתם של מחירי הדיור למרות ייסוף השקל, על רקע המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית תוך הצטמצמות של עודף כושר הייצור. מדד המחירים לצרכן בניכוי אנרגיה ומזון עלה בשיעור נמוך ממרכז תחום היעד. הירידה של שער הדולר במהלך השנה (בגלל גורמים מקומיים ומגמות עולמיות) קיזזה חלק מהשפעת הגורמים שפעלו לעליית המחירים.
- קצב העלייה של מחירי האנרגיה והמזון בעולם גבר מאוד במהלך השנה, וגרם להאצת עלייתם של המחירים במדינות רבות. כך עלו מדדי המחירים לצרכן בארצות הברית ב-4.1 אחוזים ובאירופה ב-3.2 אחוזים.
- תהליך הצמיחה של המשק נמשך, תוך עלייה ניכרת בצריכה הפרטית, בהשקעות וביצוא. מספר המועסקים עלה בכ-4 אחוזים, תוך ירידה של שיעור האבטלה ל-7.3 אחוזים, והשכר הממוצע עלה ב-2 אחוזים. עלות העבודה ליחידת תוצר עלתה השנה, לעומת מגמת ירידה – שהלכה והתמתנה – בשנים הקודמות. מקור גידולו של התוצר השנה הוא גידול בתשומות, לא בפריון. התפתחויות אלו מצביעות על התקרבות למצוי הניצול של גורמי הייצור, והן עלולות להגביר את הלחץ לעליית המחירים.
- במהלך המחצית השנייה של השנה יוסף שער החליפין של השקל בכ-9.5 אחוזים מול הדולר ובכ-2 אחוזים מול סל מטבעות המחושב על פי משקלות הסחר של ישראל. התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר בתקופה הנסקרת התאפיינה בשתי מגמות: מגמת פיחות חד, שהחלה כבר במחצית השנייה של חודש מאי, התהפכה בתחילת אוגוסט למגמת ייסוף חד, אשר נמשכה עד סוף התקופה הנסקרת – כל זאת תוך עלייה ניכרת ברמת התנודתיות של השער.
- התחזקות השקל במחצית השנייה של השנה הושפעה בעיקר ממגמת היחלשות הדולר בעולם, שהואצה באוגוסט על רקע המשבר הפיננסי בעולם המערבי והשלכותיו על הכלכלה האמריקאית. זאת על רקע הצטמצמות פער הריביות השלילי מול ארה"ב, המשך השיפור בתנאי היסוד במשק, שתמך בהתמדתן של ההשקעות הישירות בו, ועודף בחשבון השוטף, שעל אף ירידה בהיקפו צפוי להגיע ל-3 אחוזי תוצר.
- לאחר תהליך של הפחתת הריבית, שהחל ברביע האחרון של 2006 ונמשך במחצית הראשונה של 2007, לנוכח סביבת אינפלציה נמוכה – העלה בנק ישראל את הריבית ברביע השלישי של השנה בשיעור מצטבר של 0.5 נקודת אחוז, לרמה של 4.0 אחוזים. הסיבה להעלאת הריבית הייתה הערכות בדבר עלייה בסביבת האינפלציה – על רקע פיחות חד בשער החליפין של השקל לעומת הדולר בחודשים מאי עד יולי, עליות במחירים העולמיים של האנרגיה וסחורות אחרות והמשך הצמיחה המהירה במשק.
- שיעור הריבית לרביע האחרון של השנה הושאר ללא שינוי, לאור הערכות בדבר השפעות בכיוונים מנוגדים על סביבת האינפלציה: מצד אחד – כוחות לעליות מחירים, ובראשם עליות עולמיות של מחירי האנרגיה והסחורות והמשך הצמיחה המהירה במשק; מהצד האחר – כוחות מקומיים להתחזקות השקל, כוחות עולמיים להיחלשות הדולר וחששות לגבי ההשלכות של המשבר הפיננסי על הכלכלה העולמית. בדצמבר, עם התגברות הלחצים לעליות מחירים, שב בנק ישראל והעלה את הריבית, כך ששיעורה לחודש ינואר 2008 עמד על 4.25 אחוזים.

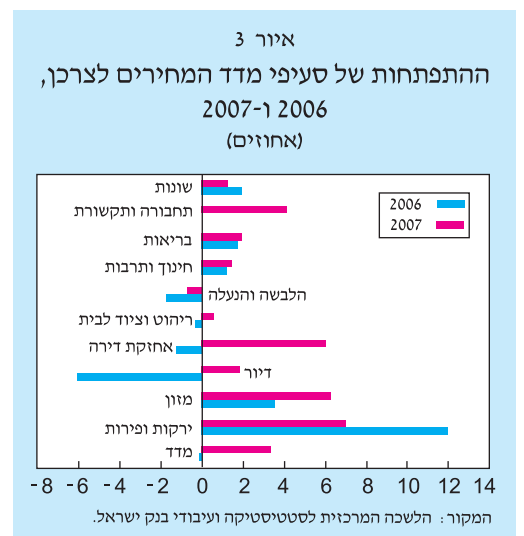
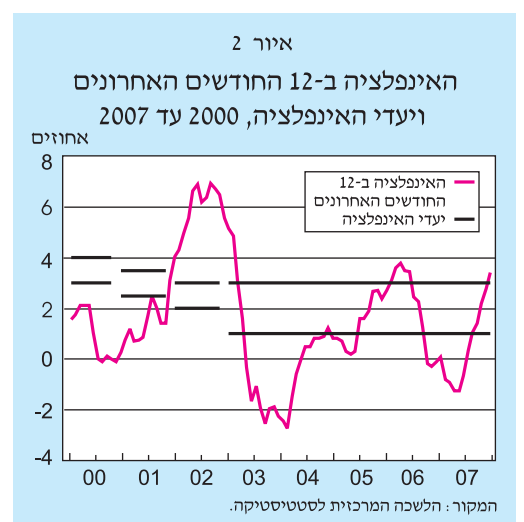
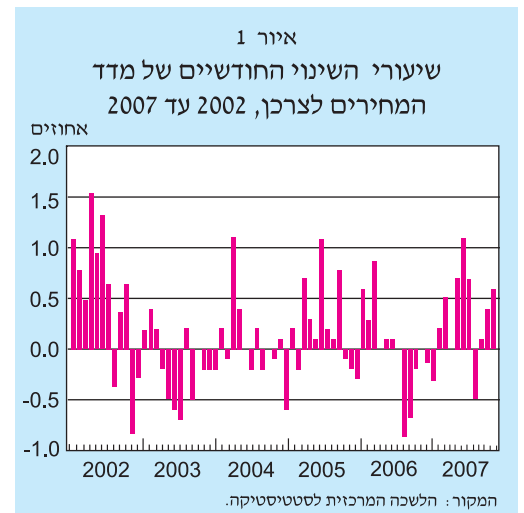
* המשטר המוניטרי שבו פועל בנק ישראל חותר להשגת יציבות מחירים, המוגדרת כאינפלציה בטווח של אחוז אחד עד 3 אחוזים לשנה. (לפירוט ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 17).

1. מדד המחירים לצרכן

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך שנת 2007 ב-3.4 אחוזים, מעל ליעד יציבות המחירים; במחצית השנייה של השנה עלה מדד המחירים לצרכן בקצב שנתי של 4.9 אחוזים, לעומת 2 אחוזים במחצית הראשונה. עד אוגוסט הייתה האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה, והיא הלכה ועלתה לקראת סוף השנה (איור 1). מדד המחירים לצרכן בניכוי האנרגיה והמזון עלה בשיעור נמוך ממרכז תחום היעד. בחודשים יוני עד אוגוסט עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור מצטבר גבוה של 2.5 אחוזים, בעקבות פחות הדולר והשפעתו על סעיף הדיור (איור 1); המדדים החודשיים שבו ועלו, לקראת סוף השנה, עקב המשך העלייה של מחירי הדלקים והמזון, בגלל עלייה של מחיריהם בעולם, וכן של מחירי הדיור בישראל.

לעליית מדד המחירים לצרכן פעלו מספר גורמים, ובראשם העלייה הגדולה של מחירי האנרגיה והמזון בעולם, שתרמה 1.1 ו-0.6 אחוז, בהתאמה. מחיר חבית נפט עלה במהלך השנה בקרוב ל-50 אחוזים, ומחירי הסחורות והמזון עלו, לנוכח גידול צפוי של הביקוש העולמי; המחירים העולמיים של המזון הגולמי עלו ב-22 אחוזים, במונחי דולרים, ומחירי היבוא של מזון לצריכה עלו ב-8 אחוזים. עלה גם סעיף הדירות בבעלות דיירים, למרות היחלשות הדולר, בשיעור כולל של כ-3.6 אחוזים, ותרם למדד 0.6 אחוז (איור ת'1-1 בתיבה 1). עם הסיבות לעלייתו נמנות הצטמצמות של מלאי הדירות הלא-מכורות ועליית הביקוש לדיור באזור המרכז, עקב ביקושים מחו"ל, וכן ביקושים מקומיים, בעקבות גידולה של ההכנסה הפנויה. מחירי הפירות והירקות עלו השנה כמעט ב-8 אחוזים ותרמו למדד כ-3 אחוזים; זאת בהמשך לעלייה של 10 אחוזים בשנת 2006, תוצאת הצטמצמות מקורות ההספקה וגידול העלויות הכרוכות בייצור החקלאי בשנת השמיטה. מדד המחירים הסיטוניים (ללא דלק) עלה במהלך השנה בשיעור של 6.7 אחוזים, וביטא את התייקרות חומרי הגלם והתשומות לייצור מקומי במרבית ענפי התעשייה. מדד זה יכול להצביע על התגברות קצב עלייתם של המחירים לצרכן בעתיד, אך בבדיקות שונות שנערכו בעבר לא נמצאה עדות חד-משמעית להשפעה זו.

קצב עליית המחירים היה השנה תנודתי מאוד, והוא הושפע בטווח הקצר מהשינויים בדולר, במיוחד בחודשים יוני עד אוגוסט, שבהם התחזק הדולר בקצב מהיר, ובעקבותיו עלה המדד ב-2.5 אחוזים בשלושה חודשים (איור 1). ראוי לציין כי ייסוף השקל והתגברות התנודתיות של הדולר בשנתיים האחרונות הביאו לירידה בשיעור ההצמדה של חוזי דיור לדולר, התפתחות שצפויה להפחית בהדרגה את השפעת הדולר על מדד המחירים. (ראו תיבה 1.)



לוח 1
רכיבי מדד המחירים לצרכן

2007		שיעור השינוי במדד		המשקל במדד	
התרומה מעל/ מתחת ל-2% ¹	התרומה הכוללת	2007	2006		
1.4	3.4	3.4	-0.1	100	מדד המחירים לצרכן – סך הכול
0.83	1.06	9.1	-1.8	11.7	אנרגיה
0.46	0.57	10.5	2.8	5.4	לחם, חלב, ביצים ומוצריהם
0.26	0.58	3.6	-6.3	16.3	שירותי דירות בבעלות
0.20	0.27	8.0	12.0	3.4	פירות וירקות
0.09	0.14	6.0	0.1	2.4	מסים עירוניים
0.09	0.20	3.5	4.6	5.8	מזון - ללא לחם, חלב, ביצים, פירות וירקות
0.05	0.16	3.0	2.9	5.3	חינוך
0.02	0.21	2.2	-1.0	9.8	תחבורה (ללא דלק ונסיעות לחו"ל)
0.01	0.31	2.0	1.6	15.3	שירותים
-0.10	-0.03	-0.8	-1.7	3.4	הלבשה והנעלה
-0.14	0.02	0.2	0.2	7.6	תרבות ובידור
-0.19	0.01	0.1	1.4	9.5	סחורות
-0.19	-0.11	-2.9	-5.7	4.0	שכר דירה

¹ אמצע תחום היעד.

תיבה 1: השינוי בשיעור ההצמדה של חוזי שכירות לדולר והשפעתו על המדד

משקל מדד הדיור במדד המחירים לצרכן הוא מעל 20 אחוזים, והשפעתו על קצב עליית מדד המחירים לצרכן ועל התנודות בו במהלך השנה גדולה. מדידת סעיף הדיור במדד מתבססת על נתונים של חוזי שכירות מתחדשים, המייצגים את ה"עלות" (התחשיבית הנזקפת) לבעלי הדירות המתגוררים בדירותיהם (כ-77 אחוזים מסעיף הדיור הנכלל במדד המחירים לצרכן) ועל נתוני מלאי החוזים על דירות שכורות (כ-19 אחוזים מסעיף זה)¹. עד לשנתיים האחרונות נחתמו החוזים להשכרת דירות כמעט אך ורק במונחי דולרים, שריד מתקופות האינפלציה הגבוהה.

למרות ההתייצבות של קצב האינפלציה מתחילת העשור, רק בשנה האחרונה אנו עדים לירידה משמעותית של משקל חוזי השכירות המתחדשים הצמודים לדולר בסך החוזים: בחודש נובמבר 2007 הגיע משקלם של חוזים אלה ל-62 אחוזים, לעומת שיעור ממוצע של כ-90 אחוזים בשנת 2005. ירידה בולטת הייתה במהלך שנת 2007, במיוחד בחודשים האחרונים, וזאת משתי סיבות:

- התגברות התנודתיות של שער החליפין – התנודתיות הגבוהה בשער הדולר מגבירה את אי-הוודאות לשני הצדדים החותמים על חוזה שכירות דולרי, ומקשה את הניהול הכספי (איור ת'1-2).

¹ ישנו רכיב קטן של כ-4 אחוזים בגין עלויות מתווכים, עורכי-דין וכד'.

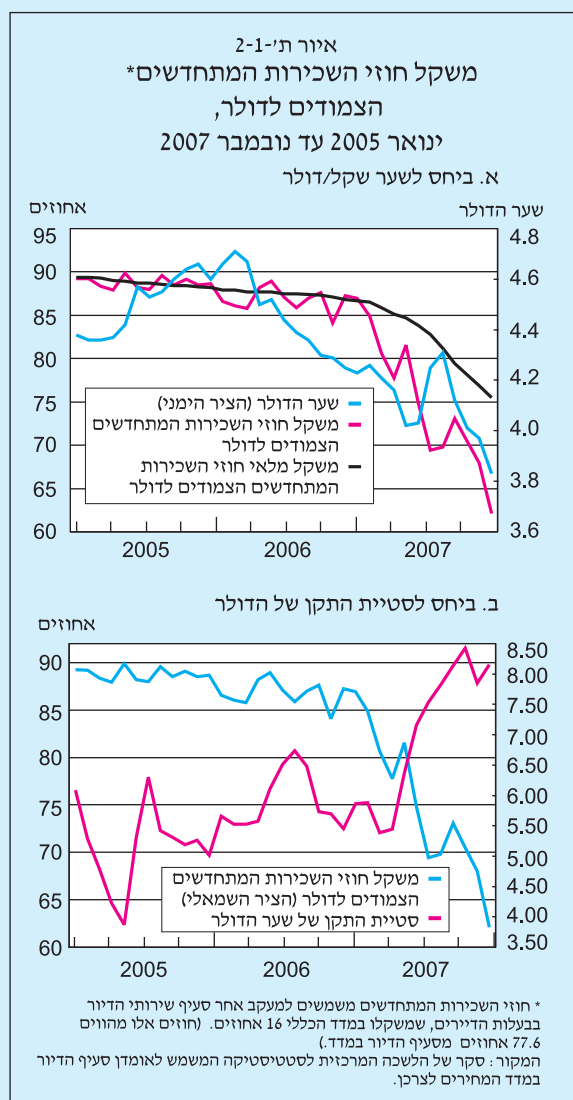


יתרת סעיף הדיור במדד מייצגת את האוכלוסייה שאכן משלמת שכר דירה, ונמדדת על פי השינוי בשכר הדירה על מלאי חוזי הדירות בשכירות. שיעור החוזים הצמודים לדולר במלאי הדירות השכורות ירד במהלך השנה, מטבע הדברים, בקצב איטי יותר משיעורם בסך החוזים המתחדשים והגיע בנובמבר 2007 ל-75 אחוזים, לעומת 87 אחוזים בסוף 2006. רכיב זה בסעיף הדיור אמנם מושפע במידה רבה יותר מהתנודות של הדולר, אך משקלו, כאמור, רק כ-19 אחוזים. בשנת 2007 היינו עדים לתנודות גדולות מאוד בשער הדולר, ולכן התרומה של רכיב זה לתנודות במדד הייתה עדיין ניכרת.

בסיכום – הירידה במידת ההצמדה של חוזי הדיור תפחית בהדרגה את הירידה בתנודות מדד המחירים לצרכן בגין השינויים בדולר. התמסורת משער החליפין של הדולר למדד המחירים, שנאמדה בעבר ב-30 אחוזים, צפויה לרדת בגלל הירידה של משקל החוזים הצמודים לדולר עד כה. המשך מגמה זו יכול להמשיך ולהחליש עוצמתה של התמסורת, וכך לצמצם את תנודתיות המדד החודשי בישראל, שהיא עדיין גבוהה מאשר במדינות הדומות לה מבחינת קצב האינפלציה.

• היחלשות הדולר – הירידה בשער הדולר פוגעת בציבור המשכירים, שכוח המיקוח שלהם, ככל הנראה, עולה על זה של השוכרים, בפרט בתקופה האחרונה, שבה התגברו הביקושים בשוק הדיור. ירידתו של שער הדולר בשנת 2007 וציפיות להמשך היחלשותו הניעו את המשכירים לדרוש כי המחיר בחוזי השכירות יינקב בשקלים (איור תי-2-1).

השינויים בחוזי הדיור משקפים לא רק את העלייה או הירידה של שער הדולר, אלא גם את שינויי המחירים הדולריים המבטאים את הכוחות הריאליים הפועלים בשוק הדיור. כך, למשל, עלו מחירי הדירות בבעלות בשנת 2007 בכ-3 אחוזים (על פי נתוני שכר הדירה של החוזים המתחדשים), למרות ייסוף השקל (איור תי-1-1).



2. הסביבה הכלכלית

מעקב אחר מכלול ההתפתחויות הכלכליות בארץ ובעולם מאפשר לבנק ישראל לקבוע את רמת הריבית המתאימה, להערכתו, להשגת יעד יציבות המחירים לתקופה הקרובה, תוך שמירה על היציבות בשווקים.

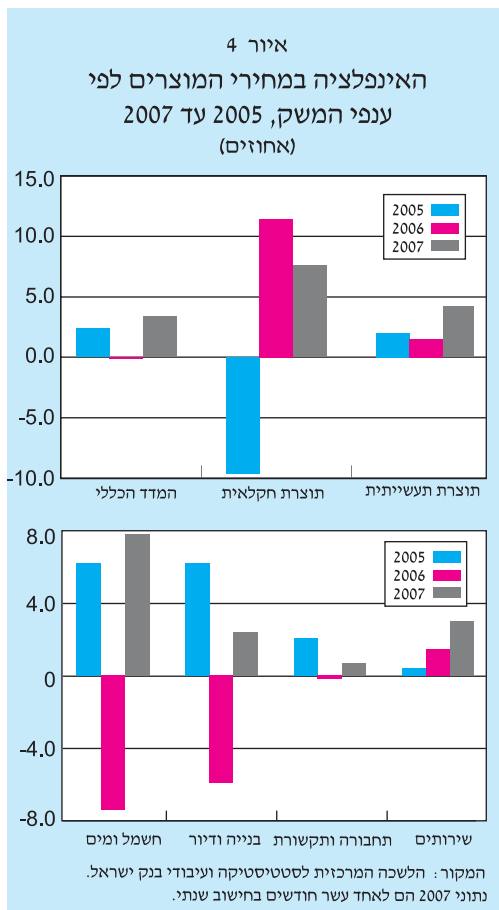
2.A. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

קצב הצמיחה העולמי בשנת 2007 הגיע ל-5.2 אחוזים, למרות ההאטה שהסתמנה במחצית השנייה של השנה בארה"ב, ובמידה מסוימת גם באירופה. ההאטה בשוק הנדל"ן בארה"ב והשלכותיו של המשבר בשוק משכנתאות ה"סאב פריים" על שוקי האשראי ושוקי ההון, ובעקבותיהם על הביקושים בארצות הברית, האטו את קצב הצמיחה בה, וצפויים להביא להאטה בצמיחה ובסחר העולמי. הצמיחה באירופה המשיכה להיות גבוהה, וההשלכות של ההאטה בארה"ב ובשוקי האשראי בעולם עליה היו בשנת 2007 מתונות יחסית. ההאטה בארצות הברית קוזה במידה לא מבוטלת על ידי המשך הצמיחה הגבוהה במדינות המתעוררות, בפרט בסין ובהודו, בשיעורים של 11.5 ו-8 אחוזים, בהתאמה, ותרומו לזמינות העולמית הולכת וגדלה. הירידות בביקוש העולמי ובהיקף הסחר בתקופה הנסקרת היו קטנות, וגם בקצב גידולו של היצוא הישראלי לא ניכרה האטה, אך ייתכן כי מוקדם עדיין להעריך את השפעתן של ירידות אלו.

במחצית השנייה של השנה עלו מחירי הנפט בעולם, וכן עלו בשיעורים ניכרים מחירי הסחורות – דבר המשפיע על המחירים בישראל. מחירי חבית נפט עלה מתחילת השנה בקרוב ל-50 אחוזים (איור 5), ומדד מחירי האנרגיה עלה בשיעור מצטבר של קרוב ל-9 אחוזים. אמנם חלק מעליית המחירים באה לפצות על ירידת ערך הדולר בעולם, אך הייתה גם עלייה ריאלית של מחירי הסחורות, בגלל הגידול המתמשך של הביקושים בעולם בשנים האחרונות. עלייתם של מחירי הסחורות והמזון בשיעורים הקרובים ל-8 אחוזים תרמה אף היא לעליית המדד.

בשנת 2007 ירד מאוד ערכו של הדולר בעולם, ומחירו התקרב ל-1.5 דולרים לאירו, לעומת כ-1.2 דולרים לאירו בתחילת השנה. זאת בגלל הגירעון הניכר של המשק האמריקאי בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ובחשבונית הממשלה. התפתחות זו השתקפה בשער השקל לדולר, והשקל יוסף השנה בשיעור של 8 אחוזים.

לנוכח המשבר בשוק המשכנתאות וקשיי נזילות בשווקים הפיננסיים העולמיים פעלו הבנקים המרכזיים לאספקה דחופה של נזילות לשווקים, כדי לצמצם את הסיכון ליציבות הפיננסית העולמית. כמו כן הוריד הבנק המרכזי של ארה"ב (להלן ה-Fed) את הריבית בשיעור מצטבר של כאחוז. במהלך השנה הלכו והתרבו הסימנים להתפשטות ההשלכות השליליות של משבר הסאב פריים ושוק הנדל"ן על הביקושים ועל קצב הצמיחה



בארצות הברית. הירידות בשוקי ניירות הערך וצמצום היצע האשראי, בגלל התגברות אי-הוודאות בשווקים וגידול הסיכונים, החריפו את הפגיעה בעושרו של הציבור ואת חששותיו לגבי ההתפתחויות הכלכליות בעתיד, והביאו לצמצום הביקושים ולהאטת גידולו של התוצר. בעיות המחסור באשראי וקושי בהשגת נזילות הניעו בנקים מרכזיים באירופה להזרים נזילות, כדי למנוע החרפה של המשבר. כשנתוני האינפלציה מחייבים מדיניות מרסנת, ואילו משבר האשראי, בעיות בהספקת נזילות, התגברות אי-הוודאות והאטה המסתמנת בפעילות מחייבים מדיניות מרחיבה, ניצבים מעצבי המדיניות המוניטרית בפני דילמה. במדינות אירופה בחרו הבנקים המרכזיים להפסיק את תהליך העלאת הריביות – שנוהל בתחילת השנה מחשש להאצת האינפלציה – עם התגברות החששות להעמקת המשבר הפיננסי.

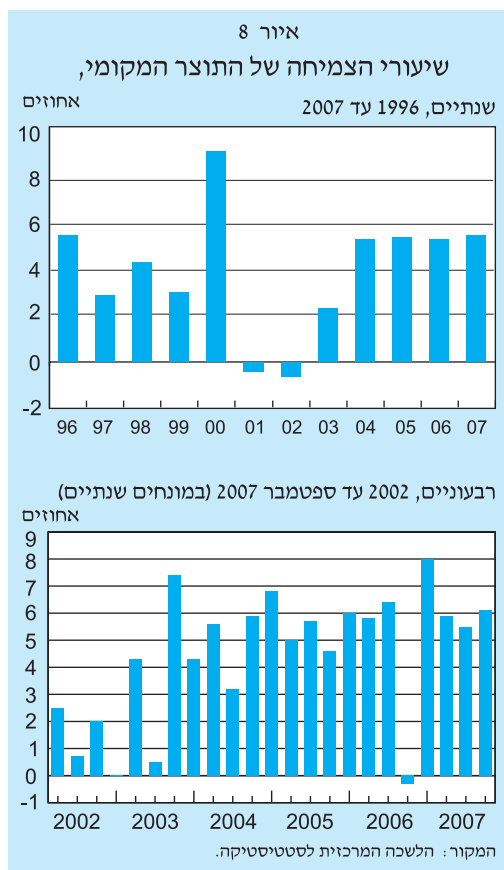
בארה"ב עלה שיעור האינפלציה ליותר מ-4 אחוזים, בגלל המשך העלייה של מחירי האנרגיה, חומרי הגלם והמזון, וכן בגלל הירידה בשער הדולר, המייקרת את מוצרי היבוא ומגדילה את הביקוש ליצוא האמריקאי. גם האינפלציה באירופה רשמה עלייה משמעותית, והגיעה ל-3.2 אחוזים, אך מחשש להחרפת המשבר הפיננסי הופסק, כאמור, תהליך העלאת הריביות. העלייה במחירי האנרגיה והמזון מגבירה את הלחצים האינפלציוניים גם במדינות המתפתחות, שמשקלן בסל הצריכה ובממדי המחירים גבוה יחסית.

2.ב. הפעילות הריאלית

בשנת 2007 נמשכה, זו השנה הרביעית, מגמת העלייה של הפעילות הריאלית במשק הישראלי. התוצר עלה השנה בשיעור של 5.3 אחוזים, והתוצר העסקי – ב-6.3 אחוזים (איור 8). את הצמיחה הובילו השנה גידול רב של הצריכה הפרטית והמשך הגידול של היצוא וההשקעות בענפי המשק. הרכב מקורות הצמיחה השתנה בשנת 2007: גידול התוצר מתבסס יותר על גידול בתשומות העבודה וחומרי הגלם, תוך גידול ניכר ביבוא, ולא על גידול הפריזון, כמו בשנים הקודמות. הדבר מבטא את ההצטמצמות של פער התוצר, ובעקבותיו לחץ אפשרי על המחירים. עם זאת לא עלו מחירי התוצר בארבעת הרבעים שהסתיימו בספטמבר 2007 אלא בשיעור מצטבר של כ-0.6 אחוז בלבד (איור 9). ייתכן שהצמיחה בשנים האחרונות, שנתמכה בגידול הביקושים, לוותה גם בגידול ההיצע, אשר מקורו לא רק בגידול התשומות הייצור, אלא גם בגידול פוטנציאל הייצור, הודות לשיפור בתהליכי הייצור ולהתרחבות בענפי הטכנולוגיה העילית, בפרט בשירותי התוכנה. משמעות הדבר כי הלחצים לעליית המחירים לא יהיו משמעותיים, למרות גידול הביקושים.

הצריכה הפרטית גדלה השנה במהירות – הן הצריכה השוטפת והן רכישת בני קיימא – המשך לגידולה בשנה הקודמת. ברביע השלישי עלתה הצריכה הפרטית ב-7.6 אחוזים, ובשנה כולה – ב-7.2 אחוזים. גידול הצריכה במחצית הראשונה של השנה הובל על ידי רכישה מוגברת של מוצרים בני קיימא, ואילו ברביע השלישי גדלה מאוד גם הצריכה השוטפת, שהיא





עתירת תוצר. גידולה הרב של הצריכה נסמך על גידול ההכנסה הפנויה, עם הפחתת המיסוי הישיר, על הגאות המתמשכת בשווקים הפיננסיים, שפעלה להגדלת הצריכה דרך אפקט העושר, על גידול מספר המועסקים ועליית שכרם.

המשך הגידול של ההשקעות במשק מצביע על התקרבות הניצולת של מלאי ההון הקיים לכלל מיצוי ועל צפי של החברות להמשך גידולם של הביקושים בעתיד. ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אניות ומטוסים) עלתה בשנה כולה בשיעור של כ-13 אחוזים, לעומת כ-10 אחוזים אשתקד. ההשקעה בדיור עלתה הרביע השלישי ב-5 אחוזים, אך בשנה כולה היא עלתה באחוז אחד בלבד. במהלך השנה המשיך לרדת מלאי הדירות הלא-מכורות, ונרשמה עליית של מחירי הדירות. התפתחות זו מבטאת עודפי ביקוש ריאליים בשוק הדיור, שאינם מלווים, בשלב זה, בגידול משמעותי של ההשקעות בדיור. גידול הביקושים, לצד ירידה במספר התחלות הבנייה ובמלאי הדירות, עלול להמשיך וללחוץ לעלייתם של מחירי הדירות.

הצריכה הציבורית עלתה בשנת 2007 ב-2.6 אחוזים, בדומה לעלייתה בשנתיים הקודמות; שיעור המבטא ריסון פיסקלי, בהתחשב בקצב גידולו של התוצר. התקציב השנתי היה השנה מאוזן, לעומת גירעון מתוכנן של עד 2.9 אחוזי תוצר (איור 10). לירידה בגירעון תרמו בעיקר עליית ההכנסות ממסים, שהיו השנה גבוהות בכ-9 אחוזים, ריאליים, מאשר אשתקד – תוצאת הגידול הרב של הפעילות הריאלית. רמת ההוצאות הייתה נמוכה מהמתוכנן בקרוב ל-4 מיליארדי שקלים, בעיקר עקב הפחתת תשלומי הריבית, הפרשי שער במטבע חוץ ואי ניצול של חלק מהרזרבה להתייקרויות. החוב הציבורי ירד השנה בכ-6 נקודות אחוז – המשך למגמה של השנים האחרונות – והגיע לרמה של כ-81 אחוזי תוצר. הדבר יפנה מקורות תקציביים, הודות לחיסכון בתשלומי ריבית בעתיד. חשוב לציין כי הירידה המצטברת של שער הדולר בעולם מקטינה את נטל החוב החיצוני, המהווה כ-25 אחוזים מכלל החוב, וכי היא תרמה השנה כ-2 נקודות אחוז מהירידה בחוב.

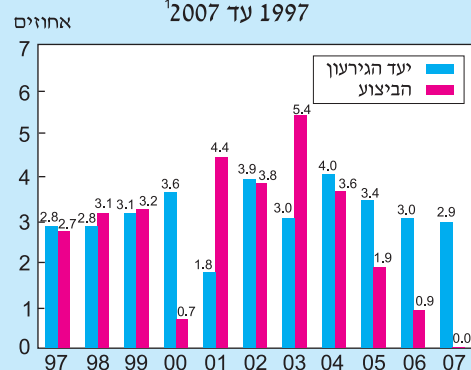
היצוא עלה ברבע השלישי של 2007 בשיעור של 13 אחוזים, לאחר עלייה של כ-9 אחוזים במחצית הראשונה של השנה, ובלטו היצוא התעשייתי ללא יהלומים וכן היצוא של שירותים, ובפרט שירותי תוכנה ומו"פ. תרמו לכך המשך הגידול ביצוא התעשייתי של ענפי הטכנולוגיה העילית, המהווה למעלה מ-40 אחוזים מהיצוא התעשייתי, וכן עלייה בטכנולוגיה המעורבת-עילית, המהווה קרוב ל-30 אחוזים מהיצוא התעשייתי, וגידולה נבע גם מעליית מחירי היצוא בענף הכימיה (איור 11). בתיירות נמשכה ההתאוששות: נרשמה עלייה של מספר התיירים ולינות התיירים, ומספרם הגיע לרמה שלפני המלחמה.

יבוא הסחורות (ללא יבוא ביטחוני, יהלומים ואניות ומטוסים) עלה, על פי נתוני החשבונאות הלאומית, בשנה כולה בקצב גבוה של 13 אחוזים, ששיקף צמיחה גדולה של השימושים המקומיים בקצב מהיר מזה של צמיחת התוצר. גדל גם יבוא חומרי הגלם, התפתחות המבטאת צפי

להמשך הגידול בפעילות. בעקבות העלייה ביבוא הצטמצם העודף בחשבון השוטף השנה לכ-5.2 מיליארדי דולרים, שהם כ-3.2 אחוזי תוצר, לעומת 7.9 מיליארדים אשתקד (איור 12).

תהליך הצמיחה במשק המשיך לחלחל גם לשוק העבודה והתבטא בירידה מתמשכת של שיעור האבטלה; זה הגיע ברביע השלישי ל-7.3 אחוזים, לעומת 8.3 אחוזים ברביע המקביל אשתקד (איור 13). כן עלה שיעור התעסוקה בלמעלה מאחוז, ל-52.5 אחוזים. שיעורי האבטלה ירדו כמעט בכל קבוצות ההשכלה, ואצל בעלי השכלה שמעל 16 שנה הגיע שיעור המובטלים לפחות מ-4 אחוזים. שיעור הגידול של השכר ניכר בעיקר בשירותים העסקיים ובתעשייה (איור 14). עלות העבודה ליחידת תוצר עלתה השנה בכ-2 אחוזים (ממוצע שלושת הרבועים הראשונים של

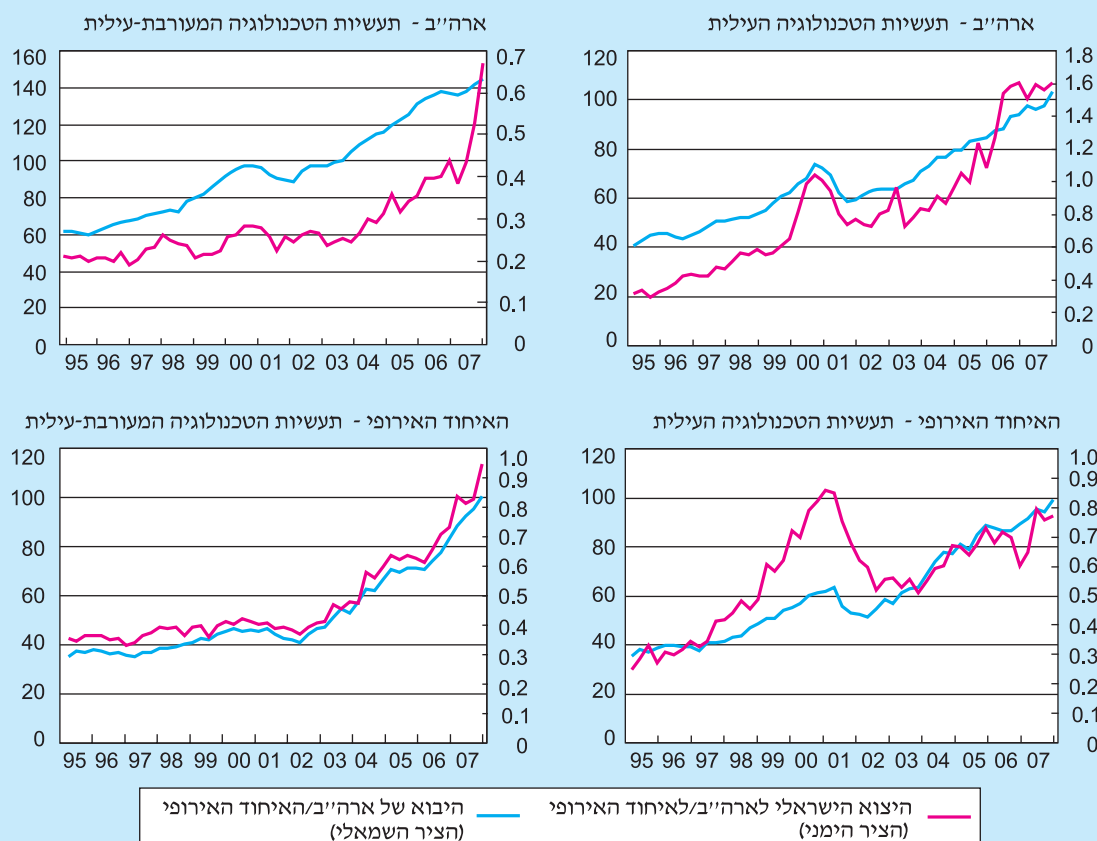
איור 10
גירעון הממשלה באחוזי תוצר,
1997 עד 2007¹



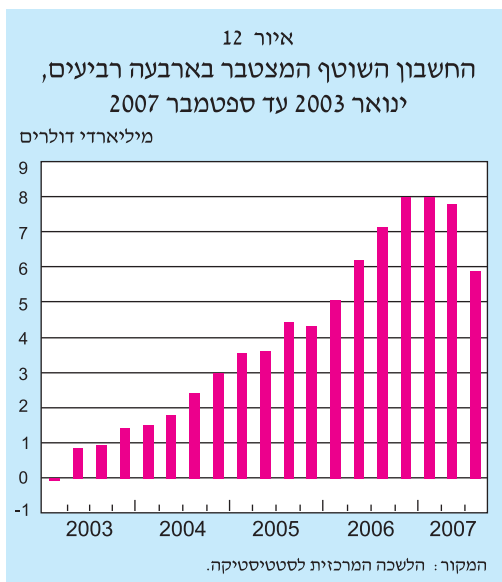
(1) משנת 2001 ואילך תקרת הגירעון הכולל של הממשלה אינה כוללת את רווחי בנק ישראל.
המקור: נתוני החשב הכללי במשרד האוצר ועיבודי בנק ישראל.

איור 11

תעשיות הטכנולוגיה העילית ותעשיות הטכנולוגיה המעורבת-עילית - היצוא הישראלי לארה"ב ולאיחוד האירופי מול היבוא של ארה"ב ושל האיחוד האירופי, 1995 עד ספטמבר 2007 (מיליארדי דולרים, אחוזים, בניכוי עונתיות)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



השנה לעומת התקופה המקבילה (אשתקד), לאחר מגמת ירידה, שהלכה והתמתנה, בשנים האחרונות (איור 15). מקורה של עלייה זו הוא גידול של 2.5 אחוזים בעלות של שעת עבודה, בעוד שהתוצר לשעת עבודה עלה בשיעור זעיר בלבד. מקור גידולו של התוצר השנה היה כאמור עלייה בתשומות, לא בפריז, התפתחות המצביעה על מיצוי הניצולת של גורמי הייצור ועל אפשרות שגידול הביקושים יתבטא בעתיד בלחץ לעליית המחירים.

2.2. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

במהלך המחצית השנייה של 2007 (להלן התקופה הנסקרת) יוסף שער החליפין של השקל בכ-9.5 אחוזים מול הדולר ובכ-2 אחוזים מול סל מטבעות המחושב על פי משקולות הסחר של ישראל (איור 16).

התחזקות השקל מול הדולר בתקופה הנסקרת נבעה בעיקר ממגמת ההיחלשות של הדולר בעולם, שהחלה במחצית הראשונה של 2006 והואצה באוגוסט השנה, על רקע המשבר הפיננסי בעולם המערבי והשלכותיו על המשק האמריקאי (איור 17).

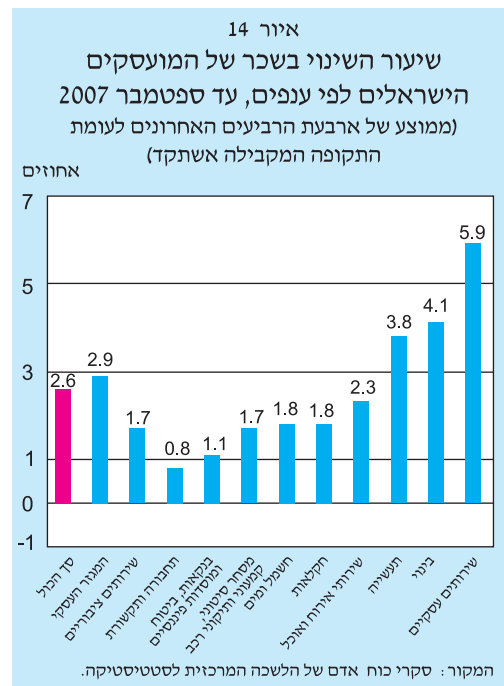
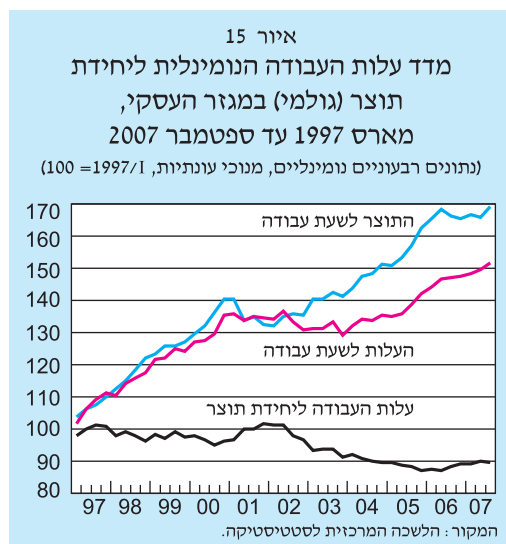
לצד המגמה של היחלשות הדולר בעולם, פעלו גורמים מקומיים וגלובליים, שחלקם תמכו בהתחזקות השקל וחלקם פעלו להיחלשותו. הגורמים המרכזיים שתמכו בהתחזקות השקל הם: (1) המשך השיפור בתנאי היסוד במשק והתבססות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, שהתבטאו לאחרונה בהחלטת ארגון OECD להכריז על ישראל כמועמדת להצטרפות לשורותיו ובהעלאת דירוג האשראי שלה על ידי סוכנות הדירוג S&P. גורמים אלה המשיכו לתמוך בהשקעות הישירות של משקיעים זרים בחברות ישראליות (איור 18). (2) עודף בחשבון השוטף, שעל אף ירידתו צפוי להסתכם השנה ברמה גבוהה של כ-3 אחוזי תוצר; עודף זה, יחד עם רמתן הגבוהה של ההשקעות הישירות, יצרו לחץ בסיסי לייסוף השקל. (3) הצטמצמות פער הריביות השלילי מול ארה"ב לרמה אפסית, בעקבות העלאת הריבית במשק והורדת הריבית בארה"ב (איור 19).

הגורמים המרכזיים שפעלו להיחלשות השקל הם: (1) המשך התהליך של הגדלת הפיזור הבין-לאומי בתיק ההשקעות של המשקיעים המוסדיים, בעקבות הרפורמה במס, שהגדילה את הכדאיות היחסית של ההשקעה בנכסים זרים. (2) המשבר הפיננסי בעולם המערבי (תיבה 2).

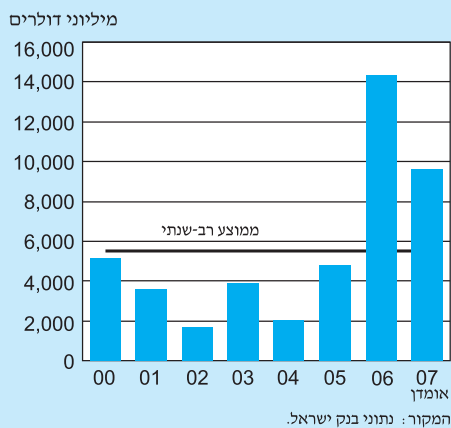
את התקופה הנסקרת ניתן לחלק לשתי תקופות עיקריות, הנבדלות זו מזו במגמות של שער החליפין, בגורמים שהשפיעו על המסחר ובאופי הפעילות של המגזרים השונים בשוק: התקופה הראשונה – מאמצע מאי עד סוף יולי – התאפיינה במגמה של פיחות; התקופה השנייה – מאוגוסט עד דצמבר – התאפיינה בדרך כלל במגמה של ייסוף.

במהלך התקופה הראשונה פוחת השקל בשיעור חד של כ-10 אחוזים מול הדולר. היחלשות השקל, במקביל להמשך היחלשותו של הדולר בעולם,

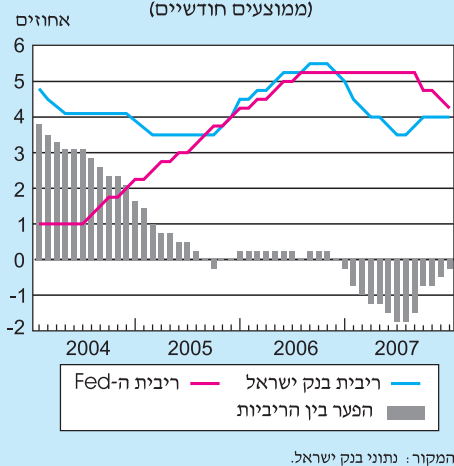




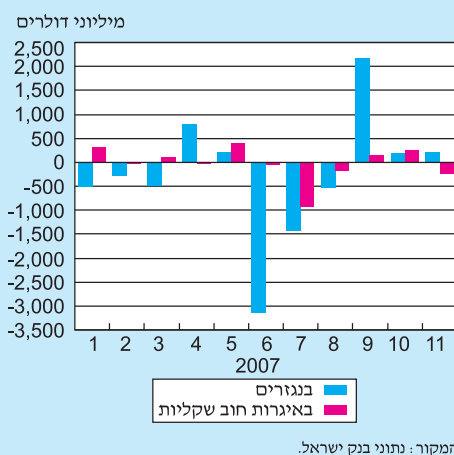
איור 18
ההשקעות הישירות של תושבי חו"ל בישראל,
2000 עד 2007



איור 19
התפתחות שיעורי הריבית לטווח קצר
בישראל ובארה"ב והפער ביניהם,
2004 עד 2007
(ממוצעים חודשיים)



איור 20
ההשקעות של תושבי חוץ באגרות חוב
שקליות ובנגזרים, מכירות מט"ח (+), 2007



מוסברת בעיקר בהמשך ההפחתה של ריבית בנק ישראל, תוך התרחבות פער הריביות השלילי מול ארה"ב, וכן בהתאפסות פער התשואות הארוכות בעקבות עלייה חדה של מחירי אגרות החוב השקליות (איור 25). הפער האפסי בתשואות הארוכות והרמה השלילית של פער הריביות העלו את רגישותם של המשקיעים לאי-הוודאות במשק, שגברה על רקע פרסום דוח הביניים של ועדת וינוגרד וחששות להתלקחות עימות עם סוריה. גורם נוסף שפעל להיחלשות השקל בתקופה זו הוא הערכות הפעילים בשוק כי בעקבות התגברות הלחצים האינפלציוניים במשק יופסק תהליך ההורדה של ריבית בנק ישראל, ובכך תפחת כדאיות ההשקעה במכשירי החוב השקליים כאמצעי להשגת רווחי הון בטווח הקצר.

התפתחויות אלו השפיעו בעיקר על הפעילות של תושבי חוץ: הם עברו למימושים באגרות החוב השקליות ולרכישות מטבע חוץ בהיקפים גבוהים, בעיקר באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים (איור 20). לפיחות השקל תרמו גם המשקיעים המוסדיים, שהאיצו את קצב השקעותיהם בחו"ל, על רקע עליות השערים החדות בשוקי המניות בעולם, ובעיקר במשקים המתעוררים.

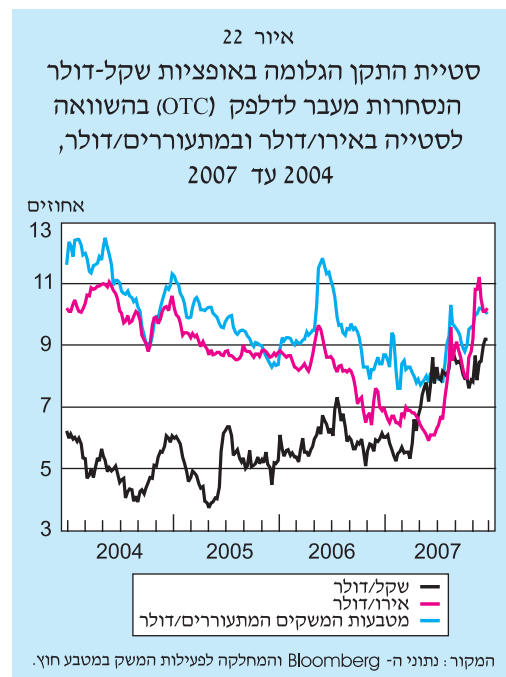
מגמת הפיחות הואצה במחצית השנייה של יולי, על רקע הזעזוע הגלובלי בשווקים הפיננסיים. למרות התגברות אי-הוודאות בעטיו של הזעזוע, שהתבטאה בעלייה חדה של התנודתיות בשווקים הפיננסיים ובשוק מטבע החוץ, פוחת שער החליפין בשיעור מתון בלבד ביחס לאירועים דומים בעבר. מתינותו של הפיחות מוסברת במספר גורמים: (1) המימושים של תושבי חוץ בבורסה המקומית הסתכמו בהיקפים מתונים בהשוואה למימושים בשוקי המניות של משקים מתעוררים אחרים; (2) ירידת השערים בשוקי המניות בעולם הניעה תהליך של חזרת הון לארץ על ידי משקי הבית והמשקיעים המוסדיים, ותהליך זה קיזז את השפעת יצוא ההון שנבע מהמימושים של תושבי חוץ בבורסה המקומית (איור 21); (3) זרם ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בחברות ישראליות התמיד לאורך כל התקופה, וכמעט לא הושפע מהזעזוע; (4) החשיפה של גופים פיננסיים בארץ למכשירים פיננסיים הקשורים ישירות למשבר, כדוגמת אגרות חוב המגובות במשכנתאות, היא נמוכה.

במהלך התקופה השנייה יוסף השקל בשיעור חד של כ-10 אחוזים. התחזקות מוסברת בעיקר בהתפתחויות גלובליות בעקבות המשבר הפיננסי בעולם המערבי ובהצטמצמות פער הריביות השלילי מול ארה"ב: (1) הסתמנות רגיעה יחסית בשווקים הפיננסיים הגלובליים, על רקע נכונותם של הבנקים המרכזיים בארה"ב ובאירופה להזרים נזילות לשוק, תמכה בהתחדשות העלייה של מחירי המניות הנסחרות בבורסה המקומית ובבלימת עלייתן של תשואות אגרות החוב השקליות; (2) פרסום נתונים שונים על הכלכלה האמריקאית, שהצביעו על זליגת הזעזוע בשווקים הפיננסיים לפעילות הריאלית, הביא להורדת הריבית בארה"ב, וזו, יחד עם העלאות של ריבית בנק ישראל, התבטאו בהצטמצמות ניכרת של פער הריביות השלילי מול ארה"ב; (3) מגמת ההיחלשות של הדולר בעולם

הואצה, בעקבות הורדת הריבית בארה"ב והתגברות ההערכות בדבר האטה בכלכלה האמריקאית.

גורמים אלו תמכו בשינוי הכיוון של פעילות תושבי חוץ: הם חידשו את השקעותיהם באיגרות חוב שקליות ובמניות הנסחרות בבורסה המקומית, ועברו למכירת מטבע חוץ באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים. לכך סייעו האיתנות והביצועים הטובים של הכלכלה הישראלית, שתמכו בהמשך ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בחברות ישראליות.

התפתחות הסיכון של שער החליפין - הנמדד באמצעות סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר - לא הייתה אחידה במהלך התקופה הנסקרת, והושפעה מהשינויים בגורמי אי-הודאות בשוק מטבע החוץ (איור 22); בחודשים יוני ויולי נמשכה מגמת העלייה בסיכון, שהחלה בתחילת אפריל, לאחר תקופה ארוכה שבה הוא נע ברמות נמוכות יחסית. לקראת סוף יולי, בהשפעת הזעזוע הגלובלי בשווקים הפיננסיים, נרשמה עלייה נוספת בסיכון, לרמה של כ-9 אחוזים. העלייה ברמת הסיכון בתחילת התקופה הייתה ייחודית למטבע הישראלי, ורק לקראת סוף יולי, על רקע הזעזוע בשווקים הפיננסיים הגלובליים, נצפתה עלייה גם בסיכון שער החליפין של מטבעות משקים אחרים – מפותחים ומתעוררים. במהלך התקופה כולה התאפיין המבנה העתי של סטיית התקן הגלומה בשיפוע שלילי – מה ששיקף את הערכות הפעילים בשוק, כי העלייה בסיכון לא תימשך זמן רב. במהלך אוגוסט, משהסתמנה רגיעה יחסית בשווקים הפיננסיים הגלובליים, נבלמה העלייה בסיכון שער השקל, והוא נע סביב רמה של כ-8.5 אחוזים.



תיבה 2 : המשבר הפיננסי בעולם המערבי

במחצית השנייה של חודש יולי 2007 החלה טלטלה בשווקים הפיננסיים העולמיים, על רקע התגברות הערכות כי המשבר בשוק משכנתאות ה"סאב-פריים" עלול להיסחף למגזרים פיננסיים נוספים, וכך להתפתח למשבר ריאלי, העלול לפגוע בצריכה ובצמיחה של המשק הגדול בעולם. לאחר מספר חודשים שבהם ניזונו השווקים מהודעות על משבר בהתהוות, ובכלל זה על פשיטות רגל של בנקים למשכנתאות, התברר כי מוסדות ומשקיעים פיננסיים כבנקים מסחריים, קרנות פנסיה וקרנות גידור, בארה"ב ומחוצה לה, חשופים במידה משמעותית להלוואות הסאב-פריים באמצעות מכשירי חוב המגובים בהלוואות אלה. אי-הוודאות לגבי מידת הנזק והיקף החשיפה של הגופים שהשקיעו במכשירים אלה הובילה לירידות חדות במחיריהם של נכסי חוב, במיוחד של אותם מכשירים המגובים במשכנתאות סאב-פריים, ולעליית הביקוש לאיגרות חוב של ממשלת ארה"ב. במקביל סבלו שוקי המניות בעולם מטלטלה, שלוותה באי-ודאות של המשקיעים באשר להיקף הנזק הצפוי למערכת הפיננסית ולפעילות הריאלית. בשל אי-הוודאות לגבי מידת החשיפה של בנקים מסחריים גדולים ברחבי העולם למשבר נוצר קושי בגיוס מימון בשוקי הכספים, וכתוצאה מכך נאלצו הבנקים המרכזיים בארה"ב ובמשקים המובילים להזרים נזילות למערכות הבנקאות בהיקף של מאות מיליארדי דולרים. במקביל החל הבנק המרכזי של ארה"ב במהלך של הורדת הריבית, במטרה למתן את השלכות המשבר על הפעילות הריאלית במדינה.

משכנתאות הסאב-פריים הן הלוואות לרכישת בתים המאופיינות בסיכון גבוה יחסית, שנובע מהפרופיל הפיננסי של הלווים. בעוד שהלוואות רגילות (הלוואות "פריים") ניתנות ללווים בעלי יכולת החזר מוכחת וזרם הכנסות יציב, המגדילים את סיכוייהם לפרוע את ההלוואה, הלוואות הסאב-פריים ניתנות ללווים החסרים תכונות אלו. תופעת הסאב-פריים התפתחה בארה"ב לפני מספר עשורים, כאשר תקנות משנת 1980 (Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act) אפשרו לגופים מלווים גמישות רבה יחסית בקביעת שיעורי הריבית על משכנתאות. כתוצאה מכך גדל והשתכלל שוק האשראי, ובנקים למשכנתאות החלו לתת אשראי לבעלי הכנסות נמוכות – לרוב בריביות גבוהות מהממוצע, כפרמיה על הסיכון של אי החזרת החוב. בשנים האחרונות חלק מהבנקים נקטו שיטות של שיווק אגרסיבי, כגון הצעת הלוואות בריבית משתנה והסתפקות בהון עצמי נמוך, כדי לשכנע לווים לטול משכנתאות. הגברת הסיכונים על ידי הבנקים למשכנתאות התאפשרה על ידי מכירת ההלוואות לגופים פיננסיים שונים באמצעות איגרות חוב המגובות בתשלומי החזר של נוטלי המשכנתאות. איגרות החוב הונפקו בחבילות, שסווגו על פי רמות עדיפות שונות לתזרים המגובה: ככל שרמת העדיפות נמוכה יותר, רמת הסיכון גבוהה יותר – ובהתאם לה הריבית המוצעת על ידי המנפיקים.

במהלך השנים האחרונות גדל משמעותית היקף ההלוואות במתכונת הסאב-פריים, בין השאר, כתוצאה מההפחתה החדה של הריבית בארה"ב עוד לפני כחמש שנים. כך, למשל, הגיע היקף ההלוואות החדשות בשנת 2005 לכ-625 מיליארדי דולרים, לעומת 35 מיליארדים בשנת 1994. במקביל גדל גם נתח משכנתאות הסאב-פריים בסך המשכנתאות – מ-4.5 אחוזים בשנת 1994 ל-20 אחוזים בשנת 2005¹.

המשבר שפרץ לאחרונה נבע משילוב בין מגמות ארוכות טווח במחירי הדיור בארה"ב ובין האופי והמבנה של הלוואות הסאב-פריים: ירידה במחירי נכסיהם של הלווים בשנתיים האחרונות, לאחר עלייה חדה של מחירי הדיור בארה"ב בשנים 2000-2005 מנעה מרבים מהם את האפשרות לפרוע את חוב המשכנתה שנטלו לרכישת הדירה באמצעות נטילת משכנתה חדשה בתנאים נוחים יותר. גם הפופולריות של שיטות ריבית משתנה – ריבית נמוכה בשנים הראשונות ועלייה משמעותית של הריבית והתשלום השנתי בהמשך – העמידה את משקי הבית בפני החזרי חובות בריביות גבוהות וללא יכולת החזר. התרחבות המשבר לשוקי הכספים בעולם נבעה בעיקר מאיגוח המשכנתאות, שיצר חשיפה ישירה של גופים מוסדיים שונים ברחבי העולם למשבר. על כך נוספה רמת המינוף הגבוהה של קרנות הגידור, שהיו בין הרוכשים המרכזיים של

1 מקור הנתונים: Mortgage Statistical Annual.

איגרות חוב אלה, אשר יצרה חשיפה עקיפה של בנקים גדולים ברחבי העולם שסיפקו להם את האשראי. החשיפה הישירה והעקיפה של הבנקים הגדולים למשבר השרתה אי-ודאות לגבי איתנותם הפיננסית, וכתוצאה מכך נוצר קושי בגיוס מימון בשוקי הכספים.

ההשלכות הכלכליות הישירות והעקיפות של משבר הסאב-פריים בארה"ב טרם מוצו, וההערכות לגבי היקף הפגיעה שונות. ברביע האחרון של 2007 הודיעו בנקים מסחריים ובתי השקעות מובילים בארה"ב ובאירופה על מחיקות רווחים צפויות של מיליארדי דולרים בשל חשיפתם הישירה והעקיפה למכשירים המגובים במשכנתאות הסאב-פריים, ולפי תחזיות שונות יימשכו מחיקות הרווחים בהיקפים דומים גם במחצית הראשונה של שנת 2008. ארגון ה-OECD מעריך כי סך ההפסדים המצטברים בגין משבר הסאב-פריים צפויים להסתכם בכ-200-300 מיליארדי דולרים. ההשלכות העקיפות של משבר הסאב-פריים, העשויות להתבטא בירידה של רמת הצריכה והפעילות העסקית מפאת הקושי של חברות לגייס מימון, הניעו גופים כקרון המטבע הבין-לאומית להוריד את תחזיות הצמיחה ל-2008².

על אף הטלטלה במערכת הפיננסית הגלובלית, תגובתה של המערכת הפיננסית המקומית למשבר הייתה מתונה ביחס למדינות מפותחות רבות, ודמתה בעוצמתה לתגובה בשווקים מתעוררים אחרים עם נתוני מקרו חזקים: עם פרוץ הזעזוע הגלובלי עלתה התנודתיות בשווקים הפיננסיים המקומיים, שערי המניות ואיגרות החוב ירדו, והואץ הפיחות בשער החליפין, שהחל עוד באמצע מאי. כן עלו מירווחי הסיכון במגזר החברות בעלות הדירוג הנמוך, ובעיקר אלה מענף הנדל"ן. ואולם, כבר במהלך אוגוסט נבלם הפיחות בשער החליפין, התנודתיות בשווקים הפיננסיים התמתנה, ומירווחי הסיכון שבו וירדו בהדרגה, אמנם לא לרמה של ערב המשבר.

תפקודם התקין של השווקים המקומיים ועמידותם של המוסדות הפיננסיים בישראל על אף המשבר הם תוצאת היקפה הקטן יחסית של חשיפתם לשוק הסאב-פריים. גם מידתה הקטנה של הישענות שוק המשכנתאות בישראל על גיוסי הון באמצעות איגרות חוב והעדר שוק כספים ושוק איגוח מפותחים הגנו על המערכת הפיננסית המקומית מגלישתו של המשבר הגלובלי לישראל. מוקדם מדי להעריך את מידת ההשפעה של ההאטה המתגברת במשק האמריקאי, הצפויה להתבטא גם בהיקף הסחר העולמי, על הפעילות הריאלית במשק³.

2 תחזית קרן המטבע פורסמה באוקטובר. תחזיות מעודכנות, כגון אלו המפורסמות בכתב העת "Economist", צופות הפסדים גדולים יותר לגופים פיננסיים וירידה ניכרת יותר בצמיחה העולמית.

3 ניתוח נרחב של השלכות המשבר על המערכת הפיננסית בישראל יופיע בדוח השנתי של בנק ישראל.

2.ד. התפתחויות עיקריות בתחום הפיננסי ברקע המדיניות

ההתפתחויות העיקריות בשווקים הפיננסיים בישראל במחצית השנייה של 2007 שיקפו מצד אחד את השפעת תנאי היסוד החיוביים של המשק, שהוסיפו למשוך אליו משקיעים, ומהצד האחר – את ההתפתחויות בשווקים העולמיים, במיוחד על רקע המשבר הפיננסי בעולם המערבי. לאטרקטיביות של ההשקעה במשק תרמו גם המשך השפעתן של הרפורמות המבניות, ובראשן רפורמת בכר ורפורמת עושי השוק בשוק איגרות החוב הממשלתיות, וכן המדיניות הפיסקלית, שהמשיכה לדבוק במחויבותה למשמעת תקציבית. גידול ההכנסות ממסים, על רקע המשך ההתרחבות

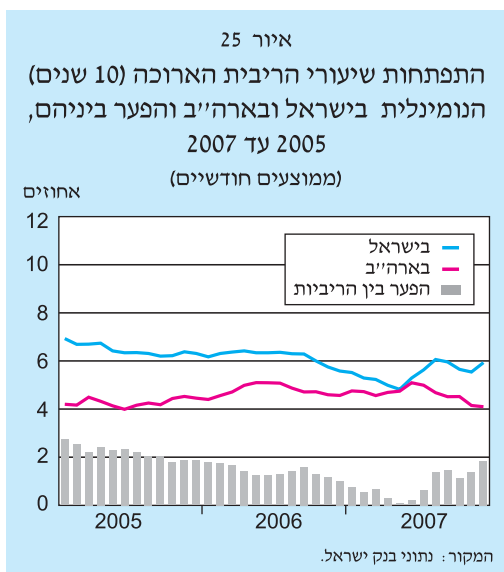
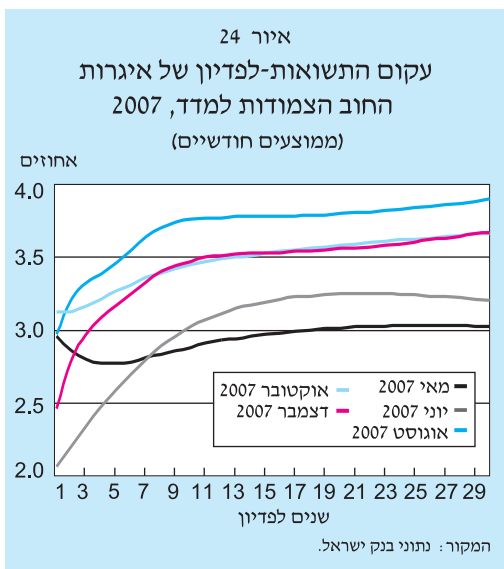
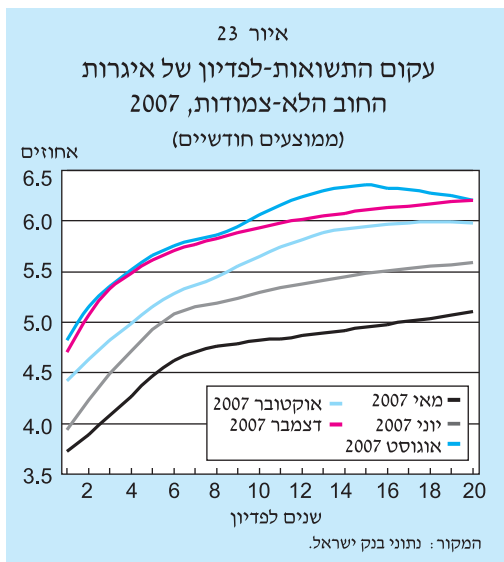
של הפעילות הכלכלית, הקטין את צורכי גיוס ההון של הממשלה, ובכך תרם לרמתה הנמוכה יחסית של סביבת הריבית.

לצד הגורמים המקומיים הושפעו השווקים הפיננסיים מההתפתחויות בסביבה הכלכלית הגלובלית, ובראשן ההשלכות של המשבר הפיננסי, שפרץ בשוק משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב וגלש לשווקים נוספים. (ראו תיבה 2.) עם פרוץ המשבר ירדו מחיריהם של נכסים פיננסיים גם בישראל. מדדי המניות העיקריים בבורסה של תל אביב ירדו החל בשבוע האחרון של יולי ועד אמצע אוגוסט, במקביל לירידות בבורסות רבות בעולם, אולם הירידות נבלמו באמצע אוגוסט, והמדדים שבו ועלו. ירידת המדדים התחדשה בנובמבר, עם התחדשות הירידות בבורסות בעולם, על רקע התגברות החששות מהשלכות המשבר הפיננסי. התשואות על איגרות החוב הממשלתיות, הן הצמודות והן הלא-צמודות עלו עליה משמעותית באוגוסט, אף זאת על רקע המשבר הפיננסי (איורים 23 ו-24). עליית התשואות על איגרות החוב בישראל תאמה את התפתחות התשואות במשקים מתעוררים, ואילו בארה"ב ובמשקים מפותחים אחרים התשואות על איגרות החוב הממשלתיות דווקא ירדו, על רקע מעבר מנכסים בעלי סיכון גבוה לנכסים שנתפסו כבטוחים יותר. ירידת התשואות בארה"ב, על רקע המשבר הפיננסי, ועליית התשואות על איגרות החוב הממשלתיות בישראל בתחילת המחצית הנסקרת הביאו לגידול משמעותי של פערי התשואות בין ישראל לארה"ב במחצית השנייה של 2007, אחרי ירידה משמעותית במחצית הראשונה (איורים 25 ו-26). עקב הערכה מחודשת ותמחור מחודש של הסיכונים בנכסים פיננסיים שונים לאחר פרוץ המשבר בשוק משכנתאות הסאב-פריים, עלו גם בישראל פערי התשואות בין איגרות החוב הקונצרניות – בעיקר הלא-מדורגות – לממשלתיות¹. בשוק מטבע החוץ, לצד ההתפתחויות בשער החליפין של השקל, שתוארו בסעיף הקודם, גברה במחצית הנסקרת אי-הוודאות, שהתבטאה במדדי הסיכון של שער החליפין הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה.

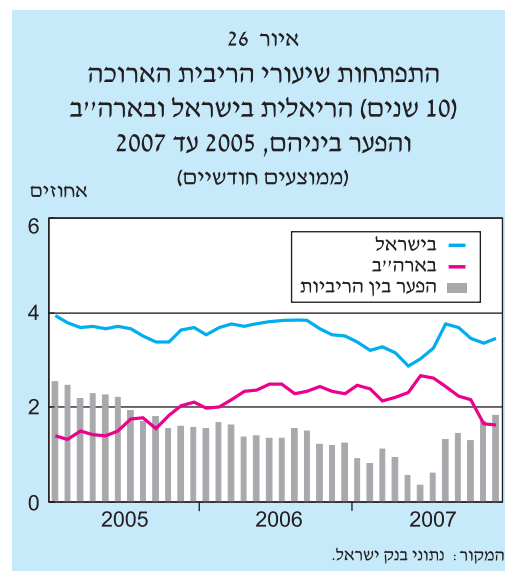
ב-2007 נמשך הגידול המהיר של סך אמצעי התשלום (M1) במשק. במשטר של יעד אינפלציה, כשכלי המדיניות המוניטרית הוא הריבית, הכמויות של אמצעי התשלום ושל שאר הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים נקבעות על ידי ביקוש הציבור להם ועל ידי ההתנהגות העסקית של המתווכים הפיננסיים. על כן ערוץ תמסורת שבו עודף היצע של כסף משפיע על הפעילות הכלכלית והאינפלציה אינו פעיל במשטר זה, וכמות הכסף משמשת לבקרה בלבד. ואכן, מאז תחילת 2006 כמות פיקדונות העו"ש שבידי משקי הבית והפירמות הלא-בנקאיות גדלה בקצב מהיר יותר מזה החזוי על ידי משוואה אקונומטרית מקובלת². ייתכן כי חלק מהגידול של כמות פיקדונות העו"ש מעבר לגידול המוסבר על ידי התפתחות המשתנים

1 בישראל, במקביל למשבר האשראי בעולם, קרסה חברת הבנייה "חפציבה"; סביר שעליית התשואות על איגרות החוב הלא-מדורגות, בפרט על איגרות חוב של חברות מתחום הנדל"ן, מוסברת גם בהשפעת אירוע זה.

2 ראו עקיבא אופנברג וטלי קמל (2007), "הביקוש לאמצעי התשלום בישראל: 1990-2006", עיונים מוניטריים 2007.04, בנק ישראל, המחלקה המוניטרית.



במשוואה קשור לרפורמות בשוק ההון, שניתקו את המשקיעים המוסדיים מהבנקים, תהליך העשוי להוביל להגדלת כמות הכסף שהם מחזיקים. גם מצרף הכסף הרחב (M2) עלה במהירות ב-2007, אחרי עליות מתונות בשנים האחרונות. סך האשראי למגזר הפרטי המשיך אף הוא לעלות בקצב מהיר, עלייה שעיקרה באשראי החוץ-בנקאי. ההתפתחויות של אינדיקטורים נבחרים מהתחום הפיננסי במהלך המחצית הנסקרת מסוכמות בלוחות 2 עד 4.



לוח 2 סביבת האינפלציה והריבית (ממוצעים חודשיים)

12/07	11/07	10/07	09/07	08/07	07/07	06/07	12/06
סביבת האינפלציה (אחוזים)							
0.6	0.4	0.1	-0.5	0.7	1.1	0.7	0.0
3.4	2.8	2.2	1.4	1.0	0.3	-0.7	-0.1
השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן							
השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן							
0.3	-0.1	-0.1	-0.4	0.7	0.8	0.4	-0.2
תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)							
2.1	1.35	1.2	1.2	1.7	1.9	1.8	1.2
הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה							
2.4	1.9	1.6	1.7	2.6	2.7	1.9	1.7
תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה							
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים¹ (forward)							
2.4	1.9	1.9	1.8	2.2	2.5	2.3	1.6
הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)							
2.6	2.3	2.3	2.4	2.4	2.6	2.6	2.3
הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)							
2.5	2.5	2.6	2.8	2.5	2.3	2.1	2.4
הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)							
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)							
4	4	4	4	3.75	3.5	3.5	5.00
ריבית בנק ישראל							
2.0	2.7	2.8	2.9	2.1	1.7	1.75	3.9
הריבית הריאלית הנגזרת							
-0.4	-0.5	-0.75	-1.1	-1.5	-1.75	-1.75	-0.25
פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב							
0.25	0	0	0	0.3	0.06	0	-0.25
תחזיות החזאים לשינוי בריבית לחודש הקרוב							
4.7	4.4	4.3	4.5	4.6	4.2	3.8	4.7
תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה							
1.8	1.4	1.1	1.4	1.4	0.6	0.2	1.0
פער הריבית הארוכה הנומינלית (10 שנים) בין ישראל לארה"ב							
1.7	1.6	1.3	1.4	1.3	0.6	0.3	1.3
פער הריבית הארוכה הריאלית (10 שנים) בין ישראל לארה"ב							

¹ הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות לצמודות (Break-even inflation). הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

לוח 3
ההתפתחויות בשוקי הנכסים

12/07	11/07	10/07	09/07	08/07	07/07	06/07	12/06	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)								
4.5	4.3	4.2	4.3	4.4	3.8	3.8	5.2	תשואות המק"ם ל- 3 חודשים
4.6	4.5	4.4	4.6	4.7	4.2	3.9	5.0	תשואות המק"ם לשנה
5.6	5.1	5.2	5.4	5.7	5.3	4.9	5.3	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-5 שנים
6.2	5.9	6.0	6.2	6.2	5.9	5.6	5.7	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-20 שנים
3.2	3.2	3.3	3.6	3.5	2.8	2.6	3.5	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.7	3.6	3.7	3.9	3.9	3.5	3.2	3.6	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
שוק המניות								
1.4	-4.8	5.4	5.5	-6.2	0.3	0.2	-1.8	מדד המניות הכללי (אחוז השינוי במהלך החודש)
שוק מטבע החוץ								
0.4	-3.4	-1.2	-2.7	-4.2	1.3	5.4	-0.5	שיעור השינוי של השקל מול הדולר (אחוז השינוי במהלך החודש)
0.2	-1.5	0.7	1.0	-4.6	3.3	5.4	-0.7	שיעור השינוי של השקל מול האירו (אחוז השינוי במהלך החודש)
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)								
11.4	10.4	9.5	10.4	10.6	9.9	10.1	7.6	סטיית התקן הגלומה
16.6	16.6	11.5	11.1	11.0	8.6	10.4	7.4	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-2%
11.5	8.2	7.8	10.4	12.1	12.6	11.2	3.6	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-2%

לוח 4
מצרפי הכסף והאשראי¹
(אחוזים)

12/07	09/07	06/07	03/07	12/06	09/06	06/06	03/06	
שיעור השינוי לעומת הרביע המקביל אשתקד								
19.9	19.5	13.1	9.0	6.7	12.8	16.1	20.4	אמצעי התשלום (M1)
16.2	18.1	15.3	11.8	6.9	4.5	4.0	4.2	מצרף הכסף הרחב (M2)
10.7	12.2	8.1	7.2	5.6	7.5	10.2	10.5	סך האשראי למגזר הפרטי
4.2	4.5	1.7	1.4	-1.0	2.1	3.5	2.0	האשראי הבנקאי למגזר העסקי
28.7	34.6	26.0	21.6	21.3	21.7	30.4	38.8	האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי
48.2	48.1	46.4	44.7	43.0	41.8	41.2	40.2	משקל האשראי החוץ בנקאי בסך האשראי למגזר העסקי

¹ נתוני האשראי הם עד נובמבר 2007.

3. המדיניות המוניטרית³

בהחלטותיו על המדיניות המוניטרית נדרש בנק ישראל להעריך את מכלול הגורמים המשפיעים על האינפלציה, וצפויים להשפיע עליה בטווחי הזמן הקצר והבינוני, וכן להתחשב בפיגורים השונים של השפעת המדיניות על האינפלציה דרך ערוצי התמסורת השונים⁴.

לאחר תהליך של הפחתת ריבית, שהחל ברביע האחרון של 2006 ונמשך במחצית הראשונה של 2007, עבר בנק ישראל, במחצית השנייה של השנה, להעלאה הדרגתית של הריבית. הסיבה להעלאת הריבית הייתה עלייה בסביבת האינפלציה, על רקע פיחות משמעותי בשער החליפין של השקל בחודשים מאי עד יולי, עליות חדות של המחירים העולמיים, בעיקר של מחירי האנרגיה, הסחורות והמזון, והמשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית.

לצד הכוחות לעליות מחירים המשיכו להתקיים במחצית השנייה של 2007 כוחות בסיסיים שתמכו בהתחזקות השקל, בעיקר עודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והמשך זרם ההשקעות למשק, וכן כוחות להיחלשות הדולר בעולם. אל אלו חברו ההתפתחויות על רקע המשבר הפיננסי בעולם המערבי, ובהן ירידה של סביבת הריבית בארה"ב ובמדינות אחרות בעולם וחששות מהאטה בפעילות הכלכלית ובסחר העולמי בעטיו של המשבר. כוחות אלו פעלו למיתון סביבת האינפלציה והריבית. המדיניות המוניטרית במחצית הנסקרת פעלה אפוא על רקע תנודתיות בהתפתחות האינפלציה בפועל ובהערכות לגבי התפתחותה העתידית, תוצאת כוחות חזקים הפועלים על האינפלציה בכיוונים מנוגדים ובאופקי זמן שונים.

במהלך המחצית הראשונה של השנה הפחית בנק ישראל את שיעור הריבית בהדרגה, המשך להפחתות הריבית ברביע האחרון של 2006. כך, שיעור הריבית ירד מ-5.50 אחוזים באוקטובר 2006 ל-3.50 אחוזים ביוני 2007 (החלטה שהתקבלה בסוף מאי). מטרת ההפחתה ההדרגתית של הריבית הייתה להחזיר את קצב האינפלציה אל תחום יעד יציבות המחירים, על רקע התפתחות מתונה של האינפלציה – בפועל והצפויה – תוצאת כוחות מקומיים וגלובליים שתמכו בערך השקל וקיזזו את השפעתם של הכוחות שפעלו לעליית המחירים.

לקראת סוף המחצית הראשונה של 2007 עלו ההערכות לגבי סביבת האינפלציה, בעיקר בגלל שינוי המגמה בהתפתחות שער החליפין של השקל כנגד הדולר במאי – מעבר מייסוף לפיחות. מרבית האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה עלו בחודש יוני, ובכך ביטאו הערכות כי האינפלציה בשנה הקרובה צפויה להימצא סמוך למרכז יעד יציבות המחירים, תוך

³ בנק ישראל מפרסם בכל חודש הודעה על החלטת הריבית לחודש הקרוב, שבה מתוארים תנאי הרקע והגורמים להחלטה. שבועיים לאחר החלטת הריבית מפרסם הבנק דיווח מפורט על הדיונים המוניטריים שהביאו לקביעת הריבית. ההודעות לעיתונות והדיווחים על הדיונים מפורסמים באתר הבנק: www.bankisrael.gov.il.

⁴ השפעת המדיניות המוניטרית על האינפלציה דרך השפעת הריבית על שער החליפין הנומינלי מהירה מהשפעתה דרך השפעת הריבית הריאלית ושער החליפין הריאלי על הביקושים.

עלייה מתונה של הריבית. הציפיות לאינפלציה בשנה הקרובה הנגזרות משוק ההון עלו מרמה נמוכה של כ-0.5 אחוז באפריל-מאי אל קרוב למרכז תחום היעד ביוני (איור 27). במקביל נגזרו מעקום המק"ם ציפיות להעלאה מתונה של הריבית בשנה הקרובה. התשואות לפדיון על איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות עלו בשיעור משמעותי ביוני, לאחר ירידה מאז אוקטובר 2006 (איור 23). הרקע לעלייתן היה עליית תשואות בארה"ב, והערכות של משקיעים כי תהליך הפחתות הריבית על ידי בנק ישראל הסתיים בהורדת הריבית לחודש יוני ל-3.50 אחוזים. עלייה של התשואות הנומינליות, ובמקביל לה ירידה של התשואות הריאליות לטווחים הקצרים והבינוניים (איור 24), ביטאו עלייה של הציפיות לאינפלציה גם לטווחים שמעל שנה (איור 29). גם תחזיות החזאים הפרטיים לאינפלציה בשנה הקרובה עלו מקרבת הגבול התחתון של היעד במאי אל מרכז תחום היעד (איור 28), ובמקביל הם צפו עלייה מתונה של הריבית בשנה הקרובה (לוח 2)⁵.

על רקע השינוי בהתפתחות שער החליפין, במקביל לעלייה במחירים המקומיים ולהמשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית, העריך בנק ישראל, בסבירות גבוהה, כי האינפלציה תחזור לתחום היעד כבר לקראת סוף 2007⁶, הערכה שנגזרה גם מן המודלים האקונומטריים שהבנק משתמש בהם. במקביל נגזרה מהמודלים העלאה מתונה של הריבית בשנה הקרובה. לנוכח השינוי בהתפתחות שער החליפין עלתה השאלה אם שינוי זה הוא אירוע חולף, בעל השפעה זמנית על האינפלציה, או שהשפעתו תהיה משמעותית ומתמשכת יותר. באפשרות הראשונה תמכו הערכות כי ממשיכים לפעול כוחות בסיסיים התומכים בהתחזקות השקל – בכללם העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והמשך ההשקעות הזרות במשק – וכן הערכות בדבר המשך ההיחלשות של הדולר בעולם. התגברות אי-הודאות לגבי ההתפתחות הצפויה של שער החליפין התבטאה גם במדדי הסיכון של שער החליפין, הנגזרים מן המסחר באופציות שקל-דולר: אלה עלו עלייה משמעותית החל מחודש מאי (לוח 3). לאור ההתפתחויות באינדיקטורים השונים העריך בנק ישראל כי רמתה הנוכחית של הריבית מתיישבת עם חזרת האינפלציה לתחומי היעד בשנה הקרובה, ולכן השאיר את הריבית לחודש יולי ללא שינוי, ברמה של 3.50 אחוזים.

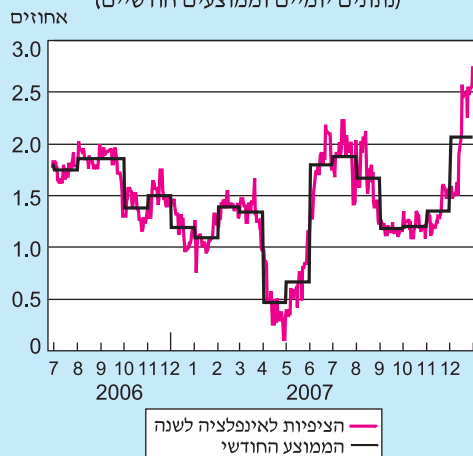
האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה המשיכו להצביע על עלייתה גם ביולי ובאוגוסט: מדד המחירים לצרכן עלה בשיעור חד בחודשים יוני עד אוגוסט⁷ (עלייה מצטברת של 2.5 אחוזים, איור 1), עלייה המשקפת בין השאר את התמסורת המהירה מהשינויים בשער החליפין לשינויים במדד ואת התנודתיות באינפלציה שהם גוררים. הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה הנגזרות משוק ההון נותרו ביולי ובאוגוסט קרובות למרכז

5 תיאור תחזיות החזאים הפרטיים מתייחס לממוצע התחזיות של מספר גופים.

6 שיעור האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים עמד באותה עת – בזמן החלטת הריבית לחודש יולי, אחרי פרסום מדד מאי – על 1.3 אחוזים (איור 331).

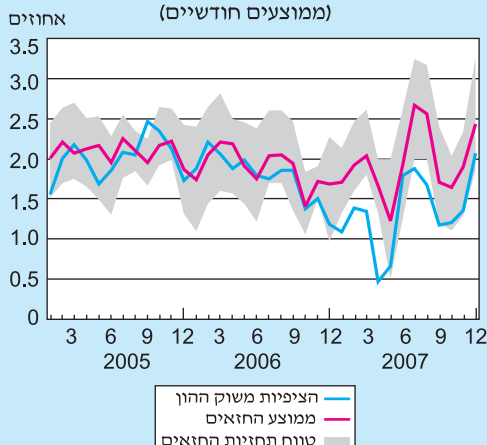
7 מדד אוגוסט בפועל מתפרסם בספטמבר, כך שהוא היה ידוע רק בזמן החלטת הריבית לחודש אוקטובר, אך החזאים והמודלים השונים צפו מדדים גבוהים ביולי ובאוגוסט, לנוכח הפיחות שהחל באמצע מאי.

איור 27
התפתחות הציפיות לאינפלציה
משוק ההון לטווח של שנה,
יולי 2006 עד דצמבר 2007¹
(נתונים יומיים וממוצעים חודשיים)



(1) החל מאפריל 2007 הציפיות לטווח של שנה מחושבות על פי המק"ם לשנה מול עקום 0 ריאלי מלא (המביא בחשבון את כל סדרות האג"ח הצמודות).
המקור: נתוני בנק ישראל.

איור 28
הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה לפי
שוק ההון והחזאים, 2005 עד 2007¹
(ממוצעים חודשיים)



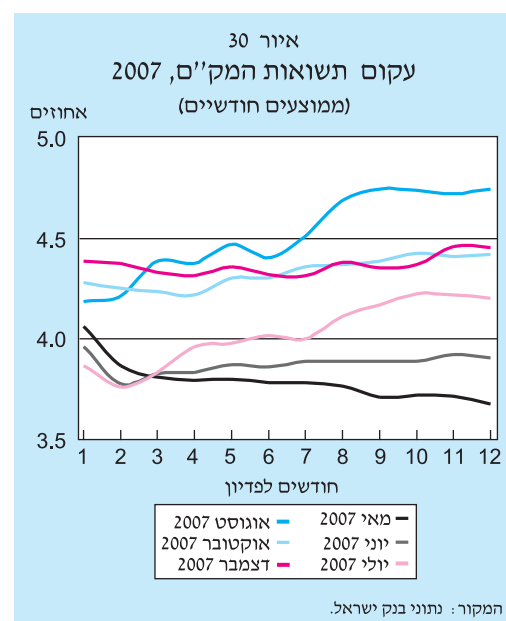
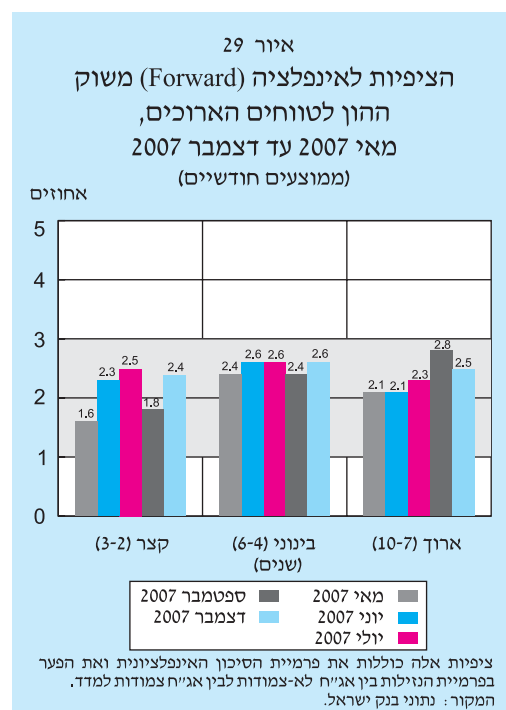
(1) החל מאפריל 2007 הציפיות לטווח של שנה מחושבות על פי שיטת מק"ם לשנה, מול עקום תשואות ריאלי מלא (המביא בחשבון את כל סדרות האג"ח הצמודות).
המקור: דיווחי החזאים הפרטיים ונתוני בנק ישראל.

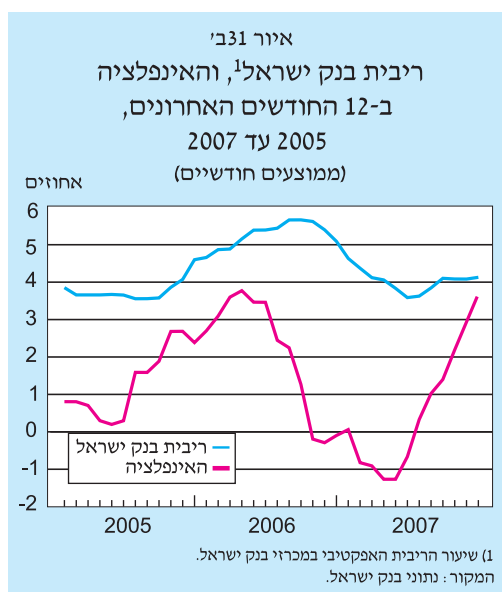
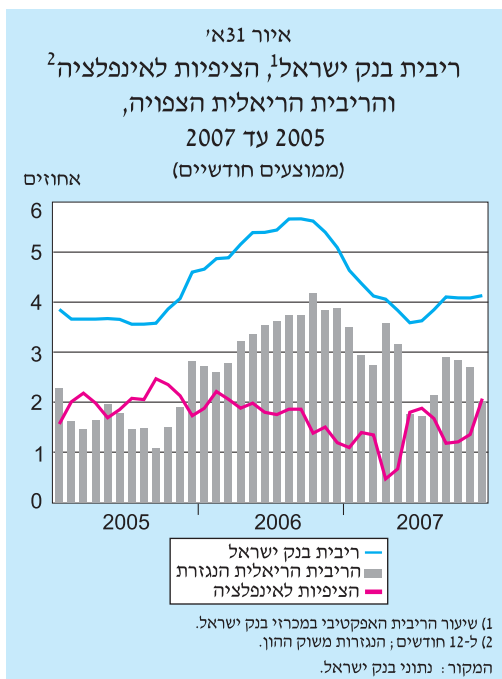
תחום היעד, אחרי עלייתן החדה ביוני, ובמקביל הראה עקום המק"ם ציפיות לעליית הריבית בשנה הקרובה. תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה נמצאו במגמת עלייה מאז יוני, וביוני ובמחצית הראשונה של אוגוסט הן עמדו סמוך לגבול העליון של תחום היעד (איור 28). במקביל צפו החזאים שהריבית תועלה בחודשים הקרובים. עליית הציפיות לאינפלציה אל סביבת מרכז תחום היעד, בשילוב עם הרמה הנמוכה של הריבית הנומינלית לאחר סדרת הורדות הריבית בחודשים הקודמים, הביאו את הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל לרמה נמוכה (איור 31א'), בהתחשב בשיעורי הצמיחה בפועל והצפויים של המשק.

גם המודלים של הבנק הראו כי נדרשת העלאת ריבית כבר ברביע השלישי כדי להגדיל את ההסתברות שהאינפלציה בשנה הקרובה תימצא בתחום היעד. זאת לנוכח הפיחות, עליות עולמיות של מחירי האנרגיה וסחורות אחרות, הצמיחה המהירה וציפיות להמשכה, שתמכו בהמשך עליות מחירים, והרמה הנמוכה של הריבית – הן ביחס לריבית בארה"ב (איור 19 ולוח 2) והן ביחס לשיעורי הצמיחה, בפועל והצפויים. לאור ההתפתחויות באינדיקטורים השונים העלה בנק ישראל את הריבית לחודשים אוגוסט וספטמבר ב-0.25 נקודת אחוז בכל פעם, כך שהריבית בספטמבר עמדה על 4.0 אחוזים. מתינותן של העלאות הריבית מוסברת, בין השאר, בהערכות בדבר המשך קיומם של הכוחות הבסיסיים התומכים בערך השקל – עודף בחשבון השוטף והשקעות זרות במשק. כמו כן הביא המשבר הפיננסי בעולם להתגברות הציפיות להפחתת הריבית בארה"ב, תהליך שיתרום אף הוא להתחזקות השקל לעומת הדולר.

החל בסוף חודש יולי הושפעו ההתפתחויות בשוק ההון גם מהמשבר הפיננסי שהתחיל בשוק משכנתאות הסאב-פריים בארה"ב והתרחב לשווקים נוספים. (ראו תיבה 2 וסעיף 2.2). ואולם, הודות להיקפה הקטן יחסית של חשיפת הגופים הפיננסיים בישראל למכשירים הפיננסיים הבעייתיים, ההשפעה הישירה של המשבר בעולם על שוק ההון בישראל הייתה קטנה, ולא התפתחה בעיית נזילות בשווקים. לכן, שלא כמו בכמה מדינות מפותחות, לא נדרש בנק ישראל לנקוט צעדים מיוחדים בתגובה על המשבר העולמי.

לקראת הרביע האחרון של השנה נרשמה ירידה באינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה, על רקע התחדשות מגמת הייסוף של השקל מתחילת אוגוסט, עם היחלשות הדולר בעולם. בדומה להתפתחות האינפלציה במחצית הראשונה של השנה, קיזזה התחזקות השקל את השפעתם של כוחות לעליית המחירים, שנבעו מעליית המחירים העולמיים של האנרגיה וסחורות אחרות ומהמשך התרחבותה של הפעילות הכלכלית. ההתמתנות בסביבת האינפלציה התבטאה בהתפתחות מתונה של מדד המחירים לצרכן בספטמבר ובאוקטובר (איור 1) ובירידה של הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית. הציפיות לאינפלציה בשנה הקרובה הנגזרות משוק ההון ירדו ממרכז תחום היעד והתקרבו לגבול התחתון של התחום (כ-1.2 אחוזים בממוצע בספטמבר עד אמצע נובמבר – איור 27), ובמקביל





התמתנו הציפיות לעליית הריבית הנגזרות מעקום המק"ם (איור 30). עקום התשואות לפדיון על איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות, שעלה בשיעור משמעותי בחודשים יוני עד אוגוסט מרמת השפל שאלה הוא הגיע במאי, שב וירד בספטמבר ובאוקטובר (איור 23). גם תחזיות החזאים הפרטיים לאינפלציה בשנה הקרובה ירדו – מרמות קרובות לגבול העליון של היעד במהלך יולי ואוגוסט אל מתחת למרכז התחום בספטמבר עד אמצע נובמבר (איור 28). במקביל העריכו החזאים שהריבית תושאר ברמתה הנוכחית עד סוף השנה, ותועלה בכחצי נקודת אחוז במהלך 2008. לנוכח התחדשות תהליך הייסוף של השקל הורידו החזאים את התחזיות לשינויים במדד המחירים לצרכן ברביע האחרון של השנה, כך שהתחזיות לאינפלציה השנתית ב-2007 ירדו משיעור החורג מהגבול העליון של היעד באוגוסט אל קרבת מרכז תחום היעד (סביב 2.3 אחוזים מאוקטובר עד פרסום מדד נובמבר). תחזיות דומות לאינפלציה ב-2007 נגזרו גם מהמודלים של בנק ישראל.

המשבר הפיננסי והשלכותיו על השווקים תמכו בסביבה נמוכה יותר של הריביות בעולם ובהתמתנות הציפיות לגבי התפתחותן העתידית⁸. בארה"ב הוריד ה-Fed את הריבית החל בספטמבר בשיעור מצטבר של 1.0 נקודת אחוז, בהשפעת המשבר הפיננסי והחששות מהשלכותיו על הכלכלה האמריקאית, וכך הצטמצם פער הריביות השלילי בין ריבית בנק ישראל לריבית ה-Fed מ-1.75% ביוני-יולי ל-0.25% בדצמבר (איור 19 ולוח 2). התפתחויות אלו חברו אל הכוחות המקומיים שתמכו בערך השקל, ולכן בסביבת אינפלציה ממונתת – העודף בחשבון השווא⁹ והמשך זרם ההשקעות במשק. גם התגברות החשש מהאטת הצמיחה בארה"ב, ועמה האטה בסחר העולמי, על רקע המשבר הפיננסי, תמכו בהתמתנות של סביבת האינפלציה. כנגד זאת המשיכו להתקיים כוחות לעליית מחירים, בעיקר על רקע עליות עולמיות של מחירי האנרגיה והסחורות והצמיחה המתמשכת במשק.

על רקע קיומם של הכוחות המנוגדים המשפיעים על האינפלציה, ולאור האינדיקטורים השונים – בהם הציפיות משוק ההון, תחזיות החזאים הפרטיים ותוצאות המודלים שבשימוש הבנק – העריך בנק ישראל כי שיעור הריבית הנוכחי מתיישב עם שיעור אינפלציה שבתוך תחום יעד יציבות המחירים במהלך השנה הקרובה. לכן השאיר הבנק את שיעור הריבית לרביע האחרון של השנה ברמה של 4.0 אחוזים.

בדצמבר התגברו הלחצים האינפלציוניים, בעיקר על רקע עלייה מהירה של מחירי המזון והאנרגיה בעולם. לחצים אלו התבטאו בהתפתחות האינפלציה בפועל – באופן בולט במדד המחירים לחודש נובמבר¹⁰ –

8 מהצד האחר, הפערים שבין ריביות השוק לריביות הבנקים המרכזיים גדלו בעטיו של המשבר, כך שההתמתנות בריביות הבנקים המרכזיים לא באה לידי ביטוי מלא בריביות השוק, לפחות בטווח הקצר.

9 העודף בחשבון השווא אמנם הצטמצם ברביע השלישי של השנה, אך נותר חיובי ומשמעותי, ולכן המשיך לתמוך בהתחזקות השקל.

10 מדד נובמבר – בישראל ובמשקים אחרים בעולם – היה גבוה מהצפוי, בעיקר על רקע העלייה החדה של מחירי הנפט והמזון.

ובציפיות והתחזיות לגבי התפתחות האינפלציה והריבית בשנה הקרובה. הבנקים המרכזיים בארה"ב, בגוש האירו ובמדינות נוספות ניצבו בפני דילמה, שכן מחד גיסא עלתה סביבת האינפלציה, בגלל העלייה המהירה של מחירי האנרגיה וסחורות אחרות, ומאידך היה חשש מהאטה בפעילות הכלכלית, על רקע המשבר הפיננסי. לעת עתה, הצורך לסייע לשווקים הפיננסיים והחשש מהשפעת המשבר על הפעילות הכלכלית גברו, והבנקים נטו למדיניות מוניטרית מרחיבה, למרות סיכוני האינפלציה. לעומת זאת בישראל תפקדו השווקים הפיננסיים היטב, והוערך כי המשק ימשיך לצמוח בקצב נאה גם ב-2008. בהתחשב בעלויות המחירים העולמיים, במיוחד מחירי האנרגיה וסחורות אחרות, בהמשך הצמיחה המהירה במשק ובהמשך הירידה בשיעור האבטלה, העלה בנק ישראל את שיעור הריבית לחודש ינואר 2008 ברבע נקודת אחוז, ל-4.25 אחוזים.

בסיכום, המדיניות המוניטרית ב-2007 פעלה להשגת יעד האינפלציה ולשמירה על היציבות הפיננסית, לנוכח תנודתיות ניכרת בשער החליפין ובהתפתחות האינפלציה ועל רקע התגברות הסיכונים ואי-הוודאות בשווקים הפיננסיים בעולם. תנאי היסוד הטובים של המשק, השפעת הרפורמות המבניות בשוק ההון ותרומתה של המדיניות הפיסקלית, יחד עם תנאי הרקע הגלובליים, סייעו למדיניות המוניטרית בחתירתה להשגת יעד האינפלציה באמצעות שיעורי ריבית נמוכים יחסית – בין 3.50 ל-4.50 אחוזים – ובכך תמכו בהמשך הצמיחה המהירה של המשק.

תיבה 3: ניתוח התפתחות האינפלציה הצפויה והאינפלציה בפועל בעשור האחרון



הציפיות לאינפלציה לשנים עשר החודשים הבאים הן אינדיקטור חשוב בניתוח ההתפתחויות המוניטריות ובקביעת המדיניות של בנק ישראל, שכן ציפיות אלו מבטאות את הערכות הציבור לגבי התפתחות המחירים בעתיד, וכן משקפות את הערכותיו לגבי השלכות המדיניות הכלכלית על קצב עליית המחירים ולגבי מידת מחויבותו של בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה. ההערכות לגבי האינפלציה הצפויה נקבעות על בסיס האינפורמציה העומדת בפני הציבור, ובכלל זה הערכותיו לגבי התפתחות הריבית בעתיד¹.

הנתונים על הציפיות לאינפלציה מתקבלים ממספר מקורות: (א) ההפרש בין התשואות הנומינליות לתשואות הריאליות של איגרות חוב לאותו טווח על פי מחיריהן של האיגרות הצמודות והלא-צמודות הנסחרות בבורסה; (ב) הערכות שוטפות של חזאים

כלכליים בגופים פיננסיים ואחרים; (ג) סקר החברות של מחלקת המחקר, שבו נמסרים בכל רביע דיווחים על עליית המחירים הצפויה לשנים עשר חודשים.

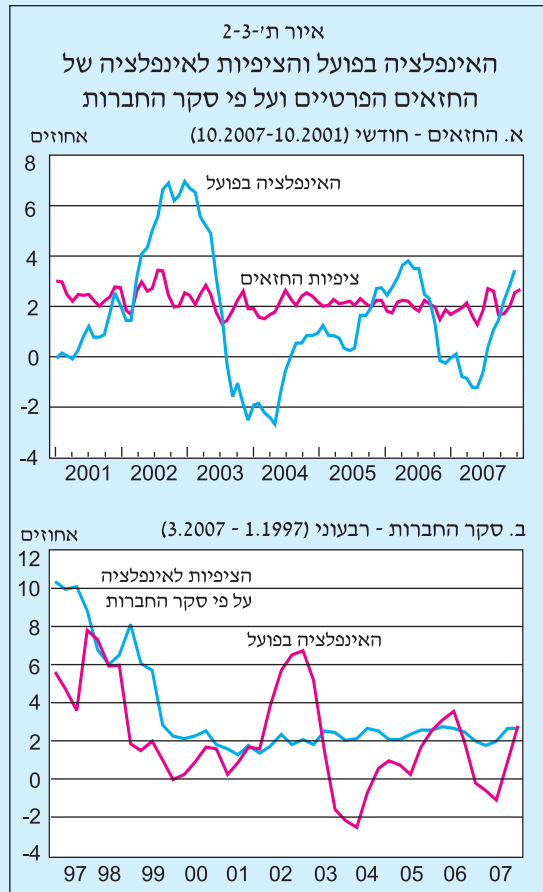
בניתוח הציפיות לאינפלציה ניתן להבחין בין שתי תקופות עיקריות, המקבילות להתפתחות מגמת האינפלציה בפועל (איור תי-3-1): בתקופה הראשונה, במהלך שנות התשעים, ניתן לראות מגמה ברורה של ירידה בציפיות, במקביל לירידת האינפלציה בפועל הודות לתהליך הדיסאינפלציה. בתקופה זו הציפיות לאינפלציה תאמו למדי את עליית המחירים שהייתה בפועל ב-12 החודשים הקודמים. ניתן אפוא לומר כי השינוי בפועל בקצב האינפלציה הוא שגרם לשינוי בציפיות.

משנת 2000 ואילך ניכר שינוי: בציפיות לאינפלציה נרשמה התייצבות ברמה קרובה לאמצע תחום יעד האינפלציה (איור תי-3-1): ממוצע הציפיות של החזאים נע בשנים 2000 עד 2007 סביב 2 אחוזים² – ביטוי להערכה כי השינויים באינפלציה בפועל הם זמניים וכי המדיניות המוניטרית תביא לחזרתה של האינפלציה אל אמצע תחום היעד. גם התנודות של האינפלציה הצפויה בתקופה זו מתונות הרבה יותר מאלו של האינפלציה בפועל: השונות החודשית בציפיות החזאים היא כ-0.2 אחוז בלבד, לעומת שונות של 6.4 אחוזים באינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים. יציבות המחירים בשנות האלפיים באה לידי ביטוי בהתנהגות משקי הבית והחברות – בין היתר, בריבוי החוזים הנומינליים והתארכות של טווחי האשראי הלא-צמוד, וכן בהסכמי השכר הנומינליים לתקופות ארוכות יחסית, שנחתמו לאחרונה.

1 במחקר שנערך בבנק ישראל (דוד אלקיים ואלכס אילק, האינפורמציה הגלומה בציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות ממחירי איגרות החוב בישראל, עיונים מוניטריים, 2007) נבדקה הגישה שלפיה הציפיות לאינפלציה העתידית הן גורם מרכזי המשפיע על האינפלציה בהווה. במחקר מניחים שלהתאמת המחיר יש עלות, ובגינה התאמת המחיר על ידי המוכרים אינה תהליך רציף. בעת התאמת המחיר כל מוכר מביא בחשבון את עליות המחירים הצפויה גם בתקופות הבאות, שבהן הוא יימנע מהעלאת המחיר. מכאן שמידתה של עליית המחירים בהווה מושפעת מעלייתם הצפויה בעתיד. זו אחת הסיבות להפעלת מדיניות של יעד אינפלציה במדינות רבות: אם הציבור מאמין שקובעי המדיניות יצליחו להשיג את היעד, הדבר ימתן את קצב עליית המחירים כבר עתה. ממצאי המחקר מלמדים כי ציפיות אלה אינן מוטות, וכי בעיצובן הציבור משתמש ביעילות באינפורמציה העומדת לרשותו; משמעות הדבר היא שלא ניתן לדחות את ההשערה שהציפיות לשנה הנגזרות משוק ההון הן ציפיות רציונליות.

2 תמונה דומה מתקבלת מאומדני הציפיות הנגזרים משוק ההון ומאלה המתקבלים מסקר החברות.

חשוב לציין כי התייצבות הציפיות לאינפלציה ועיגון סביב אמצע היעד – מהיתרונות החשובים של משטר יעדי אינפלציה מוכרזים – הן ביטוי לאמון של הציבור בנחישותו וביכולתו של בנק ישראל לפעול כדי להביא את האינפלציה אל תחום יעד יציבות המחירים ולהערכתו כי תנאי הרקע המקרו-כלכליים והמדיניות הפיסקלית מאפשרים לבנק ישראל לשמור על יציבות זו. כמו כן ראוי להדגיש כי יציבותה של האינפלציה הצפויה תורמת לקבלת החלטות נכונות יותר של הפרטים והפירמות במשק לגבי הצריכה וההשקעה, החלטות שאינן מוטות בשל רעשים אינפלציוניים.



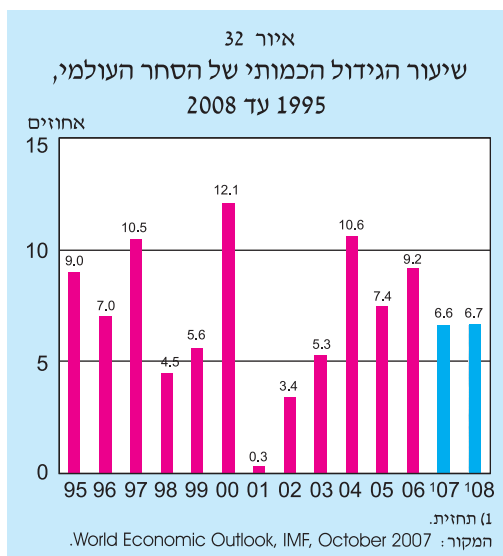
השוואת האינפלציה הצפויה לשנה לאינפלציה בפועל ממקורות שונים

האינפלציה בפועל ²	הציפיות לאינפלציה לפי סקר החברות ²	האינפלציה בפועל ¹	הציפיות לאינפלציה לשנה ¹	
			שוק ההון	החזאים
ינואר 1994 – ספטמבר 2001				
---	---	7.79	7.12	הממוצע
---	---	25.08	10.27	השונות
ספטמבר 2001 – דצמבר 2007				
1.53	2.13	1.54	1.77	הממוצע
6.11	0.16	6.00	0.52	השונות

¹ נתונים בתדירות חודשית.

² נתונים בתדירות רבעונית.

4.א. ההתפתחויות הצפויות בעולם



על רקע התגברות אי-הודאות בשוקי ההון, ההאטה המסתמנת בכלכלה של ארצות הברית והמשך העליות של מחירי האנרגיה והמזון, צפויה האטה בקצב הצמיחה ובסחר העולמי. לקראת סוף השנה הורדו התחזיות של קרן המטבע הבין-לאומית לצמיחה בעולם ב-0.5 אחוז, והן עומדות על 4.8 אחוזים. ייתכן ששיעור זה אף יעודכן כלפי מטה. קצב הצמיחה גבוה יחסית, בזכות הצמיחה הגבוהה בשווקים המתעוררים, בפרט בסין, בהודו וברוסיה, שתרמו בשנת 2007 כמחצית מהצמיחה העולמית. הערכות אלו של הקרן מניחות כי למרות גידולם של קשיי הנזילות בשווקים הפיננסיים במחצית השנייה של 2007 חוזרים השווקים בהדרגה לתפקוד תקין; זאת גם אם מירווחי האשראי יישארו גבוהים יחסית, בגלל גידול סיכוני האשראי וקשיי הנזילות, שצפויים להימשך בשנת 2008.

הצפי בארה"ב הוא לצמיחה של 1.9 אחוזים בשנת 2008 – על רקע המשבר בשוק הדיור ובשווקים הפיננסיים, שבעטיו ירדו הביקושים בארה"ב. עם זאת אמור היצוא של ארה"ב לגדול משמעותית, הודות לירידה של שער הדולר בעולם והצמיחה היציבה המדינות הסוחרות עמה. מרבית הסיכונים כעת הם להאטת הצמיחה, וזאת מכמה סיבות: (א) חשש לקשיים בהספקת נזילות ובמתן אשראי, שיפגעו בפעילות של משקי הבית והפירמות; (ב) חשש להעמקת משבר הנדל"ן, על רקע מלאי עודף של דירות לא-מכורות וקשיים בהספקת אשראי לדיור; (ג) ירידה בפריז, שתגרור ירידה נוספת בביקושים. על רקע ההאטה פחת החשש להתפרצות אינפלציונית, אף כי ייתכנו לחצים על המחירים, בשל עליית מחירי האנרגיה והמזון וההשפעה המרחיבה של הזרמת הנזילות המוגברת לשווקים בעקבות המשבר. ה-Fed החל בהפחתת הריבית, וצפוי להמשיך במדיניות מרחיבה, כדי להקל על קשיי הנזילות והמחסור באשראי.

באירופה – לאחר גידול הצמיחה בשנתיים האחרונות, צפויה האטה, בגלל ירידת הביקושים בעולם, השפעות משבר האשראי והמחסור בנזילות, והתחזקות האירו, שתפגע בכוח התחרות של היצוא. למרות החשש מאינפלציה, על רקע עלייה של מחירי האנרגיה והמזון, צפוי כי מדיניות הבנק המרכזי תהיה להקל על בעיות הנזילות בשוקי האשראי. ייתכן אפוא, שלמרות העלייה באינפלציה לא תינקט מדיניות מוניטרית מרסנת.

המשק היפאני צפוי לצמוח בשיעור מתון. לאחר פרק זמן קצר של עליות מחירים שבו המחירים וירדו בשיעור מתון, ושיעורי הריבית צפויים להישאר ברמתם הנמוכה. המדינות המתעוררות צפויות להמשיך ולצמוח בקצב גבוה. עד כה לא נרשמה בהן השפעה ישירה של משבר האשראי, ולא ניכרת עדיין ירידה משמעותית של הביקוש לתוצרתן. העודף בחשבון השוטף של מדינות אלו צפוי להמשיך ולתרום לצבירת יתרות מטבע חוץ.

קצב צבירת היתרות במדינות דרום מזרח אסיה ויצואניות הנפט גבר מאוד בשנתיים האחרונות, והוא מבטא עודפי החיסכון שנצברו במדינות אלו, אשר מימנו, בין היתר, את הגירעונות הגדולים בחשבון השוטף של ארצות הברית. התפתחות זו הביאה בשנת 2007 להיחלשות גדולה של הדולר בעולם, ויש חשש כי הרצון של מדינות שונות לערוך התאמה מטבעית בתיקי היתרות שלהן יגביר את תנועות ההון ואת הסיכונים בשוקי המטבע, וכן את הלחץ לירידה בשער הדולר.

4.ב. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

4.ב.1. הפעילות הריאלית

קצב הצמיחה בשנת 2008 צפוי להיות מתון מזה של שנת 2007. זאת על רקע הירידה המסתמנת בקצב הצמיחה בארצות הברית והתכנסות קצב הצמיחה בישראל לשיעור מתון יותר, לאחר שבשנים האחרונות ביטא קצב הצמיחה את היציאה מהמיתון החריף של תחילת העשור. הגידול בתשומות השנה מצביע על האטה בגידול הפריון הנובעת גם מהתקרבות למיצוי פוטנציאל הייצור במשק. בהנחה שהשפעת משבר הסאב פריים על המשק העולמי תהיה מוגבלת, צפוי התוצר בישראל להתרחב בשנת 2008 בשיעור של 4.4 אחוזים, והתוצר העסקי – ב-5.3 אחוזים. האטת קצב גידולו של התוצר היא תוצאה של התקרבות למיצוי כושר הייצור, לאחר למעלה מארבע שנים של צמיחה גבוהה. צפויה התמתנות גם בגידול מספר המועסקים ובפריון, ושיעור האבטלה צפוי לרדת ל-7.1 אחוזים, לעומת 7.5 אחוזים ב-2007.

ההנחות שבבסיס התחזית הן כי צמיחת הסחר העולמי תהיה בשיעור של 6.7 אחוזים (על פי תחזית קרן המטבע מאוקטובר 2007), כי תימשך מגמת ההרעה בתנאי הסחר, עקב עליית מחירי הדלק, וכי המצב הביטחוני הנוכחי לא ישתנה. כמו כן הונח כי יימשך ביצועה של התוכנית הרב-שנתית להפחתת המס, הכוללת הפחתות במס החברות ובמס ההכנסה.

אם עוצמת ההשפעה של המשבר הפיננסי העולמי ושל בעיות הנזילות בשוקי האשראי על היקף הסחר העולמי ועל הצמיחה תהיה גדולה יותר, תחריף ההאטה; זאת בהנחה שקצב גידולו של הסחר העולמי יהיה 3 אחוזים, בדומה לשיעורו בשנים 2001-2003. בתרחיש זה התוצר הגולמי בישראל צפוי לצמוח ב-3.6 אחוזים בלבד, וקצב הצמיחה של התוצר העסקי צפוי לרדת ל-4.3 אחוזים. זאת בעיקר בגלל קצב צמיחה נמוך יותר ביצוא – 3 אחוזים, לעומת 5.9 אחוזים בתרחיש הקודם – וכן בגידול הצריכה הפרטית: מתחת ל-4 אחוזים, אחוז אחד פחות מאשר בתרחיש הקודם.

עקב הירידה ביצוא בגלל ההאטה בביקושים בארה"ב, צפוי העודף בחשבון השוטף להמשיך ולהצטמצם מ-5.8 מיליארדי דולרים בשנת 2007 לכ-4.5 מיליארדים בשנת 2008 (ובסדר גודל דומה בתרחיש השני).

2.ב.4. המדיניות התקציבית

הממשלה צפויה לסיים את שנת 2007 בתקציב מאוזן, בעיקר עקב גידול רב מהמתוכנן של ההכנסות ממסים. קצב הגידול הריאלי של ההוצאות לשנת 2008 עודכן כלפי מעלה ב-0.1 אחוז, בהתאם להצעת התקציב, לשיעור של 1.8 אחוזים. על פי הצעת התקציב לשנת 2008 צפויה הממשלה לעמוד ביעדי התקציב, והגירעון צפוי להגיע ל-0.6 אחוז תוצר (ול-0.9 אחוז במקרה שהתוצר יצמח רק ב-3.6 אחוזים). ההערכה היא שתהיה עלייה מתונה של השכר במגזר הציבורי, אך עדיין אופפת אי-ודאות רבה את הסכמי השכר העתידיים עם קבוצות עובדים ייחודיות במגזר זה.

3.ג. ההתפתחויות הצפויות בשוק מטבע החוץ

על פי הערכות בנק ישראל, צפויה ירידה בהיקף יבוא ההון ארוך הטווח נטו למשק. זאת בעיקר כתוצאה מהאטה צפויה בזרם ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק. עם זאת, הרמה הצפויה של ההשקעות הישירות ב-2008 עדיין גבוהה מהממוצע הרב-שנתי. הערכת הבנק מסתמכת על המגמות האחרונות בהשקעות, על מידע פרטני ומבוסס לגבי עסקאות צפויות, ועל הערכת התנאים הכלכליים הצפויים להשפיע על זרם ההשקעות. כמו כן מעריך הבנק כי צפויה ירידה ניכרת של רמת העודף בחשבון השוטף, בעיקר בשל האטה צפויה בכלכלה העולמית, שתביא להאטה בקצב הגידול של היצוא, ובהתבסס על המגמות האחרונות בחשבון הסחורות, המצביעות על התרחבות היבוא בקצב מהיר יותר מזה של היצוא, בין השאר, בעקבות עליית מחירי הסחורות והאנרגיה בעולם.

לצד התפתחויות אלו צפויים המשקיעים המוסדיים, על פי הערכות הבנק, להמשיך להשקיע בחו"ל בקצבים דומים לאלו של השנתיים האחרונות. הערכה זו נתמכת בשורה של רפורמות ושינויים מבניים, הצפויים לפעול להאצת ההשקעות של המוסדיים בחו"ל, ובראשם: (1) מעבר של מרבית קופות הגמל וקרנות ההשתלמות לחברות הביטוח, שנטייתן וההיערכות התשתיתית שלהן להשקיע בחו"ל גבוהות מאלה של הבנקים המקומיים; זאת בעיקר משום שאפליית המס אשר הייתה לפני הרפורמה לא חלה עליהם; (2) מימושן של מספר רפורמות בשנת 2008, שיפעל להגדלת ניכרת של היקף הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הפנסיה החדשות ולהגדלת ההשקעות בחו"ל של הקרנות הוותיקות, עקב שינוי תקנות ההשקעה; עם זאת, הערכה, הרווחת בקרב הגופים המוסדיים, כי רמת הסיכון של שוקי המניות בחו"ל גבוהה, עשויה למתן את השפעת הרפורמות המבניות.

ההאטה הצפויה בהשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ במשק והירידה ברמת העודף בחשבון השוטף, לצד האצת קצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל, צפויות להביא לירידה של היצע מטבע החוץ ארוך הטווח במשק. כתוצאה מכך צפויה ירידה ניכרת בלחץ הבסיסי לייסוף, שהיה בין הגורמים המרכזיים להתחזקות השקל בשנתיים האחרונות. משמעות הדבר היא עלייה במשקל השפעתן של תנועות ההון קצרות

הטווח על התנהלות שער החליפין של השקל; תנועות אלו הן מטבען תנודתיות יותר, בהיותן מושפעות, בין היתר, מגורמי אי-ודאות זמניים, לרבות התפתחויות בשערי החליפין הצולבים של המטבעות העיקריים, ולכן קשה לצפות את התפתחותן.

4.ד. הערכות לגבי האינפלציה והריבית

לפי הערכות העולות משוק ההון ומתחזיות החזאים הפרטיים, האינפלציה במהלך השנה הקרובה צפויה להיות בתחום היעד, במקביל לעלייה מסוימת של שיעור הריבית.

הציפיות לאינפלציה במהלך השנה הקרובה הנגזרות משוק ההון עמדו בדצמבר 2007 בממוצע על 2.1 אחוזים¹¹. במקביל נגזרות מעקום המק"ם הממוצע לחודש דצמבר ציפיות לעלייה של כ-0.5 נקודות אחוז בריבית במהלך השנה הקרובה. החזאים הפרטיים מעריכים בממוצע¹² כי האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים תעמוד על 2.7 אחוזים, ובמקביל – כי ריבית בנק ישראל תועלה במהלך השנה הקרובה, כך שבסוף 2008 היא תעמוד על 4.70 אחוזים. לפי סקר החברות (לרביע הרביעי של 2007), האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים צפויה לעמוד על 2.7 אחוזים בממוצע¹³. שיעור החברות הצופות שהאינפלציה תחרוג מהגבול העליון של תחום היעד עלה ברביע השלישי של השנה, ועמד ברביעים השלישי והרביעי על 23 אחוזים, לעומת 8 אחוזים ברביע השני.

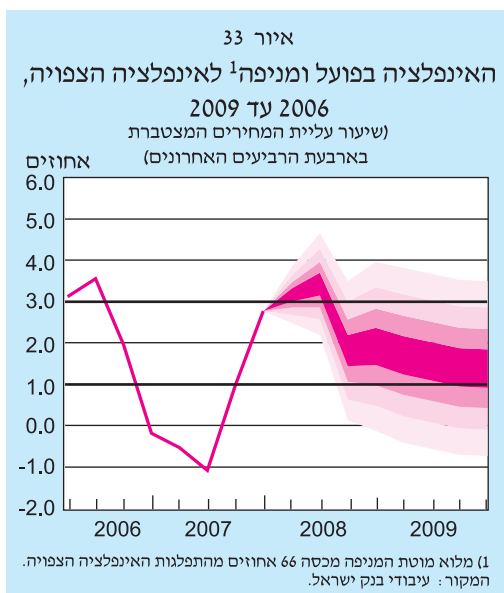
לשם הערכה של סביבת האינפלציה ושל תוואי הריבית הנדרש כדי להשיג את יעד האינפלציה בטווח זמן סביר, משתמש בנק ישראל גם במודלים אקונומטריים. מודל מאפשר לגזור תחזית לגבי התפתחות משתנים שונים בכלכלה, בהנחות מסוימות לגבי התפתחות משתנים שונים המשפיעים על סביבת האינפלציה – הריביות בחו"ל, המחירים העולמיים ועוד – ובהנחה שלא יהיו זעזועים בלתי צפויים. בחינת ההתפלגות של זעזועים בלתי צפויים שהתרחשו בעבר מאפשרת לגזור איורי מניפה, המכמתים את אי-הוודאות הנובעת מזעזועים כאלה ביחס לתרחיש שנבחר. איור מניפה כזה מוצג להלן. כמובן, מודל אינו יכול לשקף את כל הכוחות המשפיעים על האינפלציה, והוא רק אחד מהכלים המשמשים את הבנק בהערכה של סביבת האינפלציה ושל המדיניות הנדרשת.

להערכת בנק ישראל, עשויה להידרש העלאת ריבית מסוימת במהלך 2008 כדי להחזיר את האינפלציה לתחום היעד; זאת לנוכח המשך הלחצים לעליית המחירים מצד הביקושים ורמה גבוהה של מחירי התשומות המיובאות, שעלו עלייה חדה במהלך 2007. ואולם, הסבירות כי תידרש העלאת ריבית פחתה – לנוכח התגברות החששות להעמקת ההאטה

11 הציפיות עלו לאחר פרסום מדד נובמבר, ובמחצית השנייה של דצמבר הן עמדו בממוצע על 2.5 אחוזים.

12 ממוצע תחזיות החזאים נכון לסוף דצמבר.

13 במקביל צופות החברות המשתתפות בסקר בממוצע פחות של השקל לעומת הדולר במהלך השנה הקרובה, בשיעור גבוה ממה שמעריכים החזאים ומהתחזיות הנגזרות מהמודלים של הבנק.



בכלכלת ארה"ב ובמדינות נוספות, עם החרפת המשבר הפיננסי העולמי בתחילת 2008, ולנוכח הפחתות הריבית בארה"ב והפחתות צפויות נוספות בה ובמדינות אחרות.

איור המניפה לאינפלציה (איור 33)¹⁴ מאפשר לבחון את מידת אי-הוודאות סביב תחזית האינפלציה הנגזרת ממודל של הבנק. כפי שעולה מהאיור, במחצית הראשונה של 2008 ישנה הסתברות גבוהה שהאינפלציה במהלך ארבעת הרבעים האחרונים תימצא מעל הגבול העליון של היעד. שיעור האינפלציה הגבוה יחסית במחצית זו, בהסתכלות על ארבעה רבעים אחורה, מוסבר במידה רבה בעליית המדד בשיעור גבוה ברביע השלישי של 2007. בהמשך שנת 2008 מתכנס שיעור האינפלציה לעבר מרכז תחום היעד.

לוח 5

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	בנק ישראל
2	2.1	2.7	2.7	2-כ
(3-1)		(3.7-2.0)		

12 החודשים הבאים, ממוצע

(טווח)

4.ה. מאזן סיכוני האינפלציה

מרבית גורמי הסיכון הגלובליים לחריגת האינפלציה מתחום היעד גלומים בהחרפת המגמות האחרונות בשווקים הפיננסיים ובכלכלה העולמית בעטיו של משבר הסאב-פריים ובהתפתחות מחירי הסחורות והאנרגיה בעולם. כבר כעת ניכרים סימנים לזליגת המשבר משוק האשראי אל הפעילות הריאלית בארה"ב. החרפת המשבר בשווקים הפיננסיים, הצפויה להתבטא בהאטה ניכרת בכלכלה האמריקאית, עלולה להשפיע על המשק הישראלי בכמה מישורים:

(1) האטה בפעילות הגלובלית ובסחר הבין-לאומי, בפרט בביקושים למוצרים ושירותים טכנולוגיים בעולם, עלולה להביא להאטה ביצוא הישראלי ולהתמתנות ההשקעות הישירות של משקיעים זרים בחברות ישראליות. התפתחות כזאת יכולה להשפיע על המחירים במשק בכיוונים מנוגדים – מחד גיסא, להאט את קצב הצמיחה של המשק, וכך למתן את הלחצים האינפלציוניים מצד הביקושים; מאידך, לגרום להרעה בחשבון השוטף וירידה בהיקף ההשקעות הישירות, שיביאו לירידה בלחץ הבסיסי לייסוף.

¹⁴ איור המניפה נשען על הנחת תוואי מסוים של המשתנים האקסוגניים למשק (הריביות בחו"ל, האינפלציה של מחירי היבוא, הסחר העולמי וכד'). אי-הוודאות נובעת מזעזועים המשפיעים על המשתנים האנדוגניים – האינפלציה, פער התוצר ושער החליפין – והערכתה הכמותית מבוססת על ההתפלגות של זעזועים אלה בעבר.

(2) האטה ניכרת במשק האמריקאי תתמוך בהמשך התהליך של הורדת הריבית על ידי ה-Fed. תהליך זה יפעל להאצת מגמת ההיחלשות של הדולר בעולם ויביא לפתיחת פער ריביות חיובי בין השקל לדולר, התפתחות שתפעל להמשך ואף להאצה של מגמת התחזקות השקל.

(3) עלייה בתפיסת הסיכון הגלובלי בעקבות החרפת המשבר בשווקים הפיננסיים עלולה להביא ליציאת הון מואצת מהמשקים המתעוררים, ובהם המשק הישראלי, ובעקבותיה להיחלשות השקל. עם זאת, הירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי, שהתבטאה לאחרונה בהחלטת ארגון OECD להכריז על ישראל כמועמדת להצטרפות לשורותיו ובהעלאת דירוג האשראי על ידי סוכנות הדירוג S&P, עשויה למתן את יצוא ההון מהמשק. בתרחיש זה, שיתבטא בירידות מחירים בשוקי המניות במשקים המתעוררים, צפויים משקי הבית והמשקיעים המוסדיים לממש את השקעותיהם בשווקים אלו כמו באירועים דומים בעבר, ובכך למתן את השפעת המימושים של תושבי חוץ על שער החליפין.

בצד התפתחויות אלו אנו עדים לאחרונה למגמה גלובלית של עליית מחירי הסחורות והאנרגיה. כך, למשל, עלו מחירי הדלק במהלך 2007 ביותר מ-50 אחוזים ושולשו מאז תחילת 2004. על פי הערכות קרן המטבע, הכוחות הפועלים להמשך עלייתם של מחירי הסחורות, ובפרט של מחירי המזון, ימשיכו לפעול ב-2008, בין היתר בגלל גידול מהיר יותר של הביקושים ביחס לגידול הצפוי של ההיצע. הגורמים למגמת עלייתם של מחירי הנפט – ובראשם צמצום התפוקה העולמית כתוצאה מנזקים לא-צפויים או ממתחים גיאופוליטיים – עדיין לא התפוגגו, וגלום בהם פוטנציאל להתגברות מחודשת ב-2008. אם פוטנציאל זה יתממש, צפויה עלייה של המחירים במשק.

אשר לגורמים המקומיים - המשך הצמצום של פער התוצר צפוי להביא ללחץ לעליית מחירים, ובכיוון זה יפעלו הגידול המתמשך של התעסוקה וההתייכרות של עלות העבודה ליחידת תוצר. הלחצים לעליית שכר בשירותי החינוך והבריאות עלולים לזלו גם למגזר העסקי ולהקשות על שמירת הגידול הריאלי של הוצאות הממשלה בשיעור שנקבע.

בסיכום, נטייתם של הכוחות הגלובליים מבחינת הסיכונים היא לפעול למיתון הביקושים ולהמשך הירידה של שער הדולר, דבר שעלול ללחוץ להמשך הייסוף של השקל. לעומתם, המשך עלייתם של מחירי הדלק והמזון בעולם לצד הכוחות הפועלים לעליית השכר, על רקע המשך הצמצום בפער התוצר ומיצוי כושר הייצור, עלולים ללחוץ לעלייה בקצב האינפלציה. מאחר שהנתונים המתפרסמים על ארה"ב ואירופה במחצית הראשונה של חודש ינואר מצביעים על החרפת ההאטה הריאלית, נראה עתה כי הסיכויים להתמתנות הלחצים האינפלציוניים בישראל גדלו, יחסית להערכות של סוף 2007. עם זאת פועלים, כאמור, כוחות מנוגדים, והחלטת הריבית תהיה תלויה, כבעבר, בהתפתחויות השוטפות.

לוח נ'-1
האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן,
במחירי הדיור ובשער החליפין, 1996 עד 2007
(אחוזים)

ממד המחירים לצרכן	ממד המחירים לצרכן ללא פו"י, הלבשה והנעלה	מדד מחירי הדיור	שער החליפין של הדולר	סטיית 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
-0.1	-0.5	-6.1	-8.9	0.5	2006
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
-1.6	-1.8	-3.2	-6.0	0.4	ב' 2006
1.0	1.0	-0.4	-0.5	0.4	א' 2007
2.4	2.3	2.3	-6.7	0.6	ב' 2007

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, 2002 עד 2007 (אחוזים)

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
	ישראל	ארה"ב		
2002	שיעור הריבית ¹ 9.10	שיעור הריבית 1.25	השינוי -0.50	6.44
2003	5.20	1.00	-0.25	2.84
2004	3.90	2.25	0.25	3.12
2005	3.70	2.25	0.00	2.73
	פברואר	2.25	0.00	2.53
	מארס	0.00	0.25	2.21
	אפריל	3.50	0.25	2.42
	מאי	3.50	0.25	2.29
	יוני	3.50	0.00	2.35
	יולי	3.50	0.25	2.19
	אוגוסט	3.50	0.25	2.06
	ספטמבר	3.50	0.25	2.02
	אוקטובר	3.75	0.00	1.78
	נובמבר	4.00	0.25	1.85
	דצמבר	4.50	0.25	1.86
2006	ינואר	4.50	0.00	1.77
	פברואר	4.75	0.25	1.75
	מארס	4.75	0.00	1.66
	אפריל	5.00	0.25	1.43
	מאי	5.25	0.25	1.24
	יוני	5.25	0.00	1.25
	יולי	5.25	0.00	1.28
	אוגוסט	5.50	0.00	1.43
	ספטמבר	5.50	0.00	1.58
	אוקטובר	5.50	0.00	1.28
	נובמבר	5.25	0.00	1.15
	דצמבר	5.00	0.00	1.01
2007	ינואר	4.50	0.00	0.76
	פברואר	4.25	0.00	0.57
	מארס	4.00	0.00	0.67
	אפריל	4.00	0.00	0.30
	מאי	3.75	0.00	0.08
	יוני	3.50	0.00	0.20
	יולי	3.50	0.00	0.64
	אוגוסט	3.75	0.00	1.38
	ספטמבר	4.00	-0.50	1.45
	אוקטובר	4.00	0.00	1.13
	נובמבר	4.00	-0.25	1.39
	דצמבר	4.00	-0.25	1.83

¹ הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית הריבית החודשית עבור החודש המצויין 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, 2002 עד 2007 (ממוצעים חודשיים, אחוזים)

התקופה	המוצגה ¹	האפקטיבית ²	הריאלית ³	ריבית בנק ישראל			התשואה	
				תשואת המק"ם לשנה	על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים	ברוטו על אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים	התשואה הריאלית ברוטו	התשואה הנומינלית
2002	דצמבר	9.10	9.6	7.2	8.3	5.5	10.5	
2003	דצמבר	5.20	5.4	4.6	4.9	4.1	7.1	
2004	דצמבר	3.90	4.1	2.7	4.3	4.1	7.3	
2005	ינואר	3.70	3.85	2.27	4.2	4.0	6.9	
	פברואר	3.50	3.66	1.62	4.2	3.8	6.7	
	מארס	3.50	3.66	1.45	4.1	3.7	6.7	
	אפריל	3.50	3.66	1.65	4.1	3.7	6.7	
	מאי	3.50	3.67	1.95	4.0	3.7	6.4	
	יוני	3.50	3.66	1.77	4.0	3.7	6.3	
	יולי	3.50	3.56	1.45	4.2	3.7	6.4	
	אוגוסט	3.50	3.56	1.48	4.2	3.5	6.3	
	ספטמבר	3.50	3.58	1.08	4.3	3.4	6.2	
	אוקטובר	3.75	3.86	1.49	4.6	3.4	6.2	
	נובמבר	4.00	4.07	1.90	5.0	3.6	6.4	
	דצמבר	4.50	4.60	2.82	5.2	3.7	6.3	
2006	ינואר	4.50	4.66	2.72	5.2	3.5	6.2	
	פברואר	4.75	4.87	2.60	5.5	3.7	6.3	
	מארס	4.75	4.89	2.77	5.6	3.8	6.4	
	אפריל	5.00	5.15	3.21	5.7	3.7	6.4	
	מאי	5.25	5.39	3.35	5.8	3.8	6.3	
	יוני	5.25	5.39	3.54	5.8	3.8	6.3	
	יולי	5.25	5.44	3.62	5.8	3.8	6.4	
	אוגוסט	5.50	5.66	3.74	5.8	3.8	6.3	
	ספטמבר	5.50	5.67	3.74	5.8	3.9	6.3	
	אוקטובר	5.50	5.62	4.18	5.3	3.7	6.0	
	נובמבר	5.25	5.40	3.84	5.1	3.5	5.8	
	דצמבר	5.00	5.09	3.87	5.0	3.5	5.6	
2007	ינואר	4.50	4.63	3.50	4.5	3.4	5.5	
	פברואר	4.25	4.37	2.94	4.5	3.2	5.3	
	מארס	4.00	4.12	2.74	4.4	3.3	5.2	
	אפריל	4.00	4.06	3.57	3.9	3.1	5.0	
	מאי	3.75	3.84	3.15	3.7	2.9	4.8	
	יוני	3.50	3.59	1.75	3.9	3.0	5.3	
	יולי	3.50	3.63	1.71	4.2	3.3	5.6	
	אוגוסט	3.75	3.85	2.14	4.7	3.8	6.1	
	ספטמבר	4.00	4.10	2.89	4.6	3.7	6.0	
	אוקטובר	4.00	4.08	2.84	4.4	3.5	5.7	
	נובמבר	4.00	4.08	2.69	4.5	3.4	5.5	
	דצמבר	4.00	4.13	2.30	4.6	3.5	5.9	

¹ הריבית המוצגת 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 התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל,

2002 עד 2007

(אחוזים)

התקופה	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	0.8	-1.8
2003 דצמבר	-0.5	1.7	-0.6
2004 דצמבר	0.2	3.3	1.4
2005 ינואר	0.4	3.1	1.7
פברואר	0.5	3.0	2.2
מארס	0.4	3.0	2.2
אפריל	0.5	3.1	2.1
מאי	0.3	2.7	1.7
יוני	0.3	2.7	1.9
יולי	0.6	2.8	2.2
אוגוסט	0.7	2.8	2.0
ספטמבר	0.7	2.6	2.3
אוקטובר	0.8	2.4	1.9
נובמבר	0.9	2.3	1.7
2006 דצמבר	0.6	1.7	0.9
ינואר	0.6	1.5	0.8
פברואר	0.7	1.4	1.1
מארס	0.8	1.5	1.0
אפריל	0.6	1.3	0.5
מאי	0.4	0.9	0.4
יוני	0.4	0.9	0.3
יולי	0.4	0.9	0.2
אוגוסט	0.2	0.6	0.1
ספטמבר	0.1	0.6	0.1
אוקטובר	-0.3	0.4	-0.5
נובמבר	-0.3	0.4	-0.3
2007 דצמבר	-0.1	0.5	-0.4
ינואר	-0.1	0.9	-0.1
פברואר	0.1	0.9	0.3
מארס	0.3	1.1	0.5
אפריל	-0.1	0.9	-0.4
מאי	-0.2	1.0	-0.3
יוני	0.3	1.7	1.3
יולי	0.6	2.0	1.5
אוגוסט	0.9	2.2	1.6
ספטמבר	0.5	1.9	0.8
אוקטובר	0.3	1.6	0.6
נובמבר	0.4	1.5	0.7
דצמבר	0.5	1.8	1.2

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ-5
שיעור האינפלציה הצפוי, 2002 עד 2007
(אחוזים)

ממוצע תחזיות ³ האינפלציה ל-12 חודשים קדימה	הציפיות משוק ההון				התקופה
	לשנה השלישית ואילך	לשנה השנייה ²	לשנה הראשונה ¹		
2.0	5.3	3.8	2.2	דצמבר	2002
1.6	3.2	1.7	0.7	דצמבר	2003
2.0	3.5	1.9	1.4	דצמבר	2004
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	
1.7	2.3	1.3	1.1	ינואר	2007
1.9	2.2	1.6	1.4	פברואר	
2.0	2.0	1.7	1.3	מארס	
1.6	2.1	1.1	0.5	אפריל	
1.2	2.2	1.3	0.7	מאי	
1.8	2.4	2.2	1.8	יוני	
2.7	2.4	2.5	1.9	יולי	
2.6	2.4	2.1	1.7	אוגוסט	
1.6	2.5	1.7	1.2	ספטמבר	
1.7	2.4	1.7	1.2	אוקטובר	
2.0	2.4	1.8	1.4	נובמבר	
2.5	2.6	2.5	1.8	דצמבר	

¹ הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים קדימה.

² מחושב על בסיס התשואות של איגרות חוב נומינליות וריאליות לטווחים מקבילים.

³ ממוצע פשוט של תחזיות האינפלציה של בנקים מסחריים וחברות ליעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר.

המקור: דיווחי החזאים הפרטיים ונתוני המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

