

פרק ג'

האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- ◆ מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2010 בשיעור של 2.7 אחוזים - בחלקו העליון של תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). בתחילת השנה חרג שיעור האינפלציה השנתי מהגבול העליון של היעד, ומיוני הוא נמצא בתוך תחום היעד.
- ◆ סעיף מרכזי שבגללו היה שיעור האינפלציה גבוה ממרכז תחום היעד היה סעיף הדיור, שעיקרו מחירי שכר הדירה; הוא עלה השנה ב-4.9 אחוזים. המדד ללא דיור עלה ב-2010 ב-1.9 אחוזים, והמדד ללא דיור וללא פירות וירקות - ב-1.3 אחוזים.
- ◆ גורם מרכזי שפעל למיתון עליית המחירים ב-2010 היה ייסוף השקל, שנבע בין השאר מפערי הריביות בין ישראל למדינות אחרות. שער החליפין האפקטיבי של השקל יוסף ב-2010 ב-7 אחוזים.
- ◆ לעלייה של סביבת האינפלציה במהלך השנה תרמו עלייה של מחירי הסחורות בעולם, וצמיחת המשק, תוך צמצום עודפי כושר הייצור, שנתמכה במדיניות מוניטרית מרחיבה.
- ◆ המדיניות המוניטרית ב-2010 ניצבה בפני אתגרים, על רקע התאוששות המשק מהמשבר, לצד התאוששות איטית יחסית של מדינות מפותחות מובילות. ציפיות אינפלציה בסביבת הגבול העליון של היעד ועלייה מהירה של מחירי הדירות, לצד התרחבות של האשראי לדיור, תמכו בהעלאה של הריבית מרמתה הנמוכה. החולשה המתמשכת בארה"ב ובאירופה, שיעורי הריבית הנמוכים מאוד בהן ומגמת הייסוף של השקל פעלו למיתון העלאתה של הריבית המקומית.
- ◆ לנוכח האתגרים שניצבו בפניו, פעל בנק ישראל להשגת יעדיו באמצעות מספר כלים: נוסף על התאמת הריבית - הכלי המרכזי של המדיניות המוניטרית - המשיך בנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ, וכן נקט צעדים מקרו-יציבותיים בשוק האשראי לדיור.
- ◆ בנק ישראל העלה את הריבית מרמה של 1 אחוז בסוף 2009 ל-2 אחוזים בסוף 2010 - המשך לתהליך הדרגתי של העלאת הריבית, שהחל בספטמבר 2009.
- ◆ לנוכח לחצים לייסוף יתר, שנבעו מתנועות הון קצרות טווח גדולות אל המשק, על רקע התרחבות פערי הריביות בין ישראל למשקים המפותחים, המשיך בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ בשוק; זאת כדי לתמוך במגזר היצוא, ובכך - בצמיחה ובתעסוקה. התגברות ההשקעות קצרות הטווח של משקיעים זרים הובילה לצעדים נוספים של בנק ישראל בתחום מטבע החוץ, בינואר 2011.
- ◆ בנק ישראל נקט צעדים מקרו-יציבותיים בשוק האשראי לדיור, כדי לתמוך ביציבות הפיננסית לנוכח סיכונים שנבעו מעלייה מהירה של מחירי הדירות ומהתרחבות האשראי לדיור.

1. המדיניות המוניטרית

א. מבוא

ביוני 2010 נכנס לתוקף חוק בנק ישראל החדש, שהתקבל בכנסת במאוס. החוק מגדיר את יעדי בנק ישראל ומעגן את עצמאות הבנק בקביעת כלי המדיניות לשם השגת היעדים. החוק מגדיר את מטרותיו של בנק ישראל תוך קביעת מדרג ביניהן: לשמור על יציבות המחירים, וזאת כמטרה מרכזית; לתמוך במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים, בתנאי שלא תהיה בכך פגיעה בהשגת יציבות המחירים לאורך זמן; ולתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה.

על רקע התאוששות המשק מהמשבר העולמי ניצב בנק ישראל בפני אתגר בחירתו להשגת יעדיו: בהעלאת הריבית מהרמה הנמוכה, שנקבעה לנוכח המשבר, צידדו צמיחה בקצב נאה לצד שיפור בשוק העבודה, אינפלציה צפויה בגבול העליון של היעד ואף מעט מעליו, ועלייה מהירה של מחירי הנכסים, ובמיוחד של מחירי הדירות, לצד התרחבות האשראי לדיור. כנגד זאת, חולשה מתמשכת בארה"ב ובאירופה, שהמשיכו לסבול מבעיות קשות בשל המשבר, הציבה סיכונים לצמיחה במשק המקומי עקב השפעתה על היצוא הישראלי. יתר על כן, הריביות במשקים אלה היו נמוכות מאוד, וצפויות להישאר ברמות שפל תקופה ארוכה, בעוד הריבית המקומית גבוהה יותר; פער זה גרם ללחצי ייסוף על המטבע המקומי, וזאת נוסף על כוחות לייסוף שנבעו מהעודפים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. העלאה של הריבית מעצימה את הלחצים לייסוף; זה פוגע ברווחיות היצוא הישראלי ובכושר התחרות שלו, ובכך מוסיף על הפגיעה ביצוא עקב התמתנות הביקושים.

לנוכח אתגרים אלו פעל בנק ישראל להשגת היעדים שהוגדרו לו בחוק על ידי שימוש בכמה כלים: נוסף על התאמת שיעור הריבית - הכלי המרכזי של המדיניות המוניטרית - המשיך בנק ישראל במדיניות של רכישות מטבע חוץ, שבה החל באוגוסט 2009, כדי למתן את ההשפעות קצרות הטווח על השקל, ובכך לתמוך בצמיחה ובתעסוקה, וכן נקט צעדים מקרו-יציבותיים בשוק האשראי לדיור, כדי לתמוך ביציבות הפיננסית. מדיניות הריבית בשנת 2010 התאפיינה בהעלאה הדרגתית של הריבית על רקע התאוששות המשק מהמיתון של סוף 2008 ותחילת 2009. תהליך העלאת הריבית מרמת השפל ההיסטורית של 0.5 אחוז החל בספטמבר 2009 ונמשך במהלך 2010, ובדצמבר 2010 עמדה הריבית על 2 אחוזים, רמה שהייתה עדיין מרחיבה.

שיעור האינפלציה ב-2010 עמד על 2.7 אחוזים - בתוך תחום היעד. המשק צמח בקצב של 4.6 אחוזים, תוך ירידה של שיעור האבטלה ל-6.6 אחוזים (בסוף השנה). זאת בעוד שהמשקים המפותחים המובילים בארה"ב ובאירופה המשיכו לסבול מפגיעת המשבר - כפי שהתבטא, למשל, בשיעורי האבטלה, שנותרו בהם גבוהים, ובשיעורי הצמיחה הנמוכים. התגברות תנועות ההון לטווח קצר בסוף השנה הניעה את בנק ישראל והממשלה לשקול צעדים נוספים להתמודדות עם ההשקעות קצרות הטווח של המשקיעים הזרים, על הסיכונים הכרוכים בהן. במסגרת זו הטיל בנק ישראל על תושבי ישראל בינואר 2011 חובת דיווח על פעילותם בנגזרי מטבע חוץ, ועל תושבי חוץ חובת דיווח על פעילותם בנגזרי מטבע חוץ ובמק"ם. כן הטיל בנק ישראל על התאגידים הבנקאיים בישראל חובת נזילות בגין עסקאות בנגזרי מטבע חוץ מול תושבי חוץ. נוסף על כך הודיע משרד האוצר

המטרה המרכזית של בנק ישראל היא לשמור על יציבות המחירים. מטרות נוספות הן לתמוך במדיניות הכלכלית של הממשלה וביציבותה של המערכת הפיננסית.

האתגר שעמד בפני בנק ישראל היה לשמור על יציבות המחירים ולתמוך ביציבות הפיננסית, ובמקביל להמשיך ולתמוך בפעילות - על רקע התאוששות איטית ושיעורי ריבית נמוכים בארה"ב ובאירופה.

לשם השגת מכלול יעדיו פעל בנק ישראל באמצעות שילוב של כמה כלים: לצד העלאה הדרגתית של הריבית המשיך הבנק לרכוש מטבע חוץ, וכן נקט צעדים מקרו-יציבותיים בשוק האשראי לדיור.

לנוכח התגברות תנועות ההון קצרות הטווח נקט בנק ישראל בינואר 2011 צעדים נוספים בתחום מטבע החוץ.

לוח ג'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2005 עד 2010

2010				2010	2009	2008	2007	2006	2005	
IV	III	II	I							
א. האינפלציה (אחוזים)										
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
0.7	1.2	1.5	-0.9	2.7	3.9	3.8	3.4	-0.1	2.4	2. האינפלציה בפועל ¹
3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	1.8	1.9	1.4	1.8	2.0	3. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ²
2.5	2.6	2.7	2.4	2.5	2.3	3.0	2.4	2.5	2.5	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים ²
2.9	3.0	2.7	2.3	2.7	1.8	2.4	1.9	1.9	2.1	5. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ²
ב. שיעורי התשואה (אחוזים) ²										
2.0	1.7	1.5	1.3	1.6	0.8	3.7	3.9	5.1	3.7	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
-1.0	-1.1	-1.2	-1.5	-1.2	-1.0	1.8	2.6	3.4	1.7	2. הריבית הריאלית הנגזרת ³
4.5	4.5	4.8	4.8	4.6	4.8	5.8	5.5	6.1	5.7	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ⁴
2.0	2.1	2.4	2.6	2.3	2.8	3.4	3.4	3.8	3.5	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ⁴
ג. שיעור הפיחות (אחוזים) ⁵										
-2.7	1.2	-1.8	-3.9	-7.1	3.5	-8.3	-1.4	-3.4	0.0	1. הנומינלי האפקטיבי
-3.6	-3.0	2.9	-1.2	-4.9	-2.1	-0.9	-7.1	-8.9	6.2	2. מול הדולר
-2.4	3.9	-7.5	-8.2	-13.9	6.3	-8.4	2.4	1.5	-6.1	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים) ⁵										
6.7	10.8	-13.7	10.4	12.6	78.8	-46.4	22.9	5.8	32.8	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי)
6.0	3.0	3.7	2.8	16.3	19.9	10.6	3.2	-4.3	4.4	2. מחירי הדירות ⁶
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי) ⁵										
0.9	3.2	2.3	-1.5	4.8	52.3	17.4	17.4	8.3	23.9	1. אמצעי התשלום (M1)
-0.9	0.9	2.3	0.4	2.7	-0.5	6.6	6.0	2.3	4.0	2. סך האשראי (C3)
ו. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)										
				3.6	4.8	1.3	-0.9	0.2	1.0	1. הגירעון המקומי ללא מתן אשראי
				4.1	5.6	2.1	0.1	0.9	1.8	2. הגירעון הכולל ללא מתן אשראי
ז. נתוני רקע נוספים (אחוזים)										
6.5	7.2	5.9	7.0	6.7	7.5	6.0	7.3	8.3	8.9	1. שיעור האבטלה ²
7.7	4.6	5.4	5.1	4.6	0.8	4.2	5.3	5.7	4.9	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁷
				76.2	79.2	76.7	78.2	84.5	93.5	3. משקל החוב הממשלתי הכולל בתוצר ⁸

(1) מדד המחירים לצרכן, במשך התקופה.

(2) ממוצע תקופתי.

(3) הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה.

(4) שיעור התשואה ברוטו, ממוצע תקופתי לכל הטוחים.

(5) ממוצע חודש אחרון מול ממוצע חודש אחרון בתקופה הקודמת.

(6) לפי סקר מחירי הדירות.

(7) הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

(8) נתונים לסוף שנה.

המקור: בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

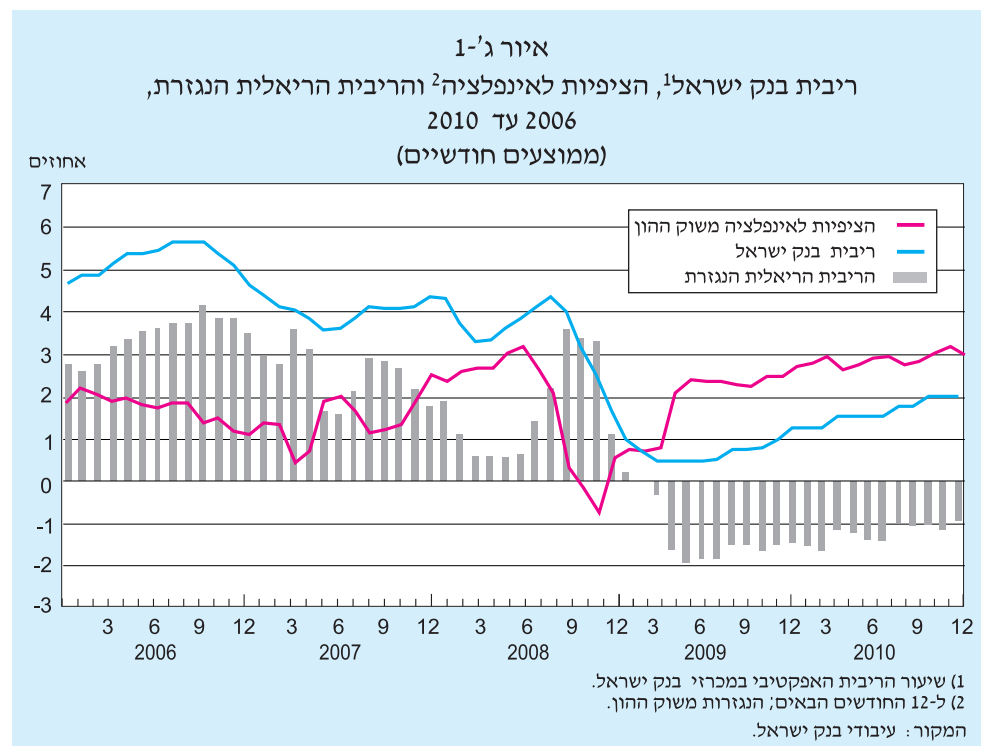
כי הוא שוקל לבטל את הפטור ממס הניתן למשקיעים זרים על רווחים הנובעים מהשקעה במק"ם ובאיגרות חוב ממשלתיות קצרות.

חוק בנק ישראל החדש משנה את דרך קבלת ההחלטות בבנק בקבעו כי יוקמו שני גופים - ועדה מוניטרית ומועצה מינהלית - שהם בעלי הסמכויות לקבלת ההחלטות בתחומי המדיניות המוניטרית וניהול הבנק, בהתאמה. בגופים אלו יכהנו גם חברים חיצוניים בעלי כישורים מתאימים. זאת בניגוד למצב שהיה מאז הקמתו של הבנק, שבו לנגיד בלבד הייתה הסמכות לקבל את החלטות המדיניות וניהול של הבנק. הוועדה המוניטרית והמועצה המינהלית עדיין לא החלו לפעול ב-2010. על פי החוק הוקמה ועדה לאיתור מועמדים לכהונה בוועדה ובמועצה כחברים מקרב הציבור, והבנק נערך לתחילת פעילותם של גופים אלו.

ב. מדיניות הריבית

מדיניות הריבית החל מספטמבר 2009 ובמהלך 2010 התבטאה בתהליך העלאה הדרגתית של הריבית - מרמה מינימלית, בתגובה למשבר העולמי ולסיכונים שהוא הציב למשק הישראלי, לרמה התואמת את השיפור בסביבה הכלכלית. במסגרת תהליך זה הועלתה הריבית בשישה עשר החודשים שמספטמבר 2009 עד דצמבר 2010 מ-0.5 אחוז ל-2 אחוזים בשש העלאות ריבית מדורות של 0.25 נקודת אחוז כל אחת, מהן ארבע במהלך 2010: בינואר (העלאה שנייה ברצף אחרי דצמבר 2009), באפריל, באוגוסט ובאוקטובר (איור ג'-1 ולוח ג'-2). תהליך העלאת הריבית נמשך ב-2011.

התאמת הריבית לתנאים הכלכליים התבטאה בהעלאתה מאחוז אחד בסוף 2009 ל-2 אחוזים בסוף 2010.



לוח ג'-2

הריביות - הנומינלית והריאלית - הציפיות לאינפלציה ועלויות המחירים, 2005 עד 2010
(ממוצעים תקופתיים, אחוזים)

מדר המחירים לצרכן האינפלציה במהלך 12 חודשים ⁵	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות החוב הצמודות למדד ל-10 שנים ⁴	התשואה הריאלית על הפדיון על איגרות החוב הצמודות למדד לשנה ⁴	הריבית הריאלית הנגזרת על מקורות בנק ישראל ³	הציפיות לאינפלציה לשנה		הפער בין ריבית החח"ד לריבית האפקטיבית של בנק ישראל		הריבית המוצהרת האפקטיבית של בנק ישראל ¹		הריבית המוצהרת של בנק ישראל	התקופה
				משוק	ממוצע החזאים ²	לריבית האפקטיבית של בנק ישראל	חח"ד ועו"ש חובה, העלות האפקטיבית	הריבית על חח"ד ועו"ש חובה, העלות האפקטיבית	הריבית המוצהרת של בנק ישראל		
2.4	3.7	2.3	1.7	2.1	2.0	5.7	9.6	3.73	3.66	2005	
-0.1	3.8	3.7	3.4	1.9	1.8	5.4	11.0	5.26	5.13	2006	
3.4	3.4	2.9	2.6	1.9	1.4	5.7	9.9	4.02	3.94	2007	
3.8	3.5	1.9	1.8	2.4	1.9	5.9	9.8	3.72	3.67	2008	
3.9	2.9	-0.4	-1.0	1.8	1.8	7.2	8.0	0.77	0.77	2009	
2.7	2.2	-0.7	-1.2	2.7	2.9	7.5	9.2	1.62	1.60	2010	
										2009	
3.3	3.2	1.0	1.1	0.3	0.6	6.5	8.3	1.69	1.75	ינואר	
3.4	2.9	0.3	0.2	0.5	0.8	6.9	8.0	0.98	1.00	פברואר	
3.6	2.8	0.3	0.0	0.6	0.7	7.1	7.8	0.70	0.75	מארס	
3.1	2.7	0.1	-0.3	1.1	0.8	7.3	7.8	0.50	0.50	אפריל	
2.8	3.1	-0.9	-1.6	1.9	2.1	7.4	7.9	0.50	0.50	מאי	
3.6	3.2	-1.1	-1.9	2.3	2.4	7.2	7.8	0.50	0.50	יוני	
3.5	3.0	-1.1	-1.8	2.6	2.4	7.4	7.9	0.50	0.50	יולי	
3.1	2.9	-0.7	-1.8	2.4	2.4	7.1	7.7	0.54	0.50	אוגוסט	
2.8	2.9	-0.5	-1.5	2.3	2.3	7.1	7.9	0.75	0.75	ספטמבר	
2.9	2.7	-0.7	-1.5	2.4	2.2	7.4	8.2	0.75	0.75	אוקטובר	
3.8	2.5	-0.8	-1.6	2.6	2.5	7.5	8.3	0.79	0.75	נובמבר	
3.9	2.6	-0.6	-1.4	2.7	2.5	7.3	8.4	1.01	1.00	דצמבר	
										2010	
3.8	2.6	-0.7	-1.4	2.4	2.7	7.5	8.8	1.26	1.25	ינואר	
3.6	2.6	-0.8	-1.5	2.1	2.8	7.5	8.8	1.26	1.25	פברואר	
3.2	2.4	-0.9	-1.6	2.4	3.0	7.4	8.7	1.26	1.25	מארס	
3.0	2.5	-0.5	-1.1	2.6	2.7	7.5	9.1	1.51	1.50	אפריל	
3.0	2.4	-0.6	-1.2	2.7	2.7	7.5	9.1	1.51	1.50	מאי	
2.4	2.2	-0.8	-1.4	2.7	2.9	7.6	9.2	1.51	1.50	יוני	
1.8	2.1	-0.8	-1.4	3.0	3.0	7.5	9.1	1.54	1.50	יולי	
1.8	1.9	-0.5	-0.9	3.0	2.7	7.5	9.4	1.77	1.75	אוגוסט	
2.4	1.8	-0.5	-1.0	2.9	2.8	7.4	9.3	1.77	1.75	ספטמבר	
2.5	1.7	-0.6	-1.0	2.8	3.0	7.5	9.6	2.02	2.00	אוקטובר	
2.3	1.8	-0.8	-1.1	2.9	3.2	7.6	9.8	2.02	2.00	נובמבר	
2.7	2.1	-0.5	-0.9	2.9	3.0	7.4	9.5	2.02	2.00	דצמבר	

(1) הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.

(2) מחושבות על פי התשואות ברטו.

(3) הריבית הנומינלית על מכריז בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה.

(4) על פי עקום מוחלק של תשואות ה"גליל" - עקום אפס.

(5) הנתונים השנתיים מציגים את שיעור האינפלציה במהלך השנה.

המקור: בנק ישראל וחלשה המרכזית לסטטיסטיקה.

(1) סביבה "נורמלית" של הריבית

מדיניות הריבית שניהל בנק ישראל ב-2010 התבטאה בהמשך התהליך ההדרגתי של החזרת הריבית לסביבה "נורמלית", תהליך שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתרום להמשך הצמיחה של המשק, תוך שמירה על היציבות הפיננסית. רמה "נורמלית" של הריבית היא הרמה המתאימה לתנאים "נורמליים", כלומר למצב שאליו המשק צפוי להגיע לאחר שתפוג ההשפעה של הזעזועים המשמעותיים מהתקופה האחרונה, הקשורים למשבר העולמי, ובהנחה שהשפעתם הצפויה של זעזועים חדשים היא, בממוצע, אפסית¹. במצב (תיאורטי) כזה המשק צפוי לצמוח בקצב הצמיחה הפוטנציאלי שלו, שיעור האינפלציה צפוי להימצא בסביבת מרכז תחום היעד לאורך זמן, והמדיניות המוניטרית צפויה להיות לא מרסנת ולא מרחיבה.

מהי אפוא רמת הריבית המוניטרית המתאימה למצב "נורמלי"? נוח לחשוב על ריבית זו כשווה לריבית הריאלית בתוספת שיעור האינפלציה, כאשר שיעור האינפלציה ה"נורמלי" שווה למרכז יעד האינפלציה. נשאלת אם כן השאלה מהי הריבית הריאלית לטווח קצר המתאימה למצב "נורמלי". ישנם קשרים תיאורטיים שונים שריבית זו אמורה לקיים. היא קשורה בין השאר לקצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק, לריביות בעולם ולסיכון המדינה².

אחת הדרכים להעריך מהי רמה "נורמלית" של הריבית הריאלית לטווח קצר היא לגזור מהתשואות על איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד את התשואה הריאלית הקצרה הצפויה לשרור בעוד מספר שנים. בהנחה שבטווח של מספר שנים ההשפעה של זעזועים נוכחיים צפויה להתפוגג, והשפעתם הצפויה של זעזועים חדשים היא בממוצע אפסית, תשואה זו צפויה להיות קרובה לריבית ה"נורמלית". איור ג'-2 מציג את תשואות ה-forward הריאליות לתקופה שבין 5 ל-10 שנים. מעבר לריבית הריאלית הצפויה בטווח של 5 עד 10 שנים, תשואות ה-forward כוללות גם פרמיות שונות (סיכון, נזילות), המשתנות על פני זמן. כדי לנכות את הפרמיות ולהעריך את התשואה הריאלית הקצרה הצפויה ניתן להשתמש במודלים שונים³. האומדנים לתשואה זו עבור המשק הישראלי בתקופה האחרונה נעים בין 2 ל-3 אחוזים⁴. מכאן שהריבית המוניטרית המתאימה היא בין 4 ל-5 אחוזים (הריבית הריאלית בתוספת מרכז יעד האינפלציה).

כפי שמראה איור ג'-2, התשואה הריאלית לשנה ירדה בשיעור חד בגלל המשבר העולמי (מכ-3 אחוזים בסוף 2008 עד לכמינוס אחוז ב-2009), ונותרה ברמה נמוכה מאוד, כמינוס אחוז עד מינוס חצי אחוז, גם ב-2010. העובדה שריבית בנק ישראל נשארה נמוכה

ניתן להשתמש במודלים שונים כדי להעריך מהי סביבה "נורמלית" של הריבית.

הריבית המוניטרית במהלך 2010 נותרה נמוכה מרמה "נורמלית".

¹ ההשפעה של זעזועים שיתרחשו בעתיד יכולה להיות חיובית או שלילית, כך שההשפעה הצפויה הממוצעת היא אפסית.

² מכאן שהריבית ה"נורמלית" אינה קבועה, אלא משתנה על פני זמן עם משתנים אלו.

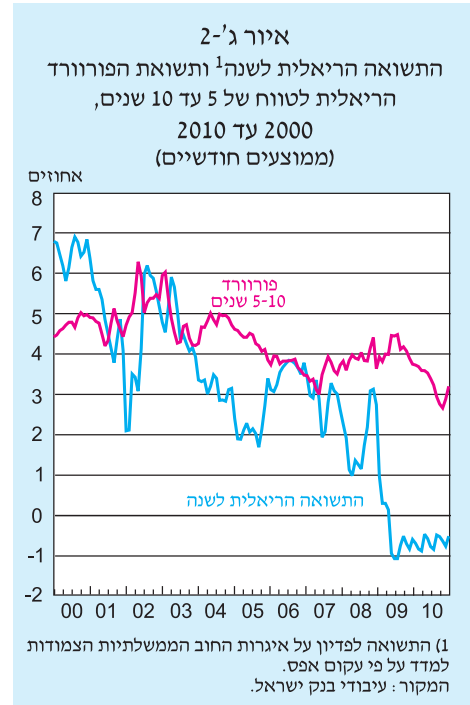
³ שטיין משתמש במודל לעקומי תשואה כדי לאמוד את הריבית הריאלית ה"טבעית" מתוך התשואות על איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד, תוך התחשבות בפרמיות, המשתנות על פני זמן. ראו: Roy Stein (2011). "Estimating the Expected Natural Interest Rate Using Affine Term-Structure Models: The Case of Israel", Bank of Israel Research Department Discussion Paper No. 2011.3, March 2011. אומדן נוסף נגזר ממודל מקרו-כלכלי מבני המשמש את חטיבת המחקר של בנק ישראל לניתוח ולחיזוי. מצגת על המודל, שהוצגה בכנס בין-לאומי שנערך בישראל ב-2009, ניתן למצוא באתר בנק ישראל: http://www.bankisrael.org.il/modelworkshop/ws_info.htm

⁴ האומדנים למשק הישראלי נמצאים בסביבה דומה לאומדנים המדווחים עבור מדינות אחרות. כך, למשל, האומדן עבור נורווגיה עומד (ב-2010) על 2 עד 3 אחוזים. ראו: "What is the normal interest rate level?", Economic Commentaries No. 1 2010, Norges Bank.

מן הריבית המוניטרית ה"נורמלית" גם בסוף 2010 משקפת את הסביבה הכלכלית, שעדיין הושפעה מהמשבר העולמי; בפרט - שיעורי הריבית בארה"ב ובאירופה נותרו נמוכים מאוד, ורמת הפעילות בהן נותרה נמוכה ביחס לרמתה הפוטנציאלית, כפי שהשתקף בשיעורי האבטלה שנותרו גבוהים.

(2) תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית

האתגר שעמד בפני קובעי המדיניות ב-2010 היה לקבוע את שיעור הריבית, ובמקביל את השימוש בכלים נוספים - התערבות בשוק מטבע החוץ וצעדים פיקוחיים בשוק האשראי לדיוור - כך שהם ישרתו באופן המיטבי את מטרות המדיניות: שמירה על יציבות המחירים, עידוד הצמיחה והתעסוקה ותמיכה ביציבות הפיננסית. להלן נתאר את ההתפתחויות שהיוו שיקולים מרכזיים בקביעת הריבית ב-2010 ואת השפעתן על החלטות המדיניות.



ההתפתחויות בעולם

שנת 2010 אופיינה בעולם בתהליך התאוששות מהמשבר הפיננסי, שהחריף מאוד בשלהי 2008 לכדי מיתון קשה. התאוששות המשקים בעולם החלה במחצית השנייה של 2009. בתהליך ההתאוששות ניכרו הבדלים משמעותיים בין משקים מפותחים, ובראשם ארה"ב והאיחוד האירופי, שהמשיכו לסבול מפגיעת המשבר גם בסוף 2010, לבין משקים מתעוררים ואחרים, שפגיעת המשבר בהם הייתה פחות עמוקה, והתאוששותם הייתה מהירה יחסית.

אמנם החששות מאפשרות של מיתון מחודש (double dip) במשקים מפותחים, ובראשם ארה"ב, פחתו במהלך 2010⁵, אולם ההערכות לגבי קצב התאוששותם הורעו במהלך השנה, כפי שהתבטא בעדכון כלפי מטה של תחזיות הצמיחה של גופים שונים ל-2011⁶. החולשה במשקים אלו התבטאה בשיעורי האבטלה שנותרו גבוהים, בחולשה בשוק הדיוור, במגזר הפיננסי, ובהישענות הצמיחה בעיקר על צעדים מוניטריים ופיסקליים משמעותיים. חובות ציבוריים תופחים המחישו את הצורך לצמצם את התמריצים הפיסקליים, והעלו חששות ביחס ליכולתם של המשקים להמשיך ולצמוח גם בהיעדרם.

קצב ההתאוששות של האיחוד האירופי היה איטי מזה של ארה"ב (עם שונות גדולה בין מדינות שונות באיחוד). על הערכות ההתאוששות באירופה העיבו במיוחד משברי חוב של מספר מדינות - בהן יוון, אירלנד, פורטוגל וספרד - שהחריפו ברביע השני של 2010

בתהליך ההתאוששות מהמשבר העולמי ניכרו הבדלים בין משקים מפותחים, שהתאוששו לאט, למשקים אחרים, שהתאוששו בקצב מהיר יחסית.

משברי חוב של מספר מדינות באירופה העלו חששות לגבי ההתאוששות העולמית מהמשבר.

⁵ נתוני הצמיחה בארה"ב של הרביע הרביעי של 2009 והרביע הראשון של 2010 אף הפתיעו לטובה.

⁶ לעומת זאת בדצמבר 2010 השתפרו ההערכות ביחס לארה"ב (אך לא ביחס לאירופה), והתחזיות עודכנו כלפי מעלה.

ואיימו לפגוע במדינות נוספות. החרפת משבר החובות הפיסקליים של מדינות באירופה והשלכותיה ניכרו בירידות מחירים חדות בשווקים הפיננסיים ברביע השני של 2010 (כפי שמראה איור ד'-1 בפרק ד' - מדדי מניות), ואף בירידות של מחירי הסחורות בתקופה זו (איור ג'-10), אולם הירידות נבלמו הודות לתוכניות סיוע של האיחוד האירופי וקרן המטבע הבין-לאומית, והמחירים חזרו לעלות. למרות תוכניות הסיוע נמשכה אי-הוודאות לגבי יכולתן של מדינות אלה להתגבר על קשייהן, ולגבי ההשלכות שעלולות להיות לכך על כלל האיחוד האירופי, ואלה המשיכו להעיב על ההערכות ביחס לאירופה במהלך השנה. היחלשות האירו על רקע משברי החוב פגעה ברווחיות היצוא לאירופה ובכוש התחרות שלו מול מתחרים אירופיים. ההחרפה של משבר החובות הפיסקליים, הסיכונים שהיא הציבה לצמיחה העולמית וליצוא הישראלי, והשלכותיה על המדיניות המוניטרית בעולם עמדו ברקע הותרת הריבית בישראל ללא שינוי בחודשים מאי עד יולי, כך שבמשך ארבעת החודשים אפריל עד יולי היא עמדה על 1.5 אחוזים.

התגברות הפסימיות ביחס לקצב ההתאוששות הצפוי במשקים המפותחים המובילים התבטאה בדחיית המועד הצפוי להעלאת הריביות במשקים אלו מרמות השפל ההיסטוריות: בתחילת 2010 הציפויות הנגזרות מהשווקים הפיננסיים והתחזיות של גופים בין-לאומיים ופרטיים היו שהריביות במשקים המפותחים יחלו לעלות כבר במחצית השנייה של 2010, ואילו במחצית השנייה של השנה העלאת ריבית הייתה צפויה לכל המוקדם בסוף 2011. ההרעה בהערכות התבטאה גם בצעדים נוספים של הרחבה כמותית, שנקטו בנקים מרכזיים במשקים מובילים, בפרט בארה"ב ובאירופה, בניסיון להשפיע על הריביות לטווחים הארוכים ולשפר את הנזילות בשווקים. זאת לצד צעדים פיסקליים ממריצים נוספים (בארה"ב) על אף הצורך בקונסולידציה פיסקלית.

דחיית העלאת הריביות בעולם פעלה למיתון העלאת הריבית בישראל: ככל שהריבית המקומית התרחקה מרמות השפל של הריביות במשקים מובילים בעולם, כך גבר הלחץ לתנועות הון ממשקים אלה אל המשק המקומי, ועמו הלחץ לייסוף שער החליפין. זה היה שיקול בהחלטות להותיר את הריבית ללא שינוי בסוף השנה, כך ששיעורה בארבעת החודשים אוקטובר 2010 עד ינואר 2011 עמד על 2 אחוזים. (עוד על תנועות ההון ושער החליפין, וכן על ההתערבות בשוק מטבע החוץ ראו בסעיף ג').

בניגוד למשקים המפותחים המובילים - בעיקר ארה"ב והאיחוד האירופי - משקים מתפתחים, ומשקים אחרים אשר פגיעת המשבר הפיננסי בהם הייתה פחות עמוקה, התאוששו מהר יותר. בהתאם לכך החלו כמה בנקים מרכזיים (בקנדה, שוודיה, נורבגיה, אוסטרליה, ניו-זילנד, צ'ילה, קוריאה הדרומית ועוד) להעלות את הריבית, במסגרת תהליך נורמליזציה של הריביות.

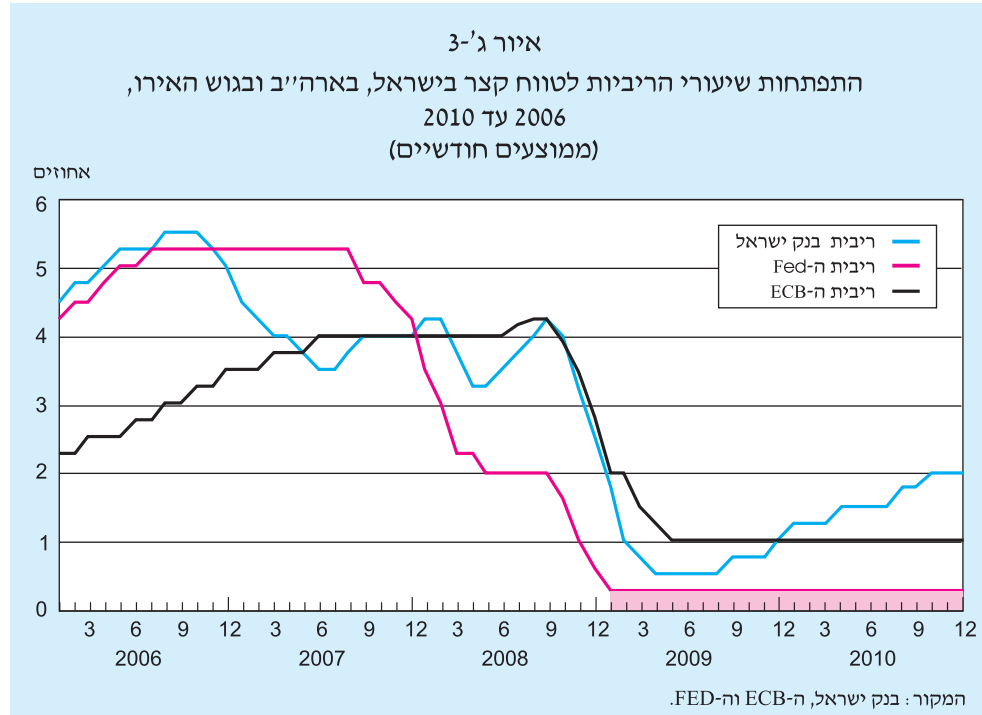
פערי הריביות שנוצרו כתוצאה מהפערים בין קצבי ההתאוששות מהמשבר עודדו תנועות הון קצרות טווח אל המשקים שבהם הריביות היו גבוהות יותר, ואלו יצרו לחצי ייסוף על המטבעות של משקים אלה והקשו את התאוששותם מהמשבר. נוסף על כך עלה הסיכון הפיננסי הכרוך בתנועות הון גדולות לטווח קצר ובתנודתיות הגדולה של מחירי הנכסים (ובכלל זה של שער החליפין) שהן עלולות לגרום.

כדי להתמודד עם הקושי שהציבו תנועות ההון מהמשקים המפותחים הגדולים, החלו יותר ויותר משקים לנקוט צעדים - בעיקר התערבות בשוקי המטבע, הטלת מגבלות על תנועות הון וצעדי מיסוי⁷. כל עוד הצעדים ננקטים רק במספר משקים קטנים, השפעתם

ההתאוששות האיטית
מהמשבר התבטאה
בדחיית המועד הצפוי של
תחילת העלאת הריבית
במשקים מפותחים
מובילים.

פערי הריביות שנוצרו
כתוצאה מהפערים בין
קצבי ההתאוששות
מהמשבר יצרו לחצי
ייסוף על המטבעות
של המשקים שבהם
הריביות היו גבוהות
יותר. בעקבות זאת נקטו
מדינות שונות צעדים
בתחום מטבע החוץ.

⁷ לסקירת צעדים שנקטו במדינות שונות ראו תיבה בדוח האינפלציה לרביע הרביעי של 2010.



על משקים אחרים אינה גדולה - אולם לנוכח המצב שנוצר בשל המשבר, ובפרט לנוכח ההרחבה המוניטרית המשמעותית בארה"ב, ניסו יותר ויותר מדינות, ביניהן גדולות, להגן על המשקים שלהן על ידי פעולות להחלשת מטבעותיהן. טענות בעניין זה כבר הופנו בעבר כלפי סין, אולם ב-2010 הנושא תפס מקום מרכזי בשיח הבין-לאומי. פגיעה בתנועות ההון הבין-לאומיות ואף במסחר הבין-לאומי עקב צעדים חד-צדדיים שנוקטות מדינות שונות עלולה בסופו של דבר לפגוע בכל הצדדים. עלה אפוא הצורך בתיאום בין-לאומי של ההתמודדות עם חוסר האיוונים הגלובליים. עד לסוף 2010 לא הושגו הסכמות בדבר הדרכים לטפל בבעיה, ונראה שהיא תמשיך להעסיק את העולם גם בעתיד.

בצמיחתן המהירה, למרות הקשיים בארה"ב ובאירופה, בלטו מדינות מתפתחות במזרח אסיה, ובמיוחד סין והודו. הצמיחה המהירה במדינות המתפתחות גרמה לעלייה של מחירי הסחורות (ראו בסעיף 2), דבר שהעלה חשש לסיכונים אינפלציוניים במדינות אלה ובשאר העולם, במיוחד במחצית השנייה של השנה.

הפעילות הכלכלית במשק הישראלי

הפעילות הריאלית בישראל התאוששה מהמשבר בקצב נאה, תוך שיפור ניכר בשוק העבודה והתקרבות המשק לתעסוקה מלאה. התוצר צמח ב-2010 בקצב של 4.6 אחוזים, והאבטלה ירדה ל-6.6 אחוזים (בסוף השנה). התאוששות זו תמכה בהעלאה של הריבית כדי להתאימה לשיפור בתנאים הכלכליים. עם זאת, הצמיחה הנאה לוותה באי-וודאות רבה, הן לגבי הערכת הפעילות הנוכחית והן לגבי הצפי להמשך הצמיחה - מצב שחייב הדרגתיות וזהירות בתהליך העלאת הריבית. אי-וודאות לגבי יכולתו של המשק להתמיד

הפעילות הריאלית
 בישראל התאוששה
 מהמשבר בקצב נאה. עם
 זאת, הצמיחה לוותה
 באי-וודאות גדולה
 לגבי התמדתה, על רקע
 ההתאוששות האטית
 במדינות המפותחות.

בקצב צמיחה גבוה נבעה, כאמור, בעיקר מאי-הוודאות לגבי צמיחת הסחר העולמי והצמיחה בארה"ב ובאירופה - שוקי יעד מרכזיים ליצוא הישראלי⁸.

אשר להערכות השוטפות של המצב הנוכחי: כיוון שנתוני הפעילות הרבעוניים (התוצר ורכיביו) מתפרסמים בפיגור ומתעדכנים - לעתים בשיעור משמעותי - בחודשים הבאים, צריכים קובעי המדיניות, בעת קבלת ההחלטות, להסתמך על אינדיקטורים שוטפים להערכת מצב המשק. לצד נתונים מעודדים על הפעילות במשק, התפרסמו לאורך השנה אינדיקטורים שהעלו חשש כי קצב הצמיחה מתמתן (לצד אינדיקטורים אחרים, מעודדים). אינדיקטורים להתמתנות הצמיחה, על רקע הצמיחה השברירית בעולם והדאגה מהשלכותיה על המשק, היו שיקול בהחלטות להותיר את הריבית ללא שינוי.

אחרי צמיחה מהירה של היצוא, אשר נתמכה בהתאוששות מהירה של הסחר העולמי ב-2009, פורסמו במהלך 2010 נתונים שהעידו על האטה בצמיחת היצוא, ואף על ירידה שלו. זאת לצד התייצבות בהיקף הסחר העולמי במחצית השנייה של השנה. אינדיקטורים אלה העלו חשש ביחס להתמתנות הצמיחה של המשק לנוכח החולשה המתמשכת במדינות המפותחות ומגמת הייסוף של השקל, וצידדו בהמשך התמיכה של המדיניות המוניטרית בפעילות, ובפרט ביצוא; זאת גם על ידי המשך ההתערבות בשוק מטבע החוץ.

ביטוי חשוב להתאוששות המשק מהמשבר היה שיפור בשוק העבודה, שהתבטא בירידה ניכרת של שיעור האבטלה (מ-7.9 אחוזים ברביע השני של 2009 ל-6.5 אחוזים ברביע השני של 2010) ובעליית הביקוש לעובדים (פרק ה'). שיפור בשוק העבודה הוא שיקול חשוב בהחלטות הריבית, הן משום שהוא משמש אינדיקטור להתמדה צפויה של הצמיחה (להבדיל מצמיחה התלויה בהמרצות פיסקליות ומוניטריות, כפי שהיה במדינות אחרות), והן משום שהוא יכול לאותת על התהוותם של לחצים אינפלציוניים במשק.

הסיכונים ליצוא הישראלי, לנוכח החולשה במדינות המפותחות ומגמת ייסוף של השקל, צידדו בהמשך התמיכה של המדיניות המוניטרית בפעילות.

התאוששות המשק התבטאה בשיפור ניכר בשוק העבודה.

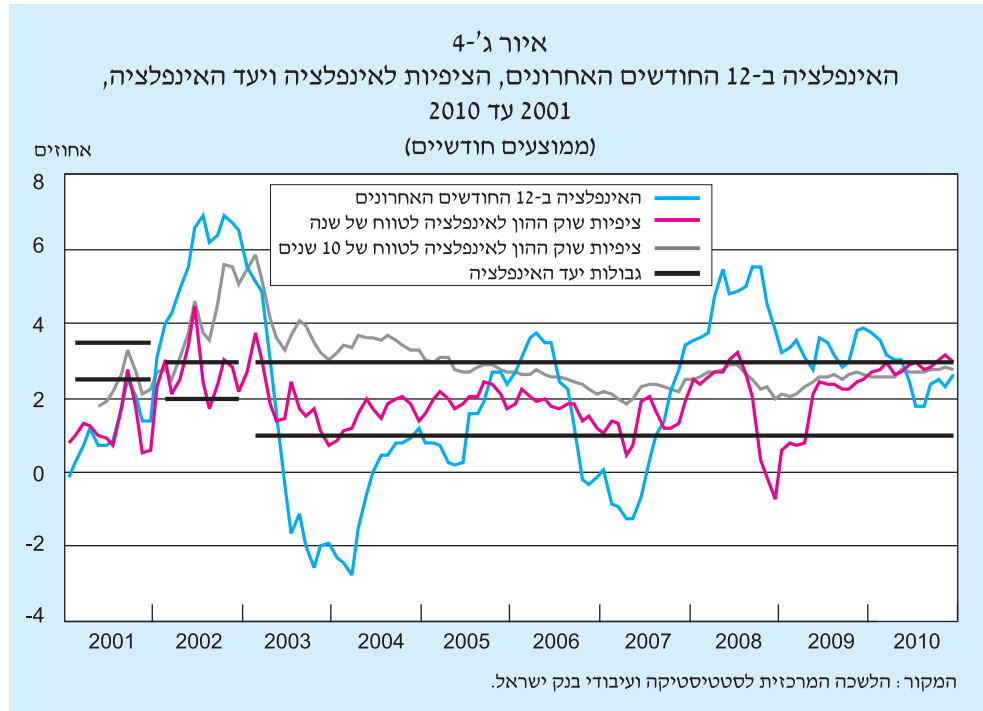
האינפלציה - בפועל והצפויה

היעד המרכזי של המדיניות המוניטרית הוא שמירה על יציבות המחירים. לפיכך היה להתפתחות האינפלציה בפועל ולהתפתחותה הצפויה תפקיד מרכזי בהחלטות הריבית. האינפלציה השנתית בפועל הייתה מעל לגבול העליון של היעד או סמוך לו מאז סוף 2007 עד אמצע 2010 (איור ג'-4). המדיניות, במסגרת משטר גמיש של יעד אינפלציה, חותרת להחזיר את האינפלציה אל תחום היעד בתוך פרק זמן סביר של עד שנתיים⁹. ההדרגתיות בהחזרת האינפלציה אל היעד נובעת מדאגה ליעדים הנוספים של המדיניות - תמיכה בפעילות הכלכלית, בתעסוקה וביציבות הפיננסית.

במטרה להביא להתכנסות האינפלציה אל היעד, המדיניות נדרשת להעריך את הגורמים המשפיעים על האינפלציה בפועל ואת אלה הצפויים להשפיע על המחירים ברביעים הקרובים. בנק ישראל משתמש במודלים מקרו-כלכליים כדי להעריך את ההשפעה של התנאים הכלכליים - בפועל והצפויים - על האינפלציה, ובהתאם לכך להעריך את תוואי הריבית הנדרש כדי שהאינפלציה הצפויה באופק של עד שנתיים תהיה בתחום היעד.

⁸ על הדומיננטיות של הסחר העולמי בהסבר היצוא הישראלי ועל חלקן הגדול של ארה"ב ואירופה בסך היצוא מישראל ראו בפרק ז'.

⁹ חוק בנק ישראל החדש, שאושר בכנסת במארכ 2010 ונכנס לתוקף ביוני באותה שנה, מגדיר השגת יציבות מחירים לאורך זמן כמצב שבו הוועדה המוניטרית צופה, על בסיס המדיניות המוניטרית שנקבעה, ששיעור האינפלציה יהיה בתחום יציבות המחירים בתוך תקופה שלא תעלה על שנתיים. Lars Svensson טבע את המושג "Inflation forecast targeting", המתאר מדיניות מוניטרית אשר מטרתה היא שתחזית האינפלציה תהיה בתחום היעד.



במחצית הראשונה של
 השנה האינפלציה ב-12
 החודשים האחרונים
 חרגה מהגבול העליון של
 יעד יציבות המחירים,
 אולם היא הייתה
 צפויה לחזור לתחום
 היעד בהמשך השנה.
 במחצית השנייה של
 השנה האינפלציה הייתה
 בתחום היעד.

לנוכח כוחות שפעלו
 למיתון האינפלציה
 העריך בנק ישראל
 שהעלאה הדרגתית של
 הריבית עולה בקנה
 אחד עם השגת יעד
 האינפלציה.

בתחילת 2010 שיעור האינפלציה השנתי (כלומר האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים) נמצא מעל לגבול העליון של היעד, אולם חריגה זו נבעה במידה רבה מהשפעה זמנית של צעדי ממשלה (העלאת מסים עקיפים והיטלים) על שיעור עליית המחירים. לכן הייתה האינפלציה צפויה להתכנס אל תחום היעד בחודשים הבאים, כפי שאכן קרה במחצית השנייה של השנה (לוח ג'-2 ואיור ג'-4). בנק ישראל העריך, כי לנוכח ההשפעה הממתנת של גורמים בסיסיים על האינפלציה, העלאה של הריבית בקצב מתון מתיישבת עם התבססות של האינפלציה בתחום היעד. עם גורמים אלה נמנים עודף כושר הייצור במשק, שנוצר בהשפעת המשבר העולמי, והשתקף בשיעור אבטלה גבוה מזה של תעסוקה מלאה, כוחות לייסוף של השקל ואינפלציה ממותנת בחו"ל. עם גורמים אלה התיישבה גם התפתחותו המתונה של מדד המחירים בפועל ברביע הראשון של השנה¹⁰.

בהמשך השנה, עם המשך גידולה של הפעילות והשיפור בשוק העבודה, שהתבטא גם בעליות שכר¹¹, פחתו ההשפעות הממתנות על האינפלציה מצד הגורמים המקומיים. עם זאת, הואיל ועליות השכר באו אחרי ירידות ניכרות, ולו בעלייה של פריון העבודה, ההערכה באותה עת הייתה שעדיין אין לחצים אינפלציוניים משמעותיים מצד עלויות הייצור המקומיות. לעלייה של סביבת האינפלציה במחצית השנייה של השנה תרמה גם עליית מחירי הסחורות בעולם. לעומת זאת, לנוכח ההתאוששות האיטית בארה"ב ובאירופה והריביות הנמוכות שם, הלחצים מצד מחיריהם של מוצרי הצריכה העולמיים,

¹⁰ ההתפתחות המתונה של המדד ברביע הראשון של השנה נבעה בין השאר מהפחתת המע"מ ומביטול היטל הבצורת על מחירי המים, אבל גם בניכוי אלה ובניכוי עונתיות קצב עליות המחירים היה מתון.

¹¹ השכר הריאלי למשרת שכיר במגזר העסקי במחירי היצרן עלה החל במחצית השנייה של 2009, ובאמצע 2010 הוא כמעט חזר לרמתו ערב המשבר. ראו פרק ה': שוק העבודה.

ובמיוחד מצד הגורמים המשפיעים על שער החליפין, נותרו ממתנים. הדבר תמך בהערכות, שעלו גם מהמודלים של הבנק, כי העלאת הריבית בקצב מתון תואמת את השגת יעד האינפלציה.

כנגד הגורמים הממתנים, גורם מרכזי שפעל לעליית האינפלציה החל מ-2008, ועל פי ההערכות היה צפוי להמשיך ולפעול בכיוון זה, היה התייקרות רכיב הדיור במדד (רכיב שעיקרו מחירי שכר הדירה). בחודשים דצמבר 2009 עד פברואר 2010 ירד רכיב הדיור, דבר שהצביע על אפשרות שהעלייה של רכיב זה במדד מתמתנת¹², אולם התמתנות זו התבררה כזמנית: בחודשים מארס עד ספטמבר חזרו המחירים לעלות בקצב מהיר. התמתנות נוספת ניכרה בסוף השנה, תוך אי-וודאות גדולה לגבי ההמשך.

במסגרת הערכת סביבת האינפלציה ממלאים תפקיד חשוב אינדיקטורים לשיעור האינפלציה שצופה הציבור - ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון ותחזיות של גופים שונים. איור ג'-4 מציג את הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (breakeven inflation) לצד האינפלציה השנתית. בסוף 2008 הציפיות לאינפלציה לשנה צנחו אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, ואף לשיעור שלילי, בשל המשבר העולמי והשלכותיו הצפויות על המשק. התפתחות זו שיקפה סכנה של גלישה למיתון המלווה בדפלציה, סכנה אשר הניעה את קובעי המדיניות המוניטרית להגיב בעוצמה - באמצעות הורדה אגרסיבית של הריבית וכלי מדיניות נוספים. במהלך 2009, עם השיפור בהערכות לגבי מצב המשק והתאוששותו הצפויה, עלו הציפיות לאינפלציה, ובאמצע 2009 הן נמצאו סמוך למרכז תחום היעד¹³. החל מהמחצית השנייה של 2009 "זחלו" הציפיות כלפי מעלה, ובמהלך 2010 הן נעו בסביבת הגבול העליון של היעד, ולעתים אף מעליו. לוח ג'-2 מציג את ממוצע התחזיות של גופים שונים (חזאים) לאינפלציה בשנה הקרובה לצד הציפיות הנגזרות מהשוק. ניתן לראות שברביע הראשון של 2010 תחזיות החזאים היו נמוכות מהציפיות הנגזרות מהשוק, וקריבות למרכז תחום היעד. עליית סביבת האינפלציה במהלך השנה השתקפה בעלייה של תחזיותיהם, כך שבמחצית השנייה של השנה הן עמדו סמוך לגבול העליון של יעד האינפלציה.

הימצאות הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה בסביבת הגבול העליון של יעד יציבות המחירים ואף מעליו, בלויית ציפיות להעלאה של הריבית, תמכו בהעלאת הריבית, כדי לבסס את האינפלציה בתחום היעד. במסגרת מדיניות גמישה של יעד אינפלציה, המדיניות יכולה לאפשר לאינפלציה לחרוג מהיעד זמנית, לטובת תמיכה ביעדים האחרים - במקרה זה תמיכה בפעילות ובפרט ביצוא, על רקע התנאים העולמיים. עם זאת, סטייה משמעותית של הציפיות לאינפלציה מתחום היעד, במיוחד של הציפיות לטווחים ארוכים משנה, עלולה לאותת על פגיעה באמינות של המדיניות המוניטרית כמכוונת בראש ובראשונה להבטחת יציבות מחירים, ולסכן את השגת יעד יציבות המחירים לאורך זמן. לכן עוקב בנק ישראל אחר הציפיות והתחזיות ופועל למניעת מצב כזה¹⁴. איור ג'-4 מלמד שהציפיות

הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה הנגזרות משוק ההון נעו ב-2010 בסביבת הגבול העליון של היעד. התחזיות של גופים שונים עלו במחצית השנייה של השנה מסביבת מרכז תחום היעד בתחילת 2010 אל סביבת גבול העליון.

אינפלציה צפויה בסביבת הגבול העליון של היעד לצד ציפיות להעלאת הריבית תמכו בהעלאת הריבית כדי לשמור על יציבות המחירים.

¹² התפתחות רכיב שירותי הדיור בבעלות שיקפה ירידה מצטברת של כ-0.6 אחוז בשלושת חודשים אלה בניכוי עונתיות. (ניכוי העונתיות - בשיטה של חטיבת המחקר בבנק ישראל).

¹³ עליית האינפלציה הצפויה נבעה גם מהעלאת של מסים עקיפים על ידי הממשלה במחצית השנייה של 2009; ראו פרק ג' בדוח בנק ישראל לשנת 2009.

¹⁴ הציפיות הנגזרות משוק ההון (breakeven inflation) מספקות אומדן זמין ושוטף לאינפלציה הצפויה. עם זאת, אומדן זה כולל, נוסף על האינפלציה הצפויה, גם פרמיות שונות, המשתנות על פני זמן, וכן הוא יכול ללקות בהטיות הנובעות מתנאי המסחר. לכל שיטה של הערכת סביבת האינפלציה יתרונות וחסרונות. לכן מסתמך בנק ישראל על אינדיקטורים שונים לאינפלציה הצפויה, בהם התחזיות של גופים שונים, וכן הוא משתמש במודלים שונים להערכת סביבת האינפלציה.

לטווח של 10 שנים שמרו על יציבות ב-2010 בסביבה דומה לזו של השנים האחרונות (breakeven inflation, כולל פרמיות שונות). נראה אפוא כי אמינותה של המדיניות המוניטרית נשמרה.

במהלך השנה הערכות חטיבת המחקר של בנק ישראל לגבי האינפלציה הצפויה היו נמוכות במידת מה מההערכות של גופים פרטיים ומהציפיות הנגזרות משוק ההון¹⁵. הבדלים בהערכות יכולים לנבוע מהערכות שונות לגבי ההתפתחויות הצפויות של הגורמים המשפיעים על האינפלציה, או לגבי התמסורת מגורמים אלה אל האינפלציה. בחינה של תחזיות החזאים לגבי התוואי הצפוי של הריבית העלתה שהערכותיהם היו בדרך כלל דומות (בממוצע) להערכות בנק ישראל. מכאן שההערכה שלהם בדבר אינפלציה צפויה גבוהה יותר לא נבעה מהבדל בתוואי הצפוי של הריבית, אלא מהערכתם כי אותו תוואי ריבית יתבטא באינפלציה גבוהה יותר. לציפיות ולתחזיות של הציבור יש ערך בפני עצמן, גם אם הן שונות מהערכות הבנק. זאת מכמה טעמים: הציפיות לאינפלציה יכולות להשפיע על האינפלציה בפועל, הן יכולות לאותת על כרסום באמינות של הבנק כדואג בראש ובראשונה ליציבות המחירים, וכן לרמוז שהבנק צריך לבחון את הערכותיו ביתר קפדנות.

הריבית הריאלית נותרה במהלך השנה נמוכה ואף שלילית, ושיקפה את העובדה שהמדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה.

לוח ג'-2 מראה שלמרות העלאת הריבית הנומינלית, הריבית הריאלית, כפי שהיא מתבטאת בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד לטווח של שנה, נותרה נמוכה מאוד, ואף שלילית (כמינוס 0.6 אחוז ברביע האחרון של 2010, רמה דומה לזו שהייתה ברביע האחרון של 2009). זאת משום שלצד העלאת הריבית עלו גם הציפיות לאינפלציה. תמונה דומה משתקפת מהריבית הריאלית הנגזרת על מקורות בנק ישראל (הריבית הנומינלית בניכוי הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה), שעמדה בסוף 2010 על כמינוס אחוז (איור ג'-1). התשואות על איגרות החוב הצמודות לטווחים ארוכים יותר אף הוסיפו לרדת במהלך השנה (לוח ג'-2 ואיור ד'-4 בפרק ד'). הריביות הריאליות הנמוכות, למרות העלאת הריבית המוניטרית, שיקפו את העובדה שהמדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה.

שוק ההון ומחירי הנכסים

ריבית חסרת סיכון נמוכה מעודדת חיפוש תשואות גבוהות יותר, תוך נטילת יותר סיכונים (search for yield)¹⁶. הסביבה הנמוכה של הריבית ב-2010 תרמה לעליות של מחירי נכסים, בהם מניות, איגרות חוב של חברות ונכסי נדל"ן, ולעליית חלקם של נכסים מסוכנים יחסית (מניות ואג"ח חברות) בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור. ראו הרחבה על השווקים הפיננסיים בפרק ד', ודיון במחירי הדירות ובצעדי בנק ישראל בשוק האשראי לדיוור - בסעיף ד' להלן.

הריבית הנמוכה תרמה לעליות של מחירי נכסים, בפרט מחירי הדירות.

¹⁵ ההערכות בבנק היו נמוכות מממוצע תחזיות החזאים, אולם הן נמצאו בתוך טווח התחזיות שלהם. ראו סעיף ההערכות לגבי התפתחות האינפלציה בדוחות האינפלציה לארבעת הרבעים של שנת 2010.

¹⁶ על הקשר בין המדיניות המוניטרית לנטילת סיכונים ראו למשל: Geert Bekaert, Marie Hoerova and Marco Lo Duca (2010). "Risk, Uncertainty and Monetary Policy", NBER Working Paper 16397, September 2010.

ג. שער החליפין וההתערבות בשוק מטבע החוץ

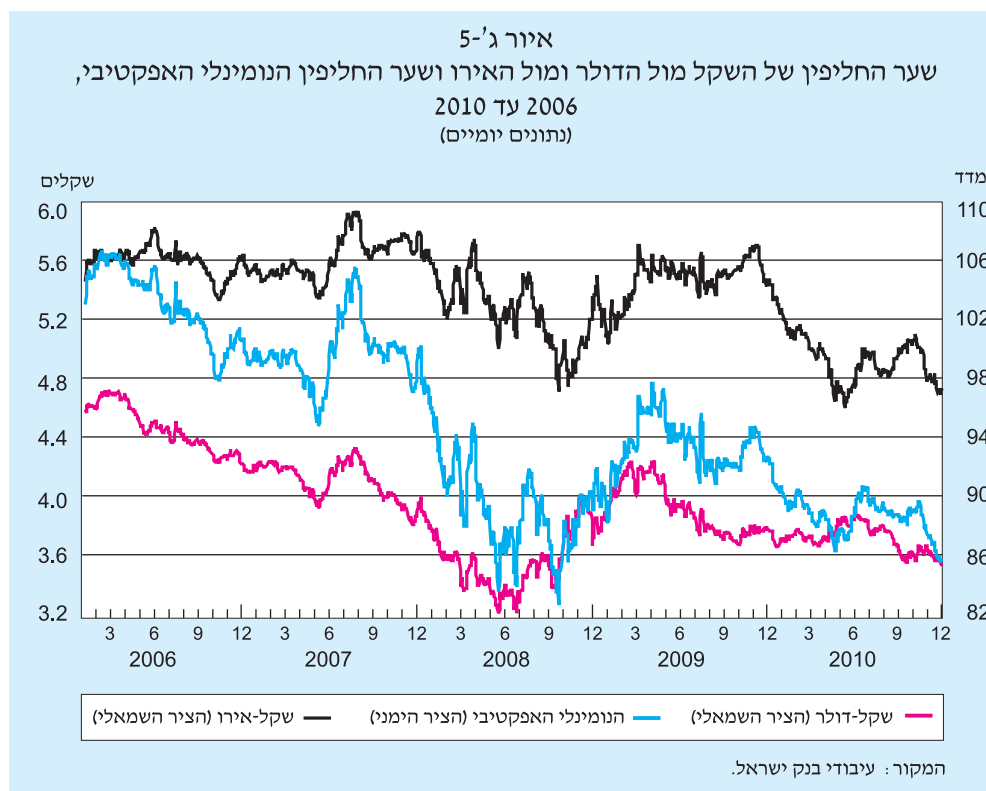
כפי שמוצג באיור ג'-5, נמשכה ב-2010 המגמה הכללית של ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, שהחלה במאי 2009¹⁷, תוך תנודות במהלך השנה¹⁸. במהלך 2010 יוסף השקל בכ-7 אחוזים (נומינלית וריאלית), ובתקופה שבין מאי 2009 לדצמבר 2010 הוא יוסף בכ-11 אחוזים (נומינלית וריאלית).

לצד כוחות לייסוף ריאלי, שנבעו מן העודפים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים¹⁹, נבעו לחצי ייסוף גם מפערי הריבית, שעודדו תנועות הון קצרות טווח אל המשק. זאת כחלק ממגמה של תנועות הון קצרות טווח מהמשקים המפותחים - שבהם עדיין נדרשו ריביות נמוכות, בגלל איטיותה של ההתאוששות מהמשבר - אל משקים שנפגעו פחות מהמשבר, התאוששו מהר יותר, ולכן הריביות בהם היו גבוהות יותר. (ההתפתחויות בעולם מתוארות בסעיף ב' לעיל).

תנועות ההון קצרות הטווח אל המשק התבטאו ברכישות מק"ם בהיקפים גדולים על ידי משקיעים זרים²⁰, בעוד שהיקף ההשקעות הישירות לא היה גדול. (ראו פרק ז' - מאזן

שער החליפין האפקטיבי של השקל יוסף ב-2010 בכ-7 אחוזים.

לייסוף השקל פעלו עודפים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, וכן פערי הריביות בין ישראל למשקים מפותחים מובילים, שעודדו תנועות הון קצרות טווח אל המשק.



¹⁷ כפי שניתן לראות באיור, מגמת ייסוף נומינלי (וריאלי) של השקל החלה למעשה עוד ב-2006.

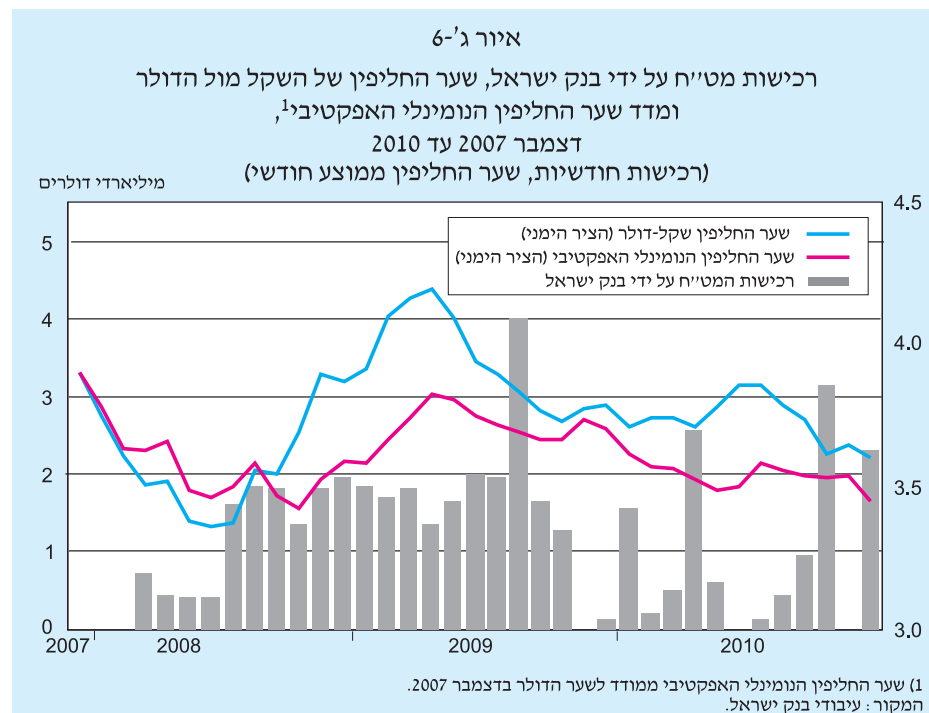
¹⁸ ייסוף חד מדצמבר 2009 עד מאי 2010 ואחריו פיחות ביוני-יולי - על רקע תוכניות סיוע למדינות שנקלעו לקשיים באירופה. תוכניות אלה סייעו לחזק את האירו, שנחלש מאוד בגלל הסיכונים הכרוכים במשברי החוב. הייסוף החד התחדש בדצמבר.

¹⁹ דיון בשער החליפין הריאלי ראו בפרק ב'.

²⁰ חלקם של המשקיעים הזרים בהחזקות המק"ם עלה בשיעור חד ב-2010. בדצמבר 2010 הוא עמד על כ-28 אחוזים, לעומת 5 אחוזים בסוף 2009 ואחוז אחד בסוף 2008.

לנוכח לחצים לייסוף
יתר, שנבעו מתנועות
ההון קצרות הטווח, ועל
רקע הסיכונים לצמיחה,
שנבעו מההתאוששות
האיטית בעולם, המשיך
בנק ישראל לרכוש מטבע
חוץ בשוק, כדי לתמוך
ביצוא, ובכך – בצמיחה
ובתעסוקה.

התשלומים). תנועות אלה יצרו, כאמור, לחצים לייסוף יתר, שעל אף היותם זמניים, גילמו סיכון לפגיעה ארוכת טווח ביצוא²¹ - מנוע צמיחה חשוב של המשק. לכן, לצד תהליך העלאת הריבית, שנדרש כדי לשמור על יציבות המחירים ועל היציבות הפיננסית, המשיך בנק ישראל לפעול בשוק מטבע החוץ; זאת בהתאם למדיניות שהחל בה באוגוסט 2009, אז הוא עבר מרכישות יומיות קבועות של מטבע חוץ להתערבות על פי הצורך, במקרים של תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הבסיסיים במשק. השינוי במדיניות - מרכישות קבועות לרכישות על בסיס נקודתי בהתאם לצורך - משתקף בנתוני הרכישות, המוצגים באיור ג'-6. במרבית החודשים מאז השינוי היה היקף הרכישות נמוך יחסית²². עם זאת, היקפי הרכישות השתנו על פני השנה, ושיקפו את פעילות בנק ישראל בשוק במענה ללחצים על שער החליפין. ניתן לראות באיור כי רכישות בהיקפים גדולים יחסית בוצעו ב-2010 בחודשים ינואר, אפריל ואוקטובר, שלושה מתוך ארבעת החודשים שבהם הועלתה ריבית בנק ישראל, וייתכן שיש בכך כדי ללמד על הלחצים לייסוף שיצרו העלאות הריבית. לעומת זאת באוגוסט 2010 לא רכש בנק ישראל מטבע חוץ בהיקפים גדולים, למרות העלאת הריבית גם לחודש זה, וכך גם בדצמבר 2009. רכישות גדולות יחסית בוצעו בדצמבר 2010, אף שהריבית לחודש זה לא הועלתה - לנוכח לחצי ייסוף שנבעו בין היתר מן ההודעות על גילוי כמויות גדולות של גז בקידוחים בישראל.



²¹ ללחצים זמניים לייסוף עלולות להיות השלכות ארוכות טווח על מגזר היצוא, משום שהם עלולים לגרום לאיבוד נתחי שוק עולמיים לטובת מתחרים, פגיעה קשה לתיקון.

²² בסך הכול ב-2010 בוצעו רכישות בסכום מצטבר של כ-12 מיליארדי דולרים, לעומת כ-19 מיליארדי דולרים ב-2009. היקף הרכישות בחודש אוקטובר היה גבוה במיוחד (כ-3 מיליארדים), נתון המבטא את התגברות תנועות ההון לטווח קצר בסוף השנה.

גם ב-2010 - כמו מאז התחיל לפעול בשוק מטבע החוץ, ב-2008 - עיקר בנק ישראל את הרכישות שביצע, כלומר ספג את עודפי הנזילות שנוצרו בעקבותיהן, כך שרמת הריבית לטווח הקצר בשוק הכסף תתאם את הריבית שהוא קבע. (ראו גם סעיף 4 בפרק זה.)

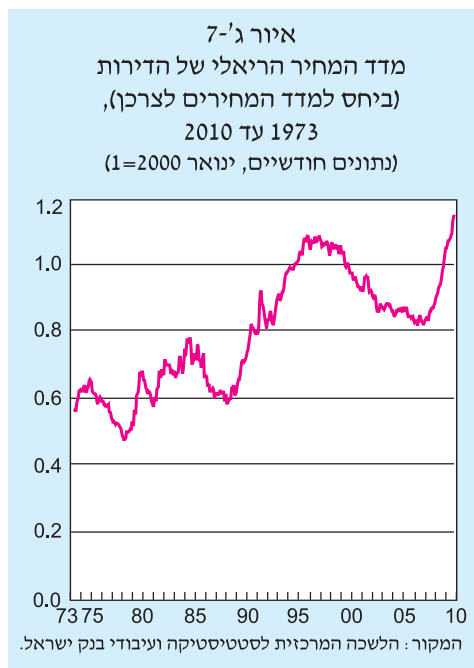
התמשכות המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בארה"ב ובאירופה לצד הצורך להמשיך בתהליך העלאת הריבית המקומית הניעו את בנק ישראל והממשלה לשקול שימוש בכלים נוספים בתחום מטבע החוץ. לנוכח גידולן של תנועות ההון לטווח קצר, במיוחד בסוף 2010, והשלכותיהן על שער החליפין ועל היציבות הפיננסית, פרסם בנק ישראל בינואר 2011 שתי הנחיות הנוגעות לשוק מטבע החוץ: הראשונה מטילה חובת דיווח על עסקות החלף שקל-מט"ח ועסקאות עתידיות במטבע חוץ, וכן על עסקאות של משקיעים זרים במק"ם ובאיגרות חוב ממשלתיות קצרות; השנייה מטילה על התאגידים הבנקאיים בישראל חובת נזילות בגין עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מטבע חוץ.²³ צעד זה נועד להקטין את הסיכון לבנקים, וכן לייקר עסקאות אלה עבור תושבי חוץ, ובזאת להפחית את הכדאיות של פעילותם לטווח קצר במשק. נוסף על הנחיות אלה הודיע משרד האוצר כי הוא שוקל לבטל את הפטור ממס, הניתן למשקיעים זרים על רווחים הנובעים מהשקעה במק"ם ובאיגרות חוב ממשלתיות קצרות.

על רקע התגברות תנועות ההון קצרות הטווח, פרסם בנק ישראל בינואר 2011 הנחיות בתחום מטבע החוץ, ונוסף על כך הודיע משרד האוצר שהוא שוקל צעדי מיסוי.

ד. שוק הדיור וצעדים מקרו-יציבותיים

גורם מרכזי שתמך בהעלאת הריבית ב-2010 הוא עלייה מהירה של מחירי הדירות לצד התרחבות של האשראי לדיור. בשנים 2008 עד 2010 עלו מחירי הדירות בשיעור ריאלי של כ-39 אחוזים - קצב שנתי ממוצע של 12 אחוזים, הרבה מעבר לקצב עלייתם ארוך-הטווח (איור ג'-7). כפי שניתן לראות באיור ג'-7, עליית המחירים הריאליים של הדירות מ-2008 התרחשה אחרי ירידתם בעשור שהסתיים ב-2007 (ירידה ריאלית של כ-24 אחוזים).

מחירי הדירות המשיכו לעלות בקצב מהיר ב-2010, לצד התרחבות של האשראי לדיור.



הקצב המהיר של עליית מחירי הדירות ב-2009-2010 מוסבר במידה רבה בירידת הריביות במשק על רקע המשבר, ובפרט בירידת הריביות על המשכנתאות, ובמחסור בדירות ביחס לאוכלוסייה.²⁴ גידול הביקוש לדירות על רקע הריביות הנמוכות, וכנגדו תגובה איטית של היצע הדירות, התבטאו בעלייה של המחירים. לצד ירידת הריביות על המשכנתאות גדל מאוד היקף המשכנתאות שניטלו - עלייה המשקפת הן את גידול הביקוש למשכנתאות על

²³ לפירוט ראו ההודעות לעיתונות שפרסם בנק ישראל בתאריכים 19 בינואר ו-20 בינואר 2011.

²⁴ על פי עבודות שנעשו בבנק ישראל השפעת הריבית מסבירה בין שליש למחצית מסך עליית מחירי הדירות בתקופה זו.

רקע העלות הנמוכה והן את עליית מחירי הדירות עם גידול הביקושים. (הרחבה על שוק המשכנתאות ראו בפרק ד').

להערכת בנק ישראל,
מחירי הדירות לא
התרחקו במידה
משמעותית מהסביבה
התואמת את גורמי
היסוד, אולם המשך
עלייתם בקצב מהיר
העלה את הסיכון
להתרחקות מסביבה זו.

עלייה של מחירי נכסים עלולה להתפתח לתהליך בועתי, שבו עליית המחירים מונעת על ידי ציפיות להמשך עלייתם, ומתנתקת מגורמי היסוד של המשק. ניתוח ההתפתחות של מחירי הדירות בישראל העלה כי המחירים לא התרחקו במידה משמעותית מהסביבה התואמת את גורמי היסוד המשפיעים על שוק הדירות²⁵. ואולם, המשך עלייתם של מחירי הדירות בקצב מהיר, שנתמך בגידול האשראי לדיור על רקע הריביות הנמוכות, העלה את הסיכון להתרחקות מסביבה זו. להתפתחות של בועה במחירי הדירות ולירידות המחירים החדות הצפויות בעקבותיה עלולות להיות השלכות חמורות על היציבות הפיננסית, על הפעילות הכלכלית ועל החברה. חשש זה ממחיש את הסיכון הכרוך בריבית נמוכה לאורך זמן. מאחר שהתנאים המקרו-כלכליים, ובפרט הסביבה העולמית, הצדיקו קצב מתון של העלאת הריבית, ועקב הסיכונים הגלומים בקצב המהיר של עליית מחירי הדירות ובגידול האשראי לדיור, הגיב בנק ישראל על התפתחויות בשוק הדיור באמצעות כלי נוסף - צעדים פיקוחיים מקרו-יציבותיים בתחום המשכנתאות²⁶.

לנוכח הסיכונים ליציבות
הפיננסית הכרוכים
בעלייתם המהירה של
מחירי הדירות ובגידול
האשראי לדיור נקט בנק
ישראל צעדים ממוקדים
בשוק האשראי לדיור.

הצעדים המקרו-יציבותיים שנקט בנק ישראל בשוק האשראי לדיור נועדו להקטין את סיכוני האשראי של הבנקים ואת הסיכונים לנוטלי המשכנתאות - במיוחד המשכנתאות בריבית משתנה - ולמנוע התפתחות בועה במחירי הדירות. צעדים אלה כללו: שינוי הסיווג של קבוצות הרכישה כאשראי לענף הבינוי והנדל"ן במקום אשראי לדיור, דרישה להקצאת הון גבוהה יותר בגין משכנתאות בשיעורי מימון גבוהים, דרישה לבחינה מחודשת של ניהול הסיכונים בתיק האשראי לדיור ודרישה להקצאת הון גבוהה יותר בגין הלוואות בריבית משתנה. הקצאת הון גבוהה יותר מקטינה את הסיכון לבנקים, וכן מייקרת את האשראי שהם מספקים, ובכך פועלת גם לצינון הביקושים.

הצעדים שנקט בנק ישראל כווננו לצד הביקוש לדירות. במקביל נקטה הממשלה צעדים פיסקליים ואחרים המכוונים לצד ההיצע - לעידוד הבנייה, שיווק הקרקעות וכדומה - כדי לטפל במחסור בדירות ביחס לאוכלוסייה. זאת נוסף על צעדים בתחום המיסוי להגדלת היצע הדירות וריסון הביקושים בטווח הקצר²⁷.

הצעדים שנקט בנק ישראל בשוק האשראי לדיור במהלך 2010 היו מתונים. יחד עם זאת הבהיר הבנק כי יהיה נכון לנקוט צעדים חריפים יותר אם הדבר ידרש.

²⁵ מחירי הדירות עלו, כאמור, בקצב מהיר החל מ-2008, אך זאת אחרי ירידה ריאלית בעשור שלפני כן בשיעור מצטבר של למעלה מ-20 אחוזים. בחינת היחס בין מחירי הדירות לשכר הדירה ובין מחירי הדירות לשכר הממוצע במשק על פני זמן ובהשוואה למדינות שבהן התפתחה והתפוצצה בועה תמכה בהערכה כי נכון ל-2010 רמת מחירי הדירות לא התרחקה משמעותית מהסביבה התואמת את גורמי היסוד. להרחבה על אודות האינדיקטורים השונים, תיאור שיטות הניתוח והתוצאות ראו תיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2009, וכן מצגת שהוצגה בכנס חטיבת המחקר של בנק ישראל בדצמבר 2010: <http://www.bankisrael.org.il/deptdata/neumim/neum382h.htm>

²⁶ המטרה של מדיניות מקרו-יציבותית היא להוריד את רמת הסיכון המערכתי ולחזק את המערכת הפיננסית ואת יכולתה לעמוד בפני זעזועים; הדגש הוא על המערכת כולה תוך הבנת הקשרים בין הגופים השונים במערכת וההשפעות ההדדיות שלהם זה על זה. ראו תיבה על מקרו-יציבותית וכן הרחבה על הצעדים שנקט בנק ישראל בפרק ד'.

²⁷ בהם פטור ממס שבח והעלאת מס הרכישה לתקופה מוגבלת (שנתיים), צעדים שנועדו לעודד מכירה של דירות להשקעה ולצנן את הביקושים לדירות להשקעה. ראו הרחבה בפרק ב', ענף הבנייה.

2. המחירים

מאז 2003 מוגדר יעד האינפלציה כטווח שבין 1 ל-3 אחוזים. האינפלציה במדד המחירים לצרכן עמדה בשנת 2010 על 2.7 אחוזים, בתחום היעד. האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים נמצאה מעל גבולו העליון של היעד או סמוך לו מאז סוף 2007²⁸, חזרה לתחום היעד בחודש יוני 2010 ונשארה בתוכו עד סוף השנה (איור ג'-8).

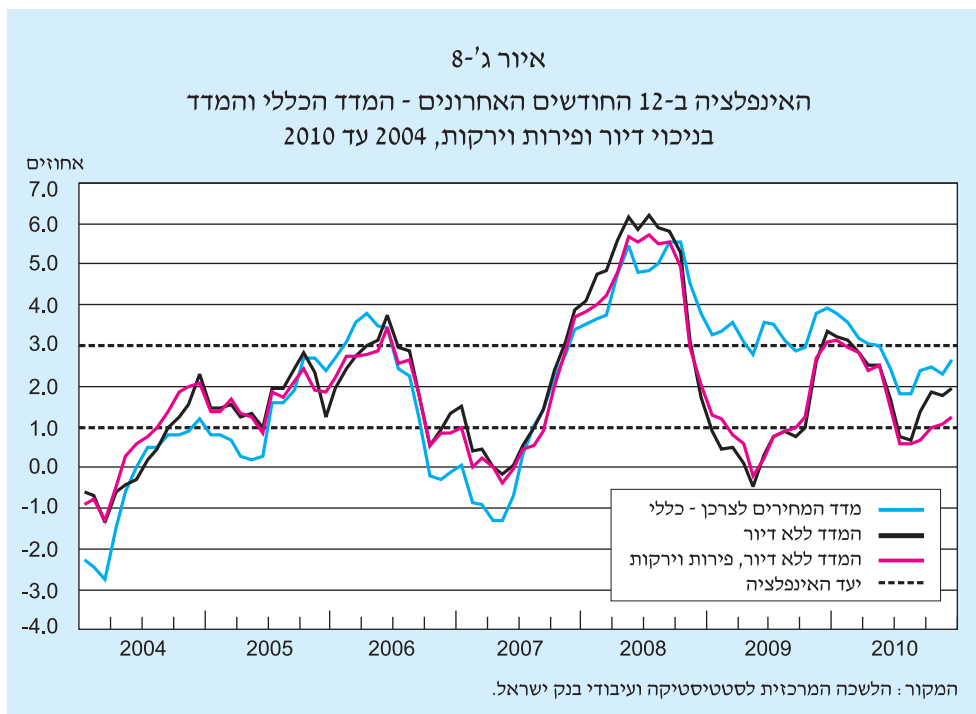
רכיב מרכזי שבגיננו היה שיעור האינפלציה ב-2010 גבוה ממרכז תחום היעד הוא רכיב הדיור, שעיקר מחירי שכר הדירה. רכיב זה עלה ב-2010 ב-4.9 אחוזים (ראו הרחבה בהמשך) ותרם כנקודת אחוז לעליית המדד. האינפלציה במדד ללא דיור עמדה על 1.9 אחוזים.

רכיב נוסף שתורם משמעותית לאינפלציה ב-2010 הוא הפירות והירקות. רכיב זה עלה ב-2010 ב-16 אחוזים ותרם לעליית המדד הכללי כ-0.6 אחוז (איור ג'-11). סעיף הפירות והירקות הוא קטן יחסית (3.6 אחוזים מהמדד) ותנודתי. הואיל ושינויים במחירי הפירות והירקות משקפים בעיקרם ועזועי היצע זמניים, ולא כוחות כלכליים בסיסיים בעלי השפעה מתמשכת, הרי לצורך ניתוח הכוחות המשפיעים על האינפלציה נוה להסתכל על המדד בניכוי רכיב זה. האינפלציה במדד ללא דיור וללא פירות וירקות עמדה ב-2010 על 1.3 אחוזים - בחלקו התחתון של תחום היעד (איור ג'-8).

שינויים במחירים שנבעו מהחלטות הממשלה על מסים עקיפים והיטלים השפיעו על האינפלציה ב-2010 במידה מועטה: על פי אומדנים שנערכו בבנק ישראל, הפחתת המע"מ בחצי נקודת אחוז בינואר הפחיתה מהאינפלציה השנתית כ-0.2 נקודת אחוז, והעלאת

האינפלציה במדד המחירים לצרכן עמדה בשנת 2010 על 2.7 אחוזים, בתחום היעד.

רכיבים מרכזיים שתורמו לאינפלציה במדד הכללי הם הדיור (המורכב בעיקר ממחירי שכר הדירה) והפירות וירקות. האינפלציה במדד ללא דיור וללא פירות וירקות עמדה ב-2010 על 1.3 אחוזים.



²⁸ ב-2008 חריגת האינפלציה מהגבול העליון של היעד הייתה מוסברת בעיקר בעלויות של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם ושל סעיף הדיור (שכר הדירה). ב-2009 ההסברים המרכזיים היו העלאות של מסים עקיפים ועלויות של סעיף הדיור ושל מחירי האנרגיה. ראו דוחות בנק ישראל לשנים אלו.

המס על הסיגריות ביולי הוסיפה לאינפלציה כ-0.1 נקודת אחוז. ביטול היטל המים גרע מהאינפלציה, אולם כנגדו הועלו תעריפי המים. בסך הכול ירדו מחירי המים ב-2010 ב-1.6 אחוזים בלבד²⁹, כך שתרומתם לאינפלציה הכללית הייתה זניחה. (משקל המים בסל הצריכה הוא כאחוז אחד).

שיעור אינפלציה מתון במדד ללא דיור וללא פירות וירקות משקף מספר גורמים שפעלו למיתון עליות המחירים. גורם מרכזי הוא ייסוף השקל החל מאמצע 2009, המשך למגמת ייסוף שהחלה עוד ב-2006 (איור ג'-5). במהלך 2010 יוסף שער החליפין האפקטיבי של השקל בכ-7 אחוזים, נומינלית וריאלית, המשך לייסוף של כ-4 אחוזים ממאי עד דצמבר 2009. ערוץ מרכזי שדרכו משפיע שער החליפין על האינפלציה הוא השפעתו על מחירי המוצרים המיובאים, שכן ייסוף של השקל מוריד את העלויות ליבואנים במונחי שקלים. מחירי היבוא מושפעים גם מהמחירים בעולם. האינפלציה במדינות המפותחות, במיוחד בארה"ב ובאירופה, הייתה השנה מתונה, על רקע עודפי כושר ייצור שם, דבר שתורם לאינפלציה ממותנת במחירי היבוא בישראל. לעומת זאת עלו השנה מחירי הנפט וסחורות אחרות בשיעורים גבוהים. (ראו בהמשך.) לוח ג'-3 מלמד כי במחצית הראשונה של 2010 התפתחות מחירי היבוא בדולרים (למעט מחירי הדלקים) הייתה מתונה, והמחירים אף ירדו. במחציתה השנייה של השנה המחירים אמנם עלו במונחי דולרים, אולם התפתחותם במונחי שקלים הייתה מתונה - עקב ייסוף חד של השקל מול הדולר ברביע האחרון. על מחירי המוצרים המיובאים בשקלים אין תצפיות ישירות. התמסורת מהשינויים בשער החליפין הנומינלי ובמחירים העולמיים למחירי המוצרים המיובאים בארץ היא על פי רוב הדרגתית. סביר שהיא תלויה במידת התחרותיות בשווקים הרלוונטיים, וכן במידת הפרמנטיות או הזמניות של השינויים בשער, כפי שהם נתפסים על ידי קובעי המחירים. מודל מבני מקרו-כלכלי, המשמש את בנק ישראל להערכת סביבת האינפלציה ולחיזוי, מאפשר לאמוד את ההשפעה הכמותית של השינויים במחירים העולמיים ובשער החליפין על מחירי המוצרים המיובאים בארץ. המודל גוזר אומדנים להתפתחות מדד המחירים לצרכן בחלוקה לרכיב מיובא ולרכיב המיוצר במשק המקומי (על ידי שימוש בהון ועבודה); זאת מתוך נתונים על משתנים נצפים, תוך הנחות לגבי הקשרים שבין המשתנים השונים במודל³⁰. המדד הכללי ללא פירות וירקות עלה ב-2010 בשיעור של 1.9 אחוזים (ממוצע הרביע האחרון מול ממוצע מקבילו אשתקד). על פי האומדנים הנגזרים מהמודל, עלייה זו מורכבת מירידה של רכיב היבוא בשיעור של 0.1 אחוז, עלייה של רכיב הדיור בשיעור של 4.4 אחוזים ועלייה של הרכיב המקומי ללא דיור בשיעור של 2.4 אחוזים. מתינותה של האינפלציה במחירי היבוא נבעה בעיקר מייסוף השקל.

ייסוף נומינלי של שער החליפין יכול לפעול גם למיתון המחירים המקומיים - דרך השפעת שער החליפין הריאלי על הביקושים לתוצר המקומי: ייקור יחסי של המוצרים המקומיים ביחס למתחרים מחו"ל מקטין את הביקושים לתוצר המקומי, ובכך פועל למיתון מחיריו (דרך עלויות הייצור, ראו להלן).

אשר ללחצים אינפלציוניים מקומיים על רקע התאוששות המשק מהמשבר: ערוץ מרכזי להשפעת הפעילות הריאלית על המחירים הוא השפעת הביקוש לגורמי ייצור על עלותם. גידול הביקוש לגורמי ייצור עם גידול הביקושים לתוצר מעלה את עלויות הייצור, ועלייה של עלות הייצור לוחצת להעלאת המחירים לצרכנים. כפי שניתן ללמוד מאיור ג'-9,

²⁹ זאת לאחר שב-2008 ו-2009 עלו מחירי המים בשיעור מצטבר של מעל 60 אחוזים.

³⁰ מצגת על המודל, שהוצגה בכנס בין-לאומי שנערך בישראל באוקטובר 2009, ניתן למצוא באתר בנק ישראל: http://www.bankisrael.org.il/modelworkshop/ws_info.htm

גורם מרכזי שפעל
למיתון האינפלציה ב-
2010 היה ייסוף השקל.

ייסוף השקל ואינפלציה
מרוסנת במדינות
המפותחות, בהשפעת
המשבר, פעלו למיתון
עלייתם של מחירי
המוצרים המיובאים.

לוח ג'-3

מחירי היבוא, שער החליפין והמחירים לצרכן, 2004 עד 2010

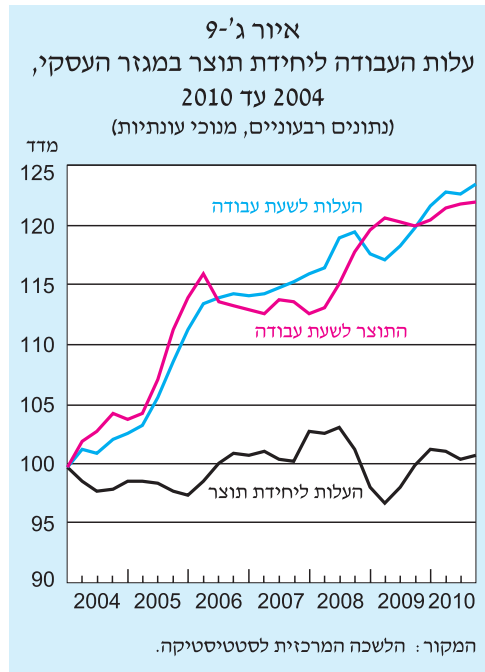
(שיעורי השינוי באחוזים)

מדר	מחירי היבוא בשקלים ¹					מחירי היבוא בדולרים				
	התשומות לייצור המחירים	מוצרי	מוצרי	מוצרי	שער	התשומות לייצור	מוצרי	מוצרי	מוצרי	התקופה
	ללא דלק	ללא דלק	ללא דלק	ללא דלק	הדולר	ללא דלק	ללא דלק	ללא דלק	ללא דלק	התקופה
(לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)										
2004	-0.4	26.8	6.5	0.6	2.7	-1.5	28.9	8.1	2.1	4.2
2005	1.3	37.3	3.1	-2.3	1.1	0.1	36.7	3.0	-2.4	1.0
2006	2.1	16.5	2.9	-1.8	0.7	-0.7	17.6	3.7	-1.2	1.4
2007	0.5	3.9	0.3	-4.4	-4.6	-7.8	13.1	8.7	3.7	3.4
2008	4.6	24.4	-3.3	-10.4	-5.0	-12.7	43.1	10.8	2.7	8.8
2009	3.3	-31.2	-3.5	7.3	5.7	9.6	-37.4	-12.0	-2.1	-3.5
2010	2.7	19.5	-1.1	-6.2	-2.2	-5.1	25.4	4.2	-1.2	3.0
(לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרביע האחרון)										
2004	1.0	44.3	7.4	0.0	1.7	-1.0	45.7	8.5	0.9	2.7
2005	2.6	32.3	3.6	-0.5	3.3	5.5	25.4	-1.8	-5.7	-2.1
2006	-0.2	-5.4	-0.1	-6.0	-4.3	-8.3	3.2	9.0	2.5	4.4
2007	2.8	37.2	2.0	-3.2	-3.1	-7.4	48.1	10.2	4.5	4.7
2008	4.6	-24.0	-1.0	-5.7	2.1	-3.2	-21.5	2.3	-2.5	5.5
2009	3.6	7.0	-7.1	1.6	-2.9	-1.3	8.5	-5.9	3.0	-1.6
2010	2.5	10.6	0.5	-4.9	0.9	-3.9	15.0	4.6	-1.1	4.9
(לעומת הרביע הקודם)										
										2009
	-0.7	-19.1	-4.2	6.3	2.4	6.4	-23.9	-9.9	-0.1	-3.7
	1.9	11.2	-1.1	1.4	-0.1	0.5	10.7	-1.6	0.9	-0.5
	2.0	14.3	-3.0	-4.6	-4.7	-6.1	21.7	3.3	1.6	1.5
	0.4	4.0	1.1	-1.1	-0.5	-1.7	5.8	2.8	0.6	1.3
										2010
	-0.7	3.0	-1.4	-2.8	-0.5	-0.8	3.8	-0.6	-2.0	0.3
	1.2	3.3	1.1	-1.1	0.4	1.3	1.9	-0.2	-2.3	-0.9
	1.2	-0.9	1.3	1.6	2.1	0.3	-1.2	1.0	1.3	1.8
	0.8	4.9	-0.4	-2.6	-1.1	-4.6	10.0	4.4	2.1	3.7

(1) מחירי היבוא בדולרים מוכפלים בשער החליפין של השקל מול הדולר.

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

עלות העבודה ליחידת תוצר ירדה ניכרת בתקופת המשבר. עם התאוששות המשק מהמשבר היא עלתה, אך רמתה ב-2010 נותרה נמוכה מאשר ב-2008, ערב המשבר.



עלות העבודה ליחידת תוצר ירדה ברביע האחרון של 2008 ובמחצית הראשונה של 2009: בגלל המשבר העולמי והשלכותיו על המשק ירד הביקוש לעובדים, שיעור האבטלה עלה, תשומת העבודה ירדה, ואיתה ירדה עלות העבודה (השכר). לירידתה של עלות העבודה ליחידת תוצר בתקופת המשבר תרמה גם עלייה של פריון העבודה. התפתחויות אלה פעלו למיתון האינפלציה בתקופת המשבר. התאוששות המשק מהמשבר והשיפור בשוק העבודה השתקפו בעלייה של עלות העבודה ליחידת תוצר במחצית השנייה של 2009 וברביע הראשון של 2010, עלייה שנבלמה בהמשך 2010. בסך הכול, העלות ליחידת תוצר ב-2010 אמנם עלתה מרמתה הנמוכה במחצית הראשונה של 2009, אך נותרה נמוכה מרמתה ב-2008, ערב המשבר.

לפיכך נראה כי העלייה בעלויות הייצור המקומיות, שליוותה את גידול הפעילות החל מהמחצית השנייה של 2009, עדיין לא יצרה לחצים אינפלציוניים ב-2010. עם זאת, ככל שהמשק ממשיך לצמוח, ועודף כושר הייצור מצטמצם, פוחתים הכוחות למיתון האינפלציה שנבעו מעודפי כושר הייצור, ולכן פוחת הקיזוז של גורמים אינפלציוניים אחרים (ב-2010 - בעיקר מחירי הדיוור ומחירי הסחורות), וגוברים סיכויי האינפלציה.

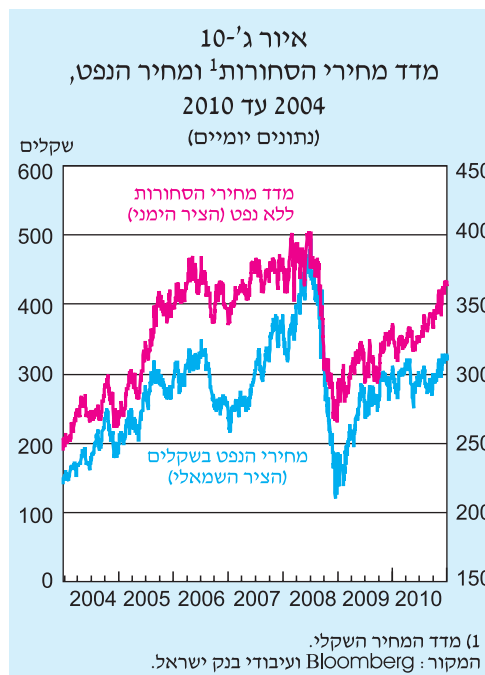
העלאת הריבית על ידי בנק ישראל פעלה למיתון האינפלציה, בין השאר דרך השפעת פערי הריביות על שער החליפין של השקל. עם זאת, המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה כדי לתמוך בהמשך ההתאוששות של הפעילות הריאלית בעקבות המשבר, ובכך השפעתה על האינפלציה הייתה מרחיבה. כמו כן, ההתערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, אשר מנעה ייסוף חד יותר של השקל, פעלה נגד השפעתם הממתנת של כוחות לייסוף שער החליפין על האינפלציה.

גורם נוסף שפעל לעליית המחירים ב-2010 הוא עלייה של מחירי הסחורות. כפי שמלמד איור ג'-10, החלו מחירים אלו לעלות בתחילת 2009 - לאחר צניחתם בסוף 2008, בשל המשבר העולמי. עלייה זו מוסברת, בין השאר, בשיפור ההערכות לגבי התאוששות הכלכלה העולמית מהמשבר, במיוחד ביחס למדינות המתפתחות, ובראשן סין. עלייה של מחירי הסחורות צפויה להביא לעלייה של מדד המחירים לצרכן הן ישירות, דרך סחורות המהוות חלק מסל הצריכה (למשל דלקים), והן בעקיפין, דרך התייקרות חומרי הגלם המשמשים לייצור מוצרי הצריכה. עלויות חדות של מחירי הסחורות ב-2010, במיוחד במחצית השנייה של השנה - המשך לעלייתם ב-2009 - גרמו לעלייה של האינפלציה במדינות מתפתחות, שבהן חלקו של המזון בסל הצריכה גבוה³¹. במשק הישראלי עלה רכיב המזון במדד המחירים לצרכן ב-2010 בשיעור מתון יחסית - 2.0 אחוזים. אולם, כפי שמלמד לוח ג'-4, בחודשים אוגוסט עד אוקטובר ניכרה האצה במחירי המזון, וזו תרמה להאצת קצב האינפלציה בחודשים אלה.

מחירי הסחורות בעולם
עלו בקצב מהיר במחצית השנייה של 2010.

³¹ מדד מחירי הסחורות החקלאיות של בלומברג (בדולרים) עלה ב-2010 בשיעור של כ-40 אחוזים.

רכיב הדיור, המבטא בעיקר את מחירי שכר הדירה, תרם תרומה משמעותית לאינפלציה מאז 2008.



רכיב מרכזי שתרם לאינפלציה במדד המחירים לצרכן בשלוש השנים האחרונות (מ-2008) הוא רכיב הדיור, המורכב בעיקר ממחירי שכר הדירה. ב-2010 עלה סעיף הדיור, שמשקלו במדד כ-20 אחוזים, ב-4.9 אחוזים, ותרם כנקודת אחוז לעליית המדד הכללי (איור ג'-11). מחירי השכירות החלו לעלות בשיעורים חדים במחצית השנייה של 2008, וב-2008 כולה עלה רכיב הדיור ב-12.1 אחוזים. ב-2009 וב-2010 התמתן קצב עלייתו של רכיב זה (ל-5.6 אחוזים ב-2009 ו-4.9 אחוזים ב-2010), אולם תרומתו לאינפלציה נותרה משמעותית.

עלייה מהירה של מחירי השכירות החל מ-2008 מוסברת בתנאי ההיצע והביקוש בשוק שירותי הדיור, כפי שמתבטא בעליית היחס בין האוכלוסייה למלאי הדירות בשנים האחרונות. (ראו סעיף הבנייה בפרק ב'). נמצא כי מספר

גורמים מסבירים את התמתנות קצב עלייתם של מחירי השכירות בשנתיים האחרונות³²: האחד הוא שיעור האבטלה, המשקף את מחזור העסקים (השפעה בפיגור); נמצא כי הגאות במחזור העסקים, שהתבטאה בירידת שיעור האבטלה מ-2004 עד הרביע השני של 2008, תרמה לעלייה של מחירי השכירות ב-2008 וב-2009, ואילו פגיעתו של המשבר בפעילות תרמה להתמתנות קצב העלייה של רכיב הדיור מסוף 2009. הגורם השני הוא התמתנות הלחצים לעליית המחירים שנבעו מהמחסור בדירות. זאת בעקבות ההאצה בבנייה, בתגובה לעליית הביקושים. גורם נוסף הוא ייסוף השקל מול הדולר מהמחצית השנייה של 2009 לעומת פריחת המחצית השנייה של 2008 ובמחצית הראשונה של 2009. עם זאת, התמסורת משער הדולר אל סעיף הדיור במדד פחתה בשנים האחרונות, כפי שמעידה ירידת שיעורם של חוזי השכירות הנקובים בדולרים.

בחינת התפתחות מדד המחירים לצרכן בניכוי עונתיות במהלך השנה מלמדת כי קצב עליית המחירים הואץ במהלך השנה, התפתחות העולה בקנה אחד עם מגמת ההתאוששות מהמשבר בעולם ובארץ (לוח ג'-4). קצב עליית המחירים ברביע הראשון של השנה היה מתון (גם בניכוי השפעת השינוי במע"מ וביטול ההיטל על המים), ואילו במחצית השנייה של השנה ניכרה האצה. זו נבעה בין השאר מעליות של מחירי המזון והאנרגיה, תוצאת עליות מהירות של מחירי הסחורות בעולם במחצית השנייה של השנה.

סעיף ההלבשה וההנעלה עלה ב-2010 ב-4.5 אחוזים - עלייה חריגה יחסית לשנים הקודמות, שבהן התאפיין סעיף זה במגמת ירידה (לוח ג'-4). מגמת הירידה במחיר היחסי של מוצרי הלבשה והנעלה נבעה במידה רבה מתהליך הגלובליזציה, שבמסגרתו גדל

קצב עליית המחירים הואץ במחצית השנייה של 2010, בין השאר עקב עליית מחירי הסחורות בעולם.

³² להרחבה ראו סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 125, מאי עד אוגוסט 2009, חלק ב': הרחבה בסוגיות נבחרות, וכן מצגת שהוצגה בכנס חטיבת המחקר של בנק ישראל בדצמבר 2010, אשר ניתן למצאה באתר הבנק: <http://www.bankisrael.org.il/deptdata/neumim/neum382h.htm>

לוח ג'-4
התפתחות המחירים לפני רכיבים שונים, עד 2002

מדד														
המחיריים														
ירקות ופירות														
לצרכן														
המתקופה														
מזון														
דיוור														
אחזקת														
דירה														
רציד														
הנעלה														
ובידור														
תרבות														
תחבורה ותקשורת														
שונות														
האנרגיה ¹														
מוזון														
אנרגיה														
ללא														
המורד														
המורד הכללי														
עונתיות ²														

2002	6.5	-1.2	4.9	8.2	10.7	2.2	-3.5	3.5	5.7	9.3	9.7	20.1	6.0
2003	-1.9	4.2	0.3	-6.7	0.0	-2.6	-4.0	-0.5	-0.4	-0.6	-1.7	3.4	-9.0
2004	1.2	6.0	1.8	-2.5	5.6	-1.4	-4.2	-0.6	3.3	3.3	3.0	12.1	0.3
2005	2.4	-9.6	2.0	5.9	5.1	-1.4	-4.3	0.7	2.2	1.4	2.4	7.1	1.5
2006	-0.1	12.0	3.6	-6.1	-1.2	-0.3	-1.7	1.2	1.8	0.0	2.0	-2.0	-0.6
2007	3.4	7.0	6.3	1.9	6.1	0.6	-0.7	1.5	1.9	4.2	1.3	14.4	1.8
2008	3.8	-2.0	9.1	12.1	3.9	-2.5	-3.0	1.6	1.8	-2.0	2.2	-9.5	4.2
2009	3.9	8.4	1.1	5.6	5.2	-1.2	-4.4	1.4	2.5	6.5	4.5	13.0	0.8
2010	2.7	16.0	2.0	4.9	-1.2	-2.8	4.5	1.5	0.6	2.0	3.2	-0.4	3.1

שיעורי השינוי החודשיים, אחוזים)

2010	ינואר	-1.8	0.0	-0.6	-2.0	0.6	-9.0	-0.2	-0.1	0.2	-0.1	-0.3	-0.8	-0.3
	פברואר	-0.3	1.0	0.3	-0.2	-1.2	-6.3	0.1	0.2	-0.2	0.1	-1.6	-0.3	0.0
	מרץ	0.1	-1.3	0.2	0.6	-1.0	-4.0	0.6	-0.4	0.7	-0.2	-0.5	0.1	0.1
	אפריל	0.9	1.9	0.4	1.0	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	0.6	1.0	0.2
	מאי	0.4	2.6	-0.3	0.7	0.2	-0.3	0.3	-0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	0.2
	יוני	0.3	0.1	-0.1	0.6	0.1	11.2	-0.3	0.5	-0.7	0.3	-2.7	0.6	0.2
	יולי	0.5	2.0	-0.4	1.0	1.2	-9.0	0.6	0.5	1.3	2.4	1.6	0.5	0.2
	אוגוסט	0.5	2.0	0.7	1.7	0.0	-5.3	1.1	0.3	-0.2	-0.2	-0.4	0.5	0.4
	ספטמבר	0.3	10.0	0.6	0.7	0.0	-2.2	-0.9	-0.4	-0.7	-0.5	-0.4	0.3	0.6
	אוקטובר	0.3	3.8	0.7	-1.1	0.7	6.1	0.6	0.2	-0.8	1.5	0.3	0.2	0.2
	נובמבר	0.1	-3.7	0.0	0.0	0.2	-0.7	-0.1	0.5	1.1	-0.2	1.6	0.0	0.4
	דצמבר	0.4	-0.9	0.0	0.3	0.3	-0.3	-0.5	-0.4	0.7	-0.5	0.9	0.4	0.3

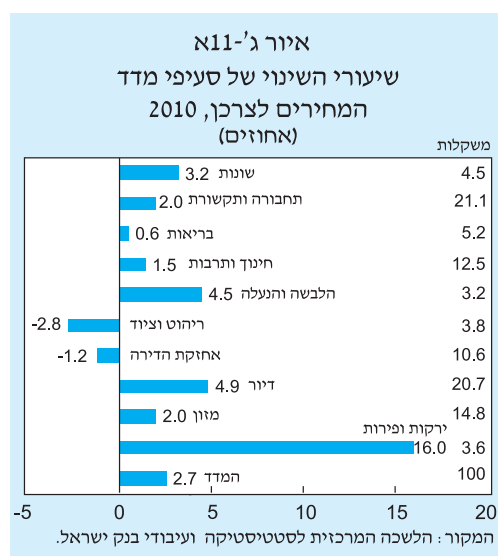
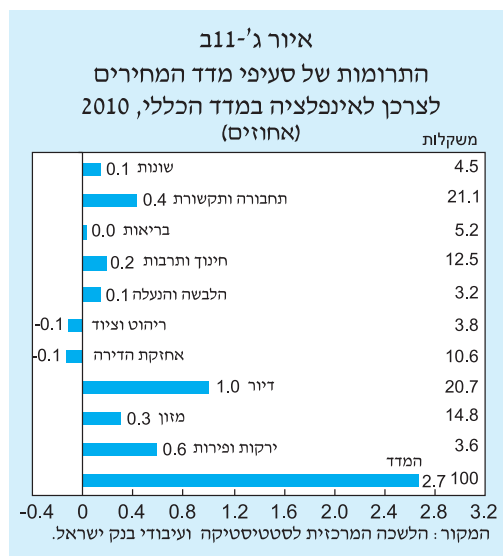
(שיעורי השינוי החדשיים, אחוזים)

-0.3	-0.8	-0.3	-0.1	0.2	-0.1	-0.2	-9.0	0.6	-2.0	-0.6	0.0	-1.8	-0.7	2010
0.0	-0.3	-1.6	0.1	-0.2	0.2	0.1	-6.3	-0.5	-1.2	-0.2	0.3	1.0	-0.3	ינואר
0.1	0.1	-0.5	-0.2	0.7	-0.4	0.6	-4.0	0.2	-1.0	0.6	0.2	-1.3	0.1	פברואר
0.2	1.0	0.6	0.1	0.4	0.2	0.2	11.4	-0.2	0.3	1.0	0.4	1.9	0.9	מרץ
0.2	0.5	0.6	0.5	0.3	-0.5	0.3	2.8	-0.3	0.2	0.7	-0.3	2.6	0.4	אפריל
0.2	0.6	-2.7	0.3	-0.7	0.5	-0.3	11.2	-0.4	0.1	0.6	-0.1	0.1	0.3	מאי
0.2	0.5	1.6	2.4	1.3	0.5	0.6	-9.0	-0.3	1.2	1.0	-0.4	2.0	0.5	יוני
0.4	0.5	-0.4	-0.2	-0.2	0.3	1.1	-5.3	-0.7	0.0	1.7	0.7	2.0	0.5	יולי
0.6	0.3	-0.4	-0.5	-0.7	-0.4	-0.9	-2.2	-0.2	0.0	0.7	0.6	10.0	0.3	אוגוסט
0.2	0.2	0.3	1.5	-0.8	0.2	0.6	6.1	0.1	0.7	-1.1	0.7	3.8	0.3	ספטמבר
0.4	0.0	1.6	-0.2	1.1	0.5	-0.1	2.2	-0.7	0.2	0.0	0.0	-3.7	0.1	אוקטובר
0.3	0.4	0.9	-0.5	0.7	-0.4	-0.5	9.8	-0.3	0.3	0.3	0.0	-0.9	0.4	נובמבר
														דצמבר

(1) רכיב האנרגיה כולל דלק ושמל, גז וטלר לצריכה ביתית.

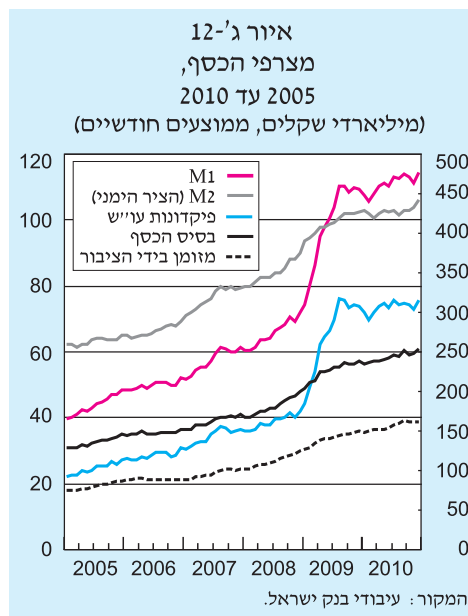
(2) כפי שמחושב בחטיבת המחקר בבנק ישראל; (ראו תיבה 1 בדרך האינפלציה לרביעי הראשון של 2010).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



המשקל של מדינות מתפתחות (במיוחד סין והודו) בייצור העולמי של מוצרים אל³³. בעת כתיבת הדוח עדיין מוקדם להעריך אם עלייתם של המחירים ב-2010 מבטאת שינוי מגמה או חריגה זמנית.

3. מצרפי הכסף³⁴



במשטר של יעד אינפלציה, שבו העוגן הנומינלי הוא היעד, ומכשיר המדיניות להשגתו הוא הריבית, כמות הכסף במשק נקבעת על פי הביקוש של הציבור. התפתחות מצרפי הכסף משקפת אפוא את ביקוש הציבור לכסף, בהינתן ריביות השוק ותנאי המשק.

כפי שניתן ללמוד מלוח ג'-5 ומאיור ג'-12, התנאים החריגים שנוצרו במשק לנוכח המשבר העולמי התבטאו בעלייה חריגה של כמות הכסף (M1) ב-2009: מצרף זה, המורכב מהמוזמן שבידי הציבור ומפיקדונות העו"ש בשקלים, עלה ב-2009 בשיעור חד של כ-52 אחוזים. עלייה חדה זו נבעה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בתגובה למשבר, אשר פעלה להגדלת כמות הכסף המבוקשת, מרכישות בנק

קצב הגידול של כמות הכסף ב-2010 היה מתון, לאחר שב-2009 היא גדלה בשיעור חד.

³³ ראו תיבה ג'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2007.

³⁴ מצרפי האשראי נדונים בהרחבה בפרק ד': המערכת הפיננסית.

לוח ג'-5

שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2004 עד 2010

(סוף תקופה, ממוצע חודשי, השינוי באחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד)

7=3+4+5+6	6	5	4	3=1+2	2	1		
² M2	פח"ק	פז"ק עד שנה	פז"ק עד 3 חודשים	¹ M1	פיקדונות עו"ש	מזומנים בידי הציבור	בסיס הכסף	
5.6	22.7	5.2	-0.2	18.0	27.1	8.6	8.3	2004
5.3	8.3	-10.7	2.7	23.9	29.5	17.1	14.8	2005
7.2	8.7	17.2	5.0	8.3	12.3	3.0	4.0	2006
14.3	13.7	10.9	14.0	17.4	19.1	15.0	13.6	2007
13.7	13.3	12.8	12.7	17.4	14.5	21.8	16.7	2008
13.5	40.2	1.0	-4.4	52.3	75.6	19.6	19.9	2009
3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.1	7.6	6.3	2010
								2007
13.1	17.5	21.3	11.2	11.3	19.0	1.7	6.4	I
16.2	32.6	18.9	11.9	15.7	22.1	7.1	10.6	II
16.9	26.5	15.2	13.9	20.6	25.6	13.7	12.3	III
14.3	13.7	10.9	14.0	17.4	19.1	15.0	13.6	IV
								2008
11.4	8.9	6.9	12.4	12.7	11.7	14.1	9.7	I
8.7	1.8	-1.3	11.5	11.7	9.1	15.8	10.3	II
7.9	16.1	-2.8	6.3	11.8	9.4	15.4	12.5	III
13.7	13.3	12.8	12.7	17.4	14.5	21.8	16.7	IV
								2009
18.3	50.6	10.6	4.2	40.9	49.3	28.6	25.0	I
19.2	51.7	12.0	-0.5	56.3	75.3	28.8	27.5	II
19.5	41.8	7.7	0.6	61.7	87.6	24.6	25.2	III
13.5	40.2	1.0	-4.4	52.3	75.6	19.6	19.9	IV
								2010
5.1	2.4	-1.2	-1.2	24.9	32.1	12.6	11.3	I
3.9	-2.2	11.8	1.9	10.1	10.3	9.6	7.2	II
0.9	-6.3	26.4	-1.5	3.0	-0.9	11.4	7.0	III
3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.1	7.6	6.3	IV

(1) M1=מזומן ופיקדונות עו"ש.

(2) M1+M2=פח"ק+פיקדונות עד שנה בשקלים.

המקור: בנק ישראל.

ישראל בשווקים, וכן משימוש של הציבור בפקדונות עו"ש, בתקופה זו, כאמצעי חיסכון תחליפי לפיקדונות אחרים, בגלל הריבית הנמוכה מאוד על פיקדונות. קצב הגידול של כמות הכסף התמתן מאוד ב-2010, עם תהליך העלאתה של ריבית בנק ישראל. כמות הכסף גדלה בשנה זו בשיעור מתון, יחסית לשיעורי גידולה בשנים שלפני המשבר. שיעור הגידול המתון ב-2010 הוא בבחינת תיקון מסוים לעלייה החדה ב-2009. עדיין, כמות הכסף (במיוחד כמות פיקדונות העו"ש) נותרה גבוהה משמעותית מאשר לפני החרפת המשבר: רמתה בסוף 2010 עלתה בכ-60 אחוזים על זו של סוף 2008. זהו גידול חד, יחסית למגמת העלייה המתאימה להתרחבות הפעילות ועליית המחירים, גידול המוסבר בין השאר ברמתה של הריבית על הפיקדונות, שנותרה עדיין נמוכה.

4. המקורות לשינוי בבסיס הכסף וכלי המדיניות המוניטרית

המטרה הראשית של המדיניות המוניטרית היא השגת יעד האינפלציה; זאת תוך תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה וביציבות הפיננסית. אמצעי המדיניות המרכזי של בנק ישראל לשם ניהול המדיניות המוניטרית הוא קביעת שיעור הריבית שבו הוא מלווה לתאגידים הבנקאיים או לווה מהם. ריבית בנק ישראל משפיעה על ריביות השוק, ואלו משפיעות על האינפלציה, על הפעילות הריאלית וכן על כמות הכסף במשק.

בנק ישראל משתמש בכלים מוניטריים, שבאמצעותם הוא מתאים את כמות הנזילות בשוק לכמות המבוקשת ברמת הריבית שהוא קבע. עם כלים אלה נמנים הלוואות/פיקדונות של התאגידים הבנקאיים וכן כלי שוק - מק"ם ו-Repo.

כפי שמלמד לוח ג'-6, עד 2008, בשנים שבהן בנק ישראל לא פעל בשוקי מטבע החוץ או איגרות החוב הממשלתיות, השינויים בכמות הנזילות, שאותם נדרש בנק ישראל לקזז באמצעות הכלים המוניטריים, נבעו בעיקרם מהזרמות/ספיגות של הממשלה במסגרת ניהול המדיניות הפיסקלית. ב-2008, לראשונה לאחר כעשר שנים, חזר בנק ישראל לפעול בשוק מטבע החוץ, והחל בפעילות להגדלת יתרות מטבע החוץ של המדינה. ב-2009, בעטיין של השלכות המשבר העולמי, המשיך הבנק לפעול בשוק מטבע החוץ, ונוסף על כך רכש איגרות חוב ממשלתיות. רכישות מטבע החוץ נמשכו גם ב-2010. (ראו סעיף 1 בפרק זה.) בנק ישראל "עיקר" את הרכישות שביצע, כלומר ספג את עודפי הנזילות אשר נוצרו במערכת הבנקאית כתוצאה מהרכישות.

כפי שמלמד לוח ג'-7, בשלושת הרבעים הראשונים של 2009 ספיגת הנזילות מהבנקים נעשתה בעיקרה באמצעות פיקדונות מוניטריים, כך שאלו הגיעו מרמה שמתחת ל-3 מיליארדי שקלים בממוצע ברבע האחרון של 2008 ליותר מ-80 מיליארדים ברבע האחרון של 2009. לעומתם, סך יתרת המק"ם כמעט לא השתנתה בתקופה זו. הקטנת השימוש בהנפקות מק"ם ככלי לספיגה של עודפי נזילות הייתה חלק משורת צעדים בכלים המוניטריים, שבנק ישראל החל בהם בינואר 2009, על רקע המשבר העולמי. עוד במסגרת צעדים אלו צמצם הבנק את המירווח מריבית בנק ישראל בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים המסחריים מ-1 אחוז ל-0.5 אחוז, ובמאוס 2009, עם התקרר הריבית אל גבולה התחתון, הופחת המירווח עוד ל-0.25 אחוז.

בנק ישראל ספג את
עודפי הנזילות שנוצרו
כתוצאה מרכישות מטבע
החוץ.

לוח ג'-6
המקורות לשינויי בבסיס הכסף, עד 2005
 (מיליוני ש"ח)

2010									
IV	III	II	I	2010	2009	2008	2007	2006	2005
499	-5,799	8,573	-1,855	1,418	-14,195	-17,371	-10,809	-3,789	-1,452
349	-5,968	8,291	-2,074	598	-14,949	-18,470	-11,977	-5,236	-2,679
18,674	4,728	11,422	8,240	43,064	78,216	43,034	-870	-1,141	-1,087
18,748	4,874	11,686	8,444	43,752	77,413	43,995	0	0	0
19,173	-1,071	19,995	6,385	44,482	64,021	25,663	-11,679	-4,930	-2,539
-15,367	4,321	-20,240	-1,676	-32,962	-58,855	-17,305	15,694	3,798	9,920
-545	545	0	-420	-420	420	0	-7,500	7,470	-756
-2,577	-17,096	-15,306	-12,290	-47,269	-13,040	8,847	23,729	-7,360	-10,508
0	0	0	0	0	0	0	0	0	6,216
-12,544	20,379	-5,367	10,667	13,135	-63,189	-28,011	-300	3,560	12,440
369	335	303	247	1,253	420	11	20	133	432
0	0	0	0	0	18,000	0	0	0	0
0	0	0	0	0	-2,009	1,974	-6	0	0
3,829	3,220	-249	4,709	11,509	5,141	8,297	3,979	-1,176	7,357

סך כל השינויי בבסיס הכסף 7,357

1. סעיף זה כולל, בין היתר, תקבולים ותשלומים של בנק ישראל והממשלה במטבע חוץ למגזר הפרטי, בנק תשלומי מט הכנסה, תשלומים אלה אינם משנים את בסיס הכסף ומופיעים בסעיף הזרמות הממשלה, ובסעיף הנגדי - בסעיף זה.

2. ללא מק"ם.

המקור: בנק ישראל.

לצד התהליך ההדרגתי של הפחתת ההרחבה המוניטרית, שהחל באוגוסט 2009, חזר בנק ישראל להשתמש בהנפקות מק"ם כאמצעי לספיגת נזילות עודפת מהמערכת הבנקאית (לוח ג'-7). כך עלתה יתרת המק"ם מכ-84 מיליארדי שקלים בדצמבר 2009 ליותר מ-130 מיליארדים בסוף 2010. נוסף על כך הודיע בנק ישראל בנובמבר 2010 - כחלק מתהליך הנורמליזציה לנוכח ההתאוששות מהמשבר - על הרחבת המירווח בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות מ-0.25 אחוז ל-0.5 אחוז.

לצד התהליך ההדרגתי של העלאת הריבית חזר בנק ישראל להשתמש בהנפקות מק"ם כאמצעי לספיגת נזילות עודפת מהמערכת הבנקאית.

לוח ג'-7										
הכלים המוניטריים ¹ - פיקדונות מוניטריים, הלוואות מוניטריות ומק"ם, 2007 עד 2010										
(סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)										
המק"מ		עלות	ניצול ההלוואות במכרז			עלות	ניצול הפיקדונות במכרז			
סך כל	המק"מ	ההלוואות	הפיקדונות			המק"מ	סך כל	ההלוואות	הפיקדונות	
הבנקים	המק"מ	במכרז יומי	סה"כ	שבועי	יומי	במכרז יומי	סה"כ	שבועי	יומי	התקופה
(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	(מיליוני שקלים)	
2007										
10,426	94,202	4.37	13,801	5,226	8,575	---	0	0	0	I
10,144	87,840	3.82	16,621	7,257	9,365	---	0	0	0	II
13,888	81,514	3.88	3,470	0	3,470	3.69	1,914	0	1,914	III
9,670	77,325	4.10	2,165	0	2,165	4.08	630	0	630	IV
2008										
7,038	74,414	4.11	4,512	698	3,814	4.12	859	0	859	I
5,191	74,325	3.43	8,090	2,147	5,943	3.30	97	0	97	II
5,420	75,486	4.11	5,326	1,065	4,261	3.82	27	0	27	III
4,889	77,918	3.51	1,366	0	1,366	3.10	2,690	0	2,690	IV
2009										
6,149	76,987	---	0	0	0	1.12	27,411	13,463	13,948	I
12,647	76,256	---	0	0	0	0.50	49,292	26,556	22,736	II
16,703	77,828	---	0	0	0	0.60	75,982	40,085	35,897	III
18,574	82,520	---	0	0	0	0.85	82,863	45,352	37,511	IV
2010										
19,326	92,581	---	0	0	0	1.26	84,118	50,000	34,118	I
18,667	108,090	---	0	0	0	1.51	81,978	50,000	31,978	II
23,831	123,103	---	0	0	0	1.68	78,133	49,667	28,466	III
25,272	133,554	---	0	0	0	2.01	73,800	40,108	33,693	IV

(1) פרט לכלים אלה ישנם כלים מוניטריים נוספים - חלון אשראי, חלון פיקדונות וריפו.

המקור: בנק ישראל.