



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2009

הרביע הראשון

אייר התשס"ט - מאי 2009

26

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114109026/1

דפוס איילון, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע הראשון של 2009 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.

קצב עליית המחירים הואט משמעותית במחצית השנה האחרונה יחסית לאמצע 2008 - על רקע ירידת מחירי הסחורות בעולם והצטמצמות הביקושים המקומיים. מדד המחירים לצרכן ירד ברביע הראשון של 2009 ב-0.1 אחוז בהשפעת גורמים עונתיים. בניכוי גורמים אלו עלה המדד ברביע זה ב-0.5 אחוז. קצב עליית המחירים ב-12 החודשים האחרונים היה בסוף הרביע הראשון 3.6 אחוזים, מעל לגבול העליון של יעד האינפלציה, ונמוך במידה משמעותית מאשר באמצע 2008. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה ירדו בסוף 2008 ירידה משמעותית, וברביע הראשון של 2009 הן התייצבו מעט מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה (1%).

השפעותיו של המשבר העולמי על המשק הישראלי, שהיו בתחילה מתונות, יחסית למדינות אחרות, ניכרות כעת בבירור בהתכווצות הפעילות המשקית, על כל ענפיה, תוך פגיעה משמעותית הן ביצוא והן בשימושים המקומיים. לצד זאת נרשמה ברביע הראשון של 2009 התייצבות בשווקים הפיננסיים: לאחר ירידות חדות של מחירי הנכסים הפיננסיים ברביע האחרון של 2008 התייצבו מחיריהם, ופערי התשואות בין איגרות החוב הקונצרניות לממשלתיות התייצבו ואף הצטמצמו במהלך הרביע הראשון של 2009, תוך חידוש חלקי של ההנפקות הקונצרניות. ייתכן שהתפתחות זו רומזת על ציפיות להקלה מסוימת בסביבה הכלכלית, אולם בשוק העבודה תתבטא ההקלה רק מאוחר יותר, שכן תגובתו של שוק זה על שינויים בפעילות באה בדרך כלל בפיגור.

על רקע החרפת ההאטה בפעילות המשקית בעולם ממשיכות ממשלות לנקוט מדיניות פיסקלית מרחיבה, כדי לתמוך ביציבותו של המגזר הפיננסי ולסייע לפעילות הריאלית. כן מתמידים הבנקים המרכזיים במדיניות מוניטרית מרחיבה, באמצעות הורדת הריבית וכלים נוספים.

בנק ישראל נקט בתקופה זו מדיניות מוניטרית מרחיבה במטרה לצמצם את פגיעתו של המשבר העולמי בפעילות הריאלית במשק, תוך דאגה ליציבות הפיננסית ושמירה על יציבות המחירים. מראשית השנה הפחית בנק ישראל את הריבית ב-2 נקודות אחוז - מ-2.5 אחוזים בדצמבר 2008 עד 0.5 אחוז במאי 2009. נוסף על הפחתת הריבית החל בנק ישראל בפברואר לרכוש איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני, כדי לתמוך בירידת התשואות, המשמשות בסיס התייחסות לקביעתן של ריביות הטווח הבינוני והארוך על האשראי במשק. כן המשיך הבנק ברכישות של מטבע חוץ, שהוחל בהן לפני כשנה.

קביעת ריבית בנק ישראל ברמה שעליה מכריז הבנק בכל חודש מחייבת פעולות לעיקור עודפי הנזילות של הבנקים; ללא פעולות אלו הריבית לטווח הקצר ביותר הייתה יורדת אל מתחת לרמה המוצהרת. מטרתן של רכישות מטבע החוץ ואיגרות החוב הממשלתיות היא לתמוך בביצועה של מדיניות מוניטרית מרחיבה כשהיכולת להוריד את הריבית הקצרה ממוצה למעשה. כל זאת כדי לעודד את הפעילות במשק ולמנוע את גלישתו לסביבה של ירידת מחירים מתמשכת.

* מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום (M1), בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1954); זאת משום שבכל אחד מהחודשים ינואר עד מארס 2009 עלו אמצעי התשלום בשנים עשר החודשים שקדמו לו ביותר מ-15 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום נדונה בסעיף 1-ד' להלן.

על פי ההערכות של בנק ישראל ושל חזאים פרטיים והציפיות הנגזרות משוק ההון, צפוי שיעור האינפלציה להיות בשנה הקרובה בסביבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה. עדכון התחזית יחסית לדוח האינפלציה הקודם נובע משינוי בתנאי הרקע: ירידה חדה יותר ממה שנחזה אז בסחר העולמי, התורמת להאטה נוספת בפעילות המקומית, וכנגדה ציפייה לעלייה מתונה של מחירי הסחורות בעולם. המשך מגמת ההאטה בפעילות העולמית, תוך החרפת ההאטה בפעילות המקומית ויציבות או ירידה של מחירי הסחורות בחו"ל, עשויים להתבטא באינפלציה נמוכה יותר, ואף שלילית.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בארץ ובעולם ולפעול לשמירת האינפלציה בתחום היעד תוך עידוד הפעילות הריאלית ותמיכה ביציבות הפיננסית.

לצד המדיניות המוניטרית, שתפעל באמצעות מכלול הכלים העומדים לרשותה, על הממשלה החדשה לנקוט את המדיניות הפיסקלית הדרושה לשם תמיכה בפעילות הריאלית וצמצום פגיעתו של המיתון. כדי לאפשר את האצת הפעילות חשוב להבטיח את פעילותם התקינה של המערכת הבנקאית ושוק ההון, ובכך להקל את מימון פעילותו של המגזר העסקי. זאת תוך שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית, שהיא תנאי להתחדשותה של צמיחה בת-קיימא במשק.

בברכה,

ס. ניסן

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
11	ב. שער החליפין ומאזן התשלומים
11	ג. ההתפתחויות הריאליות
14	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
18	ה. האינפלציה ברביע הנסקר
20	2. המדיניות המוניטרית
23	3. עדכון התחזיות
23	א. הסביבה העולמית
24	ב. הפעילות הריאלית בישראל
25	ג. הערכות לגבי שער החליפין ומאזן התשלומים
25	ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים
27	תיבה 1 : מדיניות מוניטרית בריבית אפס

תקציר*

- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן ירד ברביע הראשון של 2009 ב-0.1 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-0.5 אחוז. ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.6 אחוזים, אולם התפתחות לא הייתה אחידה, והיא מצביעה על סביבת אינפלציה נמוכה ביחס לרמתה לפני החרפת המשבר העולמי בספטמבר 2008. הרקע לירידה החדה של סביבת האינפלציה הוא ירידה של הביקושים ושל מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון בעולם ביחס לרמותיהם באמצע 2008. כן ירדו הציפיות לאינפלציה והתייצבו מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה.
- **הפעילות הריאלית:** ברביע האחרון של 2008 התכווצה הפעילות הכלכלית, התרחב פער התוצר, והאבטלה עלתה. אינדיקטורים מוקדמים מצביעים על המשך הירידה של הביקוש המצרפי גם ברביע הראשון של 2009. ההאטה בפעילות מושפעת בעיקר מהתכווצות היצוא על רקע ירידה של היקף הסחר העולמי. הירידה בביקושים העולמיים, התגברות אי-הוודאות והפגיעה ברכוש הציבור תומכות בהערכה כי הפעילות הממותנת תימשך גם ברביעים הקרובים.
- **השווקים הפיננסיים:** ברביע הנסקר הייתה התייצבות בשווקים הפיננסיים לעומת הרביע הקודם, אולם רמת הסיכון בהם עדיין גבוהה. התייצבות מסוימת נרשמה במחירי המניות בבורסה של תל אביב, פחתה פרמיית הסיכון של איגרות חוב קונצרניות, והתחדש גיוס ההון החוץ-בנקאי; אלה לא חזרו לרמות שלפני החרפת המשבר בספטמבר 2008. על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה הוסטו מטה עקומי התשואה הריאלית של איגרות החוב הממשלתיות, פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ולראשונה מאז הרביע השלישי של 2007 נרשם גם פיחות ריאלי אפקטיבי.
- **בעולם:** המשבר הפיננסי מחלחל אל הכלכלה הריאלית במשקים המפותחים והמתפתחים כאחד, ולצד פעילות ממותנת נרשמים שיעורי אינפלציה נמוכים. תוכניות סיוע פסקליות במדינות המפותחות צפויות, על פי אומדני קרן המטבע, להביא להתרחבות הגירעונות הממשלתיים במדינות אלו בשנת 2009 לכ-7 אחוזי תוצר. האטה של הפעילות הכלכלית וחשש מאינפלציה בטווח הקצר הביאו למדיניות מוניטרית מרחיבה, שכללה, לצד הורדת הריבית, גם הרחבות כמותיות.
- **המדיניות המוניטרית:** בהמשך לפעולותיו ברביע הקודם נקט בנק ישראל מדיניות מרחיבה, כדי להביא את האינפלציה אל יעדה, לייצב את השווקים הפיננסיים, ולתמוך בפעילות הכלכלית. בנק ישראל פעל באמצעות שלושה כלים - הריבית, רכישת מטבע חוץ ורכישת איגרות חוב ממשלתיות. במהלך הרביע הוריד בנק ישראל את הריבית עד לרמה של 0.5 אחוז באפריל 2009 - רמתה הנמוכה ביותר אי פעם - והריבית לחודש מאי נשארה ברמה זו. החל מפברואר רוכש הבנק איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני, כדי להוריד את תשואתן ובכך לתמוך בהפחתתן של הריביות לטווח הבינוני והארוך. היקף הרכישות הוא כ-200 מיליוני ש"ח בממוצע ליום, ובכוונת הבנק לרכוש 15 עד 20 מיליארדי ש"ח. כמו כן ממשיך בנק ישראל ברכישות מטבע חוץ בהיקף של כ-100 מיליוני דולר בממוצע ליום, לשם הגדלת יתרות המט"ח ותמיכה בשער החליפין.
- **תחזית:** על רקע זליגת המשבר לסחר העולמי ולביקושים המקומיים צפוי פער התוצר להתרחב, התוצר המקומי הגולמי צפוי להתכווץ בשנת 2009 ב-1.5 אחוזים, והאבטלה צפויה לעלות לרמה של 7.7 אחוזים בממוצע (שמשמעותה כ-8.5 אחוזים בסוף השנה). ב-2010 צפוי התוצר לצמוח ב-1 אחוז. האינפלציה, במדידה של 12 חודשים, צפויה להיכנס אל תחום היעד במהלך הרביע השני של 2009, ולנוכח התרחבות פער התוצר צפויה השנה כולה להסתכם באינפלציה בסביבות הגבול התחתון של היעד.

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

1. הרקע והאינפלציה

א. הסביבה העולמית

הרביע הראשון של 2009 אופיין בהמשכו של המשבר הפיננסי העולמי וגלישתו המהירה אל הפעילות הריאלית במשקים המפותחים והמתפתחים כאחד. עדכון נתוני המחצית השנייה של 2008 מצביע על האטה, ובחלק מהמדינות – ובראשן ארה"ב – אף על נסיגה של ממש, בפעילות הכלכלית ועלייה באבטלה. עם קבלת אינדיקציות לגבי היקף המשבר ועוצמתו, הצפי לצמיחה העולמית בשנת 2009 התעדכן כלפי מטה בחדות ובתכיפות (איור 1). במקביל, ובהמשך לאירועי הרביע הקודם, נזקקו מוסדות פיננסיים נוספים ברחבי העולם לסיוע ממשלתי, וחלקם קרסו. לנוכח המצב ועל רקע צפי להעמקת המיתון המשיכו בנקים מרכזיים בעולם לנקוט מדיניות מרחיבה באמצעות הורדת שיעורי הריבית והזרמת נזילות; כן הופעלו תוכניות להרחבה פיסקלית, ניתן סיוע ישיר למגזרים שנפגעו מהמשבר, והולאמו, לפחות חלקית, מוסדות פיננסיים.

לצד העמקתו של המשבר הריאלי נראים בשוקי ההון סימני התייצבות ראשונים. לאחר ירידות שערים, שאפינו את בורסת העולם במחצית השנייה של 2008 והחריפו בספטמבר האחרון, התייצבו המדדים החל מנובמבר, ובמהלך חודש מארס 2009 אף נרשמו עליות שערים (איור 2). הרקע לעליות השערים האחרונות הוא הערכת הבנק הפדרלי בארה"ב בדבר התאוששות אפשרית בכלכלה האמריקאית לקראת סוף השנה, הערכות בדבר התייצבות מסוימת במגזר הבנקאי וסימני התאוששות ראשונים בשוק הנדל"ן בארה"ב.

האינפלציה בעולם

לאחר ירידה חדה במחצית השנייה של 2008 התייצבו מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון בעולם במהלך הרביע הנסקר. בשנים האחרונות, על רקע צמיחה חזקה במשקים המתעוררים, עלו בהתמדה מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון בעולם, והגיעו לשיא באמצע 2008. עם חלחול המשבר לפעילות הריאלית וצפי לירידת ביקושים מצד המשקים המתעוררים, צנחו המחירים במחצית השנייה של 2008 בעשרות אחוזים (איור 3); רק ברביע הראשון של 2009, לאחר רגיעה יחסית בשווקים, התייצבו המחירים. מדדי Bloomberg מורים כי מחירי המתכות הבסיסיות עלו ב-14.2 אחוזים, מחירי המזון עלו ב-0.1 אחוז, ומחיר חבית נפט מסוג "ברנט" עלה ב-10.1 אחוזים.^{1,2}

במשקים המפותחים התחלפה עליית המחירים שנבעה מצד ההיצע באינפלציה ממותנת – תוצאה של הצטמצמות הביקושים. לפני חלחולו של המשבר אל המשקים המתעוררים אופיינה הכלכלה העולמית בעלייה



¹ ממוצע מארס 2008 לעומת ממוצע דצמבר 2009.

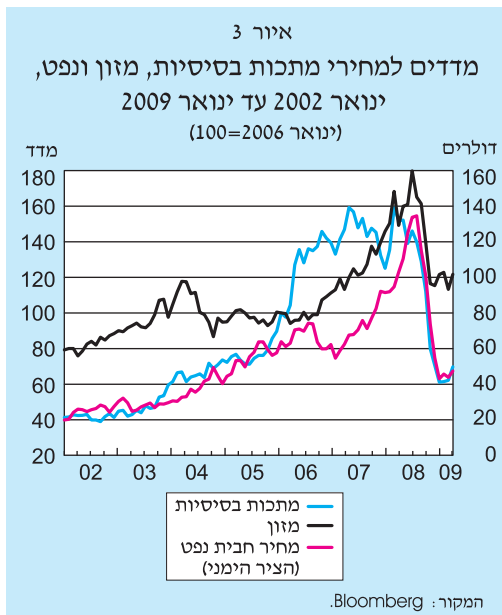
² מדד המתכות הבסיסיות מורכב מאלומיניום, נחושת, ניקל, עופרת, אבץ ובדיל. מדד המזון: בעלי חיים, תבואות וגידולי סוכר קפה וקקאו.

לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובח"ל, 2007, עד 2009
(שיעור השינוי במהלך 12 החודשים האחרונים)

אירופה			ארה"ב			ישראל			
מאָרס 2009	2008	2007	מאָרס 2009	2008	2007	מאָרס 2009	2008	2007	
0.0	1.6	3.1	-0.4	0.1	4.1	3.6	3.8	3.4	מדד המחירים הכללי
-1.2	-3.7	9.2	-23.0	-21.3	17.4	-9.4	-9.5	14.4	אנרגיה
0.0	3.5	5.1	4.4	5.9	4.8	4.9	9.1	6.3	מזון (ללא פירות וירקות)
-0.2	2.8	3.1	2.4	3.4	5.9	-6.5	-2.0	7.0	פירות וירקות
1.5	1.8	1.9	1.8	1.8	2.4	5.2	3.6	1.6	מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות

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



מתמשכת של מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון. עליית המחירים נבעה מצמיחתם המהירה של המשקים המתעוררים, ובראשם סין (ומצפיות להמשך צמיחתם), אשר הביאה לעלייה ממושכת בת מספר שנים של מחירי חומרי הגלם, האנרגיה והמזון. ירידת הביקושים במשקים המפותחים פגעה ביצוא של המשקים המתעוררים, מיתנה את קצב צמיחתם, ואיתה את מחירי הסחורות. עם ירידת מחירי הסחורות בעולם ירד קצב האינפלציה במשקים המפותחים ירידה תלולה - כפי שמצופה בסביבה כלכלית החווה זעזוע שלילי מצד הביקוש, והחשש כעת הוא מדפלציה לפחות בתקופה הקרובה.

צעדי מדיניות בעולם לטיפול במשבר

היקפה ועומקה של ההאטה הכלכלית מניעים ממשלות ברחבי העולם לנקוט צעדי מדיניות מרחיבים. צעדים אלה, שמטרתם לשכך את משבר האשראי, חורגים ממדיניות אנטי-מחזורית רגילה של זמני שפל במחזור העסקים. בארה"ב, עם כניסתו של ממשל אובמה לתפקיד, הכריז האוצר האמריקאי על תוכנית ליציבות פיננסית (Financial Stability Plan), שמטרתה להביא לחידוש זרימתו התקינה של האשראי. התוכנית כוללת הזרמה מסיבית של הון לשווקים הפיננסיים, הוצאת נכסים רעילים ממאזני הבנקים ותוכניות שונות להקלה על קבלת אשראי. באירופה, לצד תוכניות פרטניות ברמה הלאומית, הושם דגש בשיפור הפיקוח על המוסדות הפיננסיים ביבשת ובהשלטת תקנים רגולטוריים אחידים בכל המדינות. בסין, הכלכלה השלישית בגודלה בעולם, הוחלט על הרחבה פיסקלית נמרצת בהיקף של למעלה מחצי טריליון דולרים למשך שנתיים (כ-7 עד 8 אחוזי תוצר לשנה).

בועידת ה-G20 הוחלט על הגדלת המקורות של קרן המטבע והגברת הפיקוח על מוסדות פיננסיים. מנהיגי מדינות ה-G20 החליטו בתחילת אפריל להגדיל בטריליון דולרים את המימון לקרן המטבע הבין-לאומית.

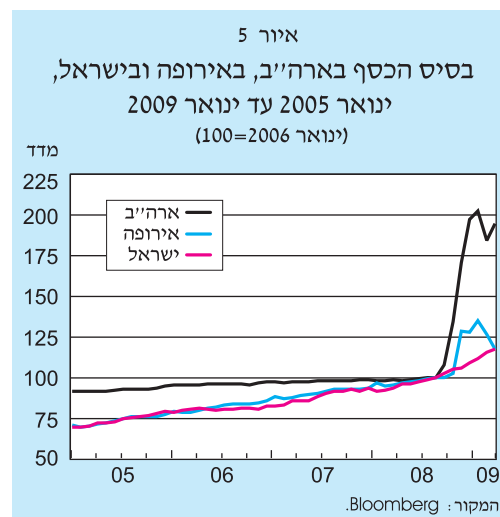
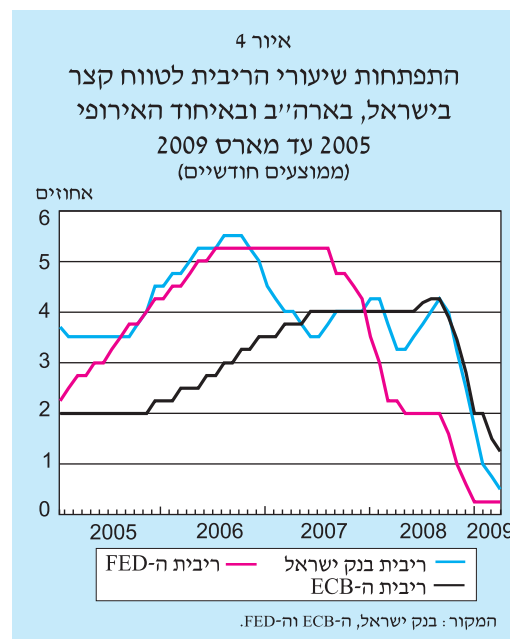
המימון ישלש, לכ-750 מיליארדי דולרים, את היקף הכספים העומד לרשות הקרן לשם הענקת הלוואות למדינות שנקלעו לקשיים, ויגביר את הנזילות בשוקי העולם באמצעות הגדלת "זכויות המשיכה המיוחדות" (Special Drawing Rights – SDRs) ב-250 מיליארדי דולרים³. החלטות נוספות הן בדבר הידוק הרגולציה על קרנות הגידור, פיקוח על חברות דירוג האשראי, רמת הסיכונים שבנקים יורשו ליטול וחיובם ליתר שקיפות כדי למנוע קיומם של מקלטי מס.

תוכניות הסיוע השונות יביאו לגידול ניכר של הגירעונות הממשלתיים. מאומדני קרן המטבע עולה כי היקפן של חבילות הסיוע הפיסקליות במדינות ה-G20 צפוי להגיע במהלך שנת 2009 ל-1.5 אחוזי תוצר. הוצאות אלה יתרמו להרחבת הגירעונות הממשלתיים מעבר להשפעתם של המייצבים האוטומטיים, וכתוצאה מכך צפויים הגירעונות במדינות המפותחות להגיע ב-2009 לכדי 7 אחוזי תוצר. בארה"ב ההערכות הרשמיות הן כי הגירעון הממשלתי האמריקאי יגיע ב-2009 לכ-12 אחוזי תוצר, השיעור הגבוה ביותר מאז מלחמת העולם השנייה.

המדיניות המוניטרית בעולם

לאחר שהריבית בארה"ב הגיעה לרמה אפסית, פועל הבנק הפדרלי באמצעות כלים נוספים להרחבה מוניטרית והפחתת סיכון האשראי. החל מאמצע דצמבר 2008 הגיעה ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב לגבולה התחתון, והיא נעה בטווח יעד של 0 עד 0.25 אחוז. מהודעות הבנק עולה כי רמה זו צפויה להישמר זמן מה. במקביל למדיניות הריבית האגרסיבית פועל הבנק הפדרלי גם באמצעות תוכניות סיוע שונות ותמיכה בשווקים הפיננסיים. פעולותיו המרחיבות של הבנק, שהחלו עם פרוץ המשבר הפיננסי ביולי 2007 והורחבו מאוד ברביע האחרון של 2008, כוללות: הגמשת התנאים לקבלת אשראי מהבנק הפדרלי, הארכת אופקו ומתן גישה לחלון האשראי לגופים פיננסיים מחוץ למערכת הבנקאית; רכישת איגרות חוב מגובות במשכנתאות; רכישת ישירה של נכסים מידי סוכנויות המשכנתאות; הזרמת הון ורכישת ישירה של מניות של גופים פיננסיים גדולים. פעולות אלה נותנות את אותותיהן במאזן הבנק הפדרלי ודרכו - בבסיס הכסף, שגדל פי שניים במהלך הרביע האחרון של 2008 (איור 5).

באירופה נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה, אולם בהיקף מצומצם יותר מאשר בארה"ב. מאז החרפת המשבר הפיננסי בספטמבר הפחית הבנק המרכזי האירופי את הריבית בשיעור מצטבר של 3 נקודות אחוז, ובאפריל 2009 היא עמדה על 1.25 אחוזים; במקביל לירידת הריבית גדל מאוד בסיס הכסף (איור 5). בהשוואה לארה"ב היקף ההרחבה המוניטרית באירופה מצומצם יותר.



³ SDR הוא נכס שנוצר על ידי קרן המטבע הבין-לאומית המשלים את נכסי הרזרבות של מדינות החברות בה. ה-SDR מחולק למדינות בהתאם למסכות המשקפות את חלקן בקרן בהתאם לגודל כלכלתן.

ב. שער החליפין ומאזן התשלומים

השקל נחלש במשך הרביעי הנסקר מול מרבית המטבעות העיקריים. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחד במהלך הרביעי הנסקר בשיעור של 4.3 אחוזים בממוצע לעומת הרביעי הקודם, המשך למגמתו מאוקטובר 2008. שער החליפין של השקל מול הדולר פוחד ב-6.1 אחוזים בממוצע, ומול האירו – ב-5.4 אחוזים בממוצע (איור 6). ברקע להיחלשות זו של השקל היו, בין היתר, רכישות המט"ח של בנק ישראל, שהחלו במארכ 2008, ואשר, לעת עתה, מתוכננות להימשך. הפיחות הנומינלי לווה בפיחות ריאלי: שער החליפין הריאלי האפקטיבי פוחד – לראשונה מאז הרביעי השלישי של 2007 – ב-4.9 אחוזים בממוצע. הפיחות הריאלי תומך ביצוא הישראלי וממתן את השפעותיו המצמצמות של המשבר העולמי. כמו כן, לקראת סוף הרביעי הנסקר ירדה סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר לרמתה שלפני החרפת המשבר בספטמבר. ירידה זו משקפת התבהרות מסוימת של חוסר הוודאות הכלכלית.

העודף בחשבון השוטף הצטמצם תוך ירידה ביצוא וביבוא. ברביעי האחרון של 2008 העודף בחשבון השוטף, בניכוי עונתיות, ירד ל-0.5 מיליארד דולרים, לעומת 0.7 מיליארד ברביעי שקדם לו. ירידה זו לוותה בהצטמצמות סחר החוץ הן מצד היצוא והן מצד היבוא תוך ירידה בגירעון המסחרי, ירידה שהחלה עוד באמצע 2008. היצוא (ללא יהלומים) ירד ברביעי הרביעי, במונחים שנתיים ובניכוי עונתיות, בשיעור חד של 31.6 אחוזים לעומת הרביעי הקודם, ויבוא הסחורות והשירותים האזרחי (ללא יהלומים) אניות ומטוסים) ירד ב-2.5 אחוזים. אינדיקטורים ראשוניים לסחר החוץ מצביעים על המשך מגמה זו גם ברביעי הראשון של 2009. הירידה ביבוא משקפת בעיקר את ירידת הביקוש לנכסי השקעה וחומרי גלם, אף כי ירד גם היבוא של מוצרי צריכה.

הרביעי האחרון של 2008 אופיין בחזרתו של הון פיננסי לארצות המוצא. על רקע החרפת המשבר הפיננסי והעלייה בסיכון החזירו ישראלים הון פיננסי לישראל בהיקף של כ-7.2 מיליארדי דולרים נטו. במקביל מימשו זרים נכסים בארץ, וזאת – בניכוי רכישת מניות "טבע" בעסקת BAR – בהיקף של 4.6 מיליארדי דולרים נטו⁴.

ג. ההתפתחויות הריאליות⁵

ברביעי הרביעי של שנת 2008 התכווצה הפעילות הכלכלית במשק. לאחר ארבע שנים וחצי של צמיחה ירד התוצר המקומי הגולמי ברביעי האחרון של 2008 ב-0.5 אחוז לעומת קודמו, והתוצר העסקי ירד בשיעור חד אף יותר של 1.6 אחוזים. במונחים לנפש החלה התכווצות הפעילות עוד ברביעי השלישי של 2008. התמתנות הפעילות ניכרת בכל רכיבי הביקוש המצרפי



⁴ עסקת BAR הכניסה 3.1 מיליארדי דולרים דרך רכישת מניות "טבע" על ידי זרים. ללא ניכוי העסקה מימוש הזרים נטו היה בהיקף של כ-1.5 מיליארדי דולרים.

⁵ הנתונים בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.

למעט הצריכה הציבורית: התצרוכת הפרטית וסחר החוץ פחתו, ההשקעות בנכסים קבועים גדלו בשיעור מתון בלבד, והמלאים גדלו במידה ניכרת⁶. התכווצות הפעילות התבטאה בהתרחבותו של פער התוצר, ועל כן פעלה לירידת שיעור האינפלציה בתקופה הנסקרת.

אינדיקטורים ראשוניים לרביע הראשון של 2009 מצביעים על המשך ההתכווצות של הפעילות הכלכלית. המדד המשולב, מדדי הייצור התעשייתי ומדדי סחר החוץ מצביעים על המשך ההצטמקות של הפעילות הכלכלית. על פי סקר החברות של בנק ישראל לרביע הראשון של 2009 התכווצות הפעילות נובעת מצד הביקוש - בעיקר מהירידה החדה בפעילות העולמית ומהשפעתה על היצוא. הירידה בביקושים העולמיים והפגיעה ברכוש הציבור (במיוחד בסוף השנה הקודמת) תומכים בהערכה כי הביקוש המצרפי ימשיך להתכווץ גם ברביעים הקרובים, וכי פער התוצר יתרחב. התרחבותו תפעיל לחצים דפלציוניים על המחירים המקומיים.

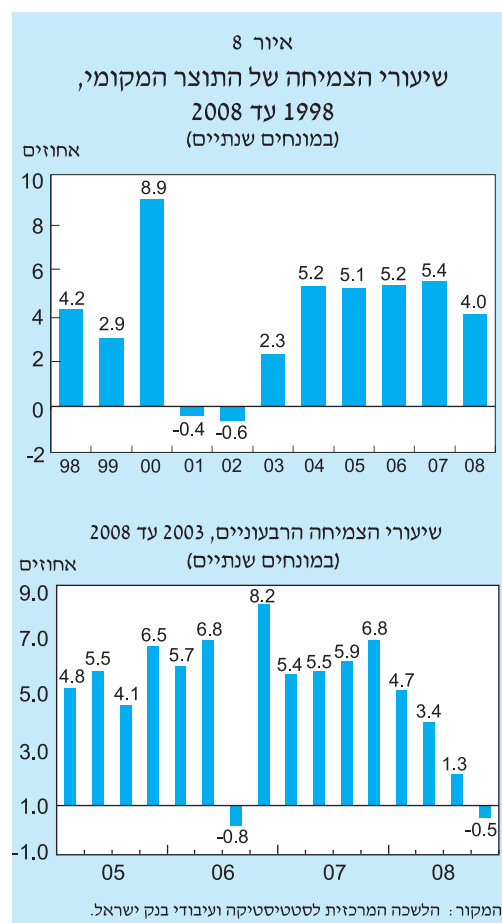
הצריכה הפרטית

ברביע האחרון של 2008 ירדה הצריכה הפרטית. הצריכה הפרטית ירדה בשיעור של 3.1 אחוזים ברביע הרביעי של 2008 לעומת קודמו. התכווצות הצריכה נובעת מירידה חדה, כ-40 אחוזים, בביקוש למוצרים בני קיימא. לעומת זאת עלתה הצריכה השוטפת בשיעור קל של 0.6 אחוז, אולם עלייה זו מבטאת נסיגה במונחים לנפש. אינדיקציות מוקדמות – ביניהן ירידה ניכרת בגביית מס ערך מוסף מקומי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ירידה ביבוא של מוצרי צריכה, ירידה במדד הפדיון בענפי המסחר והשירותים ועלייה קלה בלבד של המכירות ברשתות השיווק מצביעות על צריכה פרטית ממותנת גם ברביע הראשון של 2009. הצריכה המתונה משתקפת גם בהאטת קצב האינפלציה בחודשים האחרונים.

ההשקעה

ברביע האחרון של 2008 התמתנו ההשקעות בנכסים קבועים תוך עלייה חדה במלאי. ברביע הרביעי עלתה ההשקעה בנכסים קבועים (למעט אניות ומטוסים) בשיעור מתון של 1.5 אחוזים לעומת הרביע הקודם. כתוצאה מגידול דרסטי של המלאי, על רקע המיתון, עלתה ההשקעה הגולמית בשיעור ניכר של 40.7 אחוזים. הירידה ביבוא מוצרי השקעה בתחילת 2009 מלמדת כי ככל הנראה ההשקעה ירדה בתקופה זו. ההשקעה במגזר העסקי, כפי שהיא נגזרת מהנתונים הענפיים של החשבונאות הלאומית, ירדה ברביע הרביעי של 2008 בשיעור של כ-4 אחוזים, לאחר ירידה של 13.2 אחוזים ברביע הקודם. הירידה בתוצר העסקי והמשך אי-הוודאות במשק פועלים לגידול ההסתברות לירידתה של ההשקעה במגזר העסקי ברביע הנסקר.

⁶ רמת התוצר המתקבלת מסך השימושים פחות היבוא ירדה ב-9 אחוזים ברביע הרביעי, לעומת ירידה של 0.5 אחוז בלבד בנתון הישיר. פער זה, שהוא חריג ביחס לפער הממוצע בשיעורי הצמיחה בין שתי המדידות, מלמד כנראה שבפועל התכווצות התוצר הייתה גדולה מזו שעליה מצביע הנתון הישיר.



לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים, 2005 עד 2008

(נתונים מנוכחי עונתיות, שיעור השינוי הכמותי לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

2005	2006	2007	2008	א/2007	ב/2007	א/2008	ב/2008
5.1	5.2	5.4	4.0	6.1	6.0	4.9	1.3
6.2	6.4	6.2	4.4	7.4	7.2	5.8	1.0
5.3	5.4	13.5	7.0	17.4	15.1	7.7	-1.3
3.9	4.0	6.7	3.9	7.2	6.3	5.0	-0.4
4.0	3.7	5.5	3.4	6.6	5.0	2.6	3.1
1.7	2.7	2.9	2.8	2.7	0.8	2.8	2.5
0.7	2.0	3.5	2.9	4.4	2.1	1.6	5.0
12.7	6.5	12.0	3.8	18.2	12.7	-5.1	20.2
2.9	9.9	15.5	5.1	12.0	24.5	2.0	-4.5
6.5	10.3	9.5	8.0	9.0	14.0	15.4	-8.3
7.1	9.7	10.0	7.2	10.7	13.4	13.1	-6.8

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הצריכה הציבורית וביצוע התקציב

עלייה בהוצאה הציבורית וירידה במסים הגדילו את גירעון הממשלה. הצריכה הציבורית גדלה ברביע הרביעי של 2008 ב-6.3 אחוזים, כמעט כפליים מממוצע הגידול בשלושת הרבועים הראשונים של שנת 2008, אולם הגידול נובע במידה רבה מהקדמת הוצאות מ-2009 ל-2008. הגירעון הכולל של הממשלה (ללא אשראי) הגיע ברביע הראשון של 2009 לכ-4.8 מיליארדי ש"ח, לעומת עודפים בתקופות המקבילות בכל אחת מהשנים 2004 עד 2008. ניתוח הגירעון מעלה כי הגורם המרכזי המסביר אותו הוא ההכנסות ממסים: אלה ירדו ריאלי, בניכוי תיקוני חקיקה, ב-15.8 אחוזים. ירידתן של ההכנסות ממסים, שראשיתה בתחילת 2008 במסים הישירים (תקבולי מס חברות, ניכויים משוק ההון ומסים על המקרקעין), מקיפה עתה גם את המסים העקיפים – בייחוד מסי יבוא, אך גם את המסים על רכישת מוצרים ושירותים מייצור מקומי. במהלך 2009 צפוי גירעון הממשלה להגיע ל-5.5 עד 6.0 אחוזי תוצר; יישום תוכניות פיסקליות לתמיכה בפעילות הכלכלית והוצאה לפועל של ההסכמים הקואליציוניים צפויים להביא את חלקו של הגירעון בתוצר אף לשיעור גבוה יותר.

שוק העבודה

סימני המשבר ניכרו בשוק העבודה ברביע הרביעי של 2008 בעליית שיעור האבטלה, בירידה חדה של מספר המועסקים במשרה מלאה ובירידת השכר. לאחר ירידה מתמשכת של כארבע שנים עלה שיעור האבטלה ברביע האחרון של 2008 ל-6.3 אחוזים, עלייה המבטאת תוספת של כ-11 אלף מובטלים ברביע זה. שיעור ההשתתפות עלה מעט, ל-56.6

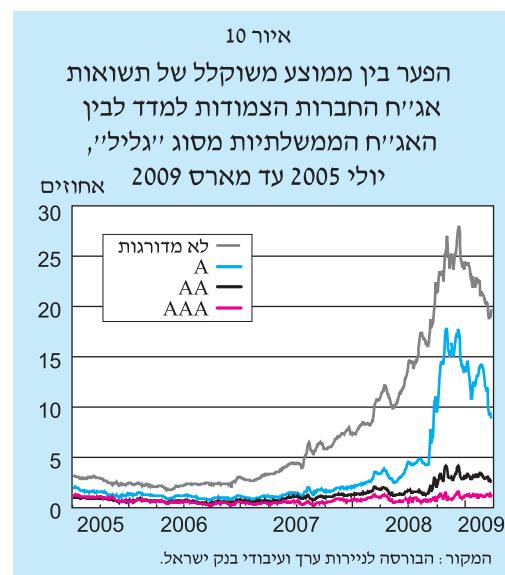
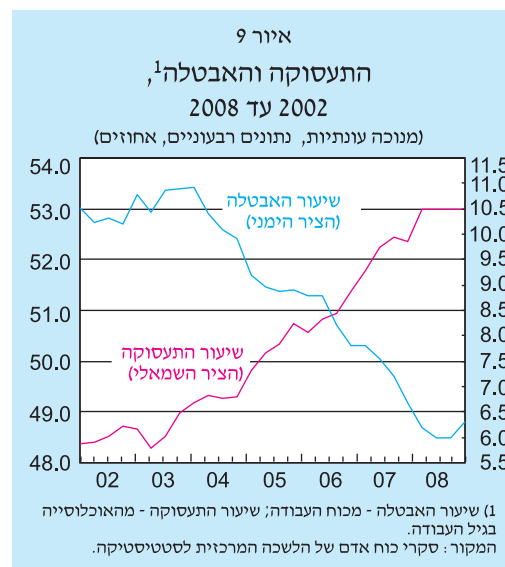
אחוזים, ושיעור התעסוקה נותר ללא שינוי ברמה של 53 אחוזים. העלייה המתונה במספר המועסקים משקפת עלייה של מספר המועסקים במשרה חלקית ושל הנעדרים זמנית מהעבודה וירידה של 4.1 אחוזים – שהם כ-75 אלף איש – במספר המועסקים במשרה מלאה. נתוני משרות השכיר של ישראלים עד דצמבר מצביעים על ירידה של מספר משרות השכיר במשק בשיעור של 0.4 אחוז ברביע האחרון של 2008, יחסית לרביע הקודם, ועל המשך הירידה של השכר הריאלי והנומינלי ברביע זה. ירידת השכר צפויה להקטין לחצים לעלויות מחירים מצד ההיצע.

אינדיקטורים לרביע הראשון של 2009 מצביעים על המשך הרפיון בשוק העבודה. נתוני גביית מס הבריאות, שיעור האבטלה ה"מוחש" ונתוני סקר המעסיקים מצביעים כולם על המשך ההאטה בשוק העבודה בתחילת 2009. בשיעור האבטלה ה"מוחש" נמשכה מגמת העלייה שהחלה ביולי 2008, ובינואר 2009 הוא הגיע לרמה של 6.8 אחוזים. סקר המעסיקים של משרד התמ"ת מצביע על מאזן תעסוקה שלילי: מספר האיושים נמוך ממספר פליטות העובדים, זה הרביע השני ברציפות. כן עלה מספר דורשי העבודה על פי נתוני לשכת התעסוקה, לצד ירידת הביקוש לעובדים חדשים, כפי שעולה ממדד Manpower ומנתוני שירות התעסוקה.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות⁷

לאחר ירידות חדות של ערך הנכסים הפיננסיים ברביע הקודם התייצבו מחיריהם, אולם הם עדיין משקפים רמה גבוהה של סיכון אשראי. כתוצאה מהמשבר הפיננסי העולמי ירדו במהלך הרביע האחרון של 2008 מחירי המניות בבורסה של ת"א בכ-35 אחוזים; במהלך הרביע הנסקר התייצבו מחיריהן – בין היתר, על רקע הורדת ריבית בנק ישראל, שהגדילה את האטרקטיביות היחסית של האפיק המנייתי. במקביל התייצב פער התשואות בין איגרות חוב קונצרניות צמודות למדד לבין איגרות חוב ממשלתיות צמודות, ואף הצטמצם במהלך הרביע הנסקר (איור 10): באיגרות החוב הלא-מדורגות ובאלה שדירוגן נמוך יחסית הצטמצם פער התשואות לאחר עלייה חדה בעקבות החרפת המשבר בספטמבר, אולם הוא עדיין גבוה ביחס לרמתו בשנים האחרונות. באיגרות החוב בעלות הדירוג הגבוה לא חל שינוי של ממש ברמת הפער, אולם התנודתיות בו פחתה. ההתפתחויות אלה משקפות את תהליך תמחור הסיכון בשווקים, והתבהרות לפחות חלקית לגבי היקפו ועומקו של המשבר ולגבי צעדי המדיניות הצפויים בתגובה עליו.

ערך תיק הנכסים של הציבור עלה, ופחתו הפדיונות מהקרנות השונות. מאז החרפת המשבר הפיננסי בספטמבר 2008 ועד נובמבר איבד תיק הנכסים של הציבור 11.2 אחוזים מערכו. בדצמבר, עם ההתייצבות בשוקי ההון, השתנתה המגמה, ועד פברואר החזיר תיק הנכסים לערכו



⁷ לדיון נרחב בהתפתחויות הפיננסיות האחרונות ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2008.

5.9 אחוזים. במקביל הואט מאוד קצב הפדיונות מקופות הגמל, מקרנות ההשתלמות ומקרנות הנאמנות.

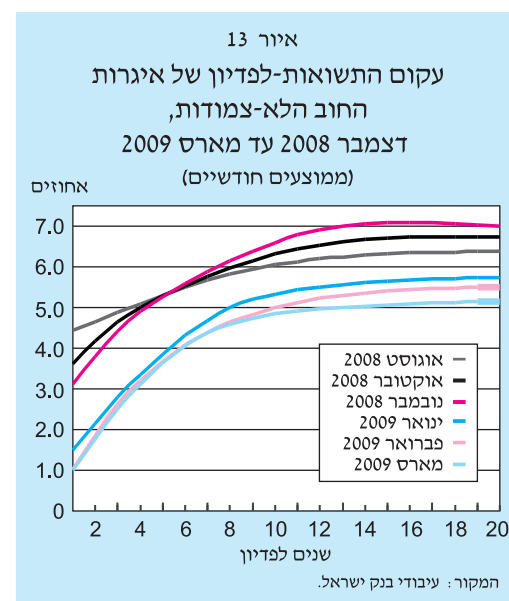
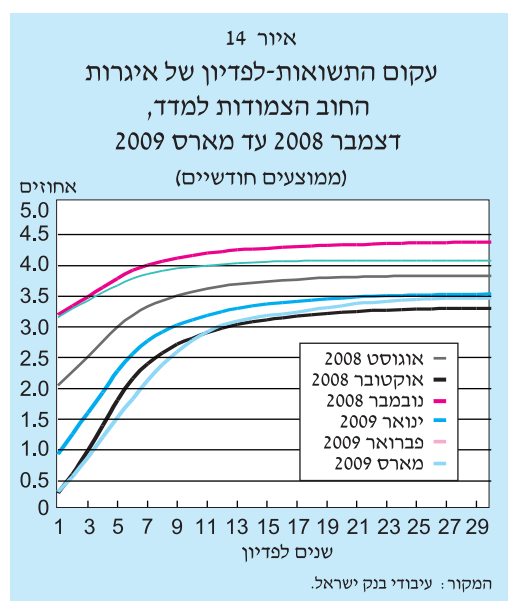
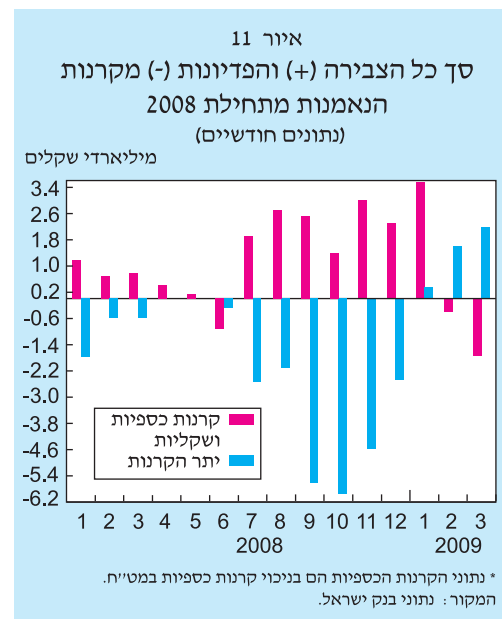
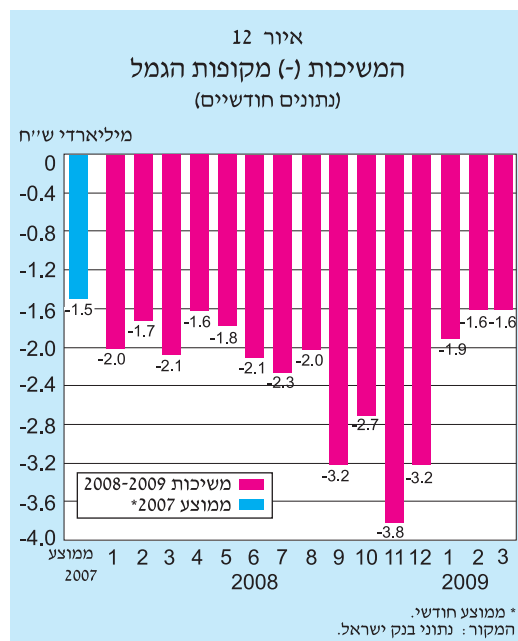
עקומי התשואה הריאלית של איגרות חוב ממשלתיות הוסטו מטה ברביע הנסקר – התפתחות המבטאת התמתנות בפדיונות מקופות הגמל וההשתלמות, מדיניות מוניטרית מרחיבה, אך גם צפי להתמתנות בפעילות הכלכלית. בספטמבר, עם החרפת המשבר, הוסטו עקומי התשואה הריאלית על איגרות חוב ממשלתיות כלפי מעלה. תזוזה זו הושפעה מפדיונות בקופות הגמל וההשתלמות, עקב עלייה בהערכות הסיכון בשווקים, וביטאה את נזילותן של האיגרות הממשלתיות. החל מדצמבר, על רקע התייצבות השווקים הפיננסיים, התמתנות הפדיונות

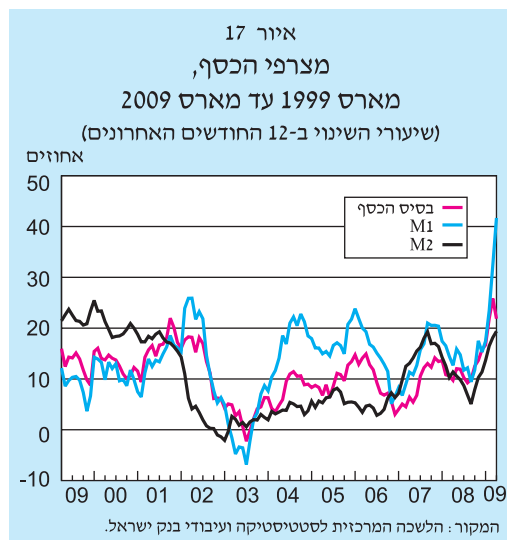
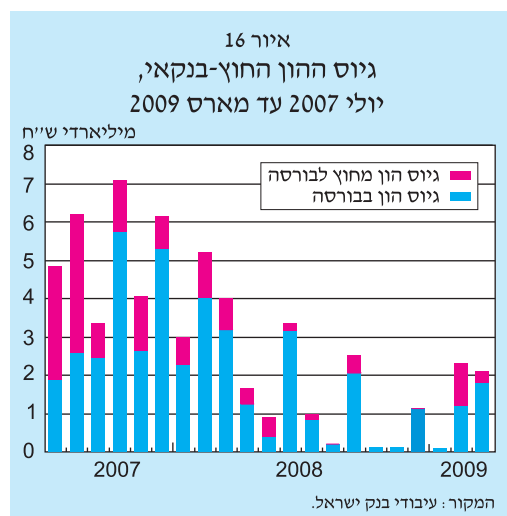
לוח 3

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים, יולי 2008 עד מארס 2009

03/09	02/09	01/09	12/08	11/08	10/08	09/08	08/08	07/08	
התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)									
0.5	0.6	1.3	2.1	3.0	3.6	4.2	4.1	3.8	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
1.1	1.1	1.5	2.0	3.0	3.5	4.3	4.5	4.4	תשואות המק"ם לשנה
3.7	3.7	3.9	4.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.4	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
5.3	5.5	5.7	5.9	7.0	6.8	6.4	6.4	6.6	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
0.3	0.3	0.9	2.8	3.2	3.2	2.2	1.8	1.2	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
1.5	1.8	2.3	3.2	3.8	3.7	3.0	2.7	2.5	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.5	3.4	3.6	3.8	4.4	4.1	3.7	3.6	3.6	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)									
3.2	3.1	3.2	3.5	3.0	3.2	2.2	1.5	1.8	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)
20.4	18.6	20.1	22.8	19.8	15.3	14.4	12.8	11.5	שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)
6.8	5.4	6.9	-4.4	-5.8	-17.6	-11.8	-2.3	-4.7	מדד המניות הכללי
9.4	0.8	0.9	-1.9	-8.0	-18.2	-11.9	-2.7	-4.7	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)									
0.6	2.4	6.9	-3.0	3.6	10.6	-4.8	3.5	3.5	השקל מול הדולר
5.7	0.7	-1.2	5.0	4.5	-3.5	-5.6	-2.2	2.5	השקל מול האירו
3.0	0.5	2.0	1.0	3.1	2.0	-5.4	-0.2	3.4	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)									
13.1	17.3	19.8	18.7	19.5	19.5	13.4	12.4	15.2	סטיית התקן הגלומה
8.8	15.9	18.0	20.3	22.0	16.2	10.0	8.4	13.7	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
7.3	12.1	16.9	12.0	12.1	17.7	7.9	5.6	8.9	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* אג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60% ומח"ם ארוך משנה.
המקור: עיבודי בנק ישראל.





והשפעתן של הורדות הריבית, ירדו התשואות הריאליות לכל אורך העקום. במהלך הרביע הנסקר נמשכה הירידה בתשואות הריאליות עד לרמות הנמוכות אף מרמתן לפני החרפת המשבר – ומכאן שירידתן מבטאת, לצד הירידה בפדיונות ובהערכות הסיכון, צפי להתמתנות בפעילות הכלכלית (איור 14). במקביל, על רקע הורדת ריבית בנק ישראל, הוסטו כלפי מטה גם עקומי התשואה של איגרות החוב הלא-צמודות. החל מאמצע הרביע הנסקר ירידת עקומי התשואות נתמכת גם ברכישות האג"ח על ידי בנק ישראל.

ברביע הנסקר התחדש גיוס האשראי החוץ-בנקאי תוך התכווצות האשראי הבנקאי. לאחר שהופסק כמעט כליל ברביע הקודם, התחדש גיוס ההון החוץ-בנקאי ברביע הנסקר, אף כי בקצב נמוך מאשר במחצית הראשונה של 2008 (איור 16). לעומת זאת נראו סימני חולשה באשראי הבנקאי, והוא פחת נומינלית ברביע זה ב-1.6 אחוזים, לאחר שברביע הקודם הוא התרחב, על אף המשבר. עלות האשראי הבנקאי הצמוד לטווח קצר ירדה מ-5.3 אחוזים ברביע האחרון של 2008 ל-4.4 אחוזים בחודשיים הראשונים של 2009, ובמגזר הלא-צמוד ירדו הריביות מ-7.1 אחוזים ל-5.9 אחוזים. כמו כן מראה סקר החברות של בנק ישראל כי הוקלה במקצת, ביחס לרביע הקודם, מגבלת האשראי על פעילותן של החברות הגדולות והבינוניות במשק; ואולם, בקרב חברות קטנות החמירה מגבלה זו, אף כי בשיעור מתון ביחס לרביעים הקודמים. העלייה בהערכות הסיכון בתקופה האחרונה צמצמה הן את הביקוש לאשראי והן את ההיצע שלו; אולם מההקלה במגבלת האשראי יחד עם ירידת עלותו ניתן להסיק כי הירידה באשראי הבנקאי נובעת מירידת הביקוש לו יותר מאשר ממגבלת היצע.

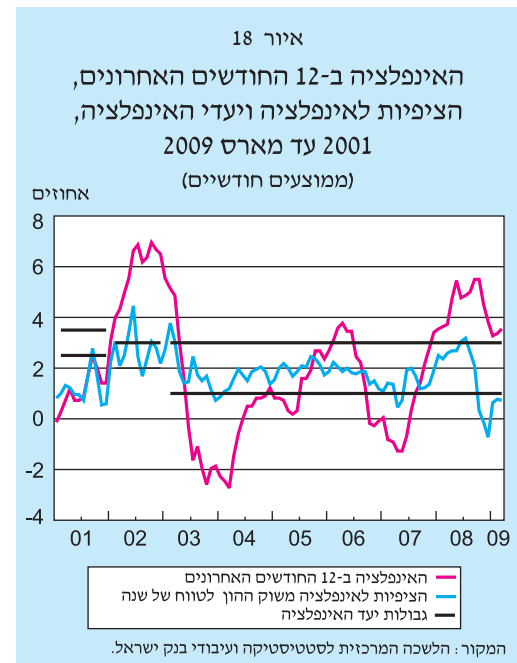
על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה נרשם קצב גידול חריג של בסיס הכסף ואמצעי התשלום. עם הורדות הריבית החדות במהלך ששת החודשים האחרונים עלה מאוד קצב הגידול של מצרפי הכסף השונים (איור 17). במיוחד התרחבו בסיס הכסף ואמצעי התשלום, ששיעורי השינוי בהם במהלך 12 החודשים האחרונים היו הגבוהים ביותר מזה עשור: בסיס הכסף התרחב ב-25 אחוזים, ואמצעי התשלום - ב-40.7 אחוזים. התרחבות נרשמה גם ב-M2 – בשיעור של 18.5 אחוזים. זהו אמנם קצב גבוה, אך לא חריג בהשוואה לעשור האחרון; הרכיב המשלים את M1 ל-M2 גדל ב-13.6 אחוזים⁸. העלייה החדה באמצעי התשלום לעומת שאר רכיבי M2 מצביעה על הסטה בהרכב תיק הנכסים מהחזקת פיקדונות נושאי ריבית להחזקת מזומנים, וזאת לנוכח הירידה האחרונה של הריבית. סביר כי לכשיתאוששו הביקושים המקומיים תחייב התרחבותם החריגה של המצרפים המוניטריים העלאה של הריבית לשם מיתון לחצים אינפלציוניים אפשריים.

⁸ M2 מורכב מאמצעי התשלום (M1) ומהפיקדונות השקליים הלא-צמודים עד שנה.

ה. האינפלציה ברביע הנסקר

במהלך הרביע הנסקר ירד מדד המחירים לצרכן, בעיקר בהשפעת גורמים עונתיים. בהמשך להתמתנות סביבת האינפלציה, שהחלה ברביע האחרון של 2008, ירד מדד המחירים לצרכן בשלושת החודשים הראשונים של 2009 ב-0.1 אחוז. הגורמים המרכזיים למדד השלילי הם גורמים עונתיים, שהבולט שבהם הוא ירידה של 15.4 אחוזים בסעיף ההלבשה וההנעלה במהלך הרביע. בניכוי עונתיות עלה המדד ב-0.5 אחוז; קצב זה מבטא התמתנות בסביבת אינפלציה – על רקע המשבר העולמי והפעילות הריאלית הממותנת – אך הוא תואם את יעד הממשלה.

על רקע התמורות במחירי האנרגיה והסחורות בעולם ובפעילות הכלכלית המקומית, עבר המשק במהלך 12 החודשים האחרונים מסביבת אינפלציה גבוהה לסביבה נמוכה יותר. במהלך 12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.6 אחוזים, אולם התפתחותו בתקופה זו לא הייתה אחידה: בניכוי עונתיות הוא עלה במונחים שנתיים עלייה חדה של 6.2 אחוזים ברביעים השני והשלישי של 2008 וב-1.2 אחוז ברביע הרביעי של 2008 ובראשון של 2009. סביבת האינפלציה הגבוהה בתקופה הראשונה נבעה מעליית מחירי האנרגיה והסחורות בעולם, לפחות בתחילת תקופה זו, ומהתקרבות המשק לתעסוקה מלאה לאחר ארבע שנות צמיחה. בתקופה השנייה (הרביע הרביעי של 2008 והראשון של 2009) לוותה הירידה באינפלציה בהתמתנות חדה של הפעילות הכלכלית ובירידה של מחירי האנרגיה והסחורות ברביע הרביעי של 2008. העלויות של מחירי האנרגיה ברביע הנסקר טרם התבטאו במדד המחירים לצרכן, מפני הפיגור בתגובת המחירים המקומיים על התפתחות המחירים בעולם. סעיפי המדד המושפעים ישירות ממחירי האנרגיה נשארו בתקופה הנסקרת ללא שינוי.



לוח 4

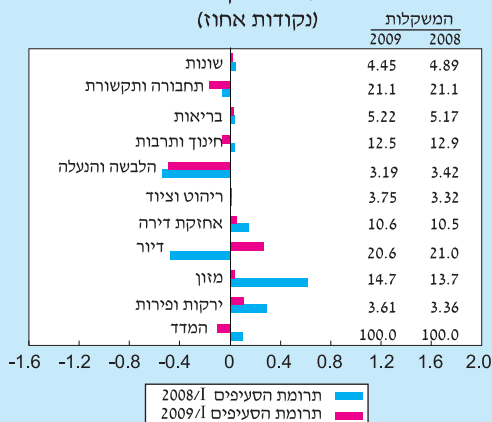
רכיבי מדד המחירים לצרכן

הרביע הראשון של 2009*		12 החודשים האחרונים		המשקל במדד	
שיעור השינוי בתרומה	שיעור השינוי במדד	התרומה	שיעור השינוי במדד		
-0.5	-0.5	3.6	3.6	100.0	מדד המחירים לצרכן - סך הכול
1.1	5.2	3.4	16.2	20.7	דיור
0.1	1.0	0.7	4.9	14.8	מזון (ללא פירות וירקות)
0.0	0.0	-0.7	-9.4	7.7	אנרגיה
0.5	13.0	-0.2	-6.5	3.6	פירות וירקות

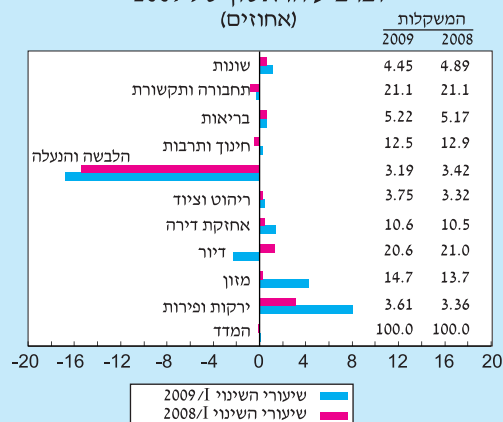
* במונחים שנתיים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

התרומות של סעיפי מדד המחירים לצרכן,
לשיעורי השינוי ברביע הראשון של 2008
וברביע הראשון של 2009



ההתפתחות של סעיפי מדד המחירים לצרכן,
שיעורי השינוי ברביע הראשון של 2008
וברביע הראשון של 2009



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

כיוון שהתמסורת היא חלקית, לא צפויה גם בהמשך תגובה מלאה של המחירים המקומיים על עליות המחירים האחרונות בעולם⁹.

מחירי הדיור משכו ברביע הנסקר את מדד המחירים לצרכן כלפי מעלה, והם הושפעו במידה מועטה, יחסית לתקופות קודמות, מפיחות השקל ביחס דולר. ברביע הראשון של 2009 עלו מחירי הדיור ב-1.3 אחוזים, ותרומתם למדד הכללי הסתכמה ב-0.3 אחוז. לסעיף הדיור משקל רב במדד הכללי – כ-20 אחוזים – והוא משקף ברובו שינויים במחירי שכר הדירה. בעבר, כתוצאה מהנוהג לנקוב שכר דירה בדולרים, השתקפו התנודות הגדולות בשער הדולר בתנודות דומות בסעיף הדיור, ואלה השפיעו רבות על המדד הכללי. עם המעבר לחוזים שקליים, במהלך השנתיים האחרונות, נחלש הקשר בין מחירי הדיור לשער הדולר: ברביע הנסקר רק כרבע מחוזי שכר הדירה היו נקובים בדולרים; שער הדולר פחת ב-7.5 אחוזים¹⁰, ואילו מחירי הדיור עלו, כאמור, ב-1.3 אחוז בלבד.

המעבר לסביבת אינפלציה נמוכה משתקף גם במחירים הסיטוניים. מדד המחירים הסיטוניים ירד במהלך הרביע הראשון ב-0.9 אחוז, לאחר ירידה חדה של 10.9 אחוזים ברביע הקודם. ב-12 החודשים האחרונים ירד מדד המחירים הסיטוניים ב-6.2 אחוזים. להתפתחות המדד תרמו השינויים במחירי התשומות, ובששת החודשים האחרונים – כנראה גם ההאטה בפעילות הכלכלית.

לאחר ירידה חדה בהערכות האינפלציה במהלך הרביע הקודם, התייצבו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות החזאים על רמות הנמוכות

⁹ מחירי האנרגיה המקומיים מגיבים רק חלקית למחירים העולמיים, עקב פיקוח על חלק ממחירי האנרגיה ומס בלו בסכום קבוע על בניזין (כ-2.4 שקל לליטר) וסולר (כ-2.1 שקל לליטר), שכתוצאה ממנו אחוז השינוי במחיר המקומי לצרכן נמוך מהעולמי.

¹⁰ ממוצע מארס לעומת ממוצע דצמבר.

במקצת מגבולו התחתון של יעד האינפלציה. עם החרפת המשבר הפיננסי במהלך הרביע האחרון של 2008 ירדה האינפלציה צפויה ל-12 חודשים הנגזרת מהתשואות בשוק ההון ירידה חדה - מרמה של 2.1 אחוזים בספטמבר ל-0.7- אחוז בדצמבר. עם הרגיעה היחסית בשוקי ההון ברביע הנסקר ירדו פערי התשואות בין איגרות החוב הצמודות ללא-צמודות ושיקפו התייצבות של האינפלציה הצפויה על כ-0.7 אחוז (איור 20). תחזיות החזאים לאינפלציה ל-12 חודשים ירדו גם הן, מרמה של 2.8 אחוזים בספטמבר ל-0.5 אחוז בדצמבר, ונשארו ברמה זו בממוצע במהלך הרביע הראשון של 2009. טווח התחזיות של החזאים הפרטיים גדל מאוד במהלך השנה האחרונה, דבר המשקף את הקושי בחיזוי האינפלציה בתקופה האחרונה. תחזיות האינפלציה וכן ציפיות שוק ההון נמוכות מעט מגבולו התחתון של יעד האינפלציה ומשקפות צפי לביקושים ממותנים, שיביאו לאינפלציה נמוכה; זאת למרות העלייה האחרונה של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם.

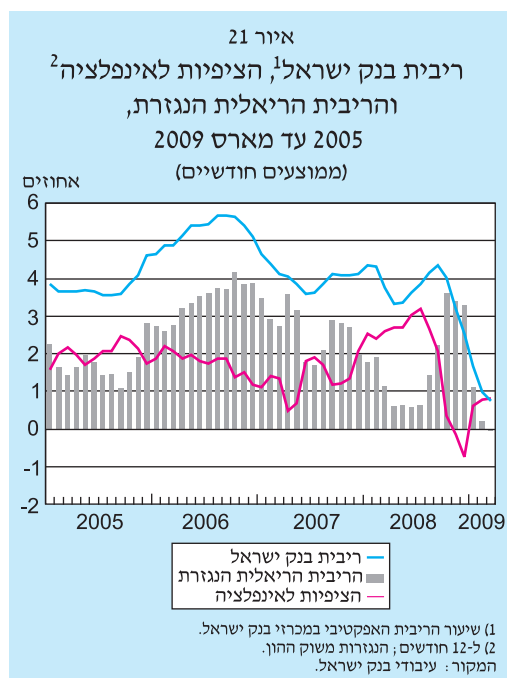
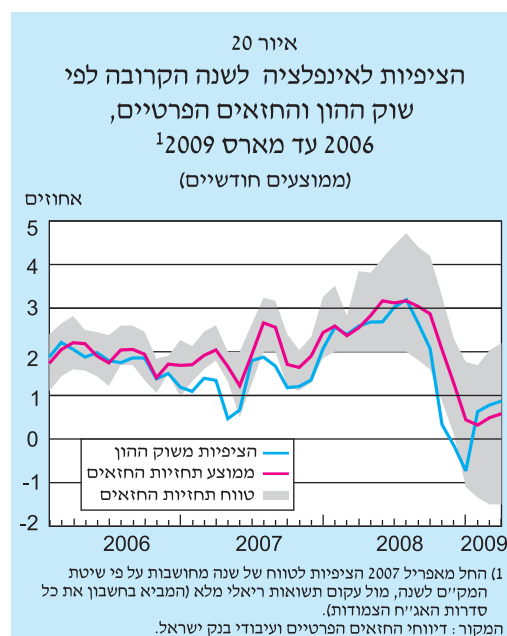
האינפלציה הצפויה לטווח הבינוני והארוך נשארה יציבה. מאז החרפתו של המשבר בספטמבר האחרון נשארו הציפיות לאינפלציה בטווח של ארבע שנים ומעלה יציבות יחסית; הן נעו בחצי העליון של יעד האינפלציה, ולעיתים חרגו ממנו מעט כלפי מעלה בטווחים הארוכים¹¹. לנוכח הזעזועים שספג המשק בתקופה האחרונה, יציבות הציפיות משקפת את אמינותה של המדיניות המוניטרית בעיני הציבור ואת מחויבותה לחזרה של האינפלציה אל תחום היעד.

2. המדיניות המוניטרית

מכלול האינדיקטורים שעמדו בפני בנק ישראל במהלך הרביע תמכו בהרחבה מוניטרית. הירידה החדה של סביבת האינפלציה, התכווצות התוצר, העלייה באבטלה, קשיי גיוס נזילות בשוק המשני וירידת הריביות בעולם – כל אלה תמכו במדיניות מוניטרית מרחיבה, החותרת להשגת יעד האינפלציה, ליציבות פיננסית ולעידוד הפעילות במשק.

ברביע הראשון של 2009 המשיך בנק ישראל לנקוט מדיניות מרחיבה. המדיניות המוניטרית עברה לאחרונה להתבססות על שלושה כלים עיקריים - הריבית, רכישת מט"ח ורכישת איגרות חוב ממשלתיות. (1) הריבית: לאחר הורדת ריבית תלולה ברביע האחרון של 2008 המשיך הבנק להורידה – מרמה של 2.5 אחוזים בדצמבר 2008 ל-0.75 אחוז במרס 2009. ריבית אפריל, לאחר תום התקופה הנסקרת, הורדה ל-0.5 אחוז בלבד, וריבית מאי נותרה ברמה זו. במקביל ירד גם המירווח סביב ריבית בנק ישראל בחלון האשראי ובחלון של פיקדונות הבנקים המסחריים מ- ± 1 אחוז בדצמבר ל- ± 0.25 אחוז במרס. (2) רכישות מט"ח: בהמשך

¹¹ החל מאמצע פברואר רכש בנק ישראל איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני. כתוצאה מהתערבות זו ייתכן שפער התשואות בין איגרות חוב צמודות ללא-צמודות אינו משקף נאמנה, החל מתחילת הרכישות, את ציפיות הציבור לאינפלציה.



לוח 5
סביבת האינפלציה והריבית, יולי 2008 עד מארס 2009
 (ממוצעים חודשיים)

03/09	02/09	01/09	12/08	11/08	10/08	09/08	08/08	07/08	
סביבת האינפלציה (אחוזים)									
0.5	-0.1	-0.5	-0.1	-0.6	0.1	0.0	0.8	1.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
									תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.5	
3.6	3.4	3.3	3.8	4.5	5.5	5.8	5.0	4.8	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.7	0.8	0.6	-0.7	-0.1	0.3	2.1	2.7	3.2	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.6	0.5	0.3	0.4	1.3	2.0	2.8	3.0	3.1	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*									
2.1	2.0	1.4	0.7	1.4	1.5	2.3	2.5	2.9	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3	2.4	2.7	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
1.9	2.4	2.8	3.1	3.4	3.1	2.9	2.9	3.0	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)									
0.7	1.0	1.7	2.5	3.2	4.0	4.4	4.1	3.8	ריבית בנק ישראל
0.0	0.2	1.1	3.3	3.4	3.6	2.2	1.4	0.6	הריבית הריאלית הנגזרת
									פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.5	0.8	1.5	1.9	2.2	2.4	2.3	2.0	1.8	
									פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
-0.9	-1.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	
									תחזיות החזאים לשינוי הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
-0.1	-0.5	-0.4	-0.6	-0.4	-0.2	0.1	0.0	0.0	
1.0	1.0	1.6	1.9	2.1	4.4	4.2	4.0	4.0	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
									פערי הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
2.1	2.5	2.8	3.1	3.1	2.5	2.4	2.2	2.3	
									פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.6	1.6	1.7	

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

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

למדיניותו ממארס 2008 רכש בנק ישראל מט"ח בהיקף של 100 מיליוני דולרים בממוצע ליום, ולקראת סוף הרביע הודיע כי ימשיך ברכישות ככל שיידרש. נוסף על כך צומצמה ספיגת עודפי הנזילות שיוצרות רכישות המט"ח באמצעות הנפקת מק"ם, והנזילות העודפת נספגת דרך פיקדונות נושאי ריבית של הבנקים המסחריים בבנק ישראל - פיקדונות שאינם חלק מבסיס הכסף. (3) רכישת איגרות חוב ממשלתיות: החל מאמצע פברואר רוכש בנק ישראל איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני. הבנק הודיע כי היקף הרכישות יעמוד על כ-200 מיליוני ש"ח בממוצע ליום, וכי במסגרת תוכנית זו בכוונתו לרכוש כ-15 עד 20 מיליארדי ש"ח.

רמתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל מחלישה את התמסורת ממנה אל ריבית הבנקים המסחריים ומאלצת את המדיניות המוניטרית לפעול

באמצעות כלים נוספים¹². הבנקים המסחריים שומרים על מירווח בין הריבית הממוצעת על פיקדונות הציבור לריבית הממוצעת שבה הם מלווים. עם ירידת ריבית בנק ישראל מאבדים הבנקים המסחריים את מרחב התמרון בקביעת ריבית הפיקדונות, לפחות ריבית הטווח הקצר, שכן זו אינה יכולה להיות שלילית, ורמתה כבר קרובה מאוד לאפס, אף שריבית בנק ישראל עודנה חיובית. במצב זה, עקב שמירת הבנקים על מירווח בין ריבית הפיקדונות לריבית האשראי, ירידה נוספת של ריבית בנק ישראל אינה מתורגמת לירידה מקבילה של עלות האשראי הבנקאי החדש. כתוצאה מכך מדיניות הריבית מאבדת מהאפקטיביות שלה, ואם נדרשת הרחבה מוניטרית נוספת, לא נותר אלא להשתמש בכלים הפועלים על מחירי נכסים אחרים, מלבד פיקדונות הבנקים, כדוגמת רכישות מטבע חוץ ואיגרות חוב ממשלתיות. בהקשר זה יצוין כי מנקודת הראות של המדיניות המוניטרית שיעורה המינימלי של ריבית בנק ישראל אינו בהכרח אפס, אלא השיעור שירידה ממנו לא תתורגם לירידה של ריביות אחרות במשק.

רכישות מטבע החוץ במהלך הרביע נמשכו. בהתאם למדיניותו של הבנק נמשכו רכישות מטבע החוץ בקצב של 100 מיליוני דולרים ליום. מאז החלו הרכישות במארכס 2008 קנה בנק ישראל כ-17.5 מיליארדי דולרים, ובסוף הרביע הראשון של 2009 עמדו יתרות המט"ח על 44 מיליארדי דולרים. מעבר להגדלת היתרות ותרומתן להורדת פרמיית הסיכון של המשק, תומכות רכישות המט"ח בשער החליפין, ודרכו ביצוא ובאינפלציה המקומית. כמו כן צמצם בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר את היקף הנפקות המק"ם שנועדו לספוג את הנזילות העודפת שיוצרות רכישות המט"ח. השפעתה של פעולה זו על בסיס הכסף מועטה, שכן בהינתן ריבית בנק ישראל, נספגים עודפי הנזילות של הבנקים בסופו של דבר דרך המכרז המוניטרי. עם זאת, צמצום הנפקות המק"ם לוחץ מטה את הריבית לטווח של עד שנה, ועל כן מאפשר את גידולם של אמצעי התשלום.

החל מאמצע פברואר החל בנק ישראל לרכוש איגרות חוב ממשלתיות בשוק המשני, מתוך כוונה להשפיע על הריביות הארוכות. בנק ישראל קובע את הריבית לטווח הקצר בלבד; בזמנים רגילים שינויים בריבית הקצרה מביאים לשינויים בכיוון דומה בריביות לכל הטווחים – אולם מפאת רמתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל, מאבד הבנק את השפעתו על הריביות לטווחים הבינוני והארוך באמצעות הורדת הריבית הקצרה. קנייה ישירה של איגרות חוב בשוק המשני יש בה כדי להשפיע ישירות על התשואות לטווחים אלה. התשואות על איגרות חוב ממשלתיות משמשות לרוב סמן לתמחור חלק משמעותי מהאשראי הבנקאי לעסקים ולמשקי הבית, ולכן ירידתן צפויה להביא לירידה דומה של עלות האשראי הבנקאי.

¹² לדיון תיאורטי במדיניות מוניטרית בריבית אפס ראו תיבה 1.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

ב-2009 צפוי מיתון עולמי תוך ירידה באינפלציה וגידול של הגירעונות הממשלתיים בעולם. ההאטה הכלכלית מתפשטת לכל המשקים בעולם, והצפי של קרן המטבע הבין-לאומית הוא שבשנת 2009 יתכווץ התוצר העולמי 1.3 אחוזים, שיעור הצמיחה הנמוך ביותר מאז מלחמת העולם השנייה. במדינות המפותחות צפוי התוצר להתכווץ ב-3.8 אחוזים. התאוששות מסוימת צפויה במהלך 2010, אף כי בקרן המטבע מדגישים כי צמיחה בת קיימא לא תיתכן ללא חזרתם של השווקים הפיננסיים בעולם לתפקוד רגיל; באופן דומה מעריך הבנק הפדרלי של ארה"ב כי התאוששות בפעילות הכלכלית האמריקאית תיתכן כבר לקראת סוף 2009, אך זאת רק אם המערכת הבנקאית תתייצב. להאטה בפעילות צפויה להתלוות ירידה של קצב האינפלציה ל-0.2 אחוז במדינות המפותחות, לעומת 3.4 אחוזים ב-2008, עקב הצטמצמות הביקושים. נוסף על אלה, צפוי גידול ניכר של הגירעונות הממשלתיים בכל העולם כתוצאה מתוכניות הסיוע השונות.

על רקע הפעילות הממונת צפוי כי מחירי האנרגיה והסחורות בעולם יישארו יציבים. למרות ירידה בתפוקת הנפט צפויים מחירי האנרגיה להישאר ברמה נמוכה ביחס לשיאם באמצע 2008; מחיר חבית נפט במהלך

לוח 6
הצמיחה ב-2008 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית
ל-2009 ול-2010
(שיעורי שינוי, אחוזים)

צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
	2010	2009	2008
הצמיחה העולמית	1.9	-1.3	3.2
במדינות מפותחות	0.0	-3.8	0.9
בארה"ב	0.0	-2.8	1.1
באירופה	-0.4	-4.2	0.9
ביפן	0.5	-6.2	-0.6
במדינות מתפתחות	4.0	1.6	6.1
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
במדינות מפותחות	0.3	-0.2	3.4
בארה"ב	-0.1	-0.9	3.8
באירופה	0.6	0.4	3.3
ביפן	-0.6	-1.0	1.4
במדינות מתפתחות	4.7	5.7	9.3

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook, January 2009.

2009 יעמוד, להערכת קרן המטבע, על כ-50 דולרים בממוצע. כמו כן תביא הצמיחה החלשה להמשך הרמה הנמוכה יחסית של מחירי הסחורות.

ריביות הבנקים המרכזיים צפויות להישאר ברמתן הנמוכה לפחות עד סוף 2009. לנוכח ההתדרדרות המהירה בפעילות הכלכלית והירידה בלחצים האינפלציוניים הפחיתו בנקים מרכזיים במדינות המפותחות את הריבית בשיעורים חדים ובתכיפות. רמתן הנמוכה של הריביות בעולם צפויה להישמר כל עוד אין התאוששות בפעילות הריאלית, כלומר לפחות עד סוף 2009.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

בשנת 2009 צפוי מיתון, והתחזיות לפעילות הריאלית עודכנו מטה. התאוששות צפויה ב-2010. על רקע ההאטה העולמית צפויה הפעילות הממותנת במשק להימשך גם השנה. העמקת המשבר בעולם הביאה לעדכון כלפי מטה של תחזית הפעילות לשנת 2009: התוצר המקומי הגולמי צפוי להתכווץ ב-1.5 אחוזים, לעומת ירידה של 0.2 אחוז שנחזתה בדוח האינפלציה הקודם, וזאת בעיקר עקב צפי לירידה של 7.1 אחוזים ביצוא ללא יהלומים (לעומת 2.4 אחוזים על פי ההערכה הקודמת) וירידה של 0.9 אחוז בצריכה הפרטית (לעומת גידול של 1.1 אחוזים באומדן הקודם). שיעור האבטלה צפוי לעלות לרמה ממוצעת של 7.7 אחוזים ב-

לוח 7

אינדיקטורים ל-2008 ותחזית בנק ישראל ל-2009 ול-2010

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

הנתונים בפועל		התחזית	
2008	2009	2010	
4.0	-1.5	1.0	התמ"ג
3.9	-0.9	2.2	הצריכה הפרטית
3.8	-7.1	-8.3	ההשקעה הגולמית המקומית
2.8	3.1	1.1	הצריכה הציבורית
7.0	-6.2	-0.3	היבוא (האזרחי ללא יהלומים)
8.0	-7.1	3.1	היצוא (ללא יהלומים)
1.6	3.2	2.0	החשבון השוטף נטו (מיליוני דולרים)
6.1	7.7	8.3	האבטלה (שיעור)
-2.8	-5.9		הגירעון הציבורי (אחוזי תוצר)*
77.8	84.2		יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)*

* ללא בנק ישראל. עקב אי הוודאות ביחס לתקציב 2010 לא מוצגת תחזית הגירעון והחוב לשנה זו.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

2009 (שמשמעותו כ-8.5 אחוזים בסוף השנה), לעומת 6.1 אחוזים ב-2008. גירעון הממשלה צפוי לעמוד על 5.9 אחוזי תוצר, בעקבות הירידה החדה בגביית המסים. בשנת 2010, על רקע הערכה להתייצבות הסחר העולמי ועלייה בצריכה הציבורית, צפויה התאוששות: התוצר יצמח בקצב של כ-1 אחוז בממוצע – אולם שיעור האבטלה יישאר גבוה, כ-8.3 אחוזים בממוצע. משמעותן של התפתחויות אלה, אם יתממשו, היא התרחבות פער התוצר בשנתיים הקרובות, ועל כן צפויים בתקופה זו לחצים דפלציוניים.

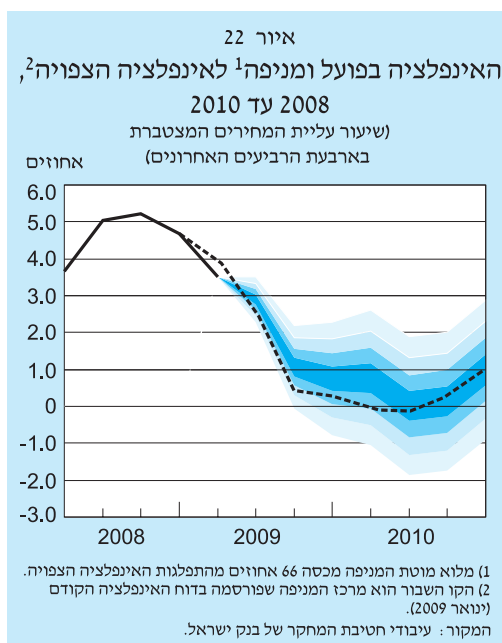
ג. הערכות לגבי שער החליפין ומאזן התשלומים

עודף בחשבון השוטף ולחצים להיחלשות הדולר בעולם צפויים לחזק את השקל, אולם המשך רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל יפעל לפיחותו. ב-2009 צפוי בחשבון השוטף עודף של 3.2 מיליארדי דולרים, לעומת 1.6 מיליארדי דולרים ב-2008, על רקע שיפור בתנאי הסחר של ישראל. התמתנות הפעילות הכלכלית מתבטאת בסחר החוץ הן בצמצום היבוא והן בירידה של היצוא. העודף בחשבון השוטף צפוי ליצור לחצים לייסוף השער האפקטיבי של השקל. ההרחבה המוניטרית החריגה בארה"ב צפויה להחליש את הדולר בעולם, ועל כן היא תתרום להתחזקות השקל כנגדו. לעומת זאת, המשך רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל יתרום לקיזוז הלחצים לייסוף.

ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים צפוי, על פי ההערכות בשווקים, להיות בסביבות גבולו התחתון של יעד האינפלציה. לנוכח ההאטה בפעילות הכלכלית והירידה באינפלציה בפועל תחזיות הגופים השונים לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים מצויות מתחת לרף התחתון של יעד האינפלציה (1 אחוז), בדומה להערכות בסוף הרביע הקודם (לוח 8). התחזיות בסקר החברות גבוהות יותר, וההערכה הממוצעת עומדת על 1.4 אחוזים. יצוין כי ברביע הנסקר העריכו כ-73 אחוזים מהמשתתפים בסקר כי האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים תימצא בגבולות היעד של הממשלה, ו-26 אחוזים העריכו כי האינפלציה תהיה נמוכה מגבולו התחתון של היעד.

תחזיות המודלים שבשימוש בנק ישראל מורות על אינפלציה באזור גבולו התחתון של היעד בשנת 2009. ברביע החולף נמשך השינוי בתנאי הרקע של המשק, ומכאן נובע גם שינוי בתחזיות האינפלציה והריבית הנגזרות מהמודלים שבשימוש בנק ישראל. התחזיות העדכניות מניחות, בין היתר, כי היקף הסחר העולמי יצטמצם ב-9 אחוזים במהלך השנה הקרובה; כי הבנקים המרכזיים בעולם ישמרו על רמת ריביות נמוכה; כי המשבר בעולם ישפיע לרעה על הפעילות הריאלית המקומית; כי מחירי התשומות בעולם יעלו עלייה מתונה; וכי מחיר הנפט יגיע לכ-60 דולרים בסוף 2009. בתנאים אלה נגזרת מהמודלים אינפלציה בטווח של 0.8 אחוז עד 1.1 אחוז



בשנת 2009, לעומת תחזית של 0 עד 0.3 אחוז בדוח האינפלציה הקודם. עדכון התחזית כלפי מעלה משקף בעיקר את השינוי בהערכה ביחס להתפתחות מחירי האנרגיה והסחורות בעולם לעומת ההערכה בדוח הקודם. הריבית הנגזרת מאחד המודלים יורדת מ-0.5 אחוז ברביע השני של 2009 עד לשיעור שלילי של -0.6 אחוז בסוף השנה - מעבר למחסום האפס של הריבית. ניתן לפרש את הריבית השלילית במודל כך שבהינתן מגבלת האפס על הריבית במציאות המשכה של הרחבה מוניטרית מושג באמצעות כלים אחרים, השקולים בהשפעתם לריבית שלילית.

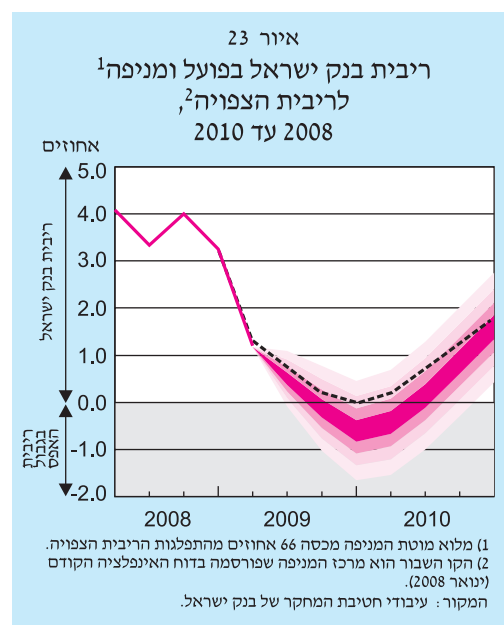
לוח 8

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

המודלים	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	של בנק ישראל
הממוצע	2	0.6	1.4	
הטווח	1-3	-1.5-2.2	*0.0-3.5	0.8-1.6

* טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

הסיכון המרכזי הוא להחטאת יעד האינפלציה מלמטה. המשך המגמות הקיימות – החרפת המשבר העולמי וזליגתו לתחום כרטיסי האשראי, האטה בפעילות הכלכלית ועלייה באבטלה, אובדן האפקטיביות של ההרחבות המוניטריות, עקב הגעת הריבית לגבולה התחתון, והיחלשות הדולר בעולם לנוכח ההרחבה המוניטרית בארה"ב – כל אלה צפויים להתבטא, במדידה של 12 חודשים, באינפלציה נמוכה מהיעד. כנגד זאת, עלייה של מחירי האנרגיה והסחורות ופיחות משמעותי של שער החליפין, בגלל הרעה במצבה של ישראל יחסית לעולם מסיבות כלכליות או גיאופוליטיות, עלול להביא לעלייה באינפלציה - תרחיש שסבירותו אמנם נמוכה, וגם אם יתממש הוא לא יביא בהכרח לחריגה מגבולו העליון של היעד. נוסף על כך, עודף הנזילות שבידי הציבור צפוי ליצור לחצים אינפלציוניים עם התאוששותם של הביקושים המקומיים. במצב זה יידרש הבנק לנקוט מדיניות מצמצמת, אולם לנוכח מצב הכלכלה הריאלית ותחזית הצמיחה נראה כי עיקר הסיכון בתחום האינפלציה הוא להחטאת יעדה מלמטה.



תיבה 1: מדיניות מוניטרית בריבית אפס

כלי המדיניות העיקרי שבו משתמשים בנקים מרכזיים בעולם הוא הריבית הנומינלית לטווח קצר, בדרך כלל ליום או לימים ספורים, על הלוואות לבנקים המסחריים. ככלל, הריבית הנומינלית חסומה באפס, שכן בריבית שלילית מלווים יעדיפו לשמור את כספם ברשותם, וכך יקבלו תשואה גבוהה יותר, קרי אפס ריבית¹. מכאן שעם הגעת הריבית לגבולה התחתון על עושי המדיניות המוניטרית לעבור לשימוש בכלים אחרים, אם ברצונם לנקוט מדיניות מרחיבה². בעיית החסם התחתון לריבית אכן מתעוררת בזמני שפל בפעילות הכלכלית לאחר שהבנק המרכזי כבר נקט אמצעים מרחיבים. דוגמה לכך ניתן למצוא בהתפתחויות האחרונות בעולם ובניסיונה של יפן, שבה שורת פעילות ממותנת בלוויית דיפלציה וריבית קרובה לאפס זה למעלה מעשור³.

תיבה זו דנה בכלים העומדים לרשות עושי המדיניות המוניטרית עם הגעתה של הריבית אל גבולה התחתון⁴, אולם תחילה יש להבהיר באילו ערוצים ריבית הבנק המרכזי משפיעה על הפעילות הריאלית.

מנגנוני התמסורת העיקריים ממדיניות הריבית אל הפעילות הכלכלית עוברים דרך הריבית הריאלית ושער החליפין הריאלי. שינויים בריבית נענים לרוב בתגובה איטית יחסית של האינפלציה והציפיות לה, ואילו תגובת שער החליפין הנומינלי מהירה יותר; לכן הורדת הריבית הנומינלית פועלת בטווח הקצר לירידה מקבילה של הריבית הריאלית ולפיחות ריאלי. אלה מצדם תומכים בפעילות הכלכלית במשק – הריבית הריאלית דרך הוזלת האשראי ועידוד ההשקעות והצריכה, והפיחות הריאלי דרך תמיכה ביצוא. בהעדר יכולת להשפיע על אלה דרך הורדת הריבית הנומינלית הקצרה, ננקטות דרכי פעולה אחרות, העוברות דרך השפעה על הציפיות לאינפלציה, על הריביות הארוכות, ועל שער החליפין הנומינלי. העלאת הציפיות לאינפלציה תביא לירידת הריבית הריאלית, ואילו פיחות נומינלי של שער החליפין יביא לפיחות ריאלי, במיוחד בתקופה של אינפלציה ממותנת.

עם התקרבות הריבית הנומינלית לגבולה התחתון עומדים לרשות עושי המדיניות המוניטרית כלים שונים להרחבה מוניטרית לצורך ייצוב הפעילות הכלכלית, אשר מחליפים או משלימים את כלי הריבית. לשם הרחבה מוניטרית ניתן לנקוט מספר דרכים – הצהרות לצורך השפעה על ציפיות הציבור, רכישת איגרות חוב ממשלתיות או אחרות בטווחים שונים, רכישות מט"ח והדפסת כסף למימון הרחבה פיסקלית.

Bernanke ו-Reinhart (2004) מציינים את חשיבות השפעתן של הצהרות הבנק המרכזי על ציפיות הציבור. עם התקרבות הריבית לרמתה המינימלית חשובה ההצהרה על שמירת הריבית ברמתה הנמוכה לאורך זמן, ובפרט מעבר לאופק הצפוי על ידי הציבור. הצהרה שכזו, במידה והיא אמינה, תפעל להורדת הריביות לכל אורך עקום התשואות.

Goodfriend (2000) ו-Bernanke and Reinhart (2004) דנים בהשפעת רכישות אג"ח ממשלתיות ארוכות בזמנים שבהם הריבית הקצרה נמצאת בגבולה התחתון. יש להבהיר כי כאשר הריבית הקצרה היא אפס, בסיס הכסף ואג"ח קצרות הם תחליפים קרובים זה לזה. לכן רכישת אג"ח קצרות על ידי הבנק המרכזי

¹ מנתוני Fed-עולה כי בשני ימי מסחר במהלך דצמבר 2008 נרשמו תשואות שליליות קטנות על T-Bills אמריקאי לארבעה שבועות. משמע, בגלל עליית הסיכון כתוצאה מהמשבר העולמי משקיעים היו מוכנים לקבל תשואה שלילית בתמורה לביטחון המתקבל מאחסון כספם בידי הממשלה לעומת שמירתו בריבית אפס באמצעים העומדים לרשותם.

² הרמה שבה הריבית מאבדת את האפקטיביות שלה ככלי מדיניות איננה בהכרח אפס. לדיון בנקודה זו ראו סעיף 2 של דוח זה.

³ מ-1995 ועד 2006 ריבית הבנק המרכזי ביפן נעה בין 0.1 ל-0.5 אחוז, שיעור הצמיחה השנתי בתקופה זו היה 1.3 אחוזים בממוצע, מחירי התוצר ירדו בכ-0.9 אחוז לשנה בממוצע, והמחירים לצרכן ירדו בכ-0.1 אחוז לשנה בממוצע.

⁴ עקרונית מרבית הכלים ניתנים לשימוש גם כשהריבית גבוהה מגבולה התחתון, כמשלימים את מדיניות הריבית ולא דווקא כתחליף לה.

רק תשנה את הרכב תיק הנכסים של הציבור בלי להביא להגברת ביקושים ולהמרצת הפעילות הכלכלית.⁵ התשואות על אג"ח ארוכות הן חיוביות גם כאשר רמת הריבית הקצרה מצויה בסביבות האפס. רכישת אג"ח ארוכות על ידי הבנק המרכזי מורידה את התשואה עליהן, ולכן מורידה את הריבית הריאלית ארוכת הטווח, ובכך מעודדת ביקושים לתצרוכת והשקעה.

Clouse et al. (2003) דנים, בין היתר, בהשפעתן של רכישות מט"ח על שער החליפין. בערוץ זה הבנק המרכזי מנסה לתמוך בפעילות הכלכלית דרך יצירת פיחות. פיחות – מעבר להשפעתו הישירה: תמיכה ביצוא והפניית ביקושים למוצרים מקומיים – צפוי גם להגביר את האינפלציה המקומית, וכך להוריד את הריבית הריאלית. בזמן משבר עולמי מנגנון הפיחות במשקים קטנים, כדוגמת המשק הישראלי, עשוי להיות אפקטיבי יותר מאשר במשקים גדולים. זאת משום שכאשר הפעילות הכלכלית בעולם כולו ממותנת, פיחות מטבע של משק גדול צפוי להשפיע לרעה על משקים אחרים ולהניע אותם לתגובת נגד, שתמתן או אף תבטל את השפעתו המקורית; מכאן עולה צורך לתיאום בין-לאומי של המדיניות המוניטרית, לפחות בין המשקים הגדולים. כנגד זאת, למשק קטן השפעה זניחה על שאר העולם, ולכן סביר שלפיחות המטבע בו תהיה השפעה ריאלית אפקטיבית יותר על הפעילות מקומית.

Feldstein (2002) דן באפשרות לממן הרחבה פיסקלית בהדפסת כסף כתחליף למדיניות ריבית, כשזו נמצאת ברמה נמוכה. הרחבה פיסקלית כזאת יכולה להתבטא בהרחבת ביקושים של הממשלה ו/או בהורדת מסים. תמהיל מדיניות מרחיב בצד המוניטרי ובצד הפיסקלי גם יחד פועל להמרצת הפעילות הכלכלית במשק בשני ערוצים – הרחבת ביקושים ישירה של הממשלה או של הפרטים הנהנים מהורדת המסים והעלאת הציפיות לאינפלציה, המביאות לירידת הריבית הריאלית. עם זאת, להורדת מסים עלולה להיות השפעה מוגבלת בלבד על הפעילות הכלכלית אם שינוי המדיניות נתפס כארעי, שכן במצב זה הפרטים יעדיפו לחסוך את ההכנסה הפנויה העודפת שלהם במקום להפנותה לביקושים. ואולם, אם חלק ניכר מהפרטים במשק אינו יכול ללוות בגלל מגבלת אשראי, הורדת המס צפויה להגביר ביקושים למרות ארעיותה. מכל מקום, חוק אי ההדפסה אוסר שימוש בערוץ זה בישראל.

נוסף על הרחבות כמותיות יש אפשרות להוריד את הריבית הנומינלית מתחת לאפס באמצעות הטלת מס על החזקת נזילות.⁶ ככלל, הרף התחתון לריבית מוגדר על ידי התשואה של החזקת נזילות: אם תשואה זו הופכת שלילית בגלל מס, או כתוצאה מעלויות אחרות הכרוכות בהחזקת נזילות, ניתן להוריד את הריבית הנומינלית אל מתחת לאפס עד לגובה שיעור מס הנזילות. ככלל, החלופה של החזקת מזומנים מחוץ למערכת הפיננסית אינה כדאית למרבית הפרטים, אלא אם כן שיעור המס גבוה לאורך זמן. לכן נראה כי לא ניתן לפסול, לפחות תיאורטית, את האפשרות של ריבית שלילית.

חשוב לציין כי כל דרכי הפעולה שהוזכרו לעיל פועלות להרחבת הנזילות בשווקים, אשר בחלקה אינה מופנית לביקושים; הנזילות העודפת איננה מזיקה כל עוד הפעילות ממותנת והאינפלציה נמוכה. אולם עם התאוששות הפעילות הכלכלית יש חשש כי נזילות זו תביא לעלייה ניכרת באינפלציה, מעבר לרמה הרצויה, ועלייה כזאת תחייב את הבנק המרכזי להגיב בצמצום מוניטרי.

⁵ נקודה זו הודגשה גם על ידי Meltzer (1999).

⁶ מס על נזילות (carry tax) כדי למנוע צבירה עודפת הוא רעיון ישן שנדון כבר על ידי Keynes (1936), ואף קודם לכן.

- Bernanke, B. S. and V. R. Reinhart (2004). "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *The American Economic Review* 94(2), Papers and Proceedings, 85-90.
- Clouse, J., D. Henderson, A. Orphanides, D. H. Small and P.A. Tinsley (2003). "Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero", *Topics in Macroeconomics* 3(1), Article 12. Available at: <http://www.bepress.com/bejm/topics/vol3/iss1/art12>
- Feldstein, M. S. (2002). "The Role for Discretionary Fiscal Policy in Low Interest Rate Environment", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 9203.
- Goodfriend, M. (2000). "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy", *Journal of Money, Credit and Banking* 32(4), 1007-1035.
- Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest, and Money", London: Macmillan Cambridge University Press.
- Meltzer, A. H. (1999). "The Transmission Process", Paper presented at the Bundesbank Conference on the Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe.