



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית (דוח האינפלציה)

2011
הרביע הראשון

ניסן התשע"א - מאי 2011

34



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114110034/2

נדפס בדפוס מאור וולך, ירושלים

דוח המדיניות המוניטרית לרביע הראשון של 2011 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת הערכת התפתחותה של האינפלציה ביחס ליעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן בפורום המוניטרי הבכיר של בנק ישראל בראשות הנגיד, הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטת הריבית¹.

מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הראשון של 2011 ב-0.7 אחוז, שיעור העולה משמעותית על השיעור הנגזר ממרכז יעד האינפלציה בצירוף גורמי עונתיות לרביע זה. העלייה הגבוהה של המדד הושפעה הן מגורמים מקומיים - מחירי הדיור ומחירי הפירות והירקות; והן מגורמים חיצוניים - המחירים העולמיים של האנרגיה והסחורות. התפתחות המחירים בשנים עשר החודשים האחרונים, שהסתכמה בעלייה של 4.3 אחוזים, מצביעה על האצה משמעותית של קצב האינפלציה ברביע הראשון של 2011. מגמת העלייה של מחירי הדירות, שהחלה בראשית 2008, התבטאה גם בנתונים האחרונים שהתפרסמו ברביע הנסקר, ועלייתם בשנים עשר החודשים האחרונים הסתכמה בשיעור של 16.1 אחוזים. התפתחויות אלו מגבירות את החשש שמגמת העלייה של מחירי הדירות - אם תתמיד - יהיה בה כדי לסכן את היציבות הפיננסית והריאלית במשק.

הפעילות הכלכלית ברביע הראשון של 2011 המשיכה להתרחב בעוצמה, המשך להתרחבות המהירה בשנת 2010, שהקיפה את כל רכיבי הביקוש המצרפי, ובמיוחד את הצריכה הפרטית. התרחבות הפעילות ממשיכה להתבטא בשוק העבודה: מספר המועסקים עלה ברביע האחרון של 2010 בשיעור ניכר, בעוד ששיעור האבטלה נותר ללא שינוי. השכר במשק התחיל לעלות במתכונות במהלך המחצית השנייה של 2010, בניגוד למגמת הירידה המאפיינת אותו בשנים האחרונות.

הסביבה הכלכלית בישראל משתקפת בשוק ההון: מחירי הנכסים הפיננסיים כמעט לא המשיכו לעלות ברביע הראשון של השנה, אך במהלכו הם הגיעו לרמת שיא חדשה, גבוהה מרמתם הממוצעת לפני המשבר. כן נראה כי הקצב הגבוה של התרחבות הפעילות הכלכלית בישראל נמשך. על פי ההערכות של בנק ישראל, צמיחת התוצר ב-2011 תגיע ל-4.5 אחוזים, בעיקר עקב התרחבות הביקושים המקומיים. קצב עלייתם של ביקושים אלה עלול ללחוץ לעליית המחירים במהלך שנת 2011.

הפעילות הכלכלית במדינות המתפתחות צפויה לצמוח בשנתיים הקרובות בשיעורים גבוהים, ואילו במדינות המפותחות צפויה אמנם צמיחה חיובית, אך בקצב נמוך יחסית. בארה"ב התפרסמו לאחרונה נתוני מקרו טובים מהצפוי, המבשרים שיפור ממשי בפעילות, ובפרט ירידה באבטלה.

ה-ECB העלה את הריבית המוניטרית בתחילת חודש אפריל, לראשונה מאז המשבר, אך ההודעה הנלווית להחלטת הריבית הותירה אי-ודאות רבה לגבי המשך ההעלאות. בארה"ב אמנם אין עדיין כוונות ברורות להעלות את הריבית, והציפיות הן שהיא תישאר ברמתה הנמוכה לפחות עד סוף השנה, אך מתגברות ההערכות בדבר סיום קרב של ההקלות הכמותיות, כמתוכנן.

¹ עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק בנק ישראל החדש (התש"ע-2010), יתקבלו החלטות הריבית במסגרתה, ודוח המדיניות המוניטרית יוצג על ידיה. שינוי שם הדוח (שהיה דוח האינפלציה) הוחל בדוח הנוכחי לראשונה.

המדיניות המוניטרית בישראל הותאמה לשינויים המהירים בפעילות הכלכלית ובסביבת האינפלציה המקומית. עם החרפת המשבר, ברביע האחרון של 2008 וברביע הראשון של 2009, נקט בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד, והמשיך בכך גם במהלך 2009 ו-2010, תוך צמצום הדרגתי של מידת ההרחבה, בהתאם להתפתחויות בסביבה הכלכלית. ברביע הנסקר, לנוכח ההאצה באינפלציה ובצמיחה, המונעת בעיקר על ידי ביקושים, הגביר בנק ישראל את קצב העלאת הריבית, ובכך צמצם במידה ניכרת את ההרחבה: הריבית לפברואר ולמארס הועלתה ב-25 נקודות בסיס לכל אחד מהם, ולאפריל בחצי נקודת אחוז, מעל לתחזיות המוקדמות של שוק ההון והחזאים.

על פי נתוני מאזן התשלומים יבוא ההון של זרים לישראל ברביע הנסקר המשיך להתמקד ברכישת מק"ם ובהפקדות בבנקים מקומיים, יותר מאשר בהשקעות ריאליות ובמניות, ויתרת החזקות המק"ם של הזרים הגיעה ל-12.5 מיליארדי דולרים, שליש מהיתרה המונפקת. ניתן אפוא להסיק שיבוא הון זה, המשפיע על שער החליפין, מונע בעיקר משיקולים קצרי טווח. לשם צמצום השפעות קצרות טווח אלה על שער החליפין התערב בנק ישראל בשוק ורכש מטבע חוץ. מלבד זאת, בינואר 2011 הטיל בנק ישראל על תושבי ישראל חובת דיווח על פעילותם בנגזרי מטבע חוץ, על תושבי חוץ חובת דיווח על פעילותם בנגזרי מטבע חוץ ובמק"ם, ועל התאגידים הבנקאיים חובת נזילות בגין עסקאות בנגזרי מטבע חוץ מול תושבי חוץ.

הערכת בנק ישראל היא כי שיעור האינפלציה בעוד שנים עשר חודשים יהיה מעט מעל הגבול העליון של טווח יעד האינפלציה, תוך המשך תהליך הדרגתי של העלאת הריבית, כך שבמחצית השנייה של 2012 תתבסס האינפלציה בתוך גבולותיו של יעד יציבות המחירים. הסיכונים לסטייה מהתפתחות זו כלפי מעלה וכלפי מטה הם מאוזנים. הערכה זו מתבססת, מצד אחד, על המשך עלייה של מחירי האנרגיה והמזון, ועל התרחבות הביקושים, גורמים הפועלים לעליית האינפלציה; ומהצד האחר - על העלאות ריבית בנק ישראל ברביע הנסקר, שהסתכמו בנקודת אחוז, על המשך עליית הריבית ככל שידרש במהלך השנה הקרובה, ועל איטיותה היחסית של ההתאוששות העולמית, במיוחד במדינות המפותחות, אשר בעטיה הולכים ומתרחבים פערי הריביות, ומביאים להתגברות לחצי הייסוף.

בנק ישראל ימשיך ויצמצם את מידת ההרחבה המוניטרית, הננקטת מאז תחילתו של המשבר הפיננסי, כדי לשמור על האינפלציה בתחום היעד, תוך תמיכה בפעילות הריאלית ושמירה על היציבות הפיננסית. מסלול הריבית אינו קבוע; הוא ייקבע בהתאם לסביבת האינפלציה, לפעילות הכלכלית בארץ ובעולם, לצפי לגבי העלאות הריבית על ידי הבנקים המרכזיים במשקים המובילים, ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. ההחלטות החודשיות על שיעור הריבית המוניטרית, וכן על התערבות בשוק המט"ח והיקפה, תתקבלנה בהתאם להתפתחויות בתחומים אלה.

בברכה,

ד. ס. פישר

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

התוכן

7	תקציר
9	1. הרקע והאינפלציה
9	א. הסביבה העולמית
13	תיבה : מחירי הסחורות והמדיניות המוניטרית
15	ב. התפתחות שער החליפין של השקל
16	ג. ההתפתחויות הריאליות
21	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
23	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
26	2. המדיניות המוניטרית
28	3. עדכון התחזיות
28	א. הסביבה העולמית
29	ב. הפעילות הריאלית בישראל
31	ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הראשון של 2011 (הרביע הנסקר) בשיעור של 0.7 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-1.5 אחוז (שיעורים רבעוניים). תרמו למדד בעיקר מחירי הדיור (שכר הדירה), המזון והאנרגיה. קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים חרג מגבולו העליון של יעד האינפלציה, ובמאוס הוא עמד על 4.3 אחוזים. הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים הגיעו במאוס ל-3.7 אחוזים בממוצע, והציפיות לטווח ארוך נמצאות בתחומן העליון של יעד האינפלציה. בשנה האחרונה ניכרת עלייה בסביבת האינפלציה, על רקע גידול הביקושים וצמיחת המשק. מחירי הדירות עלו ב-12 החודשים האחרונים ב-16.1 אחוזים.
- **הסביבה העולמית:** המשקים המפותחים ממשיכים בתהליך ההתאוששות מהמשבר העולמי, אף כי בקצב איטי, ואילו המשקים המתפתחים צומחים בקצב מהיר. קרן המטבע הבין-לאומית צופה כי ב-2011 יצמחו המשקים המפותחים ב-2.4 אחוזים, והמשקים המתפתחים יצמחו ב-6.5 אחוזים. במהלך הרביע הנסקר עלו מחירי האנרגיה והסחורות, עליות המביאות לגידול של שיעורי האינפלציה בעולם; ב-2011 צפויה אינפלציה של 2.2 אחוזים במשקים המפותחים ו-6.9 אחוזים במשקים המתפתחים. התחלה של העלאת הריבית בארה"ב צפויה רק בעוד שנה, ואילו באירופה החלו להעלות את הריבית באפריל בהתאם לציפיות השוק.
- **הפעילות הריאלית:** הפעילות הכלכלית, שהייתה חזקה במשך 2010 כולה, הואצה ברביע הרביעי של השנה והקיפה את כל רכיבי הביקוש המצרפי, אך נשענה בעיקר על הביקושים המקומיים. ברביע הרביעי של 2010 צמח התוצר של המשק הישראלי ב-7.8 אחוזים (שיעור שנתי מנוכה עונתיות). אינדיקטורים לפעילות הריאלית ברביע הנסקר מצביעים על המשך התרחבותה בקצב נאה, על חלחול הצמיחה לשוק העבודה והאצה ביצוא, ועל המשך ההתרחבות של הצריכה הפרטית, אף כי בקצב מתון יותר מאשר ב-2010.
- **שער החליפין:** התפתחות שער החליפין במהלך הרביע הנסקר לא הייתה אחידה. במהלך ינואר פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בשיעור של 5.3 אחוזים, ובכך קיזז את הייסוף החד שקדם לו. הפיחות לווה בעלייה של סטיית התקן הגלומה באופציות השקל דולר, על רקע חוסר היציבות הגיאו-פוליטית במדינות ערב וצעדי בנק ישראל בשוק המט"ח. בהמשך הרביע חזר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי לרמת המחצית השנייה של 2010, וסטיית התקן ירדה. עם העלאת הריבית לחודש אפריל, בתום הרביע הנסקר, נתחדש ייסוף השקל.
- **השווקים הפיננסיים:** במהלך הרביע הנסקר נבלמו העליות של מחירי המניות, בדומה למגמה בשוקי העולם. בסיכומו של הרביע ירדו מחירי המניות ב-2.4 אחוזים (ת"א 100, ממוצע מאוס 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010). שינוי המגמה בא, בין היתר, על רקע התגברות אי-הוודאות, בשל ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות במזרח התיכון, עליית מחירי האנרגיה והמגמות בשוקי העולם. עקומי התשואות הנומינליות והריאליות של איגרות החוב הממשלתיות עלו במהלך הרביע הנסקר - ביטוי להתבססות הצמיחה, אך גם לעליית הציפיות לאינפלציה. כמו כן נמשכת מגמת העלייה של היקף המשכנתאות החדשות.
- **המדיניות המוניטרית:** במהלך הרביע הנסקר האיץ בנק ישראל את קצב העלאת הריבית. ריביות פברואר ומאוס הועלו ב-0.25 אחוז כל אחת, וריבית אפריל הועלתה ב-0.5 אחוז, לרמה של 3 אחוזים. העלייה של הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים תוך חריגת האינפלציה בפועל מתחום היעד, הצמיחה המהירה של הפעילות הריאלית המקומית והמשך עלייתם של מחירי הדירות - כל אלה תמכו בהאצת ההעלאה של הריבית המוניטרית, לשם השגת יעד האינפלציה והשמירה על היציבות הפיננסית ועל פעילות ריאלית איתנה. במקביל המשיך בנק ישראל לפעול בשוק המט"ח כדי למתן את הלחצים להתחזקות השקל; פעולות אלה כללו, נוסף על רכישות מט"ח, גם הטלת חובת נזילות של 10

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

אחוזים על התאגידים הבנקאיים כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח והודעה בדבר הטלת חובת דיווח על עסקאות שונות. ברביע הנסקר אמנם הייתה נסיגה מההרחבה המוניטרית, אך בהתחשב בתנאי המשק המדיניות עדיין מרחיבה. באפריל, לאחר תום הרביע הנסקר, הנחה בנק ישראל את התאגידים הבנקאיים להגביל את שיעור המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך המשכנתה הניתנת ללווה.

- **תחזית:** להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים יעמוד על 3.2 אחוזים, מעט מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. זאת בעיקר בגלל העליות האחרונות של מחירי הסחורות והאנרגיה, אך גם בגלל המשך עלייתם של מחירי הדיור (שכר הדירה) והתרחבות הביקושים. במקביל צפוי המשק להמשיך ולצמוח בשנים 2011 ו-2012 בשיעורים נאים של 4.5 ו-4.0 אחוזים, בהתאמה. לאור הערכות אלה צפוי כי הריבית תועלה בהדרגה לכ-4.4 אחוזים בעוד שנה, כך שבמחצית השנייה של 2012 תתבסס האינפלציה בתוך גבולותיו של יעד יציבות המחירים.

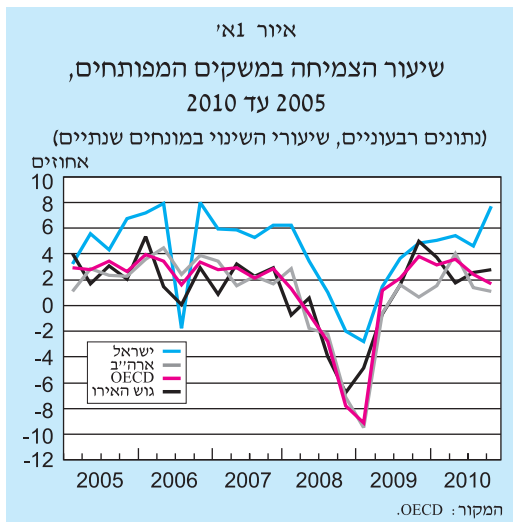
1. הרקע והאינפלציה

מכלול גורמים עומדים ברקע ההחלטות על צעדי המדיניות של בנק ישראל. לשם ניהול המדיניות המוניטרית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות מאפשר לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה הצפויות על האינפלציה, וכך לקבוע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה לתקופה הקרובה, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירה על יציבות בשווקים הפיננסיים. במהלך הרביע הראשון של 2011 (הרביע הנסקר) המשיך בנק ישראל בתהליך הדרגתי של העלאת הריבית, בקצב מהיר יותר מאשר בעבר, ונקט מדיניות התואמת את הערכת ההשפעות הבאות על המשק: (1) עלייה של סביבת האינפלציה אל מעבר לגבולו העליון של יעד האינפלציה; (2) צמיחה מוטת ביקושים מקומיים של הפעילות המקומית והצטמצמות של עודפי כושר הייצור; (3) המשך תהליך ההתאוששות בכלכלה העולמית לצד אי-ודאות גיאופוליטית והאמרת מחירי האנרגיה והסחורות; (4) רמות שפל של ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים; (5) המשך עלייה מהירה של מחירי הדירות; (6) השפעה זמנית של כוחות לפיחות שער החליפין של השקל. להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית, בשער החליפין, בפעילות הריאלית, בפעילות הפיננסית ובאינפלציה - ההתפתחויות שעל פיהן נתקבלו החלטות בנק ישראל על המדיניות המוניטרית.

א. הסביבה העולמית

(1) הפעילות הריאלית בעולם

במשקים המפותחים נמשך תהליך ההתאוששות מהמשבר העולמי, אף כי בקצב איטי, ואילו המשקים המתפתחים צומחים במהירות. לאחר קצבי צמיחה נאים בסוף 2009 ובתחילת 2010 נמשכת התרחבות רצופה של הפעילות הכלכלית במרבית המשקים המפותחים, אף כי בקצב מתון יותר (איור 1א'). שיעורי האבטלה במשקים אלה עדיין גבוהים, ולאחרונה החלו להיראות סימנים ראשונים להתמתנותם. בארה"ב מתבססת הצמיחה הכלכלית למרות חולשה בשוק הנדל"ן. באירופה הצמיחה מתרכזת בעיקר במשקים המובילים ופחות בפריפריה. במשקים המתפתחים נמשכת הצמיחה המהירה (איור 1ב'). קרן המטבע הבין-לאומית צופה המשך צמיחה בלתי מאוזנת בין המשקים המפותחים למתפתחים בשנתיים הקרובות - 2.4 אחוזים ו-6.5 אחוזים, בהתאמה, ב-2011 ושיעורים דומים ב-2012.

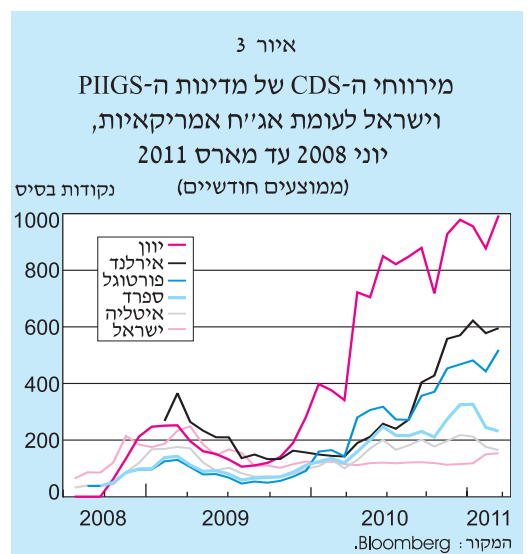
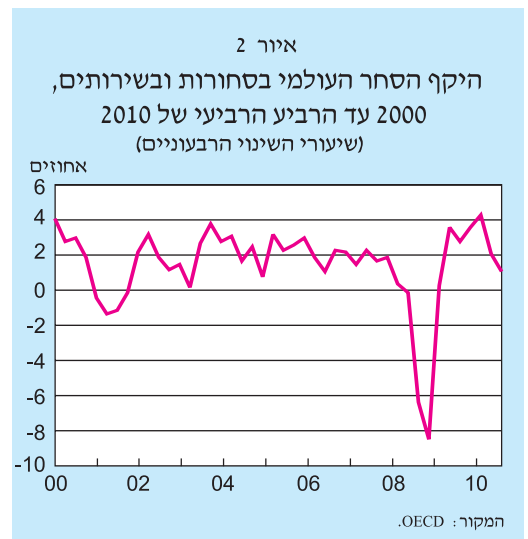


הצמיחה בעולם תומכת בהמשך ההתרחבות של הסחר העולמי, אף כי ייתכן שהאסון ביפן יפגע בסחר במידה מסוימת בטווח הקצר. על רקע התחזקות הפעילות הכלכלית גדל היקף הסחר העולמי במהלך 2010 ב-12 אחוזים (איור 2), וקרן המטבע צופה כי במהלך 2011 יתרחב הסחר העולמי ב-7.4 אחוזים נוספים. ביפן, בעטיו של האסון שפקד אותה, צפויה פגיעה משמעותית בפעילות הכלכלית בטווח הקצר - עקב עיכוב הייצור, פגיעה בכושר הייצור בכלל ובייצור האנרגיה בפרט. משקלה הישיר של יפן בסחר העולמי הוא כ-5 אחוזים, ועל כן המשבר הפוקד אותה יאט במידה מסוימת את התרחבות הסחר העולמי בטווח המידי; כנגד זאת, עם התעצמות תהליך השיקום והבנייה המחודשת צפויה האצה של הפעילות הכלכלית ביפן, והביקושים לתוצרתה יגברו ויתמכו בהתרחבות הסחר העולמי.

הואיל והמשק הישראלי הוא משק קטן ופתוח, התרחבות הפעילות הכלכלית בעולם מביאה לעליית הביקוש לייצור המקומי. ההתאוששות במשקי העולם והתרחבות הסחר העולמי תומכים ביצוא הישראלי, ודרכו - בפעילות הכלכלית המקומית כולה. המשבר העולמי השפיע על הפעילות הריאלית בישראל בעיקר דרך הביקושים לייצור המקומי, הן בכניסה למיתון והן ביציאה ממנו. עליית הביקוש, ובעקבותיה התרחבות התוצר בישראל, לוחצות לעליית המחירים בארץ.

(2) השווקים הפיננסיים

ברביע הראשון של 2011 גברה אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים בעולם, ועליית מחירי המניות נבלמה. ברביע הנסקר נרשמה בשווקים הפיננסיים בעולם עלייה של אי-הוודאות, שהתבטאה בעלייה של סטיית התקן הגלומה באופציות על מדדי המניות המובילים. התגברות אי-הוודאות נבעה מהחרפת המהומות במדינות ערב במזרח התיכון ובצפון אפריקה ומהאסון ביפן. בה בעת מספר מדינות באירופה עדיין מתקשות להתאושש ממשבר החובות הפיסקליים. במהלך הרביע הנסקר הורידו חברות הדירוג את דירוג האשראי של מדינות המצויות במוקד המשבר, ומירווחי ה-CDS של מדינות אלו נותרו ברמות גבוהות (איור 3), למרות גיוסי הון של ספרד ופורטוגל בתחילת הרביע. כדי להתמודד עם משבר החובות הפיסקליים, הרחיבו מדינות האיחוד האירופי את קרן הסיוע שהקימו כדי לעזור בהתמודדות עם המשבר. בפברואר קיבלה אירלנד סיוע מהקרן, ובתחילת אפריל הגישה פורטוגל בקשה לסיוע. על רקע התגברות אי-הוודאות נבלמה במהלך הרביע הנסקר מגמת העלייה של מחירי המניות בעולם (איור 4). לאחר תום



הרביע הנסקר, גברה תשומת הלב לרמת החוב והגירעון של ארה"ב, לאחר ש-S&P הודיעה על הורדת תחזית דירוג הטווח הארוך של החוב האמריקאי מ"יציב" ל"שלייל".

(3) האינפלציה בעולם

ברביע הנסקר הואץ קצב עלייתם של מחירי הסחורות בעולם. בשנים האחרונות, על רקע צמיחה חזקה במשקים המתעוררים, עלו בהתמדה מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון בעולם, והגיעו לשיא באמצע 2008. עם החרפת המשבר, זליגתו לפעילות הריאלית וירידה זמנית של הביקושים מצד המשקים המתעוררים, צנחו המחירים בעשרות אחוזים, והגיעו לשפל ברביע הראשון של 2009 (איור 5). מאז חזרו השווקים המתעוררים לצמוח בקצב מואץ, וכך עלו גם מחירי הסחורות. במהלך הרביע הנסקר עלו מחירי המתכות הבסיסיות ב-6.8 אחוזים, מחירי המזון עלו ב-12.6 אחוזים, ומחיר חבית נפט מסוג "ברנט" עלה ב-24.3 אחוזים¹. עליית מחירי האנרגיה בכלל והנפט בפרט הוזנה לא רק מצד הביקוש, כתוצאה מצמיחת המדינות המתפתחות, אלא גם מצמצום, או חששות לצמצום, בצד ההיצע, עקב חוסר יציבות פוליטית של יצואניות נפט במזרח"ת. הערכות חטיבת המחקר הן שהשפעתם של מחירי הנפט על מדד המחירים לצרכן נמוכה יחסית: עלייה של 10 אחוזים במחיר הנפט



לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובחו"ל (שיעורי השינוי)

אירופה				ארה"ב				ישראל				
12	2010	2010	2010	12	2010	2010	2010	12	2010	2010	2010	
החודשים	*I	*IV	*I	החודשים	*I	*IV	*I	החודשים	*I	*IV	*I	
האחרונים	2011	2010	2010	האחרונים	2011	2010	2010	האחרונים	2011	2010	2010	
2.7	4.3	4.1	2.2	2.7	8.1	1.4	1.5	4.3	2.8	3.0	2.7	מדד המחירים הכללי
2.6	3.5	3.4		2.7	6.1	3.3		4.3	6.4	5.3		מדד המחירים הכללי
												מנוכה עונתיות ¹
13.0	28.5	15.6	11.0	15.5	53.1	16.1	7.8	7.7	23.8	11.8	-0.4	אנרגיה ²
2.5	4.3	3.1	1.5	2.9	8.4	1.3	1.5	4.2	10.9	2.7	2.0	מזון (ללא פירות וירקות)
2.2	6.7	5.7	3.2	3.5	20.5	12.9	1.4	13.7	-15.6	-3.4	16.0	פירות וירקות
1.3	1.5	0.6	1.3	0.8	2.9	-0.8	0.3	6.4	5.2	-2.9	4.9	דיוור
												מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות
1.5	1.3	2.6	1.1	1.2	2.0	0.8	0.6	3.6	0.4	2.8	2.5	

1 מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות לאירופה אינו כולל מוצרי טבק.

2 מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

* במונחים שנתיים.

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

¹ ממוצע מארס 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2011, מחירים דולריים.

תביא לעלייה של 0.2 עד 0.6 אחוז במדד הכללי במשך 12 החודשים הבאים, עיקרה במחצית הראשונה של השנה.

עליית מחירי הסחורות מגבירה את האינפלציה בעולם, אך מדדי הליבה במדינות המפותחות ממותנים. העלייה האחרונה של מחירי האנרגיה והמזון מעלה את מדדי המחירים לצרכן בארה"ב ובאירופה; בניכוי השפעתם ובניכוי מחירי הפירות והירקות, שהם תנודתיים והשפעתם עונתית, עלו המחירים בארה"ב ברביע הנסקר ב-2.0 אחוזים, במונחים שנתיים, ובאירופה הם עלו ב-1.3 אחוזים (לוח 1).

(4) המדיניות המוניטרית בעולם

במדינות המפותחות המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה ביותר, בעוד שבמדינות המתפתחות הבנקים המרכזיים ממשיכים לסגת מההרחבה המוניטרית. לנוכח עודפי כושר הייצור, צמיחה איטית יחסית ואינפלצית ליבה מרוסנת, הותירו הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים העיקריים את הריביות ברמות השפל שאליהן הן הגיעו במהלך 2009 (איור 6). התחלה של העלאות ריבית בארה"ב עדיין אינה צפויה בקרוב, למרות התגברות קולות "ניציים" מתוך Fed, והערכות בנקי ההשקעות הן שהעלאת ריבית ראשונה תהיה רק במהלך הרביע הראשון של 2012. עם זאת ההרחבה הכמותית השנייה (QE2) צפויה להסתיים בסוף הרביע השני של 2011, כמתוכנן. במקביל יחל משרד האוצר האמריקאי למכור את החזקותיו באיגרות חוב המגובות במשכנתאות, שאותן רכש בזמן המשבר. הבנק המרכזי של האיחוד האירופי העלה את הריבית המוניטרית באפריל, לאחר תום הרביע הנסקר, ב-0.25 אחוז, לרמה של 1.25 אחוזים. זו ההעלאה הראשונה מאז פרוץ המשבר, והיא מסמנת את תחילת הנסיגה מההרחבה המוניטרית באירופה. העלאת הריבית נועדה למתן את הלחצים האינפלציוניים, הפועלים ביבשת עקב עלייתם של מחירי הסחורות והאנרגיה - למרות מתינותה של הצמיחה ואף על פי שחלק ממדינות הפריפריה באירופה עדיין שרויות במשבר חוב, המעיב על הפעילות הכלכלית בהן. במדינות המתפתחות המשיכו בנקים מרכזיים רבים - בהם של הודו, צ'ילה, ברזיל ורוסיה - להעלות את הריבית, לנוכח הצמיחה המואצת ועליות מחירים ניכרות.

תגובת המדיניות המוניטרית בארה"ב ובאירופה לעלית מחירי הסחורות אינה אחידה. עליית מחירי האנרגיה והסחורות מעלה את עלויות הייצור במדינות המפותחות, ועל כן מצמצמת בהן את ההיצע ומעלה שיעור האינפלציה. במצב זה עולה השאלה אם הבנקים המרכזיים צריכים להגיב על עליית המחירים בצמצום מוניטרי,



שכן גידול עלויות הייצור פועל לצמצום הפעילות הכלכלית². ככלל, הקונצנזוס הוא שעל המדיניות המוניטרית לאפשר התאמה של המחירים היחסיים במשק, אך עליה להיות מוכנה למנוע, באמצעות צמצום מוניטרי, עלייה של הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוך וזליגה של עלויות המחירים אל השכר ואל מחירים אחרים. בפועל, תגובת המדיניות, כאמור, אינה אחידה. הבנק המרכזי האירופי הקדים להעלות את הריבית בתגובה על עליית מחירי הסחורות, ואילו בארה"ב נראה שעליית מחירי האנרגיה נתפסת כזמנית, והמדיניות המוניטרית אינה צפויה להגיב עליה. כמו כן, המדיניות המוניטרית בארה"ב, ככלל, מגיבה בעיקר לאינפלציית הליבה (core inflation) - האינפלציה בניכוי מחירי המזון והאנרגיה - וזו מתונה מן האינפלציה הכללית (לוח 1).

תיבה: מחירי הסחורות והמדיניות המוניטרית

- עבור יבואניות של סחורות עליית מחירי הסחורות מגדילה את עלויות הייצור, ולכן מהווה זעזוע היצע שלילי. במצב זה יש תחלופה בין ייצוב האינפלציה לייצוב הפעילות הכלכלית.
- הגישה הרווחת היא שניתן לאפשר לאינפלציה לסטות מיעדה בטווח הקצר כתוצאה מעליית מחירי הסחורות, כדי לאפשר התאמה של המחירים היחסיים במשק; אולם במקביל יש לעגן את הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר בתחום היעד.

למרבית הבנקים המרכזיים שתי מטרות עיקריות - יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית. הכלי הראשי של עושי המדיניות המוניטרית הוא הריבית, והם משתמשים בו כדי לייצב את המשק דרך השפעתה של הריבית על צד הביקוש. כך, למשל, בתקופות גאות, שבהן המשק צומח בקצב מהיר, עולים מחיריהם של כלל המוצרים במשק; בזמנים כאלה תגובת המדיניות המתבקשת היא העלאת הריבית, הפועלת להתמתנות הביקושים, ועל כן גם להפגת הלחצים האינפלציוניים ולהחזרת המשק לתוואי של צמיחה בר-קיימא. במצב זה העלאת הריבית נותנת מענה לשני היעדים. המצב שונה כאשר הזעזוע העיקרי המשפיע על המשק הוא עליית מחירי הסחורות בעולם.

עליית מחירי הסחורות בעולם מביאה לעלייה של האינפלציה, והשאלה היא אם בתגובה על כך בנקים מרכזיים צריכים להעלות את הריבית כדי לעמוד ביעד יציבות המחירים. התשובה לשאלה זו אינה פשוטה, בעיקר במשקים המייבאים את הסחורות, משני טעמים: ראשית, הסחורות משמשות בדרך כלל גורם ייצור בשוק המקומי (בעיקר אנרגיה), ועל כן עליית מחירן מגדילה את עלויות הייצור ומצמצמת את ההיצע; מכאן שעליית מחירי הסחורות תלווה בהתכווצות הצמיחה. העלאת הריבית תפעל לצמצום הביקוש, ואף שהיא תייצב את רמת המחירים הכללית, הרי במקביל היא תעמיק את ההאטה במשק. הסיבה השנייה לבעייתיות של צמצום מוניטרי במצב זה היא שעליית המחירים היא אקסוגנית למשק: מחירי הסחורות נקבעים בשוקי העולם ומושפעים מההתפתחויות הכלכליות הגלובליות. כך, למשל, עליית מחירי הסחורות בשנים האחרונות מונעת על ידי צמיחתם המהירה של

² לדיון בתגובה הנאותה של המדיניות המוניטרית לעליית מחירי סחורות ראו תיבה להלן.

משקים מתפתחים גדולים - בעיקר הודו וסין - ועליית מחירי הנפט מתחילת השנה נובעת, בין היתר, מחוסר היציבות הפוליטית במדינות ערב. מובן שאין בכוחה של המדיניות המוניטרית המקומית להשפיע על מגמות אלה. העלאת הריבית בתגובה על עליית מחירי הסחורות אכן תמתן את שיעור האינפלציה הנמדד, אך זאת תוך הפחתת הביקושים והשפעה על כלל המחירים במשק. אמנם גם מחירי הסחורות במונחי המטבע המקומי יתמתנו, דרך השפעת הריבית על שער החליפין, אך כך גם מחירי כל שאר המוצרים המיובאים, וזאת במחיר של פגיעה בכושר התחרות של הייצור המקומי.

כיצד, אם כן, אמורה המדיניות המוניטרית להגיב על עליית מחירי הסחורות? (Svensson 2006)¹ בוחן את הבעיה במסגרת התיאוריה הניאו-קיינסיאנית; הוא מדגיש את חשיבות הציפיות לאינפלציה הן כאינדיקטור לניהול המדיניות והן כמשתנה המשפיע על האינפלציה בפועל. אם לבנק המרכזי אמינות גבוהה בעיני הציבור, לעליית מחירי הסחורות תהיה השפעה מועטה-בלבד על הציפיות, הציפיות לאינפלציה יהיו יציבות, והן יתפקדו כמנגנון שעוזר לבנק לייצב את המחירים המקומיים. אם אמינותו של הבנק נמוכה, ההשפעה של עליית מחירי הסחורות על הציפיות תהיה חזקה יותר, והן גם ייתרגמו לאינפלציה מקומית גבוהה יותר, שכן אמינות נמוכה מביאה לתחלופה נמוכה יותר בין האינפלציה לפער התוצר (על פי עקומת פיליפס). לכן להאטה במשק תהיה השפעה מעטה יחסית על האינפלציה בפועל. לפיכך, ככל שאמינות הבנק המרכזי נמוכה יותר נדרש צמצום מוניטרי אגרסיבי יותר בתגובה על עליית מחירי הסחורות. Svensson מדגיש שהקשרים הדינמיים בין המשתנים השונים (מחירי הסחורות, האינפלציה, הריבית וכו') הם מורכבים מכדי שיסוכמו לכלל פעולה פשוט. תגובת המדיניות ה"ראויה" תלויה בתוואי התחזית של מחירי הסחורות ובהשפעתה של תחזית זו על פער התוצר והאינפלציה. תהליך בחירת תוואי הריבית מצריך ניתוח תחזיות של תרחישי מדיניות שונים והפעלת שיקול דעת בבחירת החלופה המועדפת.

הצהרות של מעצבי המדיניות המוניטרית בעולם עולות בקנה אחד עם תיאור זה. כך, למשל, בתגובה על עליית מחירי הסחורות ב-2008 היה ה-Fed מוטרד מעליית המחירים, אך לא באופן ישיר ממחירי הסחורות אלא מהשפעתם המתגלגלת על הציפיות לאינפלציה, מהחשש כי השינוי הראשוני במחירים היחסיים יתגלגל לעליית מחירים מתמשכת של כלל המוצרים ומהאפשרות שזו תביא לשחיקת האמינות של המדיניות המוניטרית בשמירה על אינפלציה נמוכה². באפיזודה הנוכחית עליית מחירי הסחורות נתפסת על ידי ה-Fed כזמנית, ולכן הוא אינו רואה צורך להגיב עליה בצמצום מוניטרי - אך אם זו תקבל אופי מתמשך יותר, היא תהווה איום הן על הצמיחה והן על יציבות המחירים³. ביטוי למדיניות זו הוא התמקדות ה-Fed באינפלציית ליבה, המנכה משיעור האינפלציה הכללי את סעיפי האנרגיה והמזון, משום שהם תנודתיים יחסית לשאר המחירים לצרכן. בבריטניה נטען שזעזועים במחירי הסחורות משפיעים על רמת המחירים הכללית, אך לא על שיעור האינפלציה הבסיסי. התגובה של המדיניות המוניטרית לזעזועים אלה צריכה להיות "סתגלנית" (accommodative) - לאפשר למחירי הסחורות להשפיע על רמת המחירים, אך לדאוג שעליית המחירים הראשונית לא תזלוג אל הציפיות לאינפלציה, כך שאלה יגררו גל נוסף של עליית מחירי כלל המוצרים והשירותים; ומכיוון שעוברים

¹ Lars E. O. Svensson, 2006. "Monetary-Policy Challenges: Monetary-Policy Responses to Oil-Price Changes." Princeton University, Mimeo.

² Ben S. Bernanke. "Financial Markets, The Economic Outlook and Monetary Policy." Speech at the Women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington, DC, January 10, 2008.

Donald L. Kohn. "Global Economic Integration and Decoupling." Speech at the International Research Forum on Monetary Policy, Frankfurt, Germany, June 26, 2008.

³ Ben S. Bernanke. Semiannual Monetary Policy report to the Congress before the Committee of Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, Washington, DC. March 1, 2011.

מספר חודשים עד שהעזוועים מתבטאים במלואם במשק יש לאפשר פרק זמן של כשנתיים עד שהאינפלציה תחזור ליעדה, וכשהעזוועים חזקים - אף יותר מזה⁴. ככלל, באירופה התפיסה אינה שונה מאשר בבריטניה ובארה"ב, אף כי גישתו של ה-ECB "ניצית" מעט יותר⁵; נראה אפוא שהוא מייחס ליציבות מחירים משקל גדול יותר, יחסית לפעילות הכלכלית, מאשר הבנקים המרכזיים של בריטניה וארה"ב.

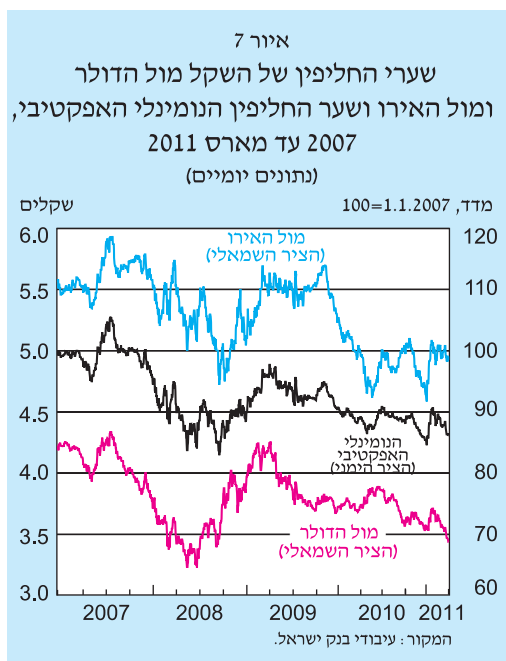
בסיכום, התפיסה המקובלת כיום הן בתיאוריה המקרו-כלכלית והן בבנקים המרכזיים המובילים היא שבטווח הקצר ניתן לאפשר לאינפלציה לסטות מיעדה בתגובה לעליית מחירי הסחורות כדי לאפשר התאמה של המחירים היחסיים במשק; אולם במקביל יש לעגן את הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר בתחום היעד כדי למנוע פגיעה באמינותה של המדיניות המוניטרית. מכל מקום, הצמצום המוניטרי, במידה שהוא נדרש, נועד למנוע את זליגתה של עליית המחירים בעולם לתהליך אינפלציוני מקומי. יצוין שתפיסה זו תואמת גם את החוק החדש של בנק ישראל, המאפשר לאינפלציה לסטות מתחום היעד בטווח הקצר, אך מחייב את הבנק להחזירה אל תחום היעד בתוך שנתיים לכל היותר.

⁴ Mervyn King. Speech at the Civic Centre, Newcastle, January 25, 2011

⁵ J. C. Trichet, Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A); Frankfurt, Germany. January 10, 2008; January 13, 2011; February 2, 2011; March 3, 2011.

ב. התפתחות שער החליפין של השקל

שער החליפין הנומינלי האפקטיבי³ של השקל פוחת בתחילת הרביעי, ולאחר מכן שמר על הרמה של 2010. בתום התקופה הנסקרת התחדש הייסוף. במהלך ינואר פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בשיעור של 5.3 אחוזים; פיחות זה מחק למעשה את ייסוף השקל מסוף השנה הקודמת, ואחר כך נשמרה רמת השער. גורמי הרקע לפיחות היו חוסר היציבות הגיאופוליטית במדינות ערב, וכן צעדי מדיניות, והודעות בדבר צעדים עתידיים, מצד בנק ישראל ומשרד האוצר. פיחות שער השקל בתחילת הרביעי לווה בעלייה של סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר, ועם התייצבות השער ירדה סטיית התקן. בסיכומו של הרביעי פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-1.6 אחוזים בלבד (ממוצע מארס 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010). בהסתכלות ארוכה מעט יותר, על 12 החודשים האחרונים, לא ניכרת מגמה בהתפתחות שער החליפין (איור 7), וזאת למרות לחצים לייסוף, שנענו לעתים ברכישות מט"ח על ידי בנק ישראל. ביחס לדולר יוסף השקל במהלך הרביעי הנסקר ב-1.1 אחוזים, וביחס לאירו הוא פוחת ב-4.6 אחוזים (ממוצע מארס לעומת ממוצע דצמבר). במהלך הרביעי הנסקר פוחת שער החליפין הריאלי האפקטיבי ב-2.2 אחוזים, ומגמתו דומה לזו של שער



³ שער החליפין הנומינלי האפקטיבי מחושב כממוצע משוקלל של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקלות הסחר של ישראל עם מדינות אלו.

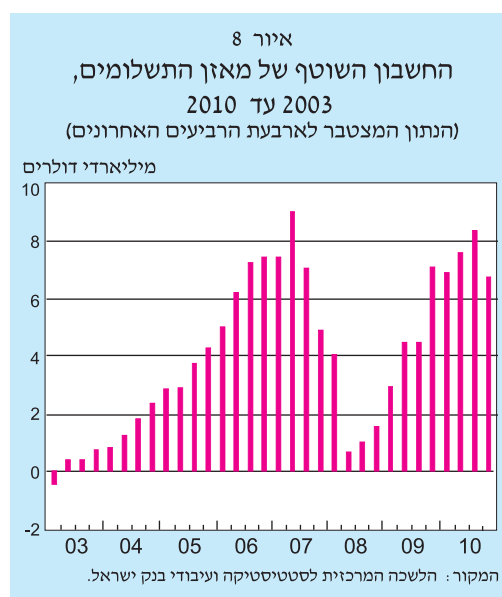
החליפין הנומינלי.⁴ בתום הרביע, עם העלאת הריבית המוניטרית לחודש אפריל ב-0.5 אחוז, התחדש הייסוף.

להיחלשות השקל במהלך הרביע הנסקר פעלו בעיקר כוחות קצרי טווח; הלחצים לייסוף השקל, הפועלים בשנים האחרונות, עדיין קיימים. הפיחות בתחילת הרביע נוצר הן על רקע צעדי מדיניות והן על רקע התפתחויות גיאופוליטיות. צעדי המדיניות וההצהרות בדבר צעדים עתידיים מצד בנק ישראל ומשרד האוצר כללו: דרישה להקצאת נזילות בשיעור 10 אחוזים כנגד פעולות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח, פרסום טיוטת צו לחובת דיווח על עסקאות בנגזרי מט"ח ועל עסקאות של תושבי חוץ במק"ם ובאיגרות חוב קצרות,⁵ וכוונה לבטל את הפטור ממס על רווחי הון למשקיעים זרים על מק"ם ואיגרות חוב קצרות. אמנם חוסר היציבות הגיאופוליטית במדינות ערב, עליית מחירי האנרגיה והרעת המצב הביטחוני במדינה העלו את חוסר הוודאות ופעלו להחלשת המטבע המקומי, אך נראה שאירועים אלה נתפסים על ידי השווקים כזמניים. לעומת זאת פער הריביות בין ישראל למשקים המפותחים, שהתרחב במהלך הרביע הנסקר כתוצאה מהעלאת הריבית המקומית, מעודד יבוא הון לטווח קצר לישראל, ומשום כך מחזק את השקל; הלחצים לייסוף התחזקו במיוחד לאחר העלאת הריבית לחודש אפריל במחצית האחרון – מעל לציפיות השוק. להתחזקות המטבע המקומי תורם גם העודף המתמשך בחשבון השוטף (איור 8). נראה אפוא שאם הזעזועים האחרונים אכן יתבררו כזמניים, הלחצים לייסוף השקל יימשכו.

ג. ההתפתחויות הריאליות⁶

(1) הביקוש

ברביע הרביעי של שנת 2010 הואץ קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית, והיא נשענה בעיקר על הביקושים המקומיים. הפעילות הכלכלית, שהייתה חזקה במשך 2010 כולה, הואצה ברביע הרביעי של השנה והקיפה את כל רכיבי הביקוש המצרפי, אך נשענה בעיקר על הביקושים המקומיים - הצריכה הפרטית, ההשקעות בנכסים קבועים והצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני. היצוא המשיך להתרחב במחצית השנייה של 2010, אך בקצב נמוך מזה שאפיין אותו בארבעת הרבעים הקודמים. אינדיקציות ראשונות לרביע הראשון של 2011 מצביעות על המשך התרחבות מהירה של הביקושים, אף



⁴ שער החליפין הריאלי האפקטיבי מוגדר כשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, מתוקן בגין רמת המחירים של ישראל ביחס לשותפות הסחר שלה.

⁵ לפירוט על צעדים אלה ראו סעיף המדיניות המוניטרית בדוח זה.

⁶ הנתונים בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים מנוכחי עונותיות.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

2010/4	2010/3	2010/2	2010/1	2009/4	2009/3	2010	2009	2008	
7.8	4.6	5.4	5.2	5.0	3.7	4.7	0.8	4.2	התוצר המקומי הגולמי
8.9	4.9	6.4	7.0	5.1	3.5	5.4	0.1	4.7	התוצר של המגזר העסקי
9.5	-4.4	13.9	11.7	7.7	14.4	9.4	-12.3	7.2	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
8.2	0.8	6.4	1.1	8.0	6.3	5.0	1.7	3.0	הצריכה הפרטית
5.1	1.9	3.9	2.4	7.9	3.7	4.3	2.6	1.8	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
6.9	9.8	0.1	2.4	0.8	-2.4	3.1	2.5	2.6	הצריכה הציבורית
7.3	8.7	1.0	-1.0	-0.2	-0.4	2.8	4.0	2.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
13.7	0.6	-18.0	112.9	-39.6	-2.2	2.5	-8.9	2.4	ההשקעה המקומית הגולמית
15.7	20.2	23.2	19.9	-7.0	3.2	12.6	-5.8	3.9	מזה: בנכסים קבועים
1.3	0.2	19.0	3.0	34.3	10.9	10.7	-10.0	11.3	היצוא ללא יהלומים
0.3	-1.2	19.9	5.0	28.5	10.7	10.6	-9.5	10.5	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

כי באשר לצריכה הפרטית עוצמתה לא ברורה. התפתחויות אלה מורות על המשך הלחצים לעליית מחירים מצד הביקושים.

הצריכה הפרטית

ברביע הרביעי של 2010 עלתה הצריכה הפרטית בשיעור ניכר. הצריכה הפרטית עלתה ברביע הרביעי של 2010 בשיעור של 8.2 אחוזים לעומת הרביע הקודם. עלייה זו משקפת גידול של 5.1 אחוזים בצריכה השוטפת, המהווה כ-90 אחוזים מהצריכה הפרטית, ועלייה של 39.6 אחוזים בצריכת מוצרים בני קיימא.⁷ התרחבות הצריכה נובעת, בין היתר, משיפור בכוח הקנייה - עלייה מתמשכת בשווי תיק הנכסים של הציבור, שיפור בשוק העבודה, שהשתקף בהתבססות שיעור האבטלה ברמה נמוכה לצד התרחבות היצע העבודה, ייסוף שער החליפין של השקל, עלייה של השכר הריאלי, לאחר דשדוש מסוים במהלך השנה, ונגישות של אשראי.

אינדיקציות מוקדמות לרביע הראשון של 2011 מורות על המשך ההתרחבות של הצריכה הפרטית עם סימנים להתמתנות מסוימת

⁷ בחשבונאות הלאומית רכישת מוצרים בני קיימא נרשמת כתצרוכת בעת הרכישה, אף כי השימוש בהם, כלומר צריכת השירותים שהם מספקים, נפרס על פני מספר שנים. הביקוש למוצרים בני קיימא הוא תנודתי, רגיש למצב מחזור העסקים, ומתפתח בדומה להשקעות; העלייה ברכיב זה אמנם גבוהה, אך אינה חריגה ביחס לתנודות בו בעבר.

של שיעורה. מדדי הפדיון לכלל הענפים, ובמיוחד לענפי המסחר והשירותים, מורים על המשך התרחבות הביקושים בקצב מהיר, ואינדיקציה דומה מתקבלת מנתוני הרכישות של צרכנים פרטיים בכרטיסי אשראי. כנגד זאת ירדו במהלך הרביע הראשון של 2011 מדדי אמון הצרכנים של "גלובס" ו"בנק הפועלים", אף כי רמתם עדיין גבוהה; כן הואטו קצב ההתרחבות של המכירות ברשתות השיווק, וקצב ההתרחבות של יבוא מוצרי הצריכה, בעיקר בני הקיימא.

ההשקעה

ברביע הרביעי של 2010 עלו ההשקעות בנכסים קבועים, בעיקר כתוצאה מהשקעה שנועדה להגדלת כושר הייצור. ההשקעה בנכסים קבועים עלתה ברביע הרביעי של 2010 בשיעור של 15.7 אחוזים לעומת הרביע הקודם – תוצאת עלייה חדה, 26.7 אחוזים, של ההשקעה במכונות וציוד, ובמידה פחותה עקב המשך ההתרחבות, 9.1 אחוזים, של ההשקעה במבנים למגורים, לנוכח הגאות במחירי הדירות. התרחבות הפעילות במשק בולטת בהתפתחות המלאים, הנרשמים כהשקעה. ברביע הרביעי של 2010 נמשכה הירידה במלאי זה הרביע החמישי ברציפות; משמע שחלק מגידול הביקוש נענה על ידי הקטנת המלאי שנצבר בזמן המיתון, ולא על ידי ייצור. התפתחות יבוא מוצרי ההשקעה מרמזת, ככל הנראה, שההשקעה המשיכה להתרחב בקצב ניכר גם ברביע הראשון של 2011.

היצוא והיבוא

סחר החוץ חזר לצמוח, בעיקר מצד היבוא, לאחר עצירה מסוימת ברביע השלישי של 2010. ברביע הרביעי של 2010 התרחב סחר החוץ בעיקר מצד היבוא, ועל כן-תוך ירידה ניכרת במאזן הסחר. היצוא (ללא יהלומים) עלה ברביע הרביעי של 2010 בשיעור של 1.3 אחוזים לעומת הרביע הקודם, והיבוא האזרחי של סחורות ושירותים (ללא יהלומים, אניות ומטוסים) עלה בשיעור של 9.5 אחוזים. שינויים אלה הביאו אמנם לירידה במאזן הסחר, אך זה נותר חיובי - המשך למגמתו בשנים האחרונות. הירידה במאזן הסחר נבעה, בין היתר, מהרעה של תנאי הסחר. אינדיקטורים לסחר החוץ ברביע הראשון של 2011 מצביעים על התאוששות ניכרת של יצוא הענפים המתקדמים תוך קיפאון בענפים המסורתיים. האסון ביפן צפוי למתן את היקף סחר החוץ של ישראל בטווח המידי, אף כי במידה מוגבלת בלבד.⁸

⁸ משקלה של יפן ביצוא הסחורות של ישראל הוא 1.4 אחוזים, וביבוא - 3.5 אחוזים, כשני שלישים מהם יבוא של כלי רכב.

הצריכה הציבורית והתקציב

הצריכה הציבורית התרחבה במידה ניכרת. הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני עלתה ברביע הרביעי של 2010 ב-7.3 אחוזים לעומת הרביע הקודם, המשך לגידול משמעותי ברביע השלישי. גידולה של הצריכה הציבורית נובע מגידול הקניות ב-14.1 אחוזים, בעוד שרכיב העבודה עלה ב-5.4 אחוזים. גידול הצריכה הציבורית ברביע הרביעי בא לידי ביטוי בגירעון הכולל, שהסתכם ב-16.1 מיליארדי ש"ח - 54 אחוזים מהגירעון הממשלתי השנתי. בסך הכול גדלה הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני במחצית השנייה של 2010 ב-6.4 אחוזים לעומת המחצית הראשונה - שיעור חריג בהסתכלות ארוכת טווח.

ברביע הראשון של 2011 הסתמן עודף בגירעון המקומי. ברביע הנסקר עלו הוצאות הממשלה, ריאלית, בשיעור של 2.0 אחוזים לעומת הרביע המקביל בשנה הקודמת.⁹ למרות זאת, ההוצאות נמוכות מהתוואי העונתי התואם ביצוע מלא של התקציב. ההכנסות המקומיות ממסים עלו ריאלית ב-9.1 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד¹⁰, והן תואמות את התוואי העונתי המתיישב עם תקרת הגירעון. מרבית הגידול נבע מהכנסות ממסים ישירים.

(2) ההיצע

התוצר

גידול הביקושים המקומיים נענה מצד ההיצע בהתרחבות הייצור. התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע הרביעי של 2010 ב-7.8 אחוזים לעומת קודמו (איור 9), והתוצר העסקי צמח בשיעור חד אף יותר, ב-8.9 אחוזים. צמיחת התוצר הייתה נמוכה יחסית לגידול הביקושים, שסופקו בחלקם על ידי יבוא. במהלך הרביע הרביעי של 2010 הוצאה התרחבות היבוא של מוצרי צריכה, ובמיוחד הואץ היבוא של נכסי השקעה. אינדיקציות ראשונות לרביע הראשון של 2011 מצביעות על המשך ההתרחבות, אך עוצמתה אינה ברורה. תוצאות סקר החברות מצביעות על התמתנות מסוימת בקצב ההתרחבות. לעומת זאת המדד המשולב למצב המשק מורה על המשך צמיחתו של התוצר ברביע הנסקר בקצב שאינו נופל מזה של המחצית השנייה של 2010, והיצוא התעשייתי מורה על התרחבות ניכרת בפעילות.

שוק העבודה

הצמיחה במשק ניכרת בעלייה משמעותית של מספר שעות העבודה ושל היצע העבודה. מספר המועסקים עלה ברביע הרביעי של 2010



⁹ בתחילת 2010 ביצוע התקציב היה חלקי, עקב אי אישורו במחצית הראשונה של השנה.

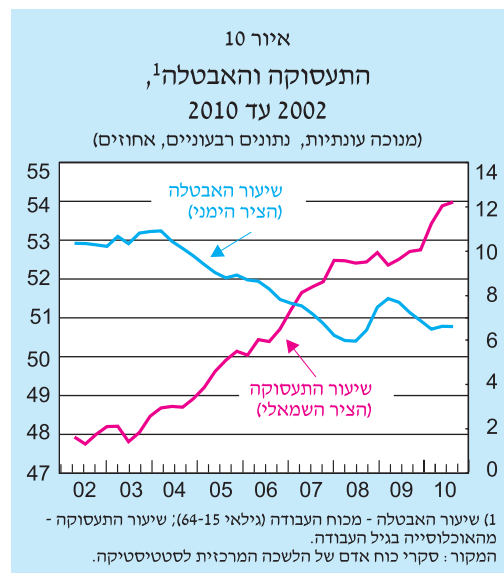
¹⁰ בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות.

ב-2.5 אחוזים – 18,600 מועסקים – ומספר המובטלים עלה בקרוב לאלף איש; התפתחות זו משקפת גידול של היצע העבודה. לפיכך, למרות השיפור בפעילות הכלכלית, שיעור האבטלה ברביע הרביעי נשאר ללא שינוי, ברמה של 6.6 אחוזים. תשומת העבודה, הנמדדת על פי סך שעות העבודה במשק, גדלה ברביע האחרון של 2010 ב-7.2 אחוזים, המשך לעלייה של 7.5 אחוזים ברביע הקודם. הגידול המהיר של תשומת העבודה מתבטא הן בשעות העבודה למועסק והן במספר המועסקים. נתונים מוקדמים לרביע הנסקר תומכים בהמשך המגמה החיובית בשוק העבודה: נתוני שירות התעסוקה מצביעים על המשך מגמת הגידול של הביקוש לעובדים ועל ירידה של מספר דורשי העבודה; שיעור המשרות הפנויות מכלל המשרות הגיע ברביע הראשון של השנה ל-2.9 אחוזים, המשך למגמת עלייתו בארבעת הרבעים הקודמים - ומכאן שהמעסיקים מתקשים יותר לגייס עובדים; סקר החברות מצביע על האצה בביקוש לעובדים לעומת ארבעת הרבעים הקודמים; ולבסוף, שיעור האבטלה ה"מוחש" ירד בפברואר ל-6.0 אחוזים.

במהלך המחצית השנייה של 2010 נרשמה התאוששות בשכר הריאלי. השכר הריאלי הממוצע למשרת שכיר עלה ברביע האחרון של 2010 ב-3.6 אחוזים לעומת הרביע השלישי, לאחר עלייה של 0.6 אחוז בלבד ברביע השלישי. עליות אלה מפצות חלקית על שחיקת השכר במהלך המשבר. בסוף 2010 היה השכר הריאלי נמוך ב-2.3 אחוזים מרמתו ערב המשבר, ברביע השני של 2008. עליית השכר למשרת שכיר לוותה בגידול ניכר של מספר שעות העבודה למועסק, ולכן לא ברור אם היא מבטאת התייקרות של תשומת העבודה, ועל כן - גם לחצים לעליית מחירים. עם זאת, על רקע צמיחת המשק וגידול הביקוש לעובדים צפויים לחצים לעליות שכר במשך 2011. סימנים ראשונים לכך נראים בהסכם להעלאת שכר המינימום ובסכסוכי עבודה, שהחלו ברביע הקודם, בעיקר במגזר הציבורי, ומקיפים מגזרים שונים – הפרקליטים, עובדי משרד החוץ, העובדים הסוציאליים והרופאים. עליית השכר בעתיד צפויה להגביר את הלחצים לעליות המחירים, הן עקב עליית עלות הייצור והן עקב גידול הביקוש לתצרוכת.

ניצולת ההון

ניצולת ההון עלתה ברביע הרביעי של 2010. יחס ההשקעות להון במגזר העסקי עלה ברביע הרביעי של 2010 מעבר למגמתו ארוכת הטווח.¹¹ יחס השקעות-הון הגבוה ממגמתו מצביע על מלאי הון נמוך מהרצוי, ועל כן - על ניצולת הון גבוהה. העלייה של יחס זה נבעה



¹¹ כפי שנמדד באמצעות מגמת HP.



בעיקר מעלייה של ההשקעות בציוד וכלי תחבורה ושל ההשקעות במבני מגורים. על פי סקר החברות ניצולת ההון בתעשייה עלתה גם ברביע הראשון של 2011, המשך לעלייתה הרצופה מאז הרביע הרביעי של 2009. גם מגמת הירידה של האבטלה ועליית מספרן של שעות העבודה במשק מצביעות על עלייה בניצולת ההון.

(3) השפעת הפעילות הריאלית על המחירים

האצת הביקושים וצמיחת התוצר במהלך 2010 צמצמה את פער התוצר, ועל כן התגברו הלחצים האינפלציוניים מצד הפעילות הריאלית. פער התוצר מבטא את הפער בין פוטנציאל הייצור ארוך הטווח של המשק - ההיצע - לבין הביקושים בפועל. תוצר בפועל הגבוה מהפוטנציאל מעיד על עודפי ביקוש, היוצרים לחצים לאינפלציה הגבוהה מרמת הטווח הארוך שלה, ואילו תוצר נמוך מהפוטנציאל מלמד כי יש במשק עודף היצע, וכי הלחצים האינפלציוניים נמוכים. על פי המדדים שבשימוש חטיבת המחקר של בנק ישראל, הביקושים ביחס לפוטנציאל הייצור עולים בהתמדה מאז המחצית השנייה של 2009, ומתקרבים לרמתם ערב המשבר (איור 11).¹² עלייה זו מעידה על התגברות הלחצים האינפלציוניים מצד הפעילות הריאלית בתקופה זו.

מרבית האינדיקטורים לפעילות הריאלית מצביעים על התגברות הלחצים האינפלציוניים. עליית הביקושים, תוך צמצום עודף כושר הייצור וגידול של ניצולת ההון, וגידול הביקוש לעובדים מצביעים על הצטמצמות פער התוצר, ועל כן הלחצים לאינפלציה מצד הפעילות הריאלית צפויים להיות בחודשים הקרובים גבוהים.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

במהלך הרביע הנסקר נבלמו העליות של שערי המניות, וחוסר הוודאות גבר. לאחר עליות של שערי המניות, שאפיינו את הבורסה במהלך המחצית השנייה של 2010, נבלמה ברביע הנסקר מגמת העלייה, בדומה למגמה בשווקים המתעוררים. בינואר הגיעה הבורסה של תל אביב לשיא היסטורי, אך בפברואר ומארכ נרשמו ירידות שערים. בסיכומו של הרביע ירדו מחירי המניות ב-2.4 אחוזים (מדד ת"א 100, ממוצע מארכ 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010). שינוי המגמה בא, בין היתר, על רקע עליית אי-הוודאות, בשל ההתפתחויות הגאו-פוליטיות במזרח התיכון, ההרעה במצב הביטחוני והעלייה של מחירי האנרגיה; בגלל אי-הוודאות עלו

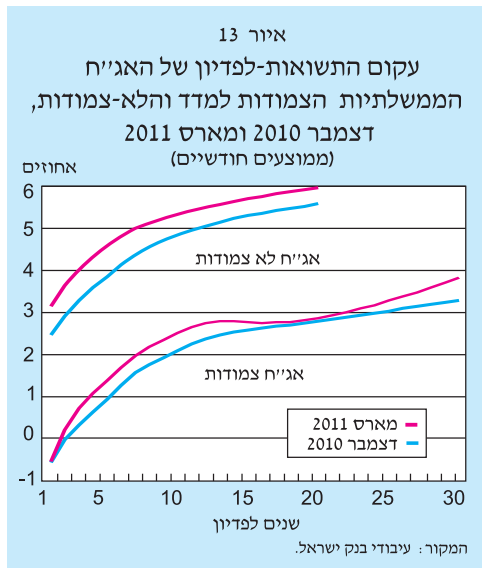
¹² לפירוט על שיטת פונקציית הייצור ושיטת SVAR (Structural Vector Auto-Regression) ראו פרק ב' בדוח בנק ישראל לשנת 2008. מדד שלישי לפער התוצר, ה-DSGE, נגזר ממודל החיזוי של חטיבת המחקר בבנק ישראל.

סטיות התקן הגלומות באופציות המעו"ף במהלך הרביע כולו, לאחר ירידה מתמשכת במחצית השנייה של 2010.

פערי התשואות בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות עלו מעט בסוף הרביע הנסקר, אולם רמתם נמוכה. שוק איגרות החוב הגיב לעלייה באי-הוודאות בפיגור מסוים אחרי שוק המניות, ובחודשיים הראשונים של הרביע נמשכה מגמת הירידה של פער התשואות בין אג"ח צמודות למדד של חברות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות (איור 12). רק במאסר נרשמה עלייה קלה של פערי התשואות בכל רמות הדירוג. פערי התשואות הם במגמת ירידה מתמשכת מאז הגיעו לשיאם, בעיצומו של המשבר הפיננסי, אולם הם גבוהים, כצפוי, מרמתם לפני פרוץ המשבר ב-2007.

עקומי התשואות הנומינליות והריאליות של איגרות החוב הממשלתיות עלו במהלך הרביע הנסקר. במהלך שני הרביעים האחרונים עלו עקומי התשואות הריאלי והנומינלי של איגרות החוב הממשלתיות בהתמדה לכל אורכם - ביטוי להתבססות הצמיחה, אך גם לעליית הציפיות לאינפלציה. עם זאת, רמת התשואות עדיין נמוכה יחסית לעבר. התשואה הריאלית של אג"ח ממשלתיות לשנה נותרה במהלך הרביע הנסקר שלילית; זאת הן עקב עמדתה המרחיבה של המדיניות המוניטרית המקומית והן עקב רמתן השלילית של הריביות הריאליות לטווח קצר בעולם, שכן במשק קטן ופתוח, שבו המגבלות על תנועות ההון הבין-לאומיות מעטות, הריבית הריאלית המקומית אינה מנותקת מתשואות אלטרנטיביות בעולם. הצמיחה המהירה וצפי להתמדתה הביאו לעליית התשואות הריאליות לטווחים של שנתיים ומעלה ולהתללל השיפוע של העקום הריאלי. בסוף הרביע הנסקר, בתגובה על העלאת הריבית המוניטרית לחודש אפריל ב-0.5 אחוז, עלתה הריבית הריאלית הצפויה לשנה, והפכה לחיובית, לראשונה מאז הרביע השני של 2009.

נמשכת מגמת העלייה של היקף המשכנתאות, תוך יציבות של משקל המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה. במהלך 12 החודשים שהסתיימו בפברואר 2011 התרחבה יתרת האשראי לדירוג ב-12.8 אחוזים. עלייתו נובעת, בין היתר, מעליית מחירי הדירות בשיעור גבוה בתקופה זו.¹³ משקל המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה – "משכנתאות פריים" – בסך המשכנתאות החדשות עמד ברביע הנסקר על 48.3 אחוזים במוצא, שיעור יציב יחסית מאז הרביע האחרון של 2009, לאחר ירידה משיא של 76.5 אחוזים, שנרשם בפברואר 2009 (איור 14). יצוין שערב המשבר (ב-12 החודשים שקדמו לספטמבר 2008) היה משקלן של המשכנתאות



¹³ נתון ינואר 2011, הנתון העדכני ביותר בעת הוצאת דוח זה, מבטא עלייה של 16.1 אחוזים במחירי הדירות לעומת ינואר 2010.

האמורות 43.2 אחוזים; לכן, בהעדר צעדי מדיניות המפחיתים את האטרקטיביות היחסית שלהן, נראה שהפוטנציאל לירידה משמעותית של משקלן מוגבל.

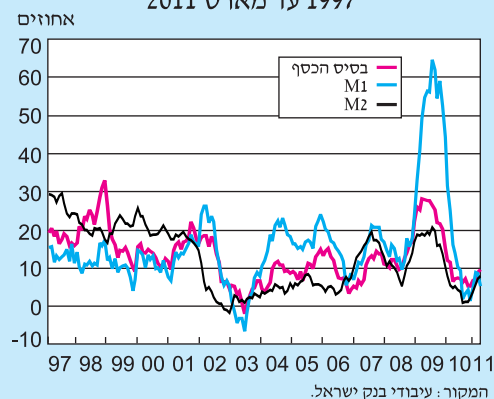
נמשכת התרחבות יתרת האשראי למגזר העסקי. במהלך 12 החודשים האחרונים התרחבה יתרת האשראי למגזר העסקי ב-5.1 אחוזים, ובניכוי האשראי מחו"ל, המושפע מתנודות שער החליפין, התרחב האשראי ב-6.3 אחוזים.¹⁴ עיקר גידולו של האשראי התרכז במחצית השנה האחרונה. לצד העלייה ביתרות האשראי צמח התוצר העסקי בשיעור ניכר, ועל כן נראה כי היצע האשראי לא היווה מגבלה משמעותית לפעילות במשק. זאת ניתן ללמוד הן מסקר החברות, שאינו מצביע על קשיי מימון, והן מהנתונים על הנפקות איגרות החוב של המגזר העסקי, שהגיעו במהלך הרביע הנסקר לשיעור הגיוס הגבוה ביותר מאז המשבר.

קצב הגידול של מצרפי הכסף המשיך לעלות ברביע הנסקר. לאחר תקופה של התמתנות, שהחלה ברביע השלישי של 2009, עם העלאת הריבית על ידי בנק ישראל, הואץ קצב הגידול של מצרפי הכסף ברביע הנסקר, המשיך להתפתחותם ברביע הקודם; עם זאת, קצב גידולם נמוך מאשר בעשור שקדם למשבר. עם הורדת הריבית לרמות שפל היסטוריות בתחילת 2009 ירדה עלות החזקת הנזילות, ועל כן גדלה מאוד כמות הכסף, M1, אולם מאז הואט קצב התרחבותה. במהלך 12 החודשים שקדמו לתום הרביע הנסקר גדלה כמות הכסף ב-5.2 אחוזים, קצב נמוך מאשר בעשור שלפני המשבר, המבטא חזרה של כמות הכסף אל מגמתה (איור 16). המשיך העלאת הריבית תומך בתהליך זה.

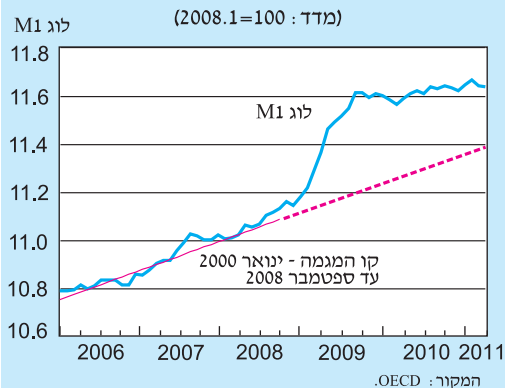
ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

במהלך הרביע הנסקר עלה מדד המחירים לצרכן בעיקר בהשפעת עלייתם של מחירי הדיור (שכר הדירה), המזון והאנרגיה. ברביע הראשון של השנה עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 0.7 אחוז, למרות גורם עונתי ממתי. התורמים העיקריים למדד הגבוה הם מחירי הדיור (שכר דירה) ומחירי האנרגיה. מחירי הדיור במדד, המשקפים בעיקר את שכר הדירה, עלו במהלך הרביע ב-1.3 אחוז, שיעור המשקף את הלחצים בשוק הדיור, המשליכים גם על מחירי הדירות. שיעור עלייה זה הוא חריג לרביע הראשון, שכן בדרך כלל שכר הדירה מאופיין בעונתיות שלילית בתחילת השנה: בחמש השנים האחרונות ירד סעיף הדיור בתקופה זו של השנה ב-0.2 אחוז

איור 15
מצרפי הכסף, שיעור השינוי
ב-12 החודשים האחרונים,
1997 עד מארס 2011

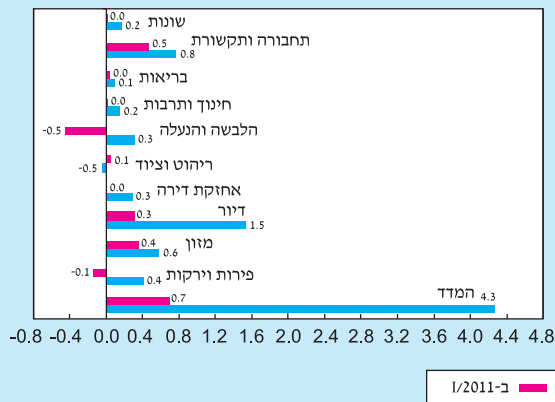


איור 16
כמות הכסף ומגמתה (בלוגים),
2006 עד מארס 2011
(מדד: 2008.1=100)

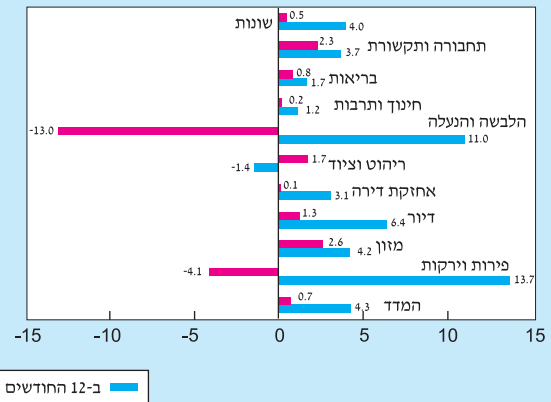


¹⁴ מפני הפיגור בפרסום הנתונים הנתון מתייחס לתקופה פברואר 2010 עד פברואר 2011.

התפתחות של סעיפי מדד המחירים לצרכן
לשיעורי השינוי של המדד ב-12 החודשים האחרונים
וברביע הראשון של 2011
(אחוזים)



התפתחות של סעיפי מדד המחירים לצרכן
שיעורי השינוי ב-12 החודשים האחרונים
וברביע הראשון של 2011
(אחוזים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

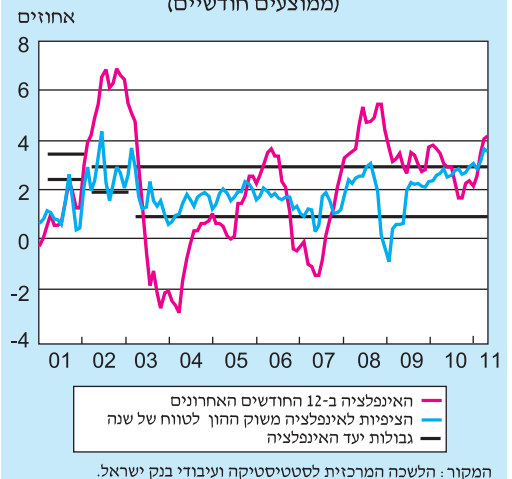
בממוצע. מחירי המזון (ללא פירות וירקות) עלו ב-2.6 אחוזים, ורכיבי האנרגיה במדד עלו במהלך הרביע הנסקר ב-5.5 אחוזים, המשך לעלייה של 2.8 אחוזים ברביע הקודם.¹⁵ כנגד זאת ירדו מחירי ההלבשה וההנעלה ב-13.0 אחוזים, עקב עונתיות.¹⁶ בניכוי עונתיות, עלה המדד הכללי במהלך הרביע ב-1.5 אחוזים. קצב זה, שהוא מעל לגבול העליון של יעד האינפלציה השנתי שקבעה הממשלה - 1 עד 3 אחוזים - מבטא עלייה בסביבת האינפלציה.

האצה של קצב עליית המחירים בחודשים האחרונים הביאה את האינפלציה, במדידה של 12 החודשים האחרונים, אל מעבר לגבול העליון של יעד האינפלציה. במדידה של 12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-4.3 אחוזים. התפתחות האינפלציה בניכוי עונתיות במהלך השנה האחרונה מצביעה על עלייה מתמדת של סביבת האינפלציה; כך, למשל, עלה מדד המחירים לצרכן, בניכוי עונתיות, ברביע השני של 2010 ב-0.6 אחוז, בשלישי ב-0.8 אחוז, ברביעי ב-1.3 אחוזים וברביע הראשון של 2011 ב-1.5 אחוזים. התפתחות זו תואמת התקרבות של המשק לתעסוקה מלאה, ומשקפת גם את עלייתם של מחירי המזון והאנרגיה בעולם. להתפתחות המדד בשנה האחרונה תרמו גם מחירי הדיור; ללא דיור עלה המדד ב-12

¹⁵ רכיבי האנרגיה במדד המחירים לצרכן הם דלקים ושמונים לרכב, נפט וסולר, גז וחשמל. משקלם במדד הכללי הוא 6.7 אחוזים.

¹⁶ הנתונים של מדד המחירים לצרכן המנוכה מעונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל. להרחבה על הגישה לניכוי עונתיות, וכן על המניע העיקרי לניכוי לפי גישה זו, ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 30.

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים,
הציפיות לאינפלציה וגבולות יעד האינפלציה,
2001 עד מארס 2011
(ממוצעים חודשיים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

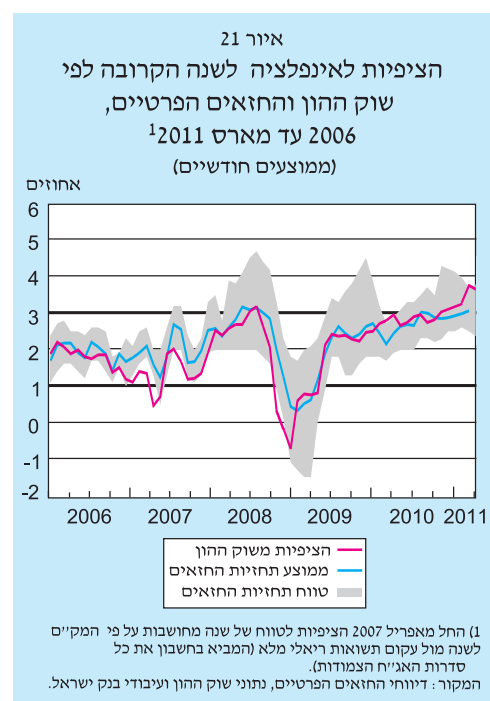
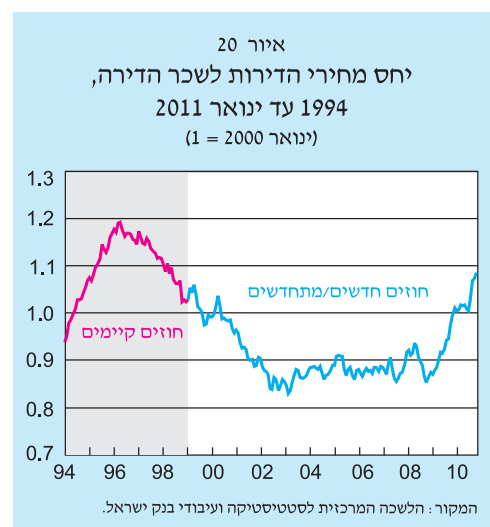
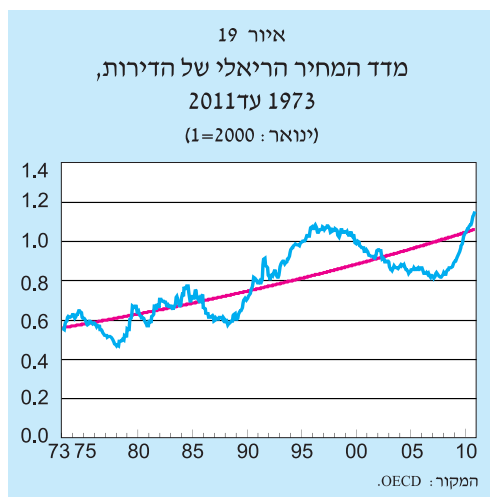
החודשים האחרונים ב-3.6 אחוזים, ובניכוי מחירי הדיור והאנרגיה הוא עלה ב-3.1 אחוזים.

נמשכת העלייה מהירה של מחירי הדירות. ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות, לפי סקר מחירי הדירות-בבעלות של הלמ"ס, ב-16.1 אחוזים.¹⁷ קצב זה גבוה מהנגזר מגורמי היסוד של השוק; כך, למשל, חוזי שכר הדירה החדשים והמתחדשים עלו בתקופה זו ב-6.4 אחוזים, בעוד שהשכר הממוצע למשרת שכיר עלה ב-4.1 אחוזים. בינואר 2011 הייתה רמת המחירים, במונחים ריאליים, גבוהה ב-8.3 אחוזים ממגמתה ארוכת הטווח; יצוין שלפני עליית המחירים האחרונה, בסוף 2007, המחירים היו נמוכים מהנגזר מגורמי היסוד וממגמתם ארוכת הטווח (איורים 19 ו-20).

במהלך הרביע הנסקר עלו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות החזאים אל מעבר לגבולו העליון של יעד האינפלציה. במקביל לעלייה של קצב עליית המחירים בפועל עלו הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון, ומאז אוקטובר 2010 הן גבוהות מגבולו העליון של יעד האינפלציה - 3 אחוזים (איור 21). בסוף הרביע הנסקר עומדות הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים על כ-3.7 אחוזים (ממוצע מארס 2011). ממוצע תחזיות החזאים לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים עלה במהלך הרביע הנסקר בשיעור מתון בלבד, אולם הוא חרג מעט מיעד האינפלציה ועמד על 3.1 אחוזים. ממוצע תחזיות הריבית בעוד 12 חודשים עמד על 3.7 אחוזים, ומכאן שעל פי הערכות החזאים תוואי מהיר יותר של העלאת הריבית יתיישב עם עמידה ביעד האינפלציה. יצוין שהן הציפיות משוק ההון והן תחזיות החזאים היו במגמת עלייה החל מהרביע השני של 2009 (איור 21). עם זאת, בסוף הרביע הנסקר, בימים שלאחר פרסום ההחלטה להעלות את הריבית לחודש אפריל ב-0.5 אחוז, ירדו הציפיות לאינפלציה לסביבה של 3.2 אחוזים - ירידה שממנה ניתן להסיק כי השוק ציפה להעלאה מתונה יותר של הריבית.

הציפיות לאינפלציה בטווחים הארוך והבינוני עלו גם הן במהלך הרביע, אף כי בשיעורים נמוכים יותר מאשר הציפיות לטווח הקצר. הציפיות לאינפלציה השנתית לטווח של 10 שנים הן כעת מעט מתחת לשלושה אחוזים - גבולו העליון של יעד האינפלציה. האתגר העומד בפני המדיניות המוניטרית בעתיד הקרוב הוא להוריד את שיעור האינפלציה בפועל ואת הציפיות בשווקים, בפרט הארוכות, אל עבר מרכז יעד האינפלציה, תוך צמצום הפגיעה ביצוא ובפעילות הכלכלית בכלל.

¹⁷ כיוון שהנתונים מתפרסמים בפיגור, הנתון מתייחס לתקופה ינואר 2010 עד ינואר 2011.



2. המדיניות המוניטרית

מכלול האינדיקטורים שעמדו בפני בנק ישראל במהלך הרביע תמכו בצמצום ההרחבה המוניטרית תוך תמיכה בשער החליפין. העלייה בסביבת האינפלציה תוך חריגתה בטווח הקצר מתחום היעד, הצמיחה המהירה של הפעילות הריאלית המקומית ועליית מחירי הנכסים - כל אלה תמכו בהעלאת הריבית המוניטרית בחתירה להשגת יעד האינפלציה ולשמירה על היציבות פיננסית ועל פעילות ריאלית איתנה. מדיניות זו מגבירה את הכוחות לייסוף שער החליפין של השקל עקב גידול פער הריביות לעומת השווקים המפותחים, וחוברת אל השפעתו של העודף בחשבון השוטף. לפיכך המשיך בנק ישראל לפעול בשוק המט"ח כדי למתן את הלחצים להתחזקות המטבע המקומי; זאת למרות היחלשותם של לחצי הייסוף, לפחות זמנית, במהלך הרביע הנסקר, בשל חוסר היציבות הגיאו-פוליטית במזרח התיכון והרעה במצב הביטחוני. פעולות בנק ישראל בשוק המט"ח כללו רכישות מט"ח בעיקר בתחילת הרביע הנסקר, הטלת חובת נזילות של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח ופרסום טיוטת צו לחובת דיווח על עסקאות שונות.

תהליך החזרת האינפלציה ליעדה הוא הדרגתי. לצורך החזרת האינפלציה אל תחומי היעד מעלה בנק ישראל את הריבית המוניטרית - כלי המדיניות העיקרי שלו. העלאת הריבית כרוכה, כאמור, בלחצים לייסוף השקל¹⁸, וכן בהשפעה מרסנת על הפעילות הריאלית. על כן תהליך העלאת הריבית הוא הדרגתי, ונגזרת ממנו חזרה הדרגתית של האינפלציה ליעדה, בהתאם לחוק בנק ישראל.

ברביע הנסקר האיץ בנק ישראל את קצב העלאת הריבית המוניטרית, אולם המדיניות עדיין מרחיבה. לאחר קצב עלייה מתון של הריבית המוניטרית מאז הרביע הרביעי של 2009, האיץ בנק ישראל את העלאות הריבית ברביע הנסקר. ריביות פברואר ומאוס הועלו ב-0.25 אחוז כל אחת, וריבית אפריל הועלתה ב-0.5 אחוז, לרמה של 3 אחוזים. האצת קצב העלאת הריבית נתבקשה לנוכח העלייה בסביבת האינפלציה; זו התבטאה בהמשך העלייה של הציפיות לאינפלציה משוק ההון, שהגיעו בסוף הרביע לרמה של 3.7 אחוזים, בממוצע של תחזיות אינפלציה החורג מגבולו העליון של יעד האינפלציה, ובאינפלציה בפועל של 4.3 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. בהעלאת הריבית המוניטרית תמכו גם המשך עלייתם המהירה של מחירי הדירות והתרחבות מהירה של

¹⁸ השינוי בשער החליפין הוא למעשה חלק ממנגנון התמסורת מן המדיניות המוניטרית אל המחירים.

הפעילות הכלכלית במשק. בעקבות העלאת הריבית המוניטרית לחודש אפריל עלתה הריבית הריאלית על אג"ח ממשלתיות לשנה לכרבע אחוז, לאחר שיעורים שליליים מאז הרביע השני של 2009.¹⁹ רמתה הנמוכה של הריבית הריאלית מעידה שהמדיניות המוניטרית עדיין מרחיבה.

בשוק המט"ח נמשכו רכישות המט"ח, והוטלה חובת נזילות על עסקאות בנגזרי מט"ח של תושבי חוץ. קצב רכישות המט"ח פחת במהלך הרביע. בינואר רכש בנק ישראל 2,085 מיליוני דולרים, ואילו בפברואר ובמארס, לאחר ששכנו לחצי הייסוף, נרכשו 400 מיליוני דולרים בלבד, במצטבר. בסוף הרביע עמדו יתרות המט"ח של בנק ישראל על 74.5 מיליארדי דולרים. באפריל, לאחר הרביע הנסקר, עם התחדשות הלחצים לייסוף, חודשו רכישות המט"ח. בסוף ינואר 2011 הטיל בנק ישראל חובת נזילות בשיעור של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים בישראל כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח, וכן פורסמה טיוטת צו בדבר חובת דיווח על עסקאות בנגזרי מט"ח ועל עסקאות של תושבי חוץ במק"ם ובאג"ח קצרות. לצעדים אלה - מלבד מטרתם לשחוק את כדאיותו של חיסכון שקלי קצר טווח על ידי תושבי חוץ, ובכך לתמוך בשער החליפין של השקל - יש גם מטרה יציבותית, שכן הם צפויים להקטין את התנודתיות של תנועות ההון קצר הטווח אל המשק.

על רקע הטלת חובת נזילות כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח פחתה במידה מסוימת פעילות הזרים במק"ם, לפחות בטווח הקצר. לפני החרפת המשבר הפיננסי, בספטמבר 2008, עמד שיעור החזקות המשקיעים הזרים בסך יתרת המק"ם על כאחוז אחד בלבד. עם פתיחת פער ריביות מול המשקיס המפותחים משכה הריבית המקומית משקיעים זרים לטווח קצר, משקל החזקותיהם בסך יתרת המק"ם גדל, ובינואר 2011, ערב הטלת חובת הנזילות, הוא הגיע ל-34 אחוזים. חובת נזילות שוחקת את התשואה השקלית בשיעור הזהה לשיעור חובת הנזילות, ועל כן מפחיתה את הכדאיות היחסית של הערוץ השקלי. עם הטלתה של חובה זו ירד בפברואר היקף רכישות המק"ם על ידי זרים, ונתונים ראשוניים למארס מורים על צמצום החזקותיהם. עם זאת סביר שחלק מההשפעה נובע מהערכה מחודשת של המצב על ידי המשקיעים הזרים, מחששם מהעלאת שיעור חובת הנזילות בעתיד ומלחצים לפיחות השקל, גם אם זמני, עקב חוסר היציבות הגיאופוליטית והתדרדרות מסוימת במצב הביטחוני - שכן בפער הריביות ובשיעור חובת הנזילות הנוכחיים החיסכון במק"ם עדיין אטרקטיבי, יחסית לחלופות

¹⁹ עליית הריבית הריאלית היא השתקפות של ירידת הציפיות לאינפלציה בשוק ההון.

במשקים המפותחים. כמו כן יש לציין שחובת הנזילות מוטלת על התאגידים הבנקאיים בלבד - לא על הגופים המוסדיים; לכן לא מן הנמנע שמשקיעים זרים יטו לעבור לבצע את פעולותיהם באמצעות הגופים המוסדיים במטרה לצמצם את שחיקת התשואה בגין חובת הנזילות.

לנוכח המגמות הנמשכות בשוק הדיור הוגבל שיעור המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה. באפריל, לאחר תום הרביע הנסקר, הנחה המפקח על הבנקים להגביל את חלק המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדיור שתאגיד בנקאי מעמיד ללווה. המגבלה חלה על הלוואות חדשות לדיור בכל מסלולי הריבית המשתנה, שבהן הריבית עשויה להשתנות במהלך תקופה קצרה מחמש שנים. ההנחיה ניתנה לנוכח המגמות הנמשכות בשוק הדיור, ובראשן ההיקף המשמעותי של ביצועי ההלוואות לדיור בריבית משתנה, הטומנות בחובן סיכון ללווים, וכפועל יוצא - למערכת הבנקאית בכללותה. ההנחיה גם מסדירה חובת גילוי ללקוחות שנטלו בעבר משכנתאות במסלול של ריבית לא צמודה המשתנה על בסיס ריבית הפריים, במקרים שרכיב ההלוואה במסלול זה הוא שלישי או יותר מסך ההלוואה. מטרת הגילוי להגביר את מודעותם של לוויים אלה להשלכות האפשריות של עלייה בשיעור הריבית על גובה ההחזר החודשי שיוטל עליהם, ובכך לאפשר להם בחינה מושכלת של סיכון זה ושל האפשרויות למזער אותו.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

בעולם צפוי המשך של צמיחה בלתי מאוזנת - צמיחה איטית המלווה באינפלציה ממותנת במדינות המפותחות וצמיחה מהירה עם אינפלציה גבוהה במדינות המתפתחות. על פי תחזית קרן המטבע הבין-לאומית קצב הצמיחה השנתי במדינות המפותחות צפוי להיות בשנתיים הקרובות כ-2.5 אחוזים (לוח 3). צמיחה מהירה יותר צפויה בארה"ב - 2.8 אחוזים ב-2011 ו-2.9 אחוזים ב-2012, וכן רואים בה שיפור בנתוני האבטלה. לחץ מחודש שמקורו במשבר החובות של מדינות הפריפריה של אירופה הוא בין גורמי הסיכון להתממשות צמיחה נמוכה מהחזוי. בהתאם לרמתם המתונה של הביקושים, מחירי הצריכה צפויים לעלות במדינות המפותחות בקצב של 2.2 אחוזים ב-2011 ו-1.7 אחוזים ב-2012, וזאת למרות צפי לעלייה ניכרת של מחירי האנרגיה והסחורות. לגבי המדינות המתפתחות צופים כלכלני הקרן כי קצב הצמיחה השנתי יהיה בשנתיים

לוח 3
הצמיחה ב-2010 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית
ל-2011 ול-2012
(שיעורי השינוי, אחוזים)

	2012	2011	2010
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
הצמיחה העולמית	4.5	4.4	5.0
במדינות מפותחות	2.6	2.4	3.0
בארה"ב	2.9	2.8	2.8
באירופה	1.8	1.6	1.7
ביפן	2.1	1.4	3.9
במדינות מתפתחות	6.5	6.5	7.3
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
במדינות המפותחות	1.7	2.2	1.6
במדינות המתפתחות	5.3	6.9	6.2

המקור: World Economic Outlook, International Monetary Fund, April 2011.

הקרובות כ-6.5 אחוזים, וכי התחממות הביקושים במדינות אלה תביא לאינפלציה של 6.9 אחוזים ב-2011 ו-5.3 אחוזים ב-2012. בהתאם לתחזיות אלה קצב ההתרחבות של הסחר העולמי ימשיך להיות מהיר - כ-7 אחוזים בכל אחת מהשנתיים הבאות.

בנקי ההשקעות צופים שריבית הבנק המרכזי האירופי תועלה במהלך 2011, בעוד שהריבית בארה"ב תושאר ברמתה הנמוכה לפחות עד סוף השנה. על פי ממוצע התחזיות של בנקי השקעות בעולם הריבית בארה"ב תתחיל לעלות רק במהלך הרביע הראשון של 2012; באירופה התממש הצפי להעלאת הריבית ברבע אחוז בתחילת הרביע השני של 2011, והתחזית היא שבסוף השנה הריבית תעמוד על כ-1.75 אחוזים. מתחזיות אלה עולה כי הבנק האירופי נתפס כ"ניצני" יותר מה-Fed, שכן אותם חזאים צופים צמיחה חזקה יותר בארה"ב, שתלווה באינפלציה גבוהה מעט יותר מאשר באירופה.

ב. הפעילות הריאלית בישראל²⁰

צמיחת התוצר ב-2011 צפויה לעמוד על 4.5 אחוזים, בעיקר בזכות התרחבות של הביקושים המקומיים. התוצר המקומי הגולמי צפוי

²⁰ תחזית בנק ישראל גובשה על בסיס נתונים שהיו זמינים עד למועד החלטת הריבית לחודש אפריל 2011 (27.3.2011).

לצמוח בשנים 2011 ו-2012 בשיעור של 4.5 ו-4.0 אחוזים, בהתאמה. תחזית הצמיחה ל-2011 עודכנה כלפי מעלה, יחסית לזו שדווחה בדוח האינפלציה הקודם (3.7 אחוזים), בעיקר לאור השפעות הקצה של שיעור הצמיחה הגבוה והמפתיע ברביע האחרון של 2010 (7.8 אחוזים). צמיחת התוצר ב-2011 צפויה להישען במידה רבה על התרחבות הביקושים המקומיים: הן הצריכה הפרטית והן ההשקעה בנכסים קבועים ימשיכו להיתמך בריבית הריאלית הנמוכה. בהתרחבות הצריכה הפרטית יתמוך גם גידול ההכנסה הפנויה, ומחסור במלאי ההון, בפרט בדירות למגורים, יתמוך בצמיחת ההשקעות. בלימת הירידה החדה במלאים ב-2010 צפויה לתרום גם היא להתרחבות התוצר ב-2011.

היצוא מישראל צפוי להתרחב בקצב איטי יחסית. בניגוד לביקושים המקומיים, קצב התרחבותו של היצוא בהמשך השנה צפוי להיות נמוך ממגמתו ארוכת הטווח (כ-6.5 אחוזים) ואף מהתרחבות הסחר

לוח 4

אינדיקטורים לפעילות הכלכלית הריאלית (שיעור השינוי באחוזים - אלא אם כן צוין אחרת)

התחזית**		הנתונים בפועל	
2012	2011	2010	
4.0	4.5	4.7	התמ"ג
3.7	3.9	5.0	הצריכה הפרטית
5.4	7.8	12.6	ההשקעה הגולמית המקומית
2.0	2.7	3.1	הצריכה הציבורית
4.0	9.7	9.4	היבוא האזרחי (ללא או"מ ויהלומים)
5.1	4.3	10.7	היצוא (ללא יהלומים)
3.1	3.4	6.7	החשבון השוטף נטו (מיליארדי דולרים)
5.9	6.1	6.7	שיעור האבטלה (אחוזים)
2.3	2.8	5.3	גירעון הממשלה הרחבה (אחוזי תוצר)*
74.6	76.1	79.2	יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* בהנחת ביצוע מלא של תקציב הממשלה.

(1) מניח כי תקציבי 2011 ו-2012 יהיו בהתאם להצעת התקציב של הממשלה. תחזית ההכנסות מתבססת על תחזית המקרו ומודל המס של בנק ישראל.

(2) בשנים 2010-2011 כולל אומדן של בנק ישראל להעברות מסעפים אחרים בתקציב לסעיף הביטחון ושינויי סיווג.

(3) לא כולל תשלומי פירעון קרן למוסד לביטוח לאומי.

** תחזית בנק ישראל מיום 03.03.2011. תחזית הגירעון הציבורי ויחס החוב לתוצר ל-2012 תלויות במדיניות הממשלה.

המקור: הנתונים - הלמ"ס ובנק ישראל, התחזית - בנק ישראל.

העולמי. מתינותה של ההתרחבות היא, בין היתר, תוצאה של הייסוף הריאלי, הפוגע ברווחיות היצוא, ועל כן בהיצעו. כן יש לזכור כי היצוא הישראלי נפגע במהלך המשבר העולמי פחות מאשר הסחר העולמי - בין היתר, משום שהמוצרים אשר נפגעו ביותר במשבר אינם בהתמחות ישראלית (למשל מכוניות ומוצרים בני-קיימא אחרים). אפשר לצפות כי במהלך התאוששות העולם מהמשבר, הסחר במוצרים אלה יתרחב מהר יותר מאשר הסחר במוצרים שלא נפגעו. לפיכך ייתכן שקצב התרחבותו של היצוא הישראלי בשנות היציאה מהמשבר יהיה נמוך מזה של הסחר העולמי. לעומת זאת, הסטת היצוא הישראלי במהלך המשבר למדינות שמשקיהן צומחים מהר יחסית אינה צפויה להביא בעתיד לתיקון כלפי מטה של משקל היצוא הישראלי בסחר העולמי.

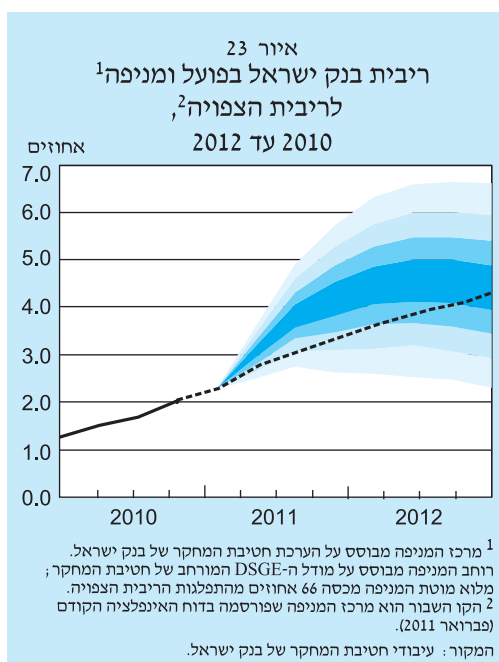
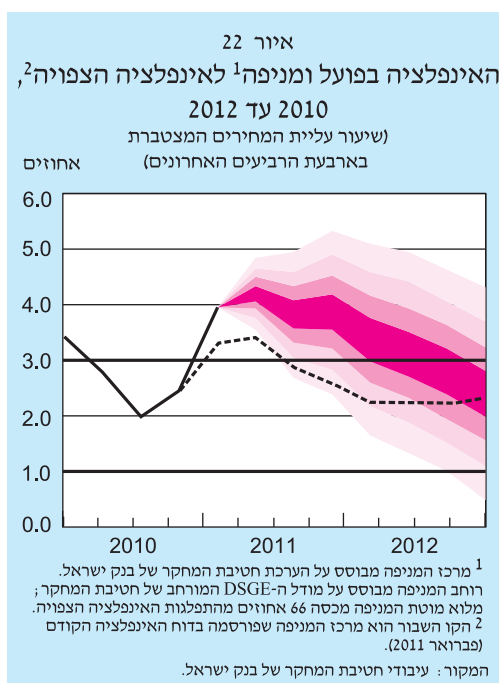
התרחבות הביקושים נתמכת בהתרחבות מהירה של היצע התשומות לייצור - ההשתתפות בכוח העבודה ומלאי ההון - ובהתרחבות מהירה של היבוא. צמיחת התוצר ב-2011 צפויה להיות גבוהה מהקצב ארוך הטווח שלה על אף קרבת המשק לתעסוקה מלאה. צמיחה זו מתאפשרת עקב התרחבותו של צד ההיצע: העלייה המתמדת של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, כך ששיעור האבטלה יהיה נמוך רק במעט מאשר בסוף 2010 - 6.1 אחוזים בממוצע ב-2011 - והתרחבות מלאי ההון לנוכח התאוששות ההשקעות בנכסים קבועים ב-2010. התרחבות הביקושים צפויה להיענות בשנת 2011 במידה גוברת על ידי היבוא, שיצמח ב-10 אחוזים - לנוכח הייסוף הריאלי, המוזיל את היבוא יחסית לתוצרת מקומית, הקרבה לתעסוקה מלאה ועתירות היבוא בשימושים הצומחים מהר (ההשקעה בנכסים קבועים וההשקעה במלאי). ההתרחבות המהירה יחסית של היבוא, יחד עם הגידול המתון ביצוא וההרעה בתנאי הסחר צפויים להביא לצמצום העודף בחשבון השוטף לכדי 3 מיליארדי דולרים, כמחצית מהיקפו בשנה שעברה.

ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל²¹ שיעור האינפלציה בעוד שנים עשר חודשים יהיה מעט מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה, וייכנס לתוך תחום היעד במחצית השנייה של 2012. שיעור האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים היה 4.3 אחוזים – מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה - בגלל שילוב של מספר כוחות אינפלציוניים משמעותיים. (ראו סעיף 1.) להערכת חטיבת

²¹ הערכת האינפלציה המובאת בדוח זה היא חלק מהערכה מקרו-כלכלית, שחטיבת המחקר של בנק ישראל מגבשת בכל רביע (staff forecast). הסבר להערכות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר וסקירה של המודלים העומדים מאחוריהן ראו בדוח האינפלציה 31 לרביע השני של 2010, סעיף 3-ג.

המחקר, שיעור האינפלציה אמנם יתמתן בשנה הקרובה, אך יישאר גבוה. האינפלציה (בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים) צפויה להישאר במהלך השנה הקרובה מעל הגבול העליון של היעד, ולעמוד בעוד שנה על 3.2 אחוזים. יחד עם זאת, העלאה צפויה של ריבית בנק ישראל משיעורה הנוכחי, 3 אחוזים, ל-4.4 אחוזים בעוד שנה מתיישבת עם התבססות האינפלציה בתוך תחום היעד במחצית השנייה של 2012 (איורים 22 ו-23).

הערכה זו משקפת שילוב של מספר כוחות כלכליים, שמרביתם פועלים להתמדת האינפלציה הגבוהה - בהם עליית מחירי הסחורות בעולם, עודף הביקוש לשירותי דיור והתרחבות הביקושים לתוצר. גורם אינפלציוני משמעותי בתקופה זו הוא עלייתם של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם (במטבע חוץ) בחודשים האחרונים - בפרט מחירי המזון והמתכות, שעולים לנוכח הביקוש הגובר בשווקים המתעוררים, פגעי מזג אוויר ושריפות, והזינוק במחירי הנפט עם צמיחת השווקים המתעוררים ואי-היציבות בעולם הערבי. במבט קדימה נראה כי התרחבות הביקושים בשווקים המתעוררים תמשיך ללחוץ לעליית מחירי הסחורות. אשר למחירי הנפט - מחד גיסא, ניתן לשער כי עם שוך המשבר בעולם הערבי הלחץ לעליית מחירי הנפט יתמתן. כנגד זאת, האסון ביפן יכול להביא לנסיגה מסוימת מהסתמכות על אנרגיה גרעינית בעולם, וזו תוסיף לחץ לעליית מחירי הנפט. בבניית התחזית לעיל הונח כי מחירי הנפט לא יוסיפו לעלות, אך יישארו ברמה גבוהה יחסית (כ-115 דולרים לחבית). אנו מעריכים כי הצטמצמות עודף הביקוש בשוק הדיור תהיה מוגבלת, כך שהתמתנות העלייה של סעיף הדיור תהיה הדרגתית מאוד, והוא ימשיך לתרום לאינפלציה. התרחבות הביקושים לתוצר, המתבטאת בהצטמצמות של עודף כושר הייצור, יכולה לפעול לעליית האינפלציה דרך התייקרותם של גורמי הייצור המקומיים, בפרט עלות העבודה, ודרך מאמצי הפירמות להגדלת רווחיותן. על פי ההערכות, השכר הנומינלי אמנם צפוי להמשיך ולעלות השנה בשיעור גבוה יחסית, אולם הואיל ואחת הסיבות לעליות השכר הצפויות היא ירידת השכר הריאלי בשנת 2009 וגידולו המתון בשנת 2010 יחסית לקצב הגידול של פירון העבודה, הלחצים האינפלציוניים משוק העבודה נראים לעת עתה מוגבלים. אלה עלולים להתגבר עם המשך התרחבות הביקושים, או עקב מאבקי שכר של ארגוני עובדים גדולים. מלבד השפעתם הישירה, נודעת לגורמים האינפלציוניים שתוארו גם השפעה עקיפה, דרך ציפיות הציבור: הצפי לאינפלציה גבוהה מיעדה יכול להעלות את המחירים כבר עתה, עקב השפעת הציפיות על הסכמי שכר ועל החלטות תמחור בהווה.



**הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים
(אחוזים)**

היעד	שוק ההון ¹	החזאים הפרטיים ²	סקר החברות ³	בנק ישראל ⁴
2	3.1	3.1	3.1	3.2
1-3		2.5-3.7	1.0-5.0	

¹ ממוצע חודש מארס.

² לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש מארס.

³ טווח התחזיות בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר.

התשובות התקבלו במחצית השנייה של חודש מארס.

⁴ הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

הגורם המרכזי שצפוי לפעול להתמתנות האינפלציה הוא ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. במהלך 2010 נרשם ייסוף אפקטיבי של 6.5 אחוזים, ובתום הרביע הראשון של 2011, עם העלאת הריבית המונית לחדש אפריל ב-0.5 אחוז, התחדש הייסוף. הייסוף פועל להוזלת מחירי המוצרים המיובאים לישראל, אך התמסורת משער החליפין אל המחירים אינה מיידית אלא הדרגתית. לפיכך ניתן להעריך כי מחירי היבוא טרם הותאמו במלואם לרמתו החדשה של שער החליפין, כך שתהליך התאמתם כלפי מטה יימשך גם במהלך 2011. מלבד זאת ממשיכים להתקיים התנאים שברקע הייסוף הנומינלי, ובכללם העודף בחשבון השוטף (שאמנם צפוי להתמתן) ופער הריביות מול חו"ל; פער זה צפוי להמשיך להתרחב, על רקע סביבת האינפלציה הגבוהה והצטמצמות עודף כושר הייצור בארץ, בשעה שבארה"ב ובאירופה עדיין לא התאוששו מהמשבר, כך שרמתן של ריביות הבנקים המרכזיים שם נמוכה ביותר (0.0–0.25 בארה"ב, 1.25 באירופה). רמות ריבית אלה פועלת גם הן לריסון קצב עלייתה של הריבית המקומית.

תחזית האינפלציה ותוואי הריבית גבוהים מאלה של דוח האינפלציה הקודם. באיורים 22 ו-23 מובאת השוואה להערכות מדוח האינפלציה הקודם (פברואר 2011): בהסתכלות על 12 החודשים הבאים תחזית האינפלציה של 3.2 אחוזים גבוהה מזו של הדוח הקודם – 2.3 אחוזים לרביע הראשון של 2012. עדכון תחזית האינפלציה נבע מארבעה גורמים: (1) מדדים גבוהים במקצת מהצפוי בחודשים ינואר ופברואר 2011, היוצרים השפעת בסיס על תוואי האינפלציה עד שנה קדימה; (2) זינוק מחירי הנפט בכ-30 אחוזים מאז סוף 2010; (3) פרסום נתונים חיוביים מהצפוי על צמיחת המשק בסוף 2010; ו-(4) בלימה זמנית של הייסוף הנומינלי

ברביע הראשון של 2011. לאור העלייה בתחזית האינפלציה והשיפור במצב הפעילות הריאלית עודכן תוואי הריבית כלפי מעלה - מ-3.6 אחוזים ל-4.4 אחוזים בעוד שנה.

בדומה להערכות של בנק ישראל, הערכות האינפלציה בשווקים עומדות על 3.1 אחוזים, תוך צפי להעלאת הריבית ל-4.2 עד 4.4 אחוזים בעוד שנה. הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי שהן נמדדות משוק ההון, ירדו בעקבות העלאת הריבית לחודש אפריל מ-3.7 ל-3.1 אחוזים; כעת הן דומות לציפיות ששררו בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (3.2 אחוזים). במקביל נגזר משוק התלבור כי ריבית בנק ישראל תעמוד בעוד שנה על 4.4 אחוזים. הערכות החזאים הפרטיים (בממוצע) עמדו בסוף חודש אפריל על 3.1 אחוזים - בדומה להערכותיהם בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (3.0 אחוזים). בממוצע הם מעריכים כי ריבית בנק ישראל תועלה ל-4.2 אחוזים בעוד שנה. התחזית הממוצעת מסקר החברות עודכנה כלפי מעלה - 3.1 אחוזים לעומת 2.6 אחוזים בסקר הקודם.

גורם הסיכון המרכזי לאי התממשותה של תחזית האינפלציה הוא המשך העלייה של מחירי האנרגיה והסחורות. בעוד שבתחזית הבסיסית הונח כי תהיה רגיעה מסוימת במחירי הסחורות והאנרגיה העולמיים, קיים גם הסיכון להתמשכות, ואף להאצה, של קצב עליית המחירים. בבדיקה שנערכה בבנק ישראל נמצא כי עלייה של 10 אחוזים במחירי הנפט מביאה לעלייה של 0.2 עד 0.6 נקודת אחוז באינפלציה, בהתאם למידה שבה העלייה של מחירי הנפט נתפסת כפרמננטית. נוסף על כך נמצא כי עלייה של 10 אחוזים במחירי המזון בעולם מעלה את האינפלציה בישראל ב-0.15 נקודת אחוז. אלה אמנם גמישויות קטנות, אך לנוכח הביקושים הערים לתוצר המקומי ייתכן שהמחירים הסופיים יספגו את התייקרות התשומות והמוצרים המיובאים מהר יותר מאשר בתקופות רגילות, שבהן נמדדו גמישויות אלו. הגורם המרכזי שיכול להביא את האינפלציה לשיעור נמוך מזה שבתחזית הבסיסית הוא התגברות הייסוף, או התחזקות התמסורת משער החליפין אל המחירים, תמסורת שנחלשה בשנים האחרונות. גורם אי-וודאות אחרון הוא סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (המבוסס על שכר הדירה). מחד גיסא, ייתכן כי מחירי הדיור יעלו בשיעור גבוה, ואף יואצו. כנגד זאת, לא מן הנמנע כי מוצתה העלייה העודפת של מחירי הדיור, או שפעולות הממשלה יביאו לריסון המחירים. יחד עם זאת, בחלופה, שנבחנה בהנחה כי מחירי הדיור יעלו בשנה הקרובה בשני אחוזים

בלבד, נמצא כי האינפלציה עדיין תימצא בחלקו העליון של יעד האינפלציה.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשק הישראלי, בעולם ובשווקים הפיננסיים. הבנק יתאים את הכלים העומדים לרשותו, ובפרט את תוואי הריבית המוניטרית, כדי להשיג את מטרותיו - יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית.

לוח נ"1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

03/11	02/11	01/11	12/10	11/10	10/10	
התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
2.7	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
3.1	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4	תשואות המק"ם לשנה
4.7	4.4	4.1	3.9	3.7	3.6	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
6.1	6.0	5.8	5.7	5.6	5.5	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.5	-0.9	-0.8	-0.5	-0.8	-0.6	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
1.4	1.2	1.0	1.0	0.7	0.7	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.8	3.6	3.3	3.3	3.1	3.0	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
5.6	5.5	6.1	6.7	6.7	6.7	
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-0.2	-2.1	-0.3	5.4	-2.7	4.1	מדד המניות הכללי
2.4	-0.2	-2.5	6.4	-2.2	3.9	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-3.9	-2.4	4.5	-3.6	1.3	-0.8	השקל מול הדולר
-1.2	-1.4	7.3	-1.1	-4.7	0.7	השקל מול האירו
-2.6	-1.7	5.3	-2.0	-1.6	0.0	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
9.2	9.9	9.0	8.0	8.8	9.2	סטיית התקן הגלומה
5.5	5.4	3.5	2.2	2.6	3.6	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
1.4	2.6	2.2	1.3	1.9	2.4	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* החישוב השתנה מדוחות קודמים לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומח"ם ארוך משישה חודשים.
המירווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין הגליל בטווח המח"ם המתאים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

03/11	02/11	01/11	12/10	11/10	10/10	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.2	0.3	0.2	0.4	0.1	0.3	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.1	0.0	0.2	0.1	0.3	0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
4.3	4.2	3.6	2.7	2.3	2.5	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
3.7	3.8	3.3	3.0	3.2	3.0	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*						
3.1	3.1	3.0	2.9	3.1	2.9	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)						
2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	ריבית בנק ישראל
-1.1	-1.4	-1.2	-0.9	-1.1	-1.0	הריבית הריאלית הנגזרת
2.25	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	תחזיות החזאים לריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
3.8	3.4	3.2	3.1	3.0	2.9	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
2.1	1.7	1.7	1.7	1.9	2.0	פערי הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
1.6	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב

* 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.

