



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2007

המחצית הראשונה

אב התשס"ז - יולי 2007

20



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור. מס' קטלוגי: 3114107020/6

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית הראשונה של 2007 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל בראשות הנגיד – הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית.

מדד המחירים לצרכן למחצית הראשונה של 2007 (התקופה הנסקרת) עלה במצטבר באחוז אחד. שיעור האינפלציה ב-12 החודשים המסתיימים ביוני 2007 היה 0.7%-, נמוך במידה משמעותית מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1% עד 3%). צמיחת המשק נמשכה בקצב מהיר, תוך עלייה בתעסוקה וירידה באבטלה.

התנודתיות בשווקים הפיננסיים גברה בתקופה הנסקרת, במיוחד בשער החליפין של השקל מול הדולר האמריקאי ובשוקי איגרות החוב – לאחר כמה שנים של יציבות יחסית, למרות שורת אירועים שהיה בהם כדי לערער אותה. עם זאת נמשכה המגמה של עליית שערי המניות והתרחבות הפעילות בשווקים – גידול מחזורי המסחר והיקפי ההנפקות. גורמי הרקע העיקריים להתפתחויות אלו הם רפורמות שבוצעו בשנים האחרונות בשווקים הפיננסיים המקומיים, תנודות בשווקים הפיננסיים בעולם – כולל היחלשות הדולר של ארה"ב מול רוב המטבעות ושינויים במעמדם של משקים מתעוררים – והמשך הצמיחה הריאלית המהירה בישראל. הרפורמות נועדו להגדיל את השתתפותם של משקיעים זרים גדולים בשווקים הפיננסיים המקומיים ולפתח את התיווך הפיננסי החוץ-בנקאי. נראה שהן משיגות מטרות אלו, תוך התגברות הפעילות הפיננסית במשק בכללה.

כתוצאה מהתנודתיות בשער החליפין נרשמה תנועה חזקה גם במדד המחירים לצרכן: עד מאי הייתה האינפלציה מתחת לטווח היעד, בחישוב של 12 חודשים לאחור, אך היחלשות השקל מול הדולר, ועוד יותר מול האירו, מאמצע מאי ובמיוחד ביוני החזירה את סביבת האינפלציה הצפויה למרכז תחום היעד, ואולי אף לקרבת גבולו העליון.

בשנתיים האחרונות מושפעת האינפלציה בישראל משני סוגי כוחות, הפועלים עליה בכיוונים מנוגדים. הצמיחה בפעילות הריאלית והירידה באבטלה לוחצות לעליית שיעור האינפלציה, ואילו העודף הניכר בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וכניסת הון זר לטווח ארוך פועלים לייסוף השקל ולמיתון האינפלציה. קשה להעריך את עוצמתו של כל אחד מכוחות אלו ואת השפעתם הכוללת על האינפלציה בכל נקודת זמן. מגמת הייסוף המתמשך של השקל מאוגוסט 2006, במיוחד באפריל השנה, גרמה כאמור לירידות במדד המחירים לצרכן והניעה את בנק ישראל להוריד בהדרגה את הריבית כדי להחזיר את האינפלציה לתחום היעד. הורדות הריבית הביאו להגדלת הפערים בין ריבית הבנק המרכזי לאלו של ארה"ב ושאר המדינות המפותחות, ותרמו לתפנית בתוואי שער החליפין, שהחלה במאי והתעצמה ביוני. השפעת שער החליפין (מול הדולר) בישראל חזקה יותר מאשר במדינות קטנות אחרות; זאת בעיקר בגלל הקשר בין שער החליפין למחיריהם של מוצרים לא-סחירים חשובים – במיוחד מחירי הדיור בכלל ושכירות הדירות בפרט, הנקובים בדולרים אף שהם משולמים בשקלים. לפיכך שינוי בשער הדולר משפיע על האינפלציה במידה ניכרת, ובתוך חודשים ספורים.

על אף הקושי להשיג במדויק את היעדים, משטר יעד האינפלציה בישראל תורם תרומה מכרעת לשמירת האינפלציה הרב-שנתית בסביבה חד-ספרתית נמוכה. זאת בזכות יעד ברור ושקיפות של מדיניות הריבית, שהצליחה לשמר את הציפיות לאינפלציה סביב מרכז היעד לאורך זמן. יציבות זו, ועמה משמעת תקציבית

ותהליך הדרגתי ומחושב של רפורמות מבניות במשק, שומרים על סביבה נוחה לפעילות העסקית ומאפשרים המשך צמיחה בת-קיימא במשק, זו השנה החמישית.

בעת כתיבת דוח זה (סוף יולי) הערכת ההתפתחויות הכלכליות בשנה הקרובה ממשיכה להיות חיובית - להמשך הצמיחה הריאלית הגבוהה, העודפים במאזן התשלומים, הציפיות לעמידה ביעד האינפלציה והשגשוג בתחום הפיננסי.

עם זאת אנו מבחינים בהחמרה מסוימת במאזן הסיכונים של המשק: חששות לגבי המשך היציבות בשווקים הפיננסיים בעולם - למשל קשיים בשוקי המשכנתאות בסיכון גבוה (sub-prime mortgages) ובעטיים המשך ההדרדרות בתנאי האשראי - קושי לשמר את המסגרת הנוקשה של ההוצאות הממשלתיות, כפי שנקבעו ביעדי התקציב הרב-שנתיים, ואי-ודאות בתחום הגיאו-פוליטי. לנוכח סיכונים אלו יש משנה חשיבות לדבקות במשטר מוניטרי יציב ושקוף, החותר בהתמדה ליעד האינפלציה.

בברכה,

ד. ס. נ'ער

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית
8	א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים
10	ב. המדיניות המוניטרית
14	II. הסביבה הכלכלית והפיננסית
14	א. הפעילות הריאלית
17	ב. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ
21	ג. התפתחויות עיקריות בתחום הפיננסי ברקע המדיניות
22	ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם
23	III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות
29	א. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית
23	א.1. הפעילות הריאלית
24	א.2. המדיניות הפיסקלית
24	ב. ההתפתחויות הצפויות בשוק מטבע החוץ
25	ג. ההתפתחויות הצפויות בעולם
26	ד. הערכות האינפלציה העתידית
28	ה. מאזן סיכוני האינפלציה
30	תיבה 1 : הרכיב המקומי ורכיב היבוא של מדד המחירים לצרכן

	לוח נ"1 : האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים
33	לצרכן, מחירי הדיור ושער החליפין, 1996 עד 2007
34	לוח נ"2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית, 1998 עד 2007
	לוח נ"3 : הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב
35	הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2007
36	לוח נ"4 : הפער בין תשואות המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל, 2002 עד 2007
37	לוח נ"5 : שיעור האינפלציה הצפוי, 2001 עד 2007

תקציר

- מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 2007 במצטבר באחוז אחד. במהלך 12 החודשים האחרונים ירד המדד ב-0.7%, מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים).
 - הגורם העיקרי שפעל למיתון קצב עליית המחירים במחצית הנסקרת היה המשך מגמת הייסוף בשער החליפין של השקל מול הדולר. כנגד זאת פעלו בתקופה האמורה כוחות לעליית מחירים, שנבעו מהמשך התרחבות הביקושים לתוצר המקומי ומעלייתם של מחירי המוצרים המיובאים ומחירי האנרגיה בעולם.
 - תהליך צמיחת המשק נמשך גם בתקופה הנסקרת ותרם להמשך הצמצום בעודף כושר הייצור, אך השפעה זו על מדד המחירים לא היתה דומיננטית, מפני התמסורת משער החליפין: הייסוף קיזז במידה רבה את השפעת העלייה של המחירים המקומיים. השכר הנומינלי הממוצע במשק עלה ב-12 החודשים האחרונים בשיעור של כ-3%, במקביל להתמתנות העלייה של פריון העבודה. מכאן שתיכון התגברות של הלחצים האינפלציוניים משוק העבודה, כפי שמצביעה גם התפתחות מדד עלות העבודה ליחידת תוצר.
 - התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר בתקופה הנסקרת לא הייתה אחידה: ברביע הראשון נע שער החליפין ללא מגמה מובהקת; מסוף הרביע הראשון ועד לאמצע חודש מאי נרשם ייסוף חד של כ-6.5%; באמצע מאי התהפכה המגמה, ונרשם פיחות חד בשיעור דומה.
 - הלחץ לייסוף השקל נבע בעיקר מגורמים מקומיים ארוכי טווח – התנאים החיוביים של המשק, ובהם העודף בחשבון השוטף ויבוא ההון. לעומת זאת נבע השינוי במגמת שער החליפין מהתגברות השפעתם של גורמים קצרי טווח, בעלי אופי מקומי בעיקרם, והתפתחויות בשווקים הפיננסיים הגלובליים – על רקע פער ריביות גדול ושלילי במיוחד מול הדולר של ארה"ב.
 - המדיניות המוניטרית שניהל בנק ישראל במחצית הנסקרת פעלה במטרה להחזיר את האינפלציה לתחומי היעד תוך שמירה על היציבות הפיננסית במשק. המדיניות המוניטרית התבטאה בהפחתה מצטברת של הריבית ב-1.5 נקודות אחוז, המשך להפחתתה בשיעור מצטבר של 0.5 נקודות אחוז בחודשיים האחרונים של 2006. כך הגיעה הריבית בתום המחצית הנסקרת לרמה של 3.5%.
 - ההדרגתיות בהפחתות הריבית התחייבה מן ההשלכות האפשריות של שינויים חדים בריבית על היקף יבוא ההון לטווח קצר ועל מחירי הנכסים הפיננסיים. זאת על רקע עלייה בפער הריביות השלילי לטווח קצר בין ישראל לארה"ב, שהגיע בסוף התקופה ל-1.75 נקודות אחוז.
 - במישור הפיסקלי: על אף הגברת הוצאות הממשלה, המשך המגמה של גידול ההכנסות צפוי להביא את הגירעון לשיעור נמוך משמעותית מתקרתו. בשנת 2008 תעמוד הממשלה בפני אתגר של דבקות במחויבותה לשמור על תקרת הגירעון, ובכך - גם על אמינותה של המדיניות הפיסקלית. זאת לנוכח החלטות שהתקבלו השנה, אשר משמעותן גידול של הצריכה הציבורית האזרחית.
- המשטר המוניטרי בישראל:** המשטר המוניטרי שבו פועל בנק ישראל חותר להשגת יציבות מחירים, המוגדרת מאז שנת 2003 כאינפלציה בטווח של 1% עד 3% לשנה. (לפירוט ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 17).

I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית

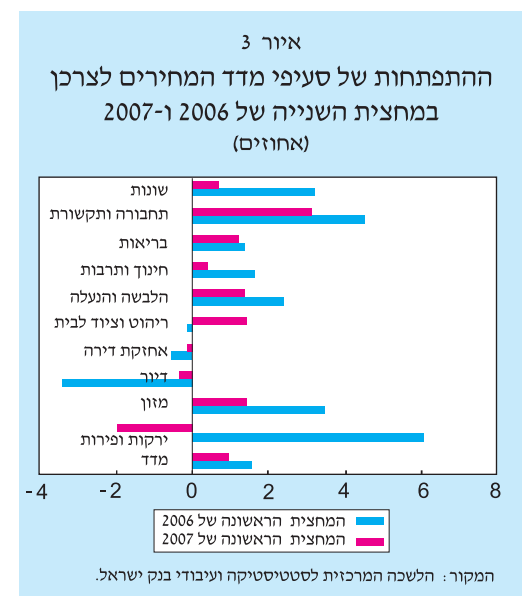
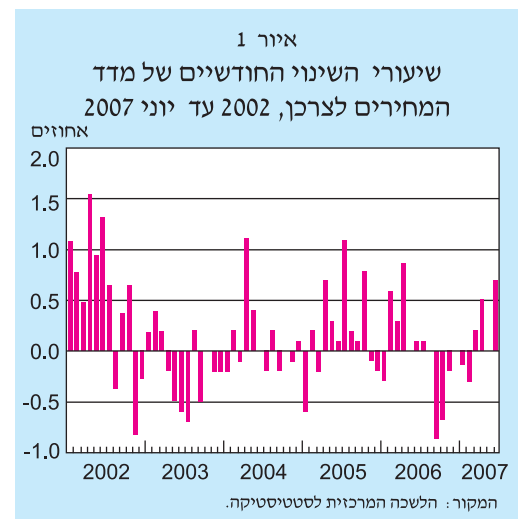
א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים

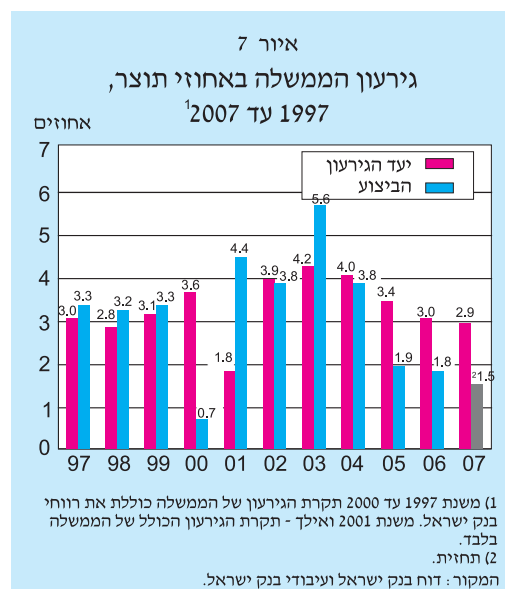
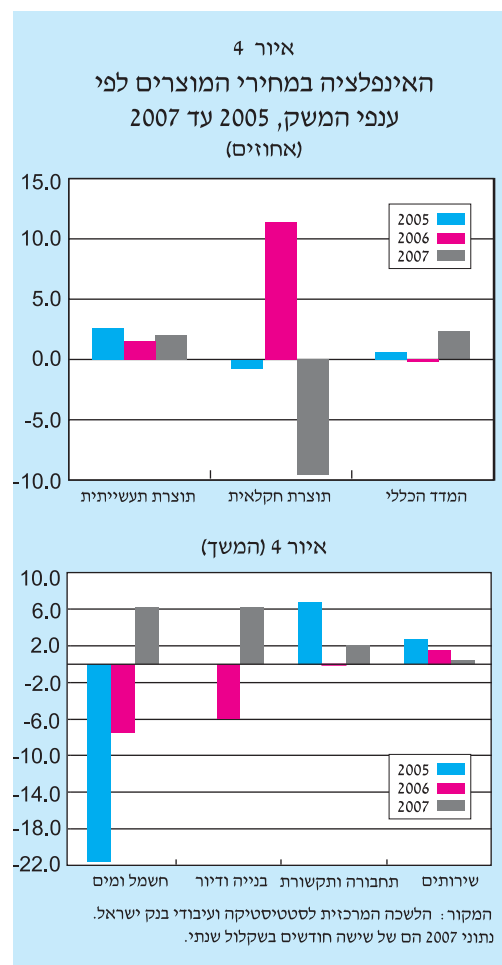
מדד המחירים לצרכן (איור 1) עלה במחצית הראשונה של שנת 2007 (להלן התקופה הנסקרת) בשיעור מצטבר של אחוז אחד. התפתחות זו מצביעה על הימצאות האינפלציה בגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1% עד 3%). במהלך 12 חודשים אחרונים הסתכם קצב האינפלציה השנתי במשק ב-0.7%¹ (איור 2). מדדי ליבה, כלומר מדדי מחירים המנוכים מסעפים תנודתיים - כגון המדד ללא פירות, ירקות, הנעלה והלבשה, דיור ואנרגיה - עלו בשיעורים גבוהים מזה של המדד הכללי, אך עדיין נמצאו מתחת לאמצע טווח היעד.

בהתפתחות רכיבי המדד (איור 3) בתקופה הנסקרת בלטה במיוחד ירידה של מדד מחירי הדיור, שהושפעה מהתחזקותו של השקל כלפי הדולר. לעומת זאת נרשמה עליית מחירים בסעיף התחבורה והתקשורת, המשקפת במידה רבה את תהליך הייקור של מחירי הדלקים בעולם, ובסעיף המזון. עליית המחירים בתקופה הנסקרת באה לידי ביטוי בהמשך עלייתם של מחירי מוצרים בכל ענפי המשק (איור 4), פרט לענף החשמל והמים ולשירותי הבנייה והדיור. העלייה באינפלציה השתקפה גם בהמשך עלייתו של מדד המחירים הסיטוניים: מתחילת השנה הוא עלה ב-4.1%, כתוצאה מהתייקרות חומרי הגלם והתשומות לייצור המקומי במרבית ענפי התעשייה.

הגורם המרכזי שפעל למיתון קצב עליית המחירים בתקופה הנסקרת, וכן לירידה ניכרת של האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים מתחת לתחום היעד, הוא התחזקותו של השקל מול הדולר (איור 5). התפתחות שער החליפין לאורך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה, ובסופה הוא עמד ברמה של סוף 2006. ההתפתחויות בשער החליפין נגזרו משינויים בהשפעה של גורמים ארוכי טווח יחסית להשפעות של גורמים קצרי טווח: הלחץ לייסוף בשער החליפין בתקופה הנסקרת נבע מתנאי היסוד החיוביים של המשק הישראלי, ובראשם השיפור הניכר בעודף בחשבון השוטף, וכן, בחלק מהתקופה, מהשפעות גלובליות קצרות טווח, שהאיצו את התחזקות השקל, אף מעבר להערכות המוקדמות; לעומת זאת, פחות השקל בחודשיים האחרונים של המחצית הנסקרת מקורו ברמת הריבית הנמוכה, על רקע עלייה בגורמי אי-ודאות קצרי טווח, מקומיים וגלובליים. השפעתו של שער החליפין במהלך התקופה הנסקרת הסתכמה בירידת מדד המחירים לצרכן. כנגד זאת פעלו כוחות לעליית האינפלציה: התרחבות הביקושים, שהתבטאה בעליית קצב השינוי של המחירים המקומיים, ועלייה במחירי המוצרים המיובאים; השפעתם של מחירי האנרגיה (איור 6), ששבו ועלו לרמה של אמצע השנה הקודמת, באה לידי

¹ הסבר חלקי לירידה החדה בשיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נעוץ בשני המדדים השלייליים הגבוהים של ספטמבר ואוקטובר 2006 (-0.9% ו-0.7%, בהתאמה).





ביטוי בהתייכרות של התשומות המיובאות, וכפועל יוצא - גם של עלויות הייצור המקומיות.

למיתון קצב עליית המחירים בתקופה הנסקרת תרמה גם התמדת מדיניות פיסקלית המתיישבת עם יעדיה. בחודשים ינואר-יוני הסתכם ביצוע התקציב בעודף מקומי של 8.7 מיליארדי ש"ח, ששיקף בעיקר את הקצב המוגבר של גביית המסים, וכן רמת הוצאות שהייתה נמוכה במקצת מהרמה התואמת ביצוע מלא של התקציב. אשר לגירעון: ההתפתחויות עד כה הצביעו על גירעון שנתי צפוי נמוך משמעותית מתקרתו (2.9 אחוזי תוצר, איור 7).

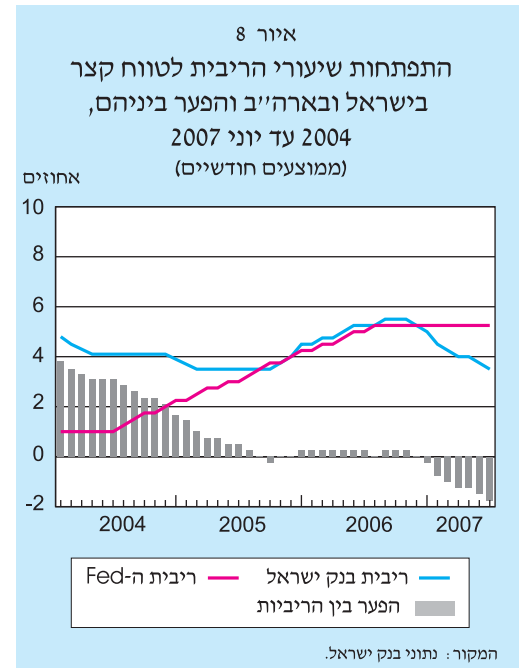
מטרת המדיניות המוניטרית של בנק ישראל במחצית הנסקרת הייתה להחזיר את האינפלציה לתחומי היעד תוך שמירה על היציבות הפיננסית במשק. המדיניות המוניטרית המרחיבה התבטאה בהפחתה מצטברת של הריבית ב-1.5 נקודות אחוז, המשך להפחתתה בשיעור מצטבר של 0.5 נקודות אחוז בחודשיים האחרונים של 2006. כך הגיעה הריבית בתום המחצית הנסקרת לרמה של 3.5%.

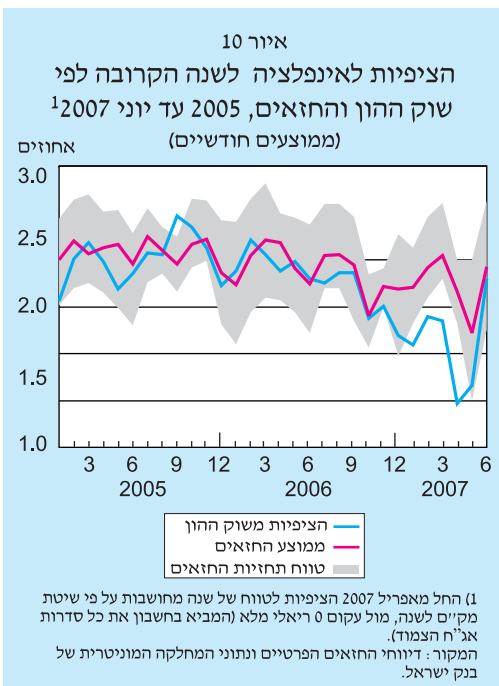
הירידה המתמשכת בקצב האינפלציה של 12 החודשים האחרונים גם בתקופה הנסקרת מחייבת התייחסות לחריגה מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. כפי שעולה מניתוח הנתונים, הסיבה העיקרית לחריגה במחצית הנסקרת היא המשך התחזקות השקל מול הדולר. לפיכך המשיך בנק ישראל במדיניות הפחתת הריבית כדי להגביר את ההסתברות לחזרת האינפלציה אל תחום יעד יציבות המחירים בתוך שנה עד שנתיים. עוצמת ההרחבה המוניטרית הייתה פועל יוצא של הלחצים המנוגדים על האינפלציה משער החליפין, מחד גיסא, והפעילות הריאלית ומחירי הנכסים הפיננסיים מאידך.

ב. המדיניות המוניטרית

במחצית הראשונה של 2007 המשיכה המדיניות המוניטרית לפעול להשגת יציבות מחירים, במסגרת המחויבות למשטר יעד האינפלציה, המוגדר בהחלטת ממשלה כאינפלציה של 1% עד 3%. צעדי המדיניות שנקט בנק ישראל בתקופה הנסקרת תאמו את הגישה הגמישה להשגת יעד האינפלציה (flexible inflation targeting), כלומר גישה הפועלת להחזרת האינפלציה אל תחום היעד בהדרגה, כדי שלא לגרום זעזועים בשווקים הפיננסיים. זאת על רקע כמה שינויים שאירעו במהלך המחצית הנסקרת בכיווןם ובעוצמתם של הגורמים המשפיעים על האינפלציה – בפועל והצפויה – ובראשם שער החליפין.

בשלושת החודשים הראשונים של השנה הפחית בנק ישראל את הריבית בשיעור מצטבר של נקודת אחוז, המשך להפחתות ריבית של 0.5 נקודות אחוז בחודשיים האחרונים של 2006. זאת על רקע ייסוף השקל מול הדולר, שהחל עוד ברביע השני של 2006, ופעל להמשך הירידה של רמת המחירים במשק, עד לשיעורי אינפלציה שליליים בחישוב של 12 החודשים האחרונים.

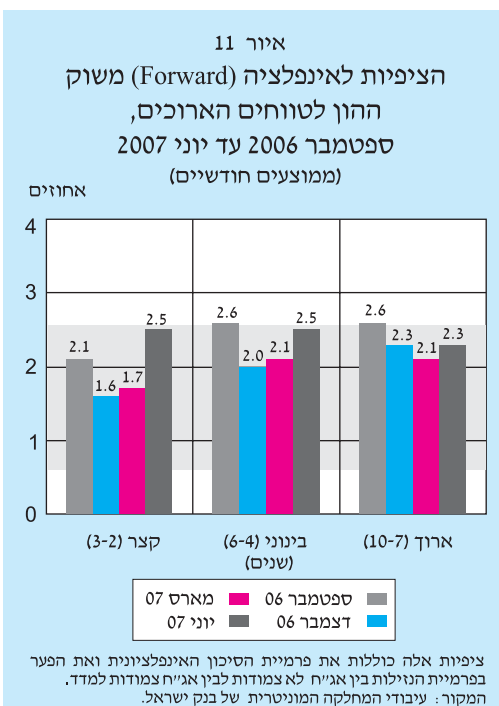




הריבית לחודש אפריל לא הורדה, על רקע עליית התנודתיות בשווקים הפיננסיים העולמיים² וחששות למשבר מתמשך בשוק המשכנתאות בארה"ב, וכן כדי לאפשר את בחינת ההשפעה המצטברת של הורדות הריבית הקודמות על הפעילות הריאלית ועל התפתחות שער החליפין. על רקע התגברות מגמת הייסוף של השקל מול הדולר באפריל (איור 5), שבעקבותיה ירדו מרבית האינדיקטורים להערכת האינפלציה הצפויה בשיעורים חדים, וכדי להגדיל את הסיכוי לחזרת האינפלציה אל תחום היעד בתוך שנה, שב בנק ישראל והוריד את הריבית בחודשיים האחרונים של המחצית הנסקרת בשיעור מצטבר של 0.5 נקודת אחוז. לנוכח היפוך המגמה בשער השקל מול הדולר החל מאמצע מאי, שבעקבותיו עלו במידה ניכרת האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה והתשואות על איגרות החוב, הושארה הריבית לחודש יולי ללא שינוי, ברמה של 3.5%.

המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת הגבירה את תשומת הלב להתרחבותו המתמשכת של פער הריביות השלילי לטווח קצר בין הדולר לשקל (איור 8) - תוצאת המשך ההפחתות של ריבית בנק ישראל ואי-שינויה של ריבית הבנק המרכזי של ארה"ב - התפתחות שיכלה להביא לשינויים חדים בשער החליפין. בנק ישראל הפחית אפוא את הריבית בזהירות ובהדרגה במטרה לעמוד ביעד יציבות המחירים תוך שמירה על היציבות הפיננסית. הפחתת הריבית אל מתחת לרמה הנדרשת לשם השגת יעד האינפלציה הייתה עלולה לערער את יציבות המחירים ואת היציבות הפיננסית, וכן להגביר את מגמת העלייה של מחירי המניות וליצור נתק ביניהם לבין מצבן האמיתי של החברות.

ברביע הראשון של השנה ההערכות היו שהאינפלציה העתידית צפויה להימצא סמוך למרכז יעד היציבות, ואולי אף מתחתיו: הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון³ (איור 9 ולוח 1) נעו סמוך לגבול התחתון של היעד, המשך לרביע האחרון של 2006, ובזאת ביטאו ציפייה להמשך ההפחתה המתונה של הריבית בחודשים הבאים. הערכות החזאים הפרטיים (איור 10 ולוח 1) עלו בהדרגה, הגיעו בתום הרביע לאמצע תחום היעד, וגילמו ציפיות להפחתת הריבית ברביע השני, אך עלייה מחודשת בה לקראת הרביע האחרון של השנה. גם עקום האינפלציה הצפויה לטווחים הארוכים היה יציב, ובמהלך הרביע הראשון כולו נע בקרבת אמצע היעד (איור 11). הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה על פי סקר החברות⁴ של בנק ישראל ירדו ברביע הראשון של השנה ועמדו על 1.8% בממוצע, לעומת כ-2% ברביע האחרון של 2006. גם מהשווקים הפיננסיים עלתה בתקופה זו תמונה של יציבות יחסית: תשואות איגרות החוב – להוציא את חודש



² במחצית השנייה של פברואר ובתחילת מארס נרשמו ירידות חדות יחסית בשוקי המניות של המשקיים המתעוררים.

³ הנמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא-צמודים (מק"ם) לבין אג"ח צמודות למדד.

⁴ בסקר החברות שעורך בנק ישראל נשאלים הנסקרים, בין היתר, על תחזית האינפלציה שלהם ל-12 החודשים הקרובים. הנתונים בסקר החברות הנדון נכונים לרביע הראשון של 2007.

מארס - (איורים 12 ו-13) והמק"ם (איור 16) הוסיפו לרדת, המשך למגמה שהחלה באוקטובר; בשוק המט"ח נשמרה היציבות היחסית ברמת הסיכון של שער החליפין, כפי שהשתקף בסטיית התקן הגלומה הנגזרת מאופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה. המדיניות הפיסקלית עלתה בקנה אחד עם היעדים. הגורמים העיקריים, באותה עת, שהיוו סיכון להתגברות האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים היו התרחבות הביקושים לתוצר המקומי ועלייתם של מחירי האנרגיה בעולם.

לנוכח מכלול התפתחויות אלו, ועל רקע המשך מגמת הייסוף של השקל מול הדולר, שבא לידי ביטוי בסביבת אינפלציה ממותנת, הוריד בנק ישראל את הריבית במהלך שלושת החודשים הראשונים של השנה בשיעור מצטבר של נקודת אחוז, כך שבסוף מארס היא עמדה על 4%. באותה עת הראו הערכות החזאים המקומיים, התחזיות מהשווקים והמודלים האקונומטריים שפותחו בבנק ישראל כי האינפלציה תתכנס לתחום היעד רק במהלך הרביע האחרון של השנה⁵.

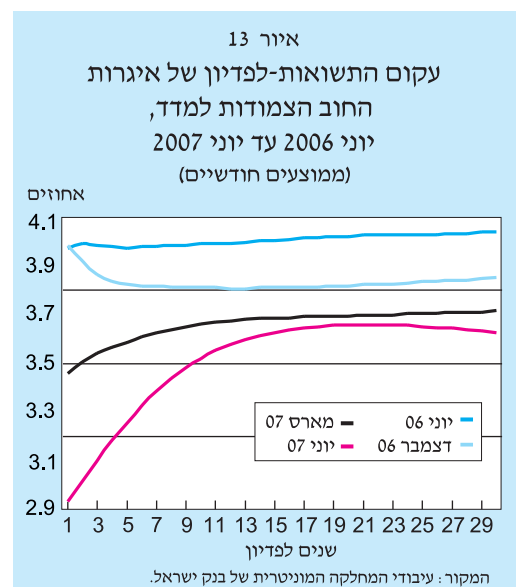
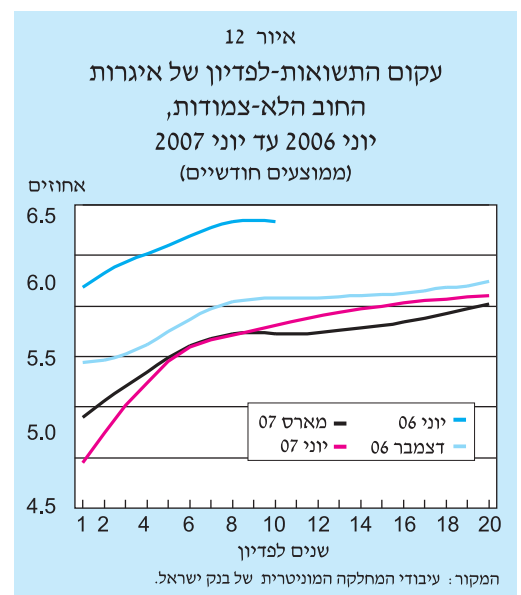
בסוף הרביע הראשון המשיכו להתקיים כוחות שפעלו לירידת המחירים, וזאת למרות הפחתת ריבית בשיעור מצטבר של 1.5 נקודות אחוז מאז נובמבר 2006. ואולם, על רקע התגברות אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים⁶ בעולם, וכן כדי לבחון את ההשפעה המצטברת של הורדות הריבית על הפעילות הריאלית ועל שער החליפין, החליט בנק ישראל שלא להוריד את הריבית לחודש אפריל. זאת גם על רקע עליית ההערכות של החזאים הפרטיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה הקרובה אל מעבר למרכז תחום היעד ועצירה במגמת הירידה של תשואות איגרות החוב.

על רקע התחזקות משמעותית של השקל מול הדולר (בשיעור מצטבר של כ-6.5%), שהחלה בסוף הרביע הראשון ונמשכה עד למחצית הראשונה של חודש מאי, חלה תפנית באינדיקטורים השונים, והם הראו כי האינפלציה העתידית צפויה להימצא סמוך לגבול התחתון של היעד, ואף נמוך ממנו: הציפיות לאינפלציה לשנה ירדו בשיעור חד אל מתחת לגבול התחתון של היעד (0.5%), במקביל לירידתן של הערכות החזאים הפרטיים והתייצבותן סמוך לגבול התחתון של היעד (1.2%). התחדשה ירידת התשואות של איגרות החוב והמק"ם, ואלו הגיעו לרמות נמוכות ביותר בפרספקטיבה היסטורית. עקום הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים⁷ נותר יציב ובתוך גבולות היעד. כל אלה הביאו להערכה כי רמת הריבית גבוהה מזה הנדרשת לשם השגת היעד, וכי יש צורך בהורדה נוספת. בהערכה זו תמכו גם הנתונים מהתחום הפיסקלי, שהצביעו על עודף בפעילות הממשלה, שנבע מקצב מוגבר של גידול ההכנסות ממסים.

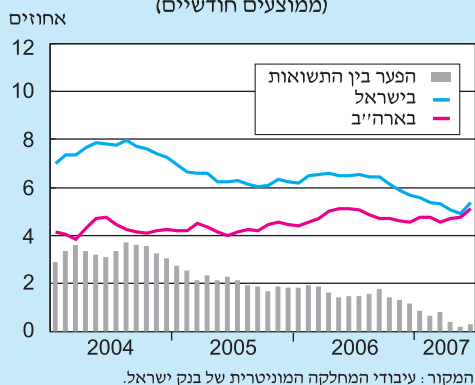
⁵ תוצאת שני המדדים השליליים הגבוהים של ספטמבר ואוקטובר 2006 (0.9%- ו-0.7%, בהתאמה).

⁶ האירועים בסין (הצהרות של סין לבצע רגולציה בבורסה) ובארה"ב (על רקע חששות למשבר מתמשך בשוק המשכנתאות בארה"ב, שהיה עלול להתבטא במיתון בארה"ב כבר ב-2007).

⁷ הנמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא- צמודות ל אג"ח צמודות.

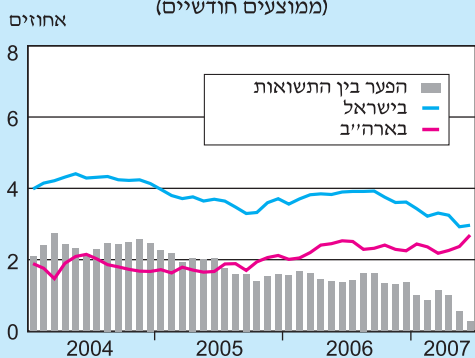


איור 14
התפתחות שיעורי הריבית הארוכה הנומינלית
(10 שנים) בישראל ובארה"ב והפער ביניהם,
2004 עד יוני 2007
(ממוצעים חודשיים)



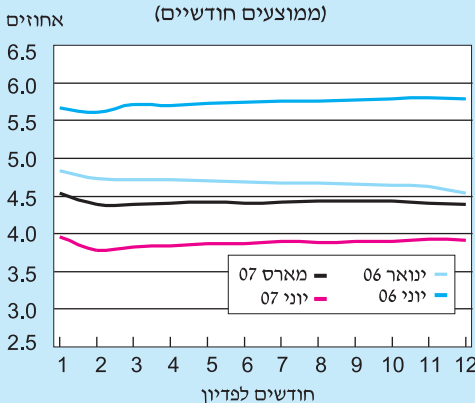
המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

איור 15
התפתחות שיעורי הריבית הריאלית הארוכה
(ל-10 שנים) בישראל ובארה"ב והפער ביניהם,
2004 עד יוני 2007
(ממוצעים חודשיים)



המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

איור 16
עקום תשואות המק"ם,
יוני 2006 עד יוני 2007
(ממוצעים חודשיים)



המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

בהתחשב במכלול הגורמים דלעיל, על רקע השפעת המגמה המתמשכת של ייסוף השקל מול הדולר על סביבת האינפלציה הנמוכה, ולנוכח תוצאות המודלים, שהצביעו על הסתברות גבוהה כי עד סוף השנה האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים תימצא מתחת לגבול התחתון של היעד - הוריד בנק ישראל את הריבית לכל אחד מהחודשים מאי ויוני ב-0.25 נקודת אחוז. בתום המחצית היא עמדה על 3.5%, וזאת על אף חששות להתגברות הלחצים האינפלציוניים בעתיד, עם התרחבות הביקושים המקומיים לתוצר המקומי.

המגמות שאפיינו את מרבית התקופה הנסקרת נעצרו באמצע חודש מאי, ומאז ועד סוף יוני פחת השקל מול הדולר בכ-5.6%, תוך עלייה חדה בסיכונים שער החליפין. בשוקי המק"ם ואיגרות החוב התהפכה המגמה של ירידת התשואות, ששררה לאורך מרבית התקופה הנסקרת; התשואות, בעיקר הנומינליות, עלו עלייה חדה, על רקע עליית התשואות בארה"ב, ובכך נמחקה מרבית הירידה שהצטברה מתחילת המחצית. בעקבות התפתחויות אלו עלו הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ל-12 החודשים הבאים בשיעור חד והגיעו סמוך למרכז היעד (1.8%), בגלמן הערכות לעליית ריבית מתונה של כ-0.4 נקודת אחוז במהלך תקופה זו. גם הערכות החזאים עלו במידה משמעותית והתייצבו סמוך למרכז היעד (1.9%), בגלמן הערכות לעלייה מתונה של הריבית בשיעור דומה לזה של הציפיות. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים עלו אף הן, ונעו בחלקו העליון של תחום היעד. בתום המחצית עמדו הציפיות הנגזרות (forward) לטווחים הקצרים על 2.3%, ולטווחים הבינוניים והארוכים – על 2.6% ו-2.1%, בהתאמה⁹ (איור 11 ולוח 1). על פי שינויים אלה העריך בנק ישראל כי רמת הריבית תואמת את חזרתה של האינפלציה לתחומי היעד בשנה הקרובה, ולכן הותיר את הריבית לחודש יולי ללא שינוי. כל זאת בהתבסס על הערכות כי שער החליפין במהלך השנה יישאר יציב יחסית.

בחמשת החודשים הראשונים של השנה הצביעו המודלים של בנק ישראל¹⁰ על צורך בהפחתת הריבית לשם התכנסות האינפלציה ליעד במהלך השנה – שנתיים הקרובות. הגורמים במודלים שפעלו להפחתת הריבית היו הייסוף הנומינלי והריאלי של השקל מול הדולר בשלושת הרביעים האחרונים של 2006, השפעתו המרסנת על מחירי היבוא ושיעור האינפלציה הנמוך ברביע האחרון של 2006. כמו כן הצביעו המודלים על סיכון גבוה להחטאת היעד כלפי מטה במהלך השנה הקרובה. סיכון זה הצטמצם בחודש יוני, על רקע הפיחות המשמעותי בשער השקל מול הדולר. במהלך המחצית הנסקרת הראו המודלים כי עליית הרכיב המקומי של מדד המחירים לצרכן גבוהה

⁸ רוב הפיחות התרחש בראשית חודש יוני.

⁹ הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

¹⁰ מודלים שפותחו בבנק ומסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ותוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. מודלים אלו משמשים את קובעי המדיניות לבניית תחזיות לגבי התפתחותם של המשתנים השונים, ובכך מקנים לניתוח מסגרת מובנה.

מ-4% במונחים שנתיים, וכי במקביל נמשכת הירידה ברכיב מחירי היבוא, בהשפעת הייסוף המתמשך של השקל מול הדולר.

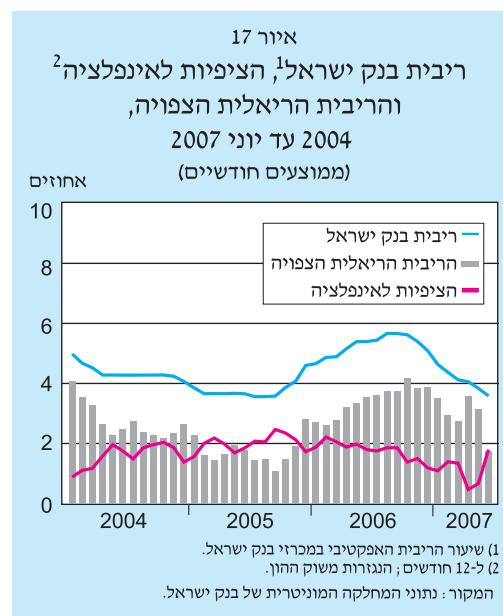
בסיכום - המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת עמדה בפני כמה תופעות שהגבירו את אי-הוודאות לגבי השפעת הריבית על האינפלציה: (א) בניגוד לתהליך צמיחה הנובע בעיקר מהתרחבות השימושים המקומיים, שמאפיין יציאה ממיתון במשקים גדולים וסגורים יחסית, הצמיחה במשק הישראלי בארבע השנים האחרונות הובלה על ידי רכיב היצוא. צמיחה גבוהה של היצוא היא מקור להיצע מטבע חוץ, ולכן היא מובילה לייסוף שער החליפין ולסביבת אינפלציה מתונה. עם זאת הוביל היצוא את הצמיחה בעיקר בשנתיים הראשונות של היציאה מהמיתון, ואילו כיום הרכב השימושים מאוזן יותר, ועל כן קשה להעריך את מידת הלחץ של הפעילות על האינפלציה. (ב) התגברות יבוא ההון לטווח הארוך נובעת בעיקר מציפיות להמשך הצמיחה, אינה רגישה לריבית בנק ישראל, ומביאה לאינפלציה נמוכה. (ג) במהלך התקופה התגברה התנודתיות בשווקים הפיננסיים – שוק מטבע החוץ והשווקים במטבע מקומי – וגם זו מגבירה את אי-הוודאות לגבי השפעת ריבית בנק ישראל על המחירים.

II. הסביבה הכלכלית

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחות הפעילות הריאלית במשק ואחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוק ההון, הכספים ומטבע החוץ, וכן משתמש במודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה, הבוחנים את התפתחות המחירים לפי תרחישים שונים לגבי המדיניות המוניטרית והתפתחויות הכלכליות. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות והאינדיקטורים מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את רמת הריבית המתאימה, להערכתו, להשגת יעד יציבות המחירים לתקופה הקרובה, תוך שמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים. להלן יפורטו ההתפתחויות בפעילות הריאלית, בשער החליפין ובתנועות ההון, וכן באינדיקטורים המוניטריים ובכלכלה העולמית.

א. הפעילות הריאלית

במחצית הראשונה של שנת 2007 נמשכה מגמת העלייה בפעילות הכלכלית של המשק, בקצב דומה לזה שאפיין את המחצית המקבילה של השנה הקודמת. לפי נתוני החשבונאות הלאומית התוצר המקומי הגולמי עלה ברביע הראשון של השנה בקצב שנתי של 6.3%, והתוצר העסקי עלה בקצב של 6.5% (איור 18). צמיחתם של התוצר והתוצר העסקי בתקופה הנסקרת התבססה על המשך הגידול של סחר העולמי, על מדיניות פיסקלית שהתיישבה עם היעדים ורגיעה יחסית במצב הביטחוני. לעומת זאת פעלה עליית מחיריהם של מוצרי האנרגיה והדלקים בעולם להרעה בתנאי הסחר, וכך קיזזה במידה מסוימת מקצב הצמיחה. גם המדד המשולב



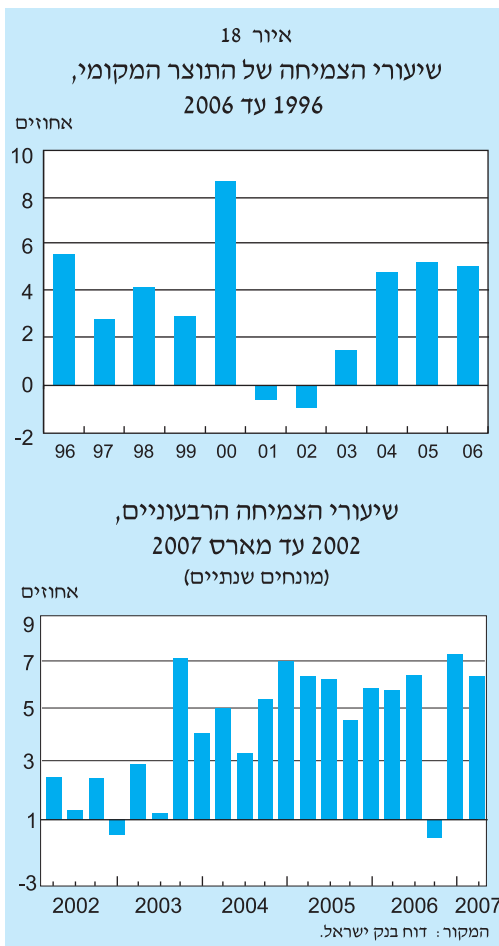
למצב המשק ורכיביו - הייצור התעשייתי, פדיון המסחר והשירותים, היצוא והיבוא של הסחורות - הצביע על המשך העלייה בפעילות המשק. מנתוני סקר החברות של בנק ישראל עולה כי התרחבות הפעילות במגזר העסקי צפויה להימשך גם ברביע השלישי של השנה ותתפרס על כל ענפי המשק, כולל הבנייה והמלונאות.

בדומה לתקופות הקודמות, עליית התוצר בתקופה הנסקרת התבססה על התרחבות מהירה של השימושים המקומיים, ובמיוחד של הצריכה הפרטית (עלייה של 11.8% במונחים שנתיים) - תוצאת גידול חד של צריכת בני קיימא - ושל ההשקעה בנכסים קבועים, ועל עלייה ברכיב היצוא. התרחבותם של הביקושים המקומיים המשיכה לפעול להצטמצמות עודף כושר הייצור של המשק והצביעה על לחצים אינפלציוניים, שלעת עתה קוזזו על ידי כוחות אחרים. על כך מעיד גידולו של קצב עליית המחירים במרבית ענפי המשק ושל האינפלציה הנגזרת ממחירי המוצרים המקומיים (איור 19), שאינם מושפעים משער החליפין וממחירי חו"ל. הואיל וצד הביקושים הוא רק אחד הערוצים שדרכם מושפעת האינפלציה במשק, ניתוח של התפתחות המחירים אינו מלא אם אין מביאים בחשבון את האינפלציה המיובאת, שממנה פועלת תמסורת גבוהה למחירים, ואת צד העלויות. ניתוח רחב מעלה כי בתקופה הנסקרת, על רקע העדר לחצים משוק העבודה, שהתבטא בהתייצבות עלות העבודה ליחידת תוצר (איור 22), התרחבותם של הביקושים המקומיים, יחד עם גידולו של רכיב האינפלציה המיובאת, פעלו לריסון ירידת המחירים במשק. ירידה זו מקורה בייסוס שער החליפין בחלק מהתקופה הנסקרת, שנבע, בין היתר, מתנאי יסוד חיוניים במשק, ובראשם עודף בחשבון השוטף. השפעתם של השינויים בשער השקל מול הדולר על רמת המחירים במשק המקומי הייתה בתקופה הנסקרת חזקה מזו של מנגנוני התמסורת האחרים.

עלייה מהירה ברכיב הצריכה הפרטית אפיינה הן את הצריכה השוטפת והן את צריכת בני קיימא¹¹. הצריכה הפרטית הושפעה ממספר גורמים שפעלו במשק החל מסוף השנה הקודמת: ראשית, לאחר מלחמת לבנון השנייה שררה רגיעה ביטחונית יחסית, שהשתקפה בין היתר בעלייתו של מדד אמון הצרכנים; שנית, נמשכה מגמת העלויות בשווקים הפיננסיים, והם הפגינו איתנות למרות אי-הוודאות הפוליטית, דבר שפעל להגברת הצריכה הפרטית דרך אפקט העושר; שלישית, התפתחויות בשוק העבודה, כגון עלייה בשכר, ירידה באבטלה ועלייה של מספר המועסקים במשרות מלאות, הגדילו את הוודאות התעסוקתית, ובכך השליכו על התרחבותה של הצריכה הפרטית. נציין שגם המדיניות הפיסקלית (גירעונות נמוכים, הפחתת מסים ועוד) פעלה בעקיפין להגברת הצריכה במשק.

נתוני ההשקעה במשק בתקופה הנסקרת הצביעו על הערכה כי מגמת הצמיחה עשויה להימשך, ואותתו על התקרבותו של המשק לניצולת מלאה: ההשקעה בנכסים קבועים גדלה ברביע הראשון של השנה בקצב

¹¹ העלייה החדה (98.2%) בצריכת בני קיימא בתקופה הנסקרת מוסברת בדחיית רכישתם של כלי רכב לתחילת השנה עקב הפחתת מס.



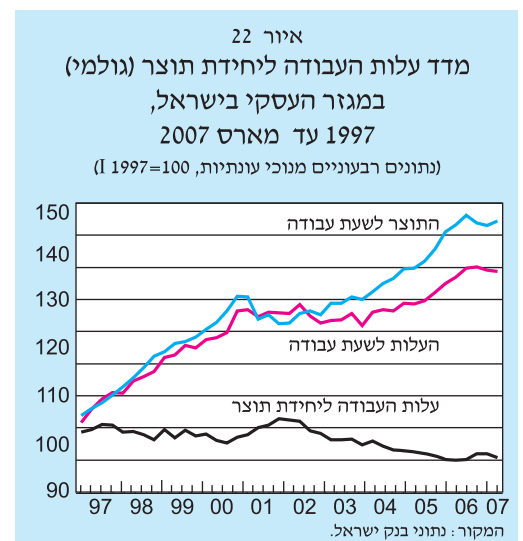
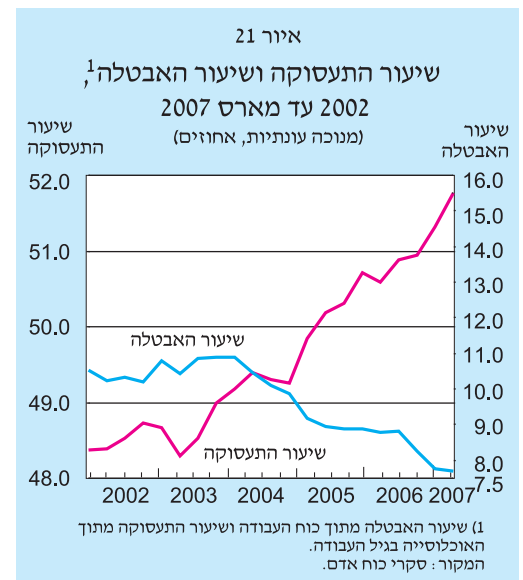
שנתי של קרוב ל-24% - לאחר אפיזודה קצרה של ירידה בסוף 2006 - גידול שביטא עלייה חדה של ההשקעות בענפי המשק. לעומת זאת ירדו ההשקעות בבנייה למגורים בכ-5%, לאחר מגמת עלייה במהלך השנה הקודמת. מצד הביקושים לדירור עלה, כי המחירים באזורי הביקוש העיקריים המשיכו לעלות, אולם ההשפעה הדומיננטית על מחירי הדירור הייתה של שער החליפין: מנתונים למחצית הראשונה עולה כי מדד הדירור ירד במונחי שקלים ועלה במונחי דולרים.

בדומה לשימושים האחרים עלתה בתקופה הנסקרת הצריכה הציבורית המקומית עלייה חדה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד - תוצאת המשך העלייה הן בהוצאות האזרחיות והן בהוצאות הביטחוניות. אף על פי כן רשמה הממשלה בתקופה הנסקרת עודף של כ-5.6 מיליארדי ש"ח בפעילות הכלכלית ללא אשראי. הסטייה המצטברת מתחילת השנה מעל לתוואי העונתי התואם עמידה ביעד הגירעון מיוחסת לקצב המוגבר של גידול ההכנסות ממסים. רמת ההוצאות מראשית השנה אמנם גבוהה מזו של החודשים המקבילים ב-2006 בכ-8.6%, אך היא עדיין נמוכה מהרמה התואמת ביצוע מלא של התקציב. על סמך האינדיקטורים העדכניים יסתכם הגירעון הכולל בטווח של 1% עד 1.5% - נמוך משמעותית מהתקרה שקבעה הממשלה, 2.9 אחוזי תוצר. דבקות במשמעת הפיסקלית יחד עם ריסון בגיוסי ההון של הממשלה פעלו עד כה למיתון קצב עלייתם של המחירים.

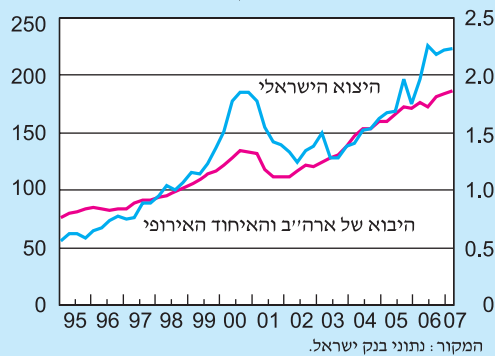
התרחבות היצוא בתקופה הנסקרת, אחרי האטה מסוימת במחצית השנייה של 2006, התבססה על גידול חד של היצוא התעשייתי וגידול של יצוא השירותים האחרים. הודות לרגיעה במצב הביטחוני גדל גם היצוא של שירותי התיירות, אך רמתו בתקופה הנסקרת הייתה נמוכה מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. נתוני יצוא הסחורות על פי רמת הטכנולוגיה בחודשים האחרונים של המחצית הנסקרת מצביעים על גידול היצוא של התעשיות המסורתיות, יציבות יחסית ביצוא התעשיות המעורבות-מסורתיות וירידה קלה ביצוא של תעשיות הטכנולוגיה העילית (איור 23).

על פי נתונים של החשבונאות הלאומית יבוא הסחורות (ללא יבוא ביטחוני, יהלומים ואניות) ברבע הראשון של השנה עלה ב-13.8% – קצב מהיר יחסית למחצית המקבילה של השנה הקודמת. במקביל לעלייה בהיקף הסחורות המיובאות עלו מחירי היבוא במחצית הנסקרת, במיוחד מחיריהם של מוצרי הגלם והצריכה המיובאים (איור 24). ההשפעה הישירה של התייקרות מחירי הצריכה והסחורות המיובאים, יחד עם עלייה במחירי הדלקים, פעלה לגידול קצב עליית המחירים במשק.

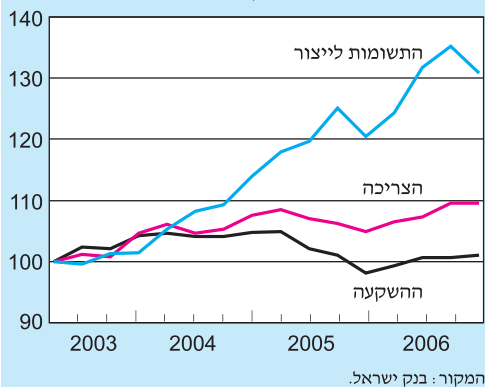
תהליך הצמיחה במשק המשיך לחלחל גם לשוק העבודה, והתבטא בירידה קלה, 0.1%, של שיעור האבטלה ברבע הראשון של השנה לרמה של 7.7%, וזאת למרות גידול ההשתתפות בכוח העבודה (איורים 21 ואיור 25). אף שנתוני סקר כוח האדם לרבע הראשון של השנה מצביעים על ירידה קלה יחסית של רמת האבטלה, הביקוש לעובדים עלה הן במגזר העסקי והן בשירותים הציבוריים. במקביל עלה השכר הממוצע הנומינלי



איור 23
עצימות טכנולוגית עילית: היצוא הישראלי
לארה"ב והאיחוד האירופי לעומת סך היבוא
של ארה"ב והאיחוד האירופי,
1995 עד 2007
(מיליארדי דולרים, בניכוי עונתיות)



איור 24
מדדי היבוא: המדדים למוצרי הצריכה,
התשומות לייצור ולהשקעה,
2003 עד 2006
(נתונים רבעוניים, במונחי דולרים)



למשרת שכיר בשני המגזרים בכ-3%. להתפתחויות בשכר תיתכן השפעה עקיפה על האינפלציה במשק, דרך שינויים בעלויות הייצור; ואולם עליית הפריז (התוצר למשרת שכיר), בתקופה הנסקרת, במקביל לעליית השכר הנומינלי (2.1% מתחילת השנה), פעלה להתייצבות עלות העבודה ליחידת תוצר, וכתוצאה מכך נמנעו לחצים כלפי מעלה על המחירים במשק. ייתכן שהסכמי השכר החדשים במגזר הציבורי יביאו בעתיד גם לעליית השכר במגזר העסקי - התפתחות שעשויה לתמוך בגידול עלויות הייצור, וכפועל יוצא - בהתגברות של הלחצים האינפלציוניים במשק.

ב. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

בסוף התקופה הנסקרת עמד שער החליפין של השקל מול הדולר ברמה של סוף 2006. מול האירו נחלש השקל במהלך התקופה הנסקרת בשיעור של כ-2.7%. מהלך שער החליפין של השקל מול הדולר בתקופה הנסקרת התאפיין בשתי מגמות ברורות: מגמת ייסוף חד, שהחלה לקראת סוף הרביע הראשון, התחלפה במחצית השנייה של חודש מאי במגמת פיחות חד, שנמשכה עד סוף התקופה הנסקרת. כל זאת תוך תנודות תוך-יומיות גבוהות וגידול ניכר של מחזורי המסחר, בעיקר ברביע השני של השנה.

סיכון שער החליפין, כפי שהוא מתבטא בסטיית התקן הגלומה באופציות הנסחרות מעבר לדלפק (איור 26), היה נמוך במהלך הרביע הראשון – סביב 5.5%, לעומת כ-6.5% בממוצע במטבעות של השווקים המפותחים ו-8.5% במטבעות של השווקים המתעוררים. באפריל החלה עלייה חדה בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר עד לרמה של כ-9% ביוני - בעוד שממוצע המטבעות של השווקים המפותחים ירד אז לרמה של כ-6% ושל מטבעות השווקים המתעוררים - לכ-8%.

את הגורמים שהשפיעו על המסחר בשוק השקל-דולר ניתן לחלק בין גורמים ארוכי טווח, שהשפעתם על השוק ניכרה עוד קודם לתקופה הנסקרת, ובין גורמים שפעלו במהלך התקופה הנסקרת, והשפיעו על התשואה היחסית של ההשקעה באפיק השקלי לעומת האפיק של מטבע החוץ ו/או על הערכת הסיכון הכרוך בהשקעה בכל אחד מאפיקים אלה.

מרבית הגורמים ארוכי הטווח פעלו בדרך כלל לייסוף השקל. עם אלה נמנים: (1) המשך הצמיחה המואצת של המשק הישראלי, שהתבססה במידה רבה על גידול היצוא. זאת, בין השאר, על רקע שיפור בביקוש למוצרי טכנולוגיה עילית בעולם ובפרט בארה"ב. (2) עודף בחשבון השוטף (איור 27). (3) המשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק, אמנם בהיקף מתון ביחס ל-2006. (4) שיפור בתחום הפיסקלי, בעקבות גידול גבוה מהצפוי של ההכנסות וביצוע חסר בצד ההוצאות. כתוצאה מכך פחתו מאוד צורכי המימון של הממשלה, וגדלה האטרקטיביות של איגרות החוב הממשלתיות. (5) גידול עודף הנכסים נטו של המשק. (6) ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל והתגברות הציפיות להעלאת דירוג האשראי של ישראל, בעיקר לנוכח החלטת ארגון OECD לצרף את ישראל לשורותיו. (7) מגמת

היחלשותו של הדולר בשוקי הכספים בעולם, בעיקר מול המטבעות של שווקים מתעוררים, שהחלה בשלהי המחצית הראשונה של 2006; זאת על רקע האטה צפויה בצמיחת המשק האמריקאי לעומת צפי להמשך האצת הצמיחה בגוש האירו, המשך הצמיחה המואצת וההשקעות במרבית השווקים המתעוררים והגירעון האדיר במאזן התשלומים של ארה"ב.

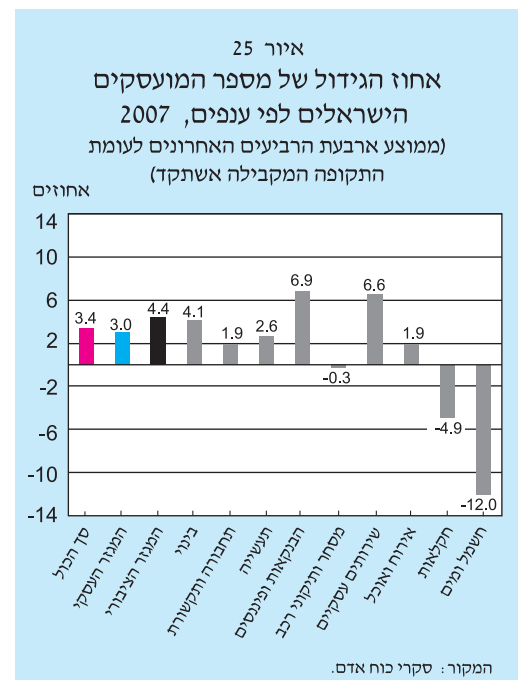
הגורמים ארוכי הטווח שהיה בהם כדי להחליש את השקל היו בעיקרם: (1) תהליך הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל תוך התרחבות פער הריביות השלילי מול ריבית ה-Fed. (2) ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל במסגרת אסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור תיקי הנכסים שלהם.

בצד הגורמים ארוכי הטווח השפיעו על התפתחות שער החליפין גם גורמים קצרי טווח: גורמים גלובליים – התפתחויות קצרות טווח בשווקים הפיננסיים, כדוגמת שוקי המניות של המשקים המתעוררים ושוק איגרות החוב של ממשלת ארה"ב, ובשערי המטבע בעולם; גורמים מקומיים – בעיקר התפתחויות במישור הפוליטי והגאו-פוליטי, כדוגמת פרוסום דוח הביניים של ועדת וינוגרד, הבחירות במפלגת העבודה, החשש להתלקחות עימות עם סוריה והאנרכיה בשטחי הרשות הפלסטינית.

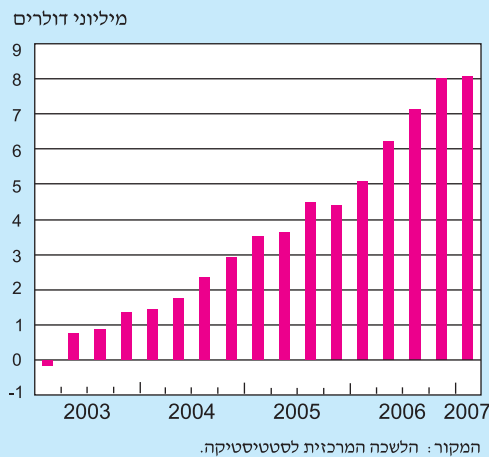
השפעותיהם היחסיות של הגורמים האלה והשינויים בהם במהלך התקופה הנסקרת קבעו את ההתפתחויות והמגמות בשער החליפין. את התקופה הנסקרת, ניתן לחלק לשלוש תקופות עיקריות, הנבדלות זו מזו במגמות של שער החליפין, בגורמים שהשפיעו על המסחר ובאופי הפעילות של המגזרים השונים בשוק (איור 28).

התקופה הראשונה, שנמשכה כמעט עד סוף הרביע הראשון, אופיינה בהתנהלות שער החליפין ללא מגמה מובהקת. בינואר פחת השקל כלפי הדולר בשיעור קל של כאחוז, בעיקר בהשפעת התחזקות הדולר בעולם. בתחילת פברואר השתנתה המגמה, והדולר נחלש בעולם, ובמקביל גם לעומת השקל. כך, בסופה של התקופה עמד שער החליפין ברמה של תחילתה. תקופה זו התאפיינה בהיצע של מטבע חוץ מצד תושבי חוץ ומשקי הבית ובביקוש למטבע חוץ מצד המגזר העסקי והמשקיעים המוסדיים.

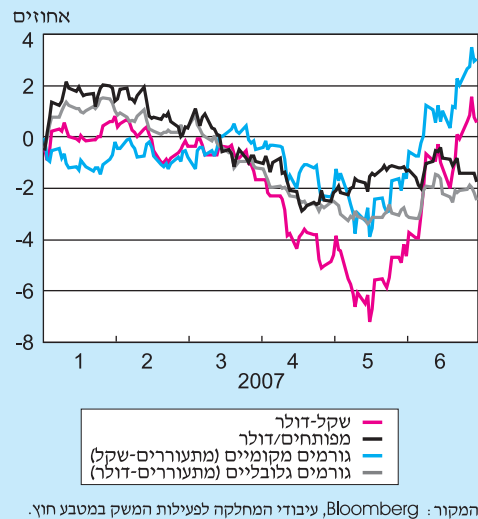
פעילותם של תושבי חוץ התרכזה בהשקעות נטו במניות ישראליות – הן ישירות והן בתיק ניירות הערך למסחר (איור 29). מאידך, לאחר הגידול המרשים של השקעותיהם באיגרות חוב שקליות ברביע האחרון אשתקד, על רקע יישום רפורמת עושי השוק, נבלמה מגמה זו, ותושבי חוץ אף מימשו חלק קטן מהשקעותיהם (איור 30). שינוי המגמה מקורו, ככל הנראה, בהעדר הנפקות בתקופה הנסקרת, וכן במימוש רווחים על רקע הירידה הניכרת של התשואות. לקראת סוף פברואר, בעקבות ירידות המחירים החדות בשוקי המניות של המשקים המתעוררים, שנמשכו גם במחצית הראשונה של חודש מארס, מכרו תושבי חוץ מניות בבורסה בתל אביב, אמנם בהיקפים מתונים ביחס ליציאת ההון מהשווקים המתעוררים בכלל ומהשווקים באסיה בפרט. עם זאת, גם לאחר התאוששות מחירי המניות בשווקים המתעוררים, שאף קבעו רמות שיא חדשות, לא חזרו השקעותיהם של תושבי חוץ בבורסת תל אביב לרמה של תחילת השנה.



איור 27
החשבון השוטף, מצטבר בארבעה רבעים,
ינואר 2003 עד מארס 2007



איור 28
פירוק השינוי בשער החליפין שקל-דולר
לגורמים מקומיים וגלובליים,
ינואר עד יוני 2007

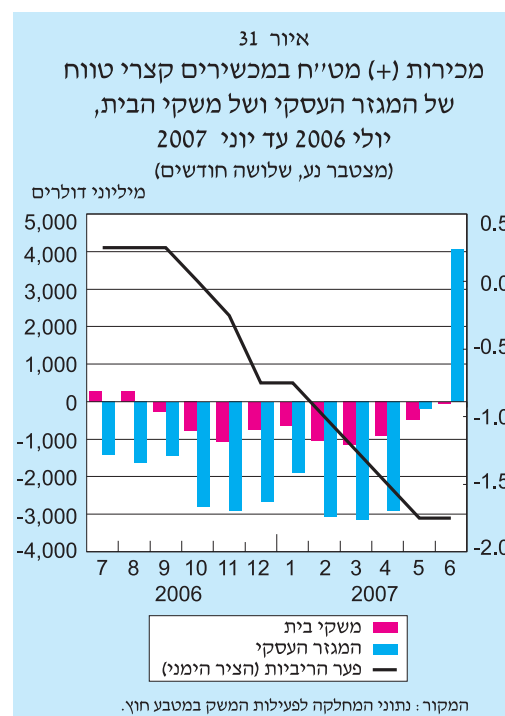
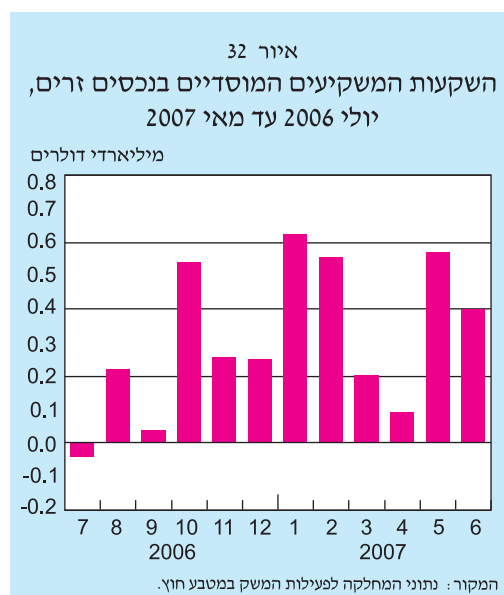
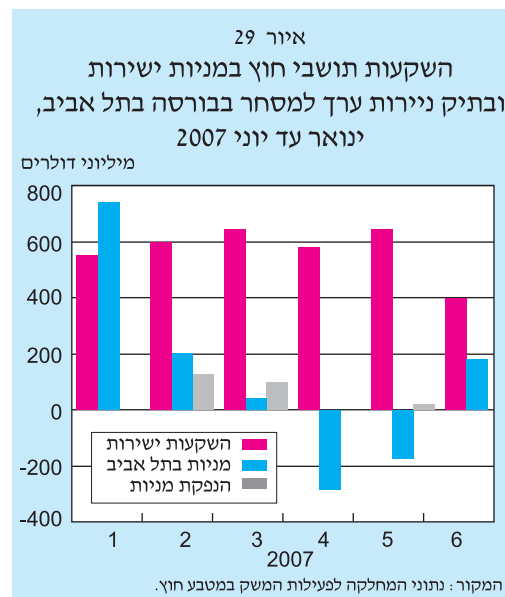
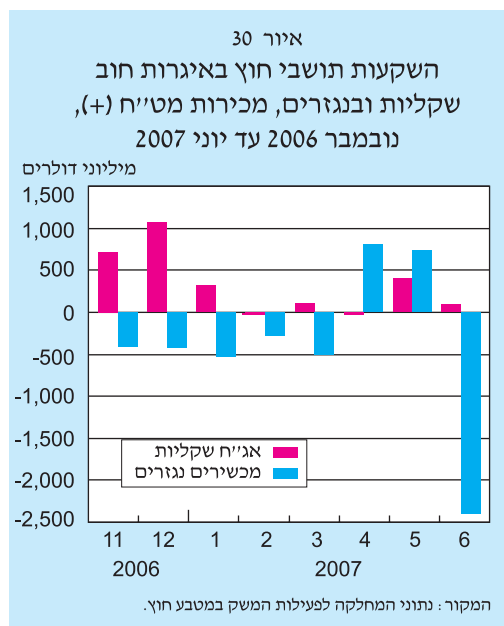


נוסף על כך פדו משקי הבית נטו, בתקופה זו, השקעות מקרנות נאמנות המקנות חשיפה למטבע חוץ והשקיעו בקרנות נאמנות המשקיעות בעיקר באגרות חוב של חברות בארץ (איור 31). בתגובה על הזעזועים בשוקי המניות בחו"ל לקראת סוף התקופה, הגבירו משקי הבית את הפדיונות מקרנות הנאמנות, בעיקר מאלה המשקיעות בסין. לעומתם המגזר העסקי (איור 31), על רקע התרחבות פער הריביות השלילי, רכש בתקופה זו מטבע חוץ, בעיקר באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים, שרגישותם לפער הריביות גבוה. מגזר זה גם צבר מטבע חוץ באמצעות פיקדונות בנקים ופירעון אשראי בנקאי.

לרכישות מטבע החוץ על ידי המגזר העסקי בתקופה זו הצטרפו המשקיעים המוסדיים (איור 32), שהמשיכו להשקיע בחו"ל, כחלק מאסטרטגיית פיזור נכסים ארוכת טווח ובהמשך למגמה של הגדלת השקעותיהם שם, שאפיינה את שנת 2006. השקעות אלה הואטו במידה ניכרת לקראת סוף חודש פברואר, על רקע זעזועים בשוקי חו"ל.

התקופה השנייה, שהחלה לקראת סוף הרביע הראשון ונמשכה עד אמצע מאי, אופיינה בייסוף חד של השקל כלפי הדולר – בשיעור מצטבר של כ-6.5%. בתקופה זו התחזק השקל גם כלפי מטבעות אחרים, הן בשווקים מתעוררים והן בשווקים מפותחים. פעילותם של תושבי חוץ בתקופה זו הסתכמה במכירות מט"ח נטו, הן באמצעות השקעות במניות ישראליות – ישירות ובתיק ניירות הערך למסחר, והן באמצעות מכשירים הרגישים יותר לריבית ולפער הריביות, בעיקר עסקאות עתידיות ורכישת איגרות חוב שקליות ממשלתיות. זאת על רקע האינפלציה הנמוכה, הן בפועל והן החזויה, והמשך המגמה של הפחתת ריבית בנק ישראל. המשקיעים המוסדיים המשיכו להקטין את קצב השקעותיהם בנכסים זרים. ההאטה בקצב הפיזור של תיק הנכסים - בעיקר בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות - חרגה מהאסטרטגיה ארוכת הטווח של פיזור גלובלי של תיק הנכסים, ונבעה בחלקה משיקולים קצרי טווח של ניהול נכסיהם, לנוכח פרסום התשואות בתדירות חודשית והתחרות הגוברת בין הקופות. כתוצאה מכך, עליות המחירים הגבוהות בשוק ההון המקומי (של המניות ואיגרות חוב) גם ביחס לשווקים בחו"ל, בד בבד עם מגמת התחזקות השקל כלפי הדולר וכלפי מטבעות אחרים, גרמו להאטה בפיזור התיק. משקי הבית המשיכו לפדות נטו מקרנות הנאמנות המקנות חשיפה למטבע חוץ, בד בבד עם המשך הצבירה בקרנות השקליות, בעיקר באלה המשקיעות באיגרות חוב של חברות. לעומת זאת רכשו משקי הבית מטבע חוץ במישרין באמצעות צבירה בפיקדונות ובתעודות התחייבות במטבע חוץ. המגזר העסקי המשיך לספוג בתקופה זו את עודפי ההיצע של מטבע החוץ, שמקורו בעיקר בתושבי חוץ, תוך ייסוף השקל. זאת בעיקר באמצעות המשך פירעונות אשראי וצבירה בפיקדונות מטבע חוץ, על רקע עלייה בתמורות היצוא והצטמצמות פער הריביות.

בתקופה השלישית, שהחלה במחצית השנייה של חודש מאי, פוחת השקל בשיעור חד של כ-6.5% כלפי הדולר, וכן נחלש במידה ניכרת כלפי מטבעות

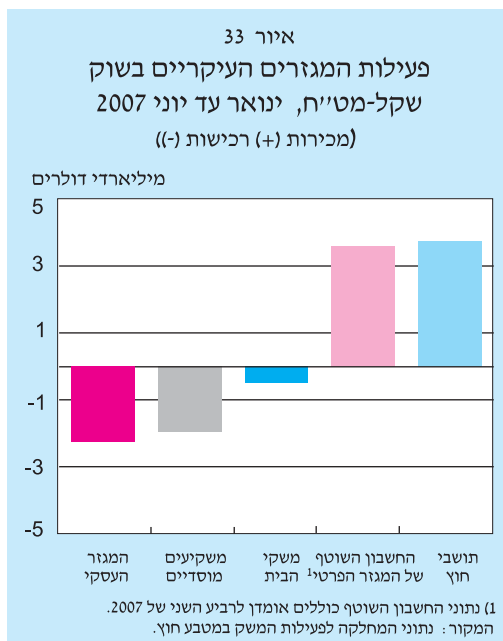


אחרים, הן בשווקים המתעוררים והן בשווקים המפותחים. היחלשות השקל בתקופה זו מוסברת בעליית השפעתם של גורמים קצרי טווח שיש בהם כדי להגדיל את סיכון ההשקעה בנכסים פיננסיים שקליים ביחס להשקעה בנכסים במטבע חוץ, ובעובדה שהתשואה הצפויה על הנכסים השקליים אין בה כדי לפצות על עליית הסיכון. זאת על רקע תהליך הפחתת הריבית על ידי בנק ישראל ולנוכח העליות החדות של מחירי הנכסים הסחירים (הן בשוק המניות והן בשוק איגרות החוב). תשואה צפויה נמוכה עשויה להסביר גם מדוע, הושפע שער החליפין באותה עת מהתגברות סיכונים מהסוג שהשפעתו בעבר הייתה מתונה יחסית, ובראשם הסיכון הגיאוגרפי - התגברות החשש לעימות עם סוריה והתגברות האנרכיה ברשות הפלסטינית בעזה, נוסף על התגברות אי-הוודאות הפוליטית בעקבות הבחירות במפלגת העבודה והשלכותיהן האפשריות על המערכת הפוליטית כולה. לפיחות השקל תרמו גם התחזקות הדולר בשוקי הכספים בעולם ועליית התשואות בארה"ב, שהואצה במחצית הראשונה של יוני.

תושבי חוץ אמנם המשיכו להציע מטבע חוץ באמצעות השקעות במניות, בעיקר ישירות אך גם בתיק ניירות הערך למסחר, בעיקר במחצית השנייה של חודש יוני, בהתאם למגמת ההשקעות בשווקים מתעוררים אחרים. נוסף על כך רכשו תושבי חוץ איגרות חוב שקליות נטו. אולם, בניגוד לפעילותם בתקופת הייסוף, עברו תושבי חוץ לרכישת מטבע חוץ, בהיקפים ניכרים, באמצעות מכשירים הרגישים יותר לריבית ולפער הריביות, בעיקר עסקאות עתידיות. המשקיעים המוסדיים הגבירו את השקעותיהם בחו"ל, ואלה חזרו לקצב שאפיין את החודשים הראשונים של השנה. הם אף הגבירו את רכישות מטבע החוץ לצורך השקעות בנכסים פיננסיים מקומיים כדוגמת איגרות חוב צמודות למטבע חוץ ובאמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים. גם משקי הבית הגבירו את רכישות מטבע החוץ שלהם, בעיקר בחודש יוני, וזאת באמצעות קרנות נאמנות המקנות חשיפה למטבע חוץ, לצד המשך צבירת מטבע חוץ בפקדונות. לעומתם עבר המגזר העסקי בתקופה זו למכירת מטבע חוץ נטו.

ג. התפתחויות עיקריות בתחום הפיננסי ברקע המדיניות

על רקע סביבת הריבית הנמוכה, תנאי היסוד החיוביים של המשק והיצע רב של מקורות מימון בשווקים בעולם נוצרו בשווקים הפיננסיים המקומיים תנאי מימון נוחים מאוד. ניכרה גם השפעתן של הרפורמות המבניות, ובראשן רפורמת בכר ורפורמת עושי השוק בשוק איגרות החוב הממשלתיות. גורמים אלו השפיעו על ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים (כמפורט בלוח 1) שהעיקריות בהן היו ירידת התשואות של איגרות החוב והמק"ם במרבית התקופה הנסקרת, המשך מגמת העלייה של שערי המניות המקומיים; גידול מחזורי העסקאות במניות בבורסה ומחוצה לה וריבוי הנפקות ניירות ערך של המגזר הפרטי הלא בנקאי. כל אלה מחייבים את בנק ישראל לעקוב באופן שוטף אחר תהליך ההתייצבות של מבנה המערכת הפיננסית, במסגרת ניהול המדיניות המוניטרית, וזאת במיוחד על רקע הריבית הנמוכה יחסית.

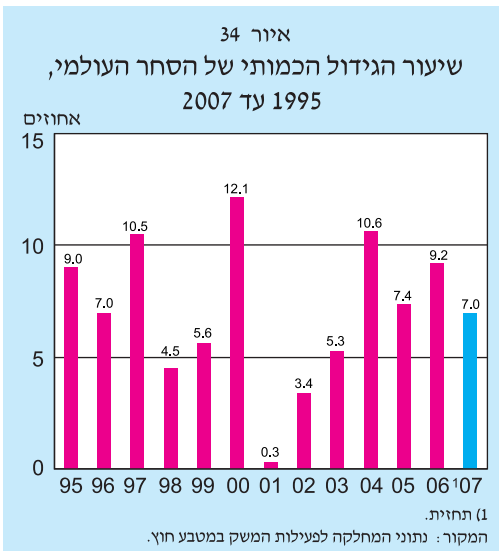


לוח 1

אינדיקטורים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית

סך כל המחצית הראשונה 2007	2007						2006		
	יוני	מאי	אפריל	מארס	פברואר	ינואר	דצמבר	יוני	
									סביבת האינפלציה (אחוזים)
1	0.7	0	0.5	0.2	-0.3	-0.1	0	0.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
	-0.7	-1.3	-1.3	-0.9	-0.8	0.1	-0.1	3.5	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.6	0.4	-0.2	0.6	0.2	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	תחזית החזאים למדד החודשי
	1.8	0.7	0.5	1.3	1.4	1.1	1.2	1.8	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה
	1.9	1.2	1.7	2	1.9	1.7	1.7	1.7	תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה
									הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים (forward)
	2.3	1.6	1.4	1.7	1.9	1.8	1.6	2.2	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
	2.6	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	2.3	2.7	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
	2.1	2.1	2.1	2	2.2	2.4	2.4	2.8	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
									הריביות ופערי הריביות (אחוזים)
	3.5	3.75	4	4	4.25	4.5	5	5.25	הריבית המוצהרת של בנק ישראל
	1.76	3.15	3.58	2.74	2.94	3.5	3.87	3.54	הריבית הריאלית הנגזרת
	-1.75	-1.50	-1.25	-1.25	-1.00	-0.75	-0.25	0.25	פער הריבית לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
	0	-0.19	-0.25	-0.06	-0.20	0	-0.25	0.06	תחזיות החזאים לשינוי בריבית לחודש הקרוב
	3.9	3.7	3.9	4.2	4.4	4.6	4.7	5.8	תחזיות החזאים לריבית ל-12 חודשים
	0.27	0.13	0.37	0.77	0.62	0.82	1.01	1.33	פער הריבית הארוכה הנומינלית (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
	0.28	0.55	0.99	1.13	0.86	0.99	1.37	1.37	פער הריבית הארוכה הריאלית (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
									שוק מטבע החוץ
									(%שינוי חודשי)
0.7	5.4	0.2	-3.2	-1.3	-1.2	0.8	-0.5	-1.7	שיעור השינוי של השקל מול הדולר
2.8	5.4	-1.1	-1.0	-0.4	0.7	-0.8	-0.7	-2.9	שיעור השינוי של השקל מול האירו
	7.4	6.9	6.2	5.3	5.4	5.9	5.8	6.4	סטיית התקן (באחוזים) הנגזרת מאופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה
									שוקי הנכסים (באחוזים)
	3.8	3.8	4.1	4.4	4.6	4.7	5.1	5.7	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
	3.9	3.7	3.9	4.4	4.5	4.5	5	5.8	תשואות המק"ם לשנה
	5	4.5	4.7	5	5.1	5.2	5.4	6.3	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-5 שנים
	5.3	4.8	5	5.3	5.4	5.6	5.7	6.5	תשואות האג"ח הלא צמודות ל-10 שנים
	5.6	5.1	5.3	5.5	5.6	5.8	5.8		תשואות האג"ח הלא צמודות ל-20 שנה
	2.7	2.9	3.2	3.2	3.1	3.3	3.6	3.9	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
	3.2	2.9	3.2	3.3	3.2	3.4	3.6	3.9	תשואות האג"ח הצמודות ל-8 שנים
	3.2	3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.6	4	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנה
20.5	0.2	4.3	6.2	2.5	1.4	5.9	-1.8	-9.1	מדד המניות הכללי (שיעור שינוי חודשי)
									המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הממוצע החודשי, אחוזים)
	4.1	0.4	1.3	3	2	-0.6	4.6	1.3	אמצעי התשלום (M1)
	1.3	1	2.4	0.8	1.6	2.5	2.4	0.5	מצרף הכסף הרחב (M2)
				45.6	44.7	44.2	44.1	32.6	משקל האשראי החוץ-בנקאי בסך האשראי למגזר העסקי (%)

ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם



כמשק קטן ופתוח המשק הישראלי חשוף מאוד להתפתחויות בסביבה הכלכלית הגלובלית, ולכן נדרשת בחינה נרחבת של מגננוני התמסורת מהתפתחויות אלה לרמת המחירים המקומיים. שינויים בסביבה הכלכלית העולמית משפיעים על המחירים המקומיים בשלושה ערוצים עיקריים: הצמיחה העולמית, המונעת על ידי התרחבות הסחר העולמי, משפיעה דרך עוצמת הביקושים לתוצרת הישראלית; לרכיב היבוא השפעה ישירה, דרך מחירי המוצרים והסחורות המיובאים, והשפעה עקיפה, דרך עלויות הייצור, הנגזרות גם ממחיריהן של התשומות המיובאות. נוסף על כך מושפעים הריביות ושער החליפין המקומיים מתנועות הון הנובעות משערי החליפין הצולבים, מתוואי הריביות בחו"ל ומהערכת הסיכון בעולם. לאור כל אלה יתוארו להלן ההתפתחויות הכלכליות העולמיות שבלטו בהשפעתן על המחירים המקומיים בתקופה הנסקרת.

- עקב המשך התרחבותו של הסחר העולמי (איור 34) הוסיף שיעור הצמיחה העולמי להיות גבוה, ונאמד בסוף 2006 5.4%¹². צמיחתה של הכלכלה האמריקאית, המהווה כ-20% מהתוצר העולמי, הואטה, בעיקר בגלל משבר בשוק הנדל"ן. (נתוני התוצר לרביע הראשון הצביעו על קצב צמיחה שנתי של 1.3% בלבד). אולם בהתאם להערכות הקודמות ה"נחיתה" הייתה איטית. תרמו לכך הירידה במחירי האנרגיה בסוף 2006, שסייעה לעליית הצריכה הפרטית, וגידול הצריכה הציבורית. בדומה להשקעות בדיור, גם סחר החוץ תרם תרומה שלילית לצמיחה. נציין שבתקופה הנסקרת ההשפעה של ההאטה בפעילות המשק האמריקאי על שאר העולם לא באה לידי ביטוי בעוצמה רבה, ובעיקר – לא התפשטה אל השווקים הפיננסיים העולמיים. עם זאת, להמשך ההאטה ולזעזוע משמעותי אפשרי בשוק האמריקאי (למשל פגיעה ניכרת בשוק האשראי) עלולות להיות גם השלכות ריאליות.
- בגוש האירו הואצה הצמיחה, והתוצר האירופי גדל ב-3.3% – שיא של שש השנים האחרונות. משקלו הגבוה של הסחר עם גוש האירו בסך הסחר הישראלי היה דומיננטי בהשפעתו על המחירים, במיוחד משום שבהובלת הצמיחה של הגוש בחודשים האחרונים בלט בין השאר סעיף היצוא.
- בין השווקים המתעוררים נציין את התרחבותם המהירה של שוקי סין והודו, שמשקלם בתוצר העולמי (במונחי כוח קנייה) עבר זה של ארה"ב בסוף שנת 2006. גם בשאר האזורים נהנו השווקים המתפתחים ממחירי סחורות גבוהים ומשיפור בתנאים הפיננסיים. איזון של הלחצים האינפלציוניים העולמיים הושג על ידי אספקת מוצרי יבוא זולים יחסית מהשווקים המתעוררים לשאר העולם.

¹² על פי האומדן של קרן המטבע הבין-לאומית.

- הציפיות לעלייה באינפלציה שנרשמו בתחילת 2006 נמוגו עם ירידתם של מחירי האנרגיה החל מאוגוסט. על רקע דעיכתם של הלחצים האינפלציוניים ותהליך צמיחה מתמשך השתררה בשווקים הפיננסיים מגמת עלייה. למרות תנודתיות קצרת טווח בפברואר ומארכ וחששות לפגיעה בשוק האשראי בארה"ב נשארו השווקים הפיננסיים איתנים, ואף רשמו שיאי פעילות של כל הזמנים.
- בשוקי מטבע החוץ בלטה היחלשותו של הדולר האמריקאי, במיוחד מול האירו והלירה האנגלית. היין היפני פוחד עקב ציפיות לריבית נמוכה וגידול של יצוא ההון מיפאן. הגירעון בארה"ב עלה ל-6.5% מהתמ"ג, אף שהגירעון המסחרי (בניקוי נפט) ירד באחוז אחד עקב גידול היצוא. במקביל נרשמו עודפים בחשבון השוטף של יפאן, סין ואחדות מיצואניות הנפט במזרח התיכון.
- הבנקים המרכזיים ניצבו בתקופה הנסקרת בפני אתגרים שונים. ה-Fed נקט מדיניות של אי שינוי בריבית, מתוך רצון להשיג איזון בין האטת הצמיחה לעליית הציפיות לאינפלציה. הבנק המרכזי האירופי נקט מדיניות של העלאת הריבית, בהעריכו כי תהליך הצמיחה המואץ עלול להוביל לחריגה מיעד האינפלציה ובגלל טענות בדבר מדיניות מוניטרית מרחיבה מדי. הבנקים המרכזיים של יפאן ושל המדינות המתעוררות נקטו מדיניות מוניטרית מצמצמת.

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

א. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

א.1. הפעילות הריאלית

התרחבותה של הפעילות הריאלית במשק הישראלי צפויה להימשך גם השנה בקצב של שנת 2006. זאת על רקע יציבות יחסית בפעילות הכלכלית בעולם וצמיחה מואצת של המשק הישראלי בחודשים הראשונים של השנה. הצמיחה החזויה של התמ"ג נאמדת ב-5.1%, וקצב גידולו של התוצר העסקי צפוי להיות מתון מזה של 2006 – כ-6%. צמיחתו של המשק עשויה להימשך גם בשנת 2008, אולם קצב ההתרחבות צפוי להיות מתון מאשר ב-2007 – עלייה של 4.3% ו-5.1% בתמ"ג ובתוצר העסקי, בהתאמה. תחזית זו מתבססת על מספר הנחות: כי המצב הביטחוני הנוכחי יימשך, כי הסביבה העולמית תמשיך לתמוך בקצב הצמיחה של המשק, וכי צפויה הרעה בתנאי הסחר החיצוניים. כן הונח שתוכנית הפחתת המס הרב-שנתית תבוצע במלואה, כי יהיה גידול נמוך של הוצאות הביטחון (בהתאם להמלצות "ועדת ברודט"), וכי הריבית הריאלית לטווח קצר תעלה בשנתיים הקרובות. הסיבות העיקריות להאטה הצפויה בפעילות המשק בשנת 2008, לפי הערכות בנק ישראל, הן היחלשות גורמי הצמיחה המחזוריים והתחזקות מגבלות מצד היצע.

אשר לרכיבים השונים שיובילו את הצמיחה בשנים הקרובות: היצוא צפוי לגדול בקצב דומה לזה של הסחר העולמי. גם השימושים המקומיים צפויים להמשיך ולגדול בקצב מהיר, ועודפי הביקוש הנגזרים מכך עשויים להביא לייסוף ריאלי ולמגמת גידול ביבוא. כתוצאה מכך מגמת הגידול של העודף בחשבון השוטף צפויה להתהפך כבר בשנת 2008. עקב סגירת פער התוצר והתקרבותו של המשק לניצולת מלאה צפוי כי תימשך העלייה גם ברכיב ההשקעה. התפתחויות אלו, יחד עם ציפיות להמשך הירידה של שיעור האבטלה והתפתחות לחצים לעליית השכר, יפעלו במהלך השנים הקרובות להגברת הלחצים האינפלציוניים במשק.

א.2. המדיניות הפיסקלית

בשנת 2007 צפויה הממשלה לעמוד בתקרת הגירעון שנקבעה על פי החוק. שמירה על היעדים תתמוך ביציבותם של השווקים הפיננסיים וביציבות המחירים. העמידה ביעד צפויה להתבסס על המשך גידולן של ההכנסות ממסים עד סוף השנה, במקביל להוצאות הנמוכות ב-0.5% מאשר בתקציב, כמו בשנים האחרונות. בתרחיש זה צפוי הגירעון בשנת 2007 להיות קרוב ל-1%. גם בתרחיש הפסימי יותר, שלפיו תרדנה הכנסותיה של הממשלה, יסתכם הגירעון לשנת 2007 כולה בפחות מ-1.5% – נמוך במידה ניכרת מתקרת הגירעון של 2.9%. על סמך החלטות שהתקבלו עד כה מסתמן גידול הצריכה הציבורית האזרחית בשנת 2008, שעיקרו גידול ההוצאות בתחומי החברה והרווחה. אלה, נוסף על עלייה משמעותית של השכר במגזר הציבורי (עקב חתימה על הסכמי שכר חדשים ובעקבות העלאה הצפויה של שכר המינימום בסוף 2007), צפויים להגדיל את ההוצאה הציבורית בקצב שיקשה על הממשלה לעמוד בתקרת ההוצאה הממשלתית של 1.7%, ויחייב הערכה מחודשת של הדרכים לשמירת המשמעת התקציבית.

ב. ההתפתחויות הצפויות בשוק מטבע החוץ

יבוא ההון ארוך הטווח והעודף בחשבון השוטף צפויים להמשיך ולתמוך בשקל. כנגד זאת צפוי פער הריביות השלילי לתמוך ברכישות מטבע חוץ על ידי המגזר העסקי ומשקי בית, בעיקר ברמות נמוכות של שער החליפין. הרמה השלילית של פער הריביות צפויה להגדיל את רגישותם של המשקיעים הן לשינוי היחסי בסיכון של המשק - ולפיכך את השפעתם של אירועים קצרי טווח באופיים עליו - והן לשינויים במגמות הגלובליות, ובהן בשערי החליפין.

עם זאת, החשיפה של תושבי ישראל לשווקים הפיננסיים בחו"ל, הן במישרין (משקי הבית) והן בעקיפין (באמצעות המשקיעים המוסדיים) עשויה למתן את התנודות בשער החליפין בתגובה על המגמות הגלובליות. כך, למשל, בתרחיש של יציאת הון מהמשקים המתעוררים, השפעת משיכת ההשקעות הפיננסיות של תושבי חוץ על שער החליפין עשויה להתקזז על ידי מימוש השקעות של משקיעים מוסדיים ושל משקי בית,

כפי שהיה באפיזודות של פברואר-מארס השנה ומאי-יוני אשתקד. כנגד זאת, בתרחיש של התגברות זרימת ההון לשווקים המתעוררים, שיהיו לה השלכות גם על יבוא ההון למשק הישראלי, ההשפעה על שער החליפין עשויה להתקזז על ידי התגברות יצוא ההון של שני הגורמים האמורים.

יבוא ההון ארוך הטווח נטו של המגזר העסקי (ההשקעות הישירות וההשקעות במניות של תושבי חוץ במשק, בניכוי ההשקעות המקבילות של המגזר העסקי בחו"ל) צפוי להיות חיובי ונמוך במעט מאשר בשנת 2006.

במחצית השנייה של 2007 צפוי להימשך תהליך הגדלת הפיזור הבין-לאומי בתיק ההשקעות של המשקיעים המוסדיים. היקף ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל אף צפוי להיות גבוה מאשר ב-2006, וזאת בעיקר בשל עלייה צפויה בהשקעות של קרנות הפנסיה בחו"ל. קצב ההשקעות בחו"ל ב-2007 יושפע ממספר תהליכים הקשורים לרפורמות ולהסדרת הענף, ומהערכת המשקיעים המוסדיים את התשואה של השווקים בחו"ל יחסית לזו של השווקים המקומיים.

ג. ההתפתחויות הצפויות בעולם

האינדיקטורים הכלכליים הראשונים לשנת 2007 מראים כי המומנטום החיובי בכלכלה הגלובלית צפוי להימשך. לפי אומדני קרן המטבע (לוח 2) צפויה הכלכלה העולמית לצמוח בשנתיים הקרובות בשיעור של 4.9% ולהתבסס, בדומה לשנה הקודמת, על גידולו של הסחר העולמי, ששיעורו הצפוי בשנת 2007 נאמד ב-7%. השפעת איטיותה של צמיחת המשק האמריקאי על כלכלת העולם צפויה להתקזז על ידי התרחבות מהירה בגוש האירו וביפן, ובמיוחד על ידי צמיחתם המואצת של השווקים המתעוררים. עם הסיכונים והכוחות הפוטנציאליים שיפעלו להאטה של תהליך הצמיחה העולמי נמנים: האטה חריפה של הפעילות המשקית בארה"ב, עלייה בתנודתיות של שערי המניות וגידול ניכר של שנאת הסיכון בעולם, לחצים אינפלציוניים הנגזרים מהצמיחה המהירה, שישפיעו על מחיריהם של חומרי הגלם וחוסר האיזון העולמי בהובלת הצמיחה ו"מדיניות מגן" (פרוטקציוניזם).

הצמיחה בארה"ב צפויה להתמתן יחסית לשנה הקודמת, ושיעורה יעמוד על 2.2%. האטת תהליך הצמיחה, יחד עם אי-וודאות בשוק המשכנתאות ואיתותים מהאינדיקטורים הנומינליים לעליית האינפלציה ישפיעו על המדיניות המוניטרית של ה-Fed. אם תהיה פגיעה בפעילות המשק האמריקני דרך הקטנה ניכרת של הצריכה הפרטית, שתביא לירידת הריבית בארה"ב, הדבר יחייב גם את קובעי המדיניות המוניטרית בישראל להגיב על אפשרות של כניסת הון למשק.

בגוש האירו, לאחר האצת הצמיחה ברביע האחרון של 2006, ניכרים סימנים להמשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית עד סוף השנה. ברקע יימשכו המגמות של גידול ההשקעות, האצה ביצוא ושיפור בשוק העבודה

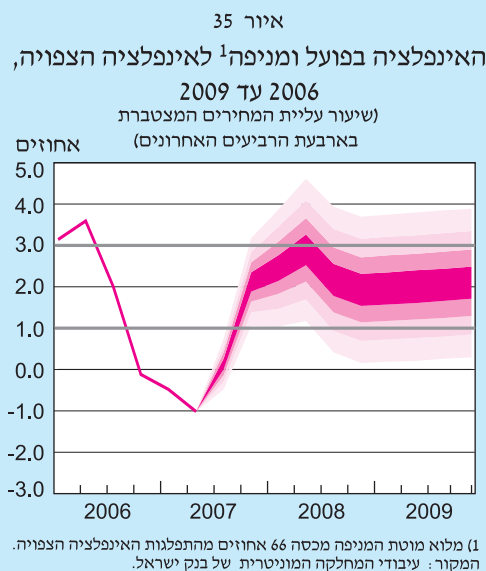
לוח 2

נתונים ואומדנים להתפתחות הצמיחה והאינפלציה במדינות נבחרות, 2005 עד 2008 (אחוזים לשנה)

	2008 ²	2007 ²	2006	2005	
הצמיחה ¹	2.8	2.2	3.3	3.2	ארה"ב
	2.3	2.3	2.6	1.4	גוש האירו
	1.9	2.3	2.2	1.9	יפן
	7.1	7.5	7.9	7.5	השווקים המתעוררים
האינפלציה	2.5	1.9	3.2	3.4	ארה"ב
	2	2	2.2	2.2	גוש האירו
	0.8	0.3	0.2	-0.6	יפן
	4.9	5.4	5.3	5.4	השווקים המתעוררים

¹ שיעור השינוי השנתי של התוצר הריאלי.

² תחזיות המתבססות על הערכות קרן המטבע.



על אף הגברת הריסון הן המוניטרי והן הפיסקלי. על פי הערכות בקרן המטבע האינפלציה בגוש האירו לא תחרוג גם השנה מיעדה. עם זאת הבנק המרכזי האירופי צפוי להמשיך במדיניות של העלאת הריבית גם במחצית השנייה של השנה.

במשק היפאני צפוי המשך ההתרחבות של הפעילות בהתאם לתזואי שהציבה הממשלה, העומד על 2.5% לשנה עד שנת 2011. במקביל לתנופה במשק, מצביעים המחירים על אינפלציה שלילית בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים. לפיכך ניתן להעריך כי הריבית ביפאן תועלה ברביע האחרון של השנה.

במדינות המתעוררות תימשך הפעילות הכלכלית האיתנה גם השנה, בסיוע מחירי הסחורות הגבוהים ותנאים פיננסיים גלובליים נוחים. באסיה תימשך הצמיחה של משקי סין והודו, ושיעוריה הצפויים הם 10%-8.4%, בהתאמה.

ד. הערכות האינפלציה העתידית

לפי כל ההערכות, האינפלציה צפויה לחזור לתחום היעד עד סוף 2007. זאת בהנחה ששער החליפין של השקל מול הדולר יישאר ברמתו הנוכחית¹³. לפי הערכות שוק ההון וסקר החברות תנוע האינפלציה ב-12 החודשים הבאים סמוך למרכז תחום היעד, ואילו לפי הערכות החזאים הפרטיים והמודל שפותח בבנק ישראל¹⁴ היא תהיה סמוך לגבול העליון שלו (לוח 3).

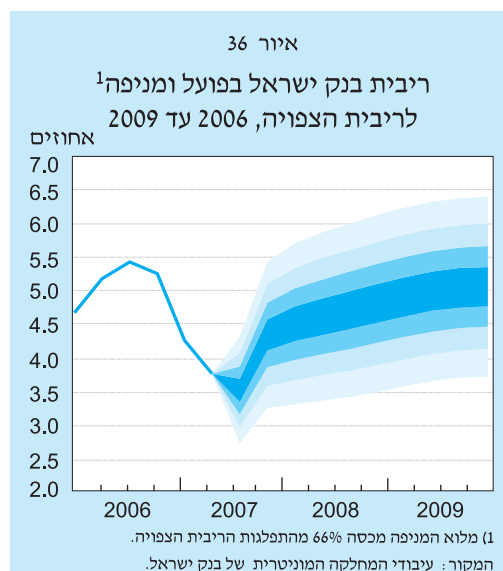
¹³ 4.28 שקלים לדולר.

¹⁴ ראו ד' אלקיים, א' ארגוב, א' בנימיני וע' רוזנשטרום, מודל מקרו-כלכלי לסיוע בתכנון המדיניות המוניטרית בישראל, בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, 2007.

שוק ההון והחזאים הפרטיים צופים עלייה מתונה של ריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה בשיעור של כ-0.6 נקודת אחוז, ומהמודל נגזרת עליית ריבית בשיעור דומה; לפי החזאים הפרטיים והמודל צפויה יציבות יחסית בשער החליפין של השקל מול הדולר במהלך 12 החודשים הבאים, ואילו מרבית החברות המשתתפות בסקר החברות צופות פחות קל של השקל מול הדולר בתקופה זו¹⁵.

לפי הערכות בנק ישראל - בהנחה שתישמר יציבות יחסית בשער החליפין, ועודפי הביקוש יתמתנו החל מ-2008 תוך יציבות במחירי היבוא העולמיים – צפויה האינפלציה לעמוד במרכז היעד בסוף השנה, בטווח של שנה קדימה סמוך לגבול העליון של היעד, וב-2008 האינפלציה צפויה לחזור אל מרכז תחום היעד.

איור המניפה¹⁶ (איור 35) מאפשר לבחון את רמת אי-הוודאות לגבי השגת יעד האינפלציה. כפי שעולה מהאיור, ישנה הסתברות נמוכה כי בסוף השנה האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים תימצא מתחת לגבול התחתון של היעד. בטווח של שנה קדימה ההסתברות להשיג את היעד היא כ-40%, והסיכון להחטיא אותו מלמעלה עומד על כ-50%. ההסתברות שהאינפלציה בשנת 2009 תהיה בתחום היעד דומה, והסיכונים להחטאת היעד סימטריים. מכאן נגזרת לשנה הקרובה עלייה הדרגתית של הריבית (איור 36), וזאת בתנאי שלא יחולו שינויים בלתי צפויים במשתנים השונים. כך, למשל, האצה בלתי צפויה בביקושים המקומיים עלולה להוביל להעלאות ריבית בשיעורים גבוהים יותר. כנגד זאת, אם השקל ישוב להתחזק, ייתכנו הפחתות ריבית נוספות. מאיור המניפה עולה הסתברות של 80% שהריבית בעוד שנה תהיה גבוהה מרמתה הנוכחית.



לוח 3

הערכת האינפלציה לשנת 2007 ול-12 החודשים הבאים¹ (אחוזים)

היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	מודל
2007, ממוצע	2	2.7		2.1
(תחום)	(3-1)	(3.1-2.2)		
12 החודשים הבאים, ממוצע	2	2.7	1.8	2.9
(תחום)	(1-3)	(3.3-2.0)		

¹ הנתונים נכונים לחודש יולי 2007.

¹⁵ החברות צופות בממוצע ששער החליפין יעמוד על 4.36 שקלים לדולר.

¹⁶ איור המניפה נשען על הנחה לגבי תוואי מסוים, ללא זעזועים, של המשתנים האקסוגניים למשק (הריבית בחו"ל, האינפלציה של מחירי היבוא, פער הסחר העולמי וכד').

ה. מאזן סיכוני אינפלציה

הערכת הסיכונים הקיימים כיום, הדומים לאלה ששררו במחצית השנה הקודמת, מצביעה על סבירות גבוהה לעלייה של שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הבאים אל מעבר לגבול העליון של היעד. זאת מן הסיבות המפורטות להלן.

גורמים מקומיים

סיכון גיאו-פוליטי - הדרדרות במצב הביטחוני על רקע התפשטות השפעת האירועים ברשות הפלסטינית לאזורים אחרים, אפשרות של חידוש ההתלקחות בצפון ועימות עם סוריה, וכן התגברות אי הוודאות במערכת הפוליטית בארץ. ההשלכות האפשריות של גורמים אלה הן:

- בטווח הקצר, עלייה בפרמיית הסיכון של ישראל עלולה לגרום להיחלשות של השקל מול המטבעות הזרים, וכתוצאה מכך - לעליית מחירים מהירה במשק.
- עלייה משמעותית של הוצאות הממשלה לאורך זמן, ובפרט של הוצאות הביטחון, שעלולה לערער את היציבות הפיננסית בשווקים ולהשליך על רמת המחירים במשק.
- פגיעה בצד ההיצע ובצד הביקוש של הפעילות הריאלית עלולה להיות משמעותית, אך קשה לצפות את השפעתה על המחירים; זאת משום שאי אפשר להעריך את עוצמת הפגיעה בכל אחד מהם. בשל תמסורת הדרגתית ארוכת טווח מהפעילות הריאלית להתפתחות המחירים, ההשפעה של תרחיש זה עשויה להימשך זמן רב.

המדיניות הפיסקלית

- פגיעה מסוימת בתחום הפיסקלי, על רקע הסכמי השכר החדשים במגזר הציבורי וזליגה אפשרית למגזר הפרטי, עלולה להגביר את הלחצים האינפלציוניים משוק העבודה במהלך השנים הבאות. פריצת תקרת ההוצאות של הממשלה עלולה לפגוע באמינותה של המדיניות הפיסקלית, ולהביא לעלייה בפרמיית הסיכון של המשק ולערעור היציבות הפיננסית ויציבות המחירים.

גורמים גלובליים

- התגברות הפעילות הריאלית בארה"ב, לצד התגברות הלחצים האינפלציוניים שם, עשויה לפעול להאצה במדיניות העלאת הריבית במשק האמריקאי - דבר שיגרור ירידה בפער הריביות השלילי יתמוך בהיחלשות השקל, ולכן ילחץ כלפי מעלה על המחירים בישראל.
- האטה בפעילות הגלובלית ובסחר הבין-לאומי, ובפרט בביקושים למוצרים ושירותים טכנולוגיים בעולם, עלולה למתן את היקף הרכישה

של חברות ישראליות מוטות יצוא טכנולוגיה ואת היקף ההנפקות של חברות ישראליות בחו"ל ולהביא לירידה בלחץ הבסיסי לייסוף.

- עלייה בתפיסת הסיכון הגלובלי עשויה להביא ליציאת הון מואצת מהשווקים המסוכנים, כולל השווקים המתעוררים, ובהם המשק הישראלי. התפתחות כזאת עלולה לפעול להיחלשות השקל וללחץ מכיוון זה לעליית המחירים.

- את ההתפתחות העתידית של מחירי הדלק בעולם אופפת אי-ודאות רבה. עם זאת ההערכות העדכניות מצביעות על סבירות לעליית המחירים, בעיקר על רקע צמצום הפקת הנפט בעולם ומתחים גיאופוליטיים במזרח התיכון. התממשות תרחיש זה תפעל לעלייה מהירה של המחירים במשק.

כנגד זאת חזרה למגמת ייסוף חד בשער החליפין של השקל מול הדולר וכן ירידה ניכרת של מחירי האנרגיה בעולם יכולות לפעול לריסון המחירים, ואף להביא להחטאת יעד האינפלציה מלמטה.

תיבה 1 : הרכיב המקומי ורכיב היבוא של מדד המחירים לצרכן

מדד המחירים לצרכן מורכב מסל מוצרים ושירותים, המושפעים מגורמים מקומיים ומגורמים הקשורים לחו"ל – שער החליפין ומחירי היבוא. כללית ניתן להניח שהמוצרים והשירותים הלא-סחירים מושפעים בעיקר מהעלויות המקומיות, ובכללן שכר העבודה, ואילו המוצרים הסחירים, שהם לעיתים מיובאים או מחליפים יבוא, מושפעים מהמחירים העולמיים ומשער החליפין. לפיכך ניתן, בניתוח המתאים, לפרק את השינוי במדד המחירים לצרכן לרכיבים המשפיעים עליו על ידי הערכת ההשפעות של שער החליפין והמחירים העולמיים והנחה שכל שאר השינויים, כולל טעות האמידה, מבטאים השפעות מקומיות.

בבנק ישראל פותחו מספר שיטות להערכת תרומתם של הגורמים המקומיים להתפתחותו של מדד המחירים לצרכן. אחת השיטות היא שיטה "מצרפית", האומדת את המשקל של שער החליפין ומחירי חו"ל במדד וגוזרת את השפעת הגורמים המקומיים כשארית¹. שיטה נוספת מתבססת על משוואת מחירים, המשמשת לניתוח המדיניות המוניטרית במסגרת החלטות הריבית החודשיות.

בתיבה זו נציג שיטה נוספת לניתוח תרומתם של הגורמים המקומיים למדד המחירים לצרכן. שיטה זו מבוססת על ניתוח אקונומטרי, המאפשר להעריך את התרומה של המחירים המקומיים לשינויים במדד המחירים לצרכן באמצעות ניתוח פרטני של הסעיפים השונים המרכיבים את המדד. הניתוח מתבסס על מחקר שנערך לאחרונה בבנק ישראל², ובו מוצג פירוק של מדד המחירים ל-31 רכיבים. עבור כל אחד מהרכיבים, המסווג כסחיר או לא-סחיר, נאמדת משוואה לשינוי הרבעוני במחירים (מנוכה עונתיות), הכוללת את השינוי בשער החליפין של הדולר והשינוי במחיר הרלוונטי לרכיב – מחיר חו"ל או השכר במגזר העסקי. כך, למשל, באמידת סעיף הריהוט והציוד לבית נכלל, נוסף על השינוי בשער החליפין, גם מדד מחירי

¹ ראו דיון מפורט בתיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2006 (עמ' 113). הניתוח שם מתייחס למדד המנוכה מסעיפי הדיור, הפירות והירקות והאנרגיה.

² יי סופר (2006), התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט ברמת המיקרו, סוגיות במטבע חוץ, 2/06. יי סופר וס' ריבון (2006), "פירוק מדד המחירים לרכיב חו"ל ורכיב מקומי – מבט ברמת המיקרו", תזכיר פנימי, בנק ישראל.

היבוא של הריהוט. בסעיפים הלא-סחירים, שלא ניתן לייחס להם מחיר עולמי רלוונטי, נכלל השכר במגזר העסקי. תוצאות האמידה מאפשרות להעריך את תרומתו של כל אחד מהגורמים לכל אחד מסעיפי המדד, באמצעות הצבת השינוי בפועל במחירי חו"ל, בשער החליפין ובשכר במשוואה הנאמדת.

התוצאות המרכזיות העולות מניתוח זה הן שב-2006 ובתחילת 2007³ תרם הרכיב המקומי לעליית המחירים כ-2%, ואילו שער החליפין תרם לירידתם כ-3%. השפעתם של מחירי חו"ל יציבה יחסית בשנים האחרונות, והיא תורמת לשינוי הכולל במדד המחירים לצרכן כמחצית אחוז.

בלוח 1 מוצג הפירוק לשנים האחרונות⁴. השינוי ברכיבים מתייחס לשינוי המצטבר בארבעת הרבעים האחרונים. מהלוח עולה כי בניגוד להשפעה היציבה של המחירים המיובאים, ההשפעות של שער החליפין על המחירים תנודתיות מאוד, וכך גם ההשפעות המקומיות. ב-2006 ובמחצית הראשונה של 2007 בולטת השפעת שער החליפין, שיוסף, למיתון המחירים, וכנגדה ההאצה בקצב עלייתם של המחירים המושפעים מגורמים מקומיים.

לוח ת-1: פירוק השינוי במדד המחירים לצרכן לרכיב חו"ל ורכיב מקומי

שנה	סך השינוי במדד	השינוי בשע"ח	תרומת השינוי בשע"ח	תרומת השינוי במחירי חו"ל	תרומת השינוי ברכיב המקומי (שארית)
2000	0.0	-3.1	-1.0	0.4	0.7
2001	1.7	4.3	1.5	-0.3	0.5
2002	6.6	10.0	3.3	0.4	2.9
2003	-2.1	-6.3	-2.0	0.8	-0.9
2004	1.0	-0.9	-0.2	1.2	-0.0
2005	2.6	5.5	1.6	0.8	0.2
2006	-0.2	-8.8	-2.7	0.6	1.9
2007 ¹	-1.1	-9.9	-3.4	0.1	2.3

(1) III: 2006 עד II: 2007. מחירי סחר החוץ לרביע השני של 2007 מבוססים על תחזית.



באיור 1 מוצג בעמודות השינוי הכולל במדד המחירים לצרכן, ובקו - תרומת השינוי ברכיב המקומי. ההפרש הוא ההשפעה של שער החליפין ומחירי חו"ל. כך, למשל, ניתן לראות שבשנת 2002 השפעת הפיחות על המחירים פעלה לעלייתם בעיקר עד הרביע השני, ואחריו החל ייסוף, שהתבטא בירידת המדד בעיקר במחצית הראשונה של 2003. נוסף על כך ניתן להבחין בהשפעת הייסוף לירידת המחירים במחצית השנייה של 2006, ואילו הרכיב המקומי תרם לאורך מרבית אותה שנה לעליית המדד.

אופיו של המודל המנתח את התפתחות המדד בהסתכלות על 31 הסעיפים המרכיבים אותו מאפשר בחינה נפרדת של ההתפתחויות

³ מאחר שמחירי סחר החוץ לרביע השני של 2007 טרם התפרסמו, הושלמו הנתונים לרביע זה באמצעות תחזית.

⁴ התרומה של כל אחד מהרכיבים חושבה תוך התייחסות רק למקדמים המובהקים במשוואה. מקדמים לא מובהקים אופסו.

בכל אחד מהם. רכיב מעניין וחשוב הוא **סעיף הדיור**, המהווה 21.6% מהמדד. לשינוי בשער החליפין השפעה חזקה על מחירי הדיור, בעיקר בטווח הקצר, למרות היותו מוצר בלתי סחיר, וזאת בשל הנוהג לנקוב את מחירי השכירות בדולרים. באיור תי-2 מוצגים השינויים בסעיף הדיור בארבעת הרביעים האחרונים (בעמודות) ותרומת השינוי בשער החליפין (בקו). למרות ההשפעה המשמעותית של שער החליפין אין זהות בין סך השינוי במחיר ותרומת השינוי בשער החליפין. בשנה האחרונה הירידה במחירים השקליים מתונה יותר מהשינוי בשער החליפין, והיא מבטאת השפעה חיובית של הגורמים האחרים, המקומיים, וכן את העובדה שהמחיר השקלי אינו מתואם באופן מלא עם השינויים בשער החליפין.



גזירת שיעור השינוי בגורמים המקומיים

המודל מאפשר לנו גם לגזור את **השינוי** במחירי הגורמים המקומיים במשך התקופות האחרונות. זאת בשונה **מהתרומה** של הגורמים האלה, שהוצגה בלוח תי-1, תרומה המביאה בחשבון גם את משקל ההשפעה (עוצמת התמסורת) של השינוי במחיריהם. כדי לאמוד את המשקלות של כל אחד מהגורמים יצרנו באופן מלאכותי זעזוע בשער החליפין וזעזוע בכל אחד ממחירי חו"ל בנקודת זמן נתונה, ובדקנו את השפעת הזעזועים האלה על התפתחות המחירים מאותה נקודה ואילך. שיעור ההשפעה המצטבר הוא משקל הרכיב. מהניתוח שערכנו התקבל שמשקל השינוי במחירי חו"ל במונחים מקומיים הוא כ-18%, ומשקל ההשפעה הנוספת של שער החליפין על המדד בסעיפים שאינם מושפעים ישירות ממחירי חו"ל (למשל סעיף הדיור) הוא 15%. השארית - כ-67% - היא משקלם של הגורמים המקומיים. שיעור השינוי במחירי הגורמים המקומיים הוא תרומתם למדד, שחושבה קודם לכן, מחולקת במשקל. על פי חישוב זה שיעור עליית המחירים המקומיים במחצית הראשונה של 2007 הוא יותר מ-3%, גבוה מעט מהשינוי במשך שנת 2006 (לוח תי-2).

לוח תי-2: התרומה והשינוי במחירי הגורמים המקומיים (לארבעת הרביעים האחרונים)

סך השינוי במדד	השינוי במחירי הגורמים המקומיים	תרומת השינוי בגורמים המקומיים	
0.0	1.0	0.7	2000
1.7	0.7	0.5	2001
6.6	4.3	2.9	2002
-2.1	-1.3	-0.9	2003
1.0	-0.0	-0.0	2004
2.6	0.3	0.2	2005
-0.2	2.8	1.9	2006
-1.1	3.4	2.3	¹ 2007

(1) III: 2006 עד II: 2007. מחירי חו"ל לרביע השני של 2007 מבוססים על תחזית.

לוח נ'-1

האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן,
במחירי הדיור ובשער החליפין, 1996 עד יוני 2007
(אחוזים)

ממד המחירים לצרכן	ממד המחירים לצרכן ללא פו"י, הלבשה והנעלה	ממד מחירי הדיור	שער החליפין של הדולר	סטיות התקן הבין חודשית של מדד המחירים לצרכן	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
10.6	11.2	13.2	5.0	0.5	1996
7.0	7.7	7.5	7.9	0.6	1997
8.6	8.6	8.8	18.2	0.9 ¹	1998
1.3	1.5	-0.9	0.4	0.4	1999
0.0	0.2	-2.4	-2.7	0.5	2000
1.4	1.5	5.2	4.8	0.4	2001
6.5	7.1	8.2	9.8	0.7	2002
-1.9	-2.0	-6.7	-6.4	0.4	2003
1.2	1.2	-2.5	-1.2	0.4	2004
2.4	3.1	5.9	6.2	0.5	2005
-0.1	-0.5	-6.1	-8.9	0.5	2006
0.5	1.1	0.3	3.3	0.4	א' 2005
1.9	2.0	5.5	2.8	0.5	ב' 2005
1.6	2.5	-2.9	-3.0	0.4	א' 2006
-1.6	-1.8	-3.8	-6.0	0.4	ב' 2006
1.0	1.0	-0.4	-0.4	0.3	א' 2007

¹ הסטייה הניכרת של נתון זה מהמגמה הרב-שנתית נובעת מהעלייה החדה של שער החליפין באוקטובר 1998, שהייתה בבחינת זעזוע זמני.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח נ' 2
שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית,
1998 עד יוני 2007

סופי תקופה	שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים				פער הריביות בין הבנקים המרכזיים של ישראל וארה"ב	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים של ישראל וארה"ב ²
	בישראל		בארה"ב			
	שיעור הריבית ¹	השינוי	שיעור הריבית	השינוי		
1998	13.50		4.75		8.75	
1999	11.20	-2.30	5.50	0.75	5.70	-3.05
2000	8.20	-3.00	6.50	1.00	1.70	-4.00
2001	5.80	-2.40	1.75	-4.75	4.05	1.60
2002	9.10	3.30	1.25	-0.50	7.85	6.80
2003	5.20	-3.90	1.00	-0.25	4.20	3.00
2004	4.80	-0.40	1.00	0.00	3.80	2.87
	4.50	-0.30	1.00	0.00	3.50	3.31
	4.30	-0.20	1.00	0.00	3.30	3.56
	4.10	-0.20	1.00	0.00	3.10	3.33
	4.10	0.00	1.00	0.00	3.10	3.18
	4.10	0.00	1.00	0.00	3.10	3.08
	4.10	0.00	1.25	0.25	2.85	3.30
	4.10	0.00	1.50	0.25	2.60	3.68
	4.10	0.00	1.75	0.25	2.35	3.59
	4.10	0.00	1.75	0.00	2.35	3.51
	4.10	0.00	2.00	0.25	2.10	3.23
	3.90	-0.20	2.25	0.25	1.65	3.02
2005	3.70	-0.20	2.25	0.00	1.45	2.73
	3.50	-0.20	2.25	0.00	1.25	2.50
	3.50	0.00	2.50	0.25	1.00	2.10
	3.50	0.00	2.75	0.25	0.75	2.27
	3.50	0.00	3.00	0.25	0.50	2.11
	3.50	0.00	3.00	0.00	0.50	2.24
	3.50	0.00	3.25	0.25	0.25	2.10
	3.50	0.00	3.50	0.25	0.00	1.89
	3.50	0.00	3.75	0.25	-0.25	1.83
	3.75	0.25	3.75	0.00	0.00	1.65
	4.00	0.25	4.00	0.25	0.00	1.82
	4.50	0.50	4.25	0.25	0.25	1.79
2006	4.50	0.00	4.25	0.00	0.25	1.77
	4.75	0.25	4.50	0.25	0.25	1.90
	4.75	0.00	4.50	0.00	0.25	1.82
	5.00	0.25	4.75	0.25	0.25	1.60
	5.25	0.25	5.00	0.25	0.25	1.39
	5.25	0.00	5.00	0.00	0.25	1.41
	5.25	0.00	5.25	0.00	0.00	1.44
	5.50	0.25	5.25	0.00	0.25	1.55
	5.50	0.00	5.25	0.00	0.25	1.74
	5.50	0.00	5.25	0.00	0.25	1.38
	5.25	-0.25	5.25	0.00	0.00	1.28
	5.00	-0.25	5.25	0.00	-0.25	1.10
2007	4.50	-0.50	5.25	0.00	-0.75	0.83
	4.25	-0.25	5.25	0.00	-1.00	0.63
	4.00	-0.25	5.25	0.00	-1.25	0.77
	4.00	0.00	5.25	0.00	-1.25	0.38
	3.75	-0.25	5.25	0.00	-1.50	0.14
	3.50	-0.25	5.25	0.00	-1.75	0.28

¹ הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתוכנית הריבית החודשית עבור החודש המצוין בלוח.

² הפער בין תשואות אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-10 שנים לבין תשואות אג"ח של ממשלת ארה"ב לאותו טווח.
המקור: עיבודי מחלקת מטבע חוץ והמחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ"3
הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל,
תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד,
2002 עד יוני 2007
(ממוצעים חודשיים, אחוזים)

	ריבית בנק ישראל					התשואה הריאלית ברוטו על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים	התשואה הנומינלית ברוטו על אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
	המוצגות ¹	האפקטיבית ²	הריאלית ³	תשואת המק"ם לשנה	התשואה הריאלית ברוטו על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים		
2002	דצמבר	9.1	9.6	7.2	8.3	5.7	10.9
2003	דצמבר	5.2	5.4	4.6	4.9	4.1	7.0
2004	ינואר	4.9	5.0	4.1	4.7	4.0	7.0
	פברואר	4.6	4.7	3.5	4.8	4.1	7.4
	מארס	4.4	4.5	3.3	4.7	4.2	7.4
	אפריל	4.2	4.3	2.7	4.8	4.3	7.6
	מאי	4.2	4.3	2.3	5.2	4.4	7.9
	יוני	4.2	4.3	2.5	5.0	4.3	7.8
	יולי	4.2	4.3	2.7	4.9	4.3	7.8
	אוגוסט	4.2	4.3	2.4	4.8	4.3	7.9
	ספטמבר	4.2	4.3	2.3	4.7	4.2	7.7
	אוקטובר	4.2	4.3	2.2	4.8	4.2	7.6
	נובמבר	4.1	4.2	2.3	4.7	4.2	7.4
	דצמבר	4.0	4.1	2.7	4.3	4.1	7.2
2005	ינואר	3.7	3.9	2.3	4.2	4.0	6.9
	פברואר	3.6	3.7	1.6	4.2	3.8	6.7
	מארס	3.6	3.7	1.4	4.1	3.7	6.6
	אפריל	3.6	3.7	1.6	4.1	3.8	6.6
	מאי	3.6	3.7	2.0	4.0	3.6	6.2
	יוני	3.6	3.7	1.8	4.0	3.7	6.2
	יולי	3.6	3.6	1.5	4.2	3.6	6.3
	אוגוסט	3.6	3.6	1.5	4.2	3.5	6.1
	ספטמבר	3.6	3.6	1.1	4.3	3.3	6.0
	אוקטובר	3.9	3.9	1.5	4.6	3.3	6.1
	נובמבר	4.1	4.1	1.9	5.0	3.6	6.3
	דצמבר	4.6	4.6	2.8	5.2	3.7	6.2
2006	ינואר	4.7	4.7	2.7	5.2	3.6	6.2
	פברואר	4.9	4.9	2.6	5.5	3.7	6.5
	מארס	4.9	4.9	2.8	5.6	3.8	6.5
	אפריל	5.2	5.2	3.2	5.7	3.8	6.6
	מאי	5.4	5.4	3.3	5.8	3.8	6.5
	יוני	5.4	5.4	3.5	5.8	3.9	6.5
	יולי	5.4	5.4	3.6	5.8	3.9	6.5
	אוגוסט	5.7	5.7	3.7	5.8	3.9	6.4
	ספטמבר	5.7	5.7	3.7	5.8	3.9	6.4
	אוקטובר	5.6	5.6	4.2	5.3	3.8	6.1
	נובמבר	5.4	5.4	3.8	5.1	3.6	5.9
	דצמבר	5.1	5.1	3.9	5.0	3.6	5.7
2007	ינואר	4.6	4.6	3.5	4.5	3.4	5.6
	פברואר	4.3	4.4	2.9	4.5	3.2	5.4
	מארס	4.1	4.1	2.7	4.4	3.3	5.3
	אפריל	4.0	4.1	3.6	3.9	3.2	5.1
	מאי	3.8	3.8	3.1	3.7	2.9	4.9
	יוני	3.6	3.6	1.8	3.9	3.0	5.4

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

² הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית. (ראו בנק ישראל, מבט כלכלי 6).

³ הריבית הריאלית מחושבת על פי הריבית האפקטיבית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון.
המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ' 4
הפער בין תשואות המק"ם
ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל,
2002 עדיוני 2007
(אחוזים)

הפער בין תשואות המק"ם לשנה לריבית האפקטיבית של בנק ישראל		הפער בין התשואה על אג"ח לא צמודה ל-10 שנים לריבית האפקטיבית של בנק ישראל		הפער בין התשואה על אג"ח צמודה ל-10 שנים לריבית הריאלית של בנק ישראל	
2002	דצמבר	-1.7	1.2	-1.5	
2003	דצמבר	-0.5	1.7	-0.5	
2004	ינואר	-0.3	2.0	-0.1	
	פברואר	0.2	2.7	0.6	
	מארס	0.2	2.8	0.9	
	אפריל	0.6	3.4	1.7	
	מאי	0.9	3.6	2.1	
	יוני	0.7	3.5	1.8	
	יולי	0.6	3.5	1.6	
	אוגוסט	0.5	3.7	2.0	
	ספטמבר	0.5	3.4	2.0	
	אוקטובר	0.5	3.3	2.0	
	נובמבר	0.4	3.2	1.9	
2005	דצמבר	0.2	3.2	1.5	
	ינואר	0.4	3.1	1.7	
	פברואר	0.5	3.0	2.2	
	מארס	0.4	2.9	2.3	
	אפריל	0.5	2.9	2.1	
	מאי	0.3	2.6	1.7	
	יוני	0.3	2.6	1.9	
	יולי	0.6	2.7	2.2	
	אוגוסט	0.7	2.6	2.0	
	ספטמבר	0.7	2.4	2.2	
	אוקטובר	0.8	2.2	1.8	
	נובמבר	0.9	2.3	1.7	
2006	דצמבר	0.6	1.6	0.9	
	ינואר	0.6	1.5	0.8	
	פברואר	0.7	1.6	1.1	
	מארס	0.8	1.6	1.1	
	אפריל	0.6	1.4	0.6	
	מאי	0.4	1.1	0.5	
	יוני	0.4	1.1	0.4	
	יולי	0.4	1.1	0.3	
	אוגוסט	0.2	0.8	0.2	
	ספטמבר	0.1	0.8	0.2	
	אוקטובר	-0.3	0.5	-0.4	
	נובמבר	-0.3	0.5	-0.2	
2007	דצמבר	-0.1	0.6	-0.3	
	ינואר	-0.1	0.9	-0.1	
	פברואר	0.1	1.0	0.3	
	מארס	0.3	1.2	0.6	
	אפריל	-0.1	1.0	-0.3	
	מאי	-0.2	1.0	-0.2	
	יוני	0.3	1.8	1.2	

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ"5
שיעור האינפלציה הצפוי
2001 עד יוני 2007

ממוצע תחזיות ³ האינפלציה ל-12 חודשים	הציפיות משוק ההון				
	לשנה הראשונה ¹	לשנה השנייה ²	לשנה השלישית ואילך		
2001	דצמבר	0.6	1.3	2.5	1.6
2002	דצמבר	2.2	3.8	5.3	2.0
2003	דצמבר	0.7	1.7	3.2	1.6
2004	ינואר	0.9	2.1	3.3	1.5
	פברואר	1.1	2.5	3.5	1.7
	מארס	1.2	2.8	3.4	1.7
	אפריל	1.6	3.0	3.6	2.1
	מאי	2.0	3.1	3.7	2.6
	יוני	1.8	2.6	3.7	2.3
	יולי	1.5	2.2	3.8	2.0
	אוגוסט	1.9	2.6	3.9	2.4
	ספטמבר	2.0	2.3	3.7	2.5
	אוקטובר	2.0	2.5	3.6	2.4
	נובמבר	1.9	2.0	3.4	2.2
	דצמבר	1.4	1.9	3.5	2.0
2005	ינואר	1.6	2.0	3.3	2.0
	פברואר	2.0	2.4	3.1	2.2
	מארס	2.2	2.4	3.1	2.1
	אפריל	2.0	2.0	3.1	2.1
	מאי	1.7	1.9	3.0	2.2
	יוני	1.9	2.2	2.9	2.0
	יולי	2.1	2.3	2.9	2.3
	אוגוסט	2.1	2.4	2.9	2.1
	ספטמבר	2.5	2.6	2.9	2.0
	אוקטובר	2.4	2.5	3.0	2.2
	נובמבר	2.1	2.5	2.8	2.2
	דצמבר	1.7	2.1	2.6	1.9
2006	ינואר	1.9	2.2	2.7	1.7
	פברואר	2.2	2.4	2.7	2.1
	מארס	2.1	2.5	2.7	2.2
	אפריל	1.9	2.3	2.7	2.2
	מאי	2.0	2.1	2.7	1.9
	יוני	1.8	2.1	2.6	1.8
	יולי	1.8	2.0	2.7	2.0
	אוגוסט	1.9	2.0	2.6	2.1
	ספטמבר	1.9	2.0	2.5	2.0
	אוקטובר	1.4	1.5	2.5	1.4
	נובמבר	1.5	1.7	2.3	1.7
	דצמבר	1.2	1.6	2.1	1.7
2007	ינואר	1.1	1.3	2.3	1.7
	פברואר	1.4	1.6	2.2	1.9
	מארס	1.3	1.7	2.0	2.0
	אפריל	0.5	1.1	2.1	1.7
	מאי	0.7	1.3	2.2	1.2
	יוני	1.8	2.2	2.4	1.9

¹ הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים.

² מחושב על בסיס התשואות של איגרות חוב מסוג "שחר" ומסוג "גליל" או "שגיא" לטווחים מקבילים.

³ ממוצע פשוט של תחזיות לאינפלציה של בנקים מסחריים וחברות ייעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר.

