



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2009
הרביע השני

אב התשס"ט - אוגוסט 2009

27

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114109027/9

דפוס מאור וולך, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע השני של 2009 (התקופה הנסקרת בדוח זה) מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל בראשות הנגיד – הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית. מדד המחירים לצרכן עלה ברביע השני של 2009 עלייה ניכרת של 2.3 אחוזים. זאת בהשפעתם של מחירי האנרגיה, שעלו בכ-8.0 אחוזים, וגורמים עונתיים – שהבולט בהם הוא עלייה של 17.1 אחוזים ברכיב ההלבשה וההנעלה. בחינה של התפתחות המחירים מתחילת השנה מלמדת כי עליית המחירים במחציתה הראשונה מסתכמת ב-2.1 אחוזים, ומובלת על ידי שני רכיבים: האנרגיה, שמחירה עלו ב-8.1 אחוזים, והדיר, שהתייקר ב-2.8 אחוזים. עלייתו של סעיף הדיר (שהחלה באמצע 2008) משקפת בעיקר את ייקור שכר הדירה – ככל הנראה על רקע מחסור בדיר להשכרה. המדד ללא אנרגיה ודיר עלה מתחילת השנה בשיעור מתון יחסית, 1.3 אחוזים (קצב שנתי של כ-2.6 אחוזים).

ברביע השלישי צפויה עליית מחירים גבוהה יחסית, כתוצאה מהעלאת המסים העקיפים וייקור המים. עם זאת ההערכה שלנו היא שלעת עתה סיכון האינפלציה לשנה הקרובה הוא מוגבל, שכן עדיין פועלים מספר כוחות למיתון עליית המחירים: רמת הביקושים לתוצרת המקומית עדיין נמוכה בהרבה מכושר הייצור; בעולם קיים עודף ניכר של כושר ייצור; רמת הריבית נמוכה, וכן גם הציפיות לאינפלציה; גם ההסתברות לעלייה חדה של שער החליפין – שבעבר היה גורם סיכון שתמך בתהליך האינפלציה, ולעתים אף ליבה אותו – היא בשלב זה נמוכה.

ברביע האחרון של שנת 2008 ובמחצית הראשונה של שנת 2009 פקד את משקי העולם מיתון חריף. הירידה בפעילות התבטאה גם בירידה ניכרת של היקף הסחר העולמי – תוצאת ירידה של הביקוש למוצרים בני קיימא, לחומרי גלם, למוצרי ביניים ובייחוד למוצרים סופיים. קרן המטבע הבין-לאומית מעריכה כי ב-2009 יתכווץ הסחר העולמי ב-12 אחוזים. עם זאת התחזקו ברביע השני הסימנים שלפיהם המיתון העולמי מתקרב לנקודת השפל שלו. המדיניות המוניטרית והפיסקלית המרחיבה שננקטה במרבית המדינות החלה לשאת פירות: ברביע השני התמתן המשבר הפיננסי העולמי, שערי המניות בבורסות בעולם עלו, מחנק האשראי הוקל, ומסתמנת התחדשות של גיוס הון על ידי הנפקת אג"ח ומניות. עם זאת הביקושים והפעילות העולמית עדיין שרויים בשפל.

במשק הישראלי – ברביע הראשון של השנה נמשכה ואף החריפה הירידה בפעילות הריאלית, שהחלה ברביע האחרון של 2008, פער התוצר התרחב, ועלה שיעור האבטלה. ברביע השני הסתמנה האטה ואף בלימה של הירידה בפעילות, וכמה אינדיקטורים מצביעים על האפשרות של תחילת תפנית בחלק מהמגזרים (בעיקר בצריכה הפרטית ובסחר החוץ). נתוני סקר החברות של בנק ישראל לרביע השני מצביעים על ירידה מתונה של סך הפעילות במגזר העסקי, לאחר שני רבעים של ירידות חדות. אינדיקטורים לצריכה הפרטית¹ מלמדים על התייצבות ברביע השני, ואף על אפשרות של גידול מתון, לאחר ירידה של כ-3.9 אחוזים (במונחים שנתיים) בשני הרבעים הקודמים. נתוני סחר החוץ לרביע השני מבטאים התמתנות של הירידה ביבוא הסחורות ועלייה מתונה של היצוא. כמו כן הסתמנה ברביע השני התמתנות של קצב הירידה בגביית המסים הישירים והעקיפים.

ברביע הראשון של 2009 עלה שיעור האבטלה ל-7.6 אחוזים, תוך עליית שיעור ההשתתפות בכוח העבודה, ואינדיקטורים לרביע השני מצביעים על המשך עלייתו². מאחר שהירידה בביקושים פועלת על שוק העבודה בפיגור, סביר ששיעור האבטלה יוסיף ויעלה גם בהמשך השנה. ברביע הראשון נרשמה עלייה מסוימת של השכר לעומת

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

¹ היבוא לצריכה שוטפת ושל בני קיימא, מדדי אמוץ הצרכנים, מכירות רשתות השיווק, הפדיון בענפי המסחר והשירותים, הרכישות בכרטיסי אשראי, לינוט הישראליים בבתי מלון, תקבולי המע"מ על יבוא.

² שיעור האבטלה על פי נתון המגמה של הלמ"ס הגיע במאי ל-8.4 אחוזים.

הרביע הקודם, אך רמתו של השכר הריאלי נמוכה בכ-3.5 אחוזים מזו של התקופה המקבילה אשתקד. גביית מס הבראות בחודשים אפריל ומאי הייתה נמוכה מאשר בתקופה המקבילה אשתקד (ונמוכה גם מזו של הרביע הראשון) - אינדיקטור להמשך הירידה בסך תשלומי השכר, שמשמעותה ירידה של מספר המועסקים ו/או של השכר למועסק.

במחצית הראשונה של השנה ירדה ההוצאה הציבורית (על רקע אי אישור התקציב), אך עקב התכווצות הפעילות ירדה יותר גביית המסים, והגירעון הממשלתי גדל. במחצית השנייה של השנה צפוי (כמתוכנן) גידול משמעותי של הוצאות הממשלה, על רקע אישור התקציב והוצאות חסר במחצית הראשונה, והגירעון הממשלתי צפוי להמשיך ולהתרחב. כדי להקטין את הגירעון בתקציב החליטה הממשלה להעלות את שיעורי המסים העקיפים. צעד זה, וכן ייקור המים, אמורים לתרום עלייה של כאחוז אחד ברמת המחירים ברביע השלישי של השנה.

במהלך הרביע השני נשמרה הרמה הנמוכה של ריבית בנק ישראל, שנקבעה באפריל 2009 - 0.5 אחוז. במקביל המשיך בנק ישראל בצעדי ההקלה הכמותית: רכישת מטבע חוץ בקצב של 100 מיליוני דולרים ביום ורכישת אג"ח ממשלתיות בסך של 200 מיליוני ש"ח ביום. הרכישות מיועדות, בין היתר, לתמוך בירידה של ריביות השוק לטווחים הארוכים (כלומר לצמצם את הפער שבין ריביות השוק לריבית בנק ישראל) ובעליית שער החליפין, ובכך לרכך חלק מההשפעה המרסנת של המשבר העולמי על הביקושים המקומיים. בין השאר מיתנו צעדים אלה את העלייה שהייתה ברביע השני בתשואה-לפדיון על האג"ח הממשלתיות לטווחים הארוכים, התפתחות שנבעה מהגידול הצפוי של הגירעון הממשלתי ומעליית התשואות לטווחים הארוכים בעולם.

ברביע השני נמשך השיפור במגזר הפיננסי בישראל. זאת הודות לשיפור במגזר הפיננסי בעולם (שהושפע מצעדי ההרחבה של בנקים מרכזיים וממשלות) ולצעדי ההרחבה המוניטרית שנקט בנק ישראל. השיפור התבטא בהמשך העלייה של מחירי המניות ובהתרחבות משמעותית של גיוס ההון על ידי המגזר הפרטי באמצעות הנפקת אג"ח קונצרניות, בד בבד עם המשך ההצטמצמות של פער התשואות מול האג"ח הממשלתיות - התפתחויות המעידות על שיפור בהערכות השוק לגבי יכולת החזר החובות של הקונצרנים. חיזוק להערכה זו ניתן לקבל גם מסקר החברות של בנק ישראל לרביע השני, שבו דווח על הקלה במגבלת האשראי על פעילותן של הפירמות.

נתונים על היקף האשראי קיימים עד מאי 2009. סך האשראי למגזר העסקי הגיע במאי לרמה קרובה לזו של דצמבר 2008. יציבותו משקפת עלייה של 4.9 אחוזים באשראי החוץ-בנקאי, לאחר ירידה של 2.8 אחוזים במהלך שנת 2008. התפתחות האשראי החוץ-בנקאי מבטאת עלייה בהיקף ההנפקות של אג"ח קונצרניות בבורסה, בד בבד עם ירידת התשואות-לפדיון במגזר זה, שמשמעותה ירידת הסיכון של העסקים. לעומת זאת ירד האשראי הבנקאי לציבור בחמשת החודשים הראשונים של 2009 ב-2.4 אחוזים, לאחר עלייה של 8.0 אחוזים בשנת 2008, וזאת במקביל לירידה בעלויותיו. ייתכן שהדבר מעיד על רפיון מסוים בביקוש לאשראי בנקאי.

במהלך הרביע השני עלו הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, הן על פי שוק ההון והן על פי החזאים, לסביבת מרכז יעד האינפלציה. (לאחר פרסום מדד יוני הוסיפו הציפיות ועלו לשיעור הקרוב לגבול העליון של היעד). להתפתחות זו תרמו ככל הנראה העלאת המסים העקיפים ומחירי המים, שצפויה להשפיע על המחירים ברביע השלישי, והעלייה שהייתה במהלך הרביע השני במחירי הסחורות והנפט. בחודשים הקרובים תיתכן אפוא עליית מחירים גבוהה יחסית, שתתבטא בעליית קצב האינפלציה השנתי (במידה של 12 החודשים הקודמים). בהמשך השנה צפויה האינפלציה להתמתן - על רקע המיתון המתמשך בביקושים המקומיים והעולמיים והרפיון הצפוי להימשך, לפחות עוד זמן מה, בשוק העבודה.

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

בברכה,

ד"ר

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
11	ב. שער החליפין ומאזן התשלומים
12	ג. ההתפתחויות הריאליות
17	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
21	ה. האינפלציה ברביע הנסקר
23	2. המדיניות המוניטרית
26	3. עדכון התחזיות
26	א. הסביבה העולמית
27	ב. הפעילות הריאלית בישראל
28	ג. הערכות לגבי שער החליפין ומאזן התשלומים
28	ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

תקציר*

- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הנסקר ב-2.3 אחוזים, ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-1.4 אחוזים. ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.6 אחוזים. לאחר ירידה חדה ברביע האחרון של 2008 בקצב עליית המחירים וחשש מתהליך דפלציוני עקב כניסת המשק למיתון, שבו המחירים ועלו במחצית הראשונה של 2009 בקצב הגבוה מגבולו העליון של יעד האינפלציה, למרות פעילות ריאלית ממונתנת. הרקע לעליית המחירים הוא עליית מחירי הסחורות בעולם, מדיניות מוניטרית מרחיבה מצד בנקים מרכזיים בעולם בכלל ובנק ישראל בפרט, התאוששות השווקים הפיננסיים ותחזיות לסיום קרוב של ההאטה הריאלית. מחירי הדיור תרמו לעליית המדד במשך 12 החודשים האחרונים, אך לא היו גורם מרכזי בהתפתחותו במשך הרביע הנסקר. כן עלו הציפיות לאינפלציה לעומת רמתן הנמוכה ברביע הקודם, וכעת הן תואמות את יעד האינפלציה.
- **הפעילות הריאלית:** ברביע הראשון של 2009 התכווצה הפעילות הכלכלית, התרחב פער התוצר, והאבטלה עלתה. ההאטה בפעילות הושפעה במידה רבה מהתכווצות היצוא, על רקע ירידה של היקף הסחר העולמי. אינדיקטורים מוקדמים לרביע השני של 2009 מצביעים על המשך הירידה של הביקוש המקומי, אף כי בקצב מתון יותר, ועל עלייה קלה של היצוא. התאוששות בשווקים הפיננסיים, עלייה במדדי אמון הצרכנים והתמתנות קצב הירידה של גביית המסים מראות כי המשק קרוב לשיא השפל של מחזור העסקים הנוכחי.
- **השווקים הפיננסיים:** במהלך הרביע הנסקר התאוששו השווקים הפיננסיים, אולם רמת הסיכון בהם עדיין גבוהה יחסית. מחירי המניות בבורסה של תל אביב עלו, פחתה פרמיית הסיכון של אג"ח קונצרניות, וגיוס ההון החוץ-בנקאי גדל במידה ניכרת. עם זאת אלה לא חזרו לרמות שלפני החרפת המשבר, בספטמבר 2008. שיפוע עקום התשואות הריאליות של איגרות החוב הממשלתיות התליל; התשואות הריאליות הקצרות ירדו והפכו שליליות – על רקע רמתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל – ואילו התשואות הארוכות עלו. שערי החליפין האפקטיביים – הנומינלי והריאלי – שמרו על יציבות, תוך ייסוף של השקל ביחס לדולר ופיחות ביחס לאירו.
- **בעולם:** המשבר הפיננסי מחלחל אל הכלכלה הריאלית, והמשקים המפותחים חווים את התכווצות הפעילות החרפה ביותר מזה שישנים שנה; עם זאת מתחזקים הסימנים שלפיהם המיתון העולמי מתקרב לנקודת השפל שלו. במהלך הרביע הנסקר עדכנו קרן המטבע ו-OECD את תחזיות הצמיחה העולמית ל-2010 כלפי מעלה, לראשונה מזה למעלה משנה. לצד רפיון בפעילות הכלכלית נרשמים שיעורי אינפלציה נמוכים, והמדיניות המוניטרית ממשיכה לשמור על רמות ריבית נמוכות, תוך שימוש בכלים להרחבה כמותית.
- **המדיניות המוניטרית:** ברביע הנסקר שמר בנק ישראל על עמדה מרחיבה של המדיניות המוניטרית, וזאת באמצעות שלושה כלים – הריבית, רכישות מט"ח ורכישות אג"ח ממשלתיות. בתחילת הרביע הוריד בנק ישראל את הריבית לחודש אפריל לרמה של 0.5 אחוז – רמתה הנמוכה ביותר אי פעם – ומאז היא הושארה ברמה זו. בנק ישראל המשיך ברכישות מט"ח של כ-100 מיליוני דולרים בממוצע ליום, כדי להגדיל את יתרות המט"ח ולתמוך בשער החליפין. כמו כן רכש הבנק, מאז פברואר, אג"ח ממשלתיות בהיקף של 18 מיליארדי ש"ח; תחילה היו הרכישות מצומצמות יחסית, ואחר כך היקפן גדל ל-200 מיליוני ש"ח ליום. לאחר שהבנק עמד ביעד הרכישות – 15 עד 20 מיליארדי ש"ח – הוא הודיע כי הן יסתיימו בתחילת אוגוסט.
- **תחזית:** בחודשים הקרובים צפוי פער התוצר להתרחב, למרות סימני התאוששות ראשוניים בשווקים, שכן שיעורי הצמיחה עדיין נמוכים ביחס לשיעור הצמיחה הפוטנציאלי של המשק. התוצר המקומי הגולמי צפוי להתכווץ בשנת 2009 ב-1.5 אחוזים, והאבטלה צפויה לעמוד על 7.7 אחוזים בממוצע. ב-2010 צפוי התוצר לצמוח ב-1 אחוז. האינפלציה, במדידה של 12 חודשים, צפויה להיכנס אל תחום היעד ברביע השלישי של השנה ולהישאר שם במהלך 12 החודשים הקרובים, אף כי ייתכן שרמתה הגבוהה יחסית, למרות המיתון, במחצית הראשונה של השנה מעידה על סביבת אינפלציה גבוהה יותר. בנק ישראל יספוג נזילות כאשר תנאי הרקע ידרשו זאת, כדי לעמוד ביעד האינפלציה.

* 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).

1. הרקע והאינפלציה

א. הסביבה העולמית

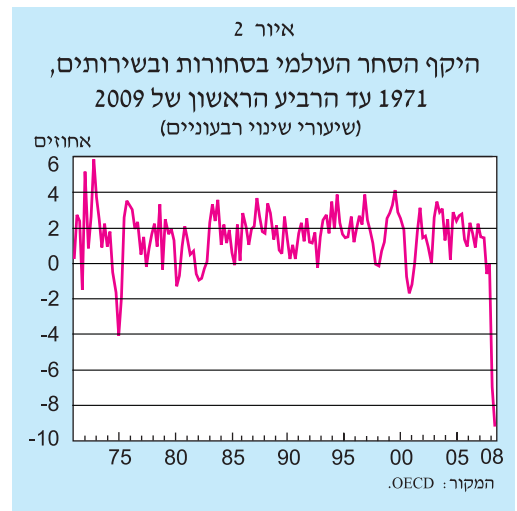
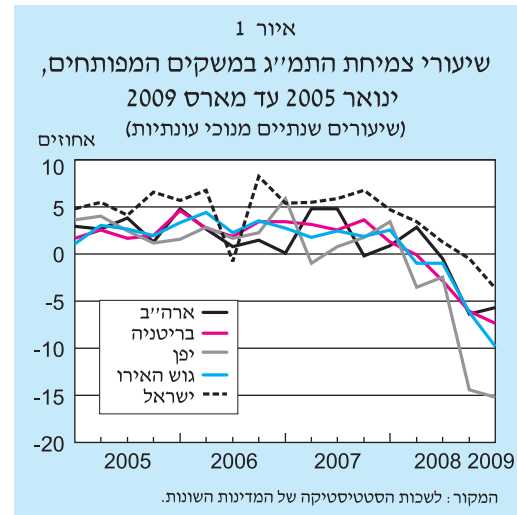
(1) הפעילות הריאלית בעולם

משקי העולם חווים את התמתנות הפעילות החרפה ביותר מזה שישים שנה. מאז החרפת המשבר הפיננסי בספטמבר 2008 מצביעים נתוני החשבונאות הלאומית בעולם על האטה, ובמדינות מפותחות רבות – אף על נסיגה של ממש בפעילות הכלכלית ועלייה באבטלה (איור 1). שיעור הצמיחה במדינות המפותחות הוא הנמוך ביותר מאז מלחמת העולם השנייה. בארה"ב התכווץ התוצר בששת החודשים שלאחר ספטמבר 2008, במונחים שנתיים ובניכוי עונתיות, ב-6.0 אחוזים, בבריטניה ב-6.7 אחוזים, בגוש האירו ב-8.0 אחוזים וביפן ב-14.8 אחוזים. ייתכן שתוכניות הסיוע הנמרצות ברחבי העולם מנעו התממשות תרחיש הדומה לשפל הגדול של שנות השלושים, אך לא היה בכוח למנוע ממשבר האשראי לזלוג בעוצמה אל פעילות הריאלית. קרן המטבע הבין-לאומית צופה כי התוצר העולמי יתכווץ בשנת 2009 ב-1.4 אחוזים, וכי תוצר המדינות המפותחות יתכווץ ב-3.8 אחוזים. התאוששות מסוימת צפויה, על פי קרן המטבע, רק במהלך 2010.

רפיון הפעילות הכלכלית בעולם הביא לירידה חדה בהיקף הסחר העולמי. על רקע התכווצות המשקים המפותחים פחת היקף הסחר העולמי ברביע האחרון של 2008 ב-6.9 אחוזים, וברביע הראשון של 2009 ב-9.1 אחוזים נוספים (איור 2); זאת הן עקב התכווצות הביקוש לחומרי גלם ומוצרי ביניים, בגלל הירידה בהיקף הייצור העולמי, והן עקב התכווצות הביקוש למוצרים סופיים, בעיקר בני-קיימא¹. קרן המטבע צופה כי במהלך 2009 כולה יצטמק הסחר העולמי בכ-12 אחוזים. הירידה בהיקף הסחר, שהיא החדה ביותר בעשורים האחרונים, משקפת את עוצמתו של המיתון הגלובלי, אף כי אפשר שבמיתון הנוכחי הסחר העולמי רגיש להיקף הייצור יותר מאשר במיתונים של אמצע שנות השבעים וראשית שנות השמונים, עקב התגברות הגלובליזציה בייצור ובעקבותיה מעבר נרחב יותר של מוצרי ביניים בין מדינות.

ברביע השני של 2009 התמתן המשבר הפיננסי, הבורסות בעולם עלו, וגיוסי ההון התחדשו. לצד פעילות ממותנת ולאחר ירידות שערים שאפיינו את בורסות העולם במחצית השנייה של 2008, התהפכה המגמה בשווקים הפיננסיים, והחל ממארכס 2009 ועד סוף הרביע הנסקר עלו המדדים בשיעור של כ-20 עד 40 אחוזים (במונחי דולרים, איור 3). בישראל היה שיעור עלייתם של מדדי המניות גבוה יותר מאשר במדינות המפותחות. במקביל התחדשו גיוסי ההון הן באמצעות הנפקת חוב והן באמצעות מניות, לאחר שהם הצטמצמו במידה ניכרת עם החרפת המשבר בספטמבר 2008.

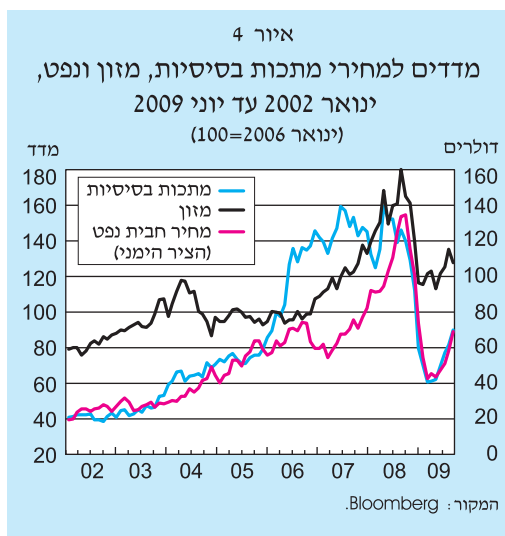
¹ לדיון בגורמים להתכווצות הסחר העולמי ראו התיבה "What has driven the sharp fall in world trade" בדוח האינפלציה של ה-Bank of England, מאי 2009.



הואיל והמשק הישראלי הוא משק קטן ופתוח, מביא המיתון העולמי לירידת הביקוש לייצור המקומי. המיתון במשקים המפותחים והתכווצות הסחר העולמי משפיעים לרעה על היצוא הישראלי, ודרכו – על הפעילות הכלכלית המקומית כולה. המשבר העולמי, שגלש לישראל תחילה דרך הערוץ הפיננסי, משפיע כעת בעיקר דרך ירידת הביקושים לייצור המקומי. ירידת הביקוש, ובעקבותיה התכווצות התוצר בישראל, מפעילות לחצים להתמתנות האינפלציה בארץ.

(2) האינפלציה בעולם

לאחר ירידה חדה במחצית השנייה של 2008 שבו מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון בעולם ועלו במהלך הרביע הנסקר. בשנים האחרונות, על רקע צמיחה חזקה במשקים המתעוררים, עלו בהתמדה מחירי הסחורות, האנרגיה והמזון בעולם, והגיעו לשיא באמצע 2008. עם חלחול המשבר לפעילות הריאלית וירידת הביקושים מצד המשקים המתעוררים, צנחו המחירים במחצית השנייה של 2008 בעשרות אחוזים (איור 4). בתחילת הרביע הראשון של 2009, לאחר רגיעה יחסית בשווקים, התייצבו המחירים, ובמהלך הרביע הנסקר הם עלו בשיעורים ניכרים. מדדי Bloomberg מורים כי ברביע השני של 2009 מחירי המתכות הבסיסיות עלו ב-28.8 אחוזים, מחירי המזון עלו ב-5.1 אחוזים, ומחירי חבית נפט מסוג "ברנט" עלה ב-45.9 אחוזים^{3,2}. עליית המחירים נובעת, בין היתר, מהתעוררות מחודשת של ביקושים מצד סין – תוצאה של מדיניות פסקלית אגרסיבית להרחבת ההשקעות במדינה – מצפי להתאוששות כלכלית בעולם, אולם



לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובחו"ל, 2007, 2008 ו-2009
(שיעורי השינוי)

אירופה				ארה"ב				ישראל				מדד המחירים הכללי
יוני				יוני				יוני				
**II/2009	*2009	2008	2007	**II/2009	*2009	2008	2007	**II/2009	*2009	2008	2007	
2.5	0.3	1.6	3.1	5.7	-1.4	0.1	4.1	9.4	3.6	3.8	3.4	
13.0	2.4	-3.7	9.2	79.5	-25.5	-21.3	17.4	36.0	-7.3	-9.5	14.4	
												אנרגיה
												מזון (ללא פירות וירקות)
0.4	0.4	3.5	5.1	-1.5	2.2	5.9	4.8	0.4	1.1	9.1	6.3	
-1.1	0.0	2.8	3.1	-3.1	-1.9	3.4	5.9	7.5	1.0	-2.0	7.0	פירות וירקות
												מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות
1.7	1.3	1.8	1.9	1.2	1.7	1.8	2.4	9.1	5.4	3.6	1.6	

* 12 החודשים האחרונים.

** במונחים שנתיים.

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

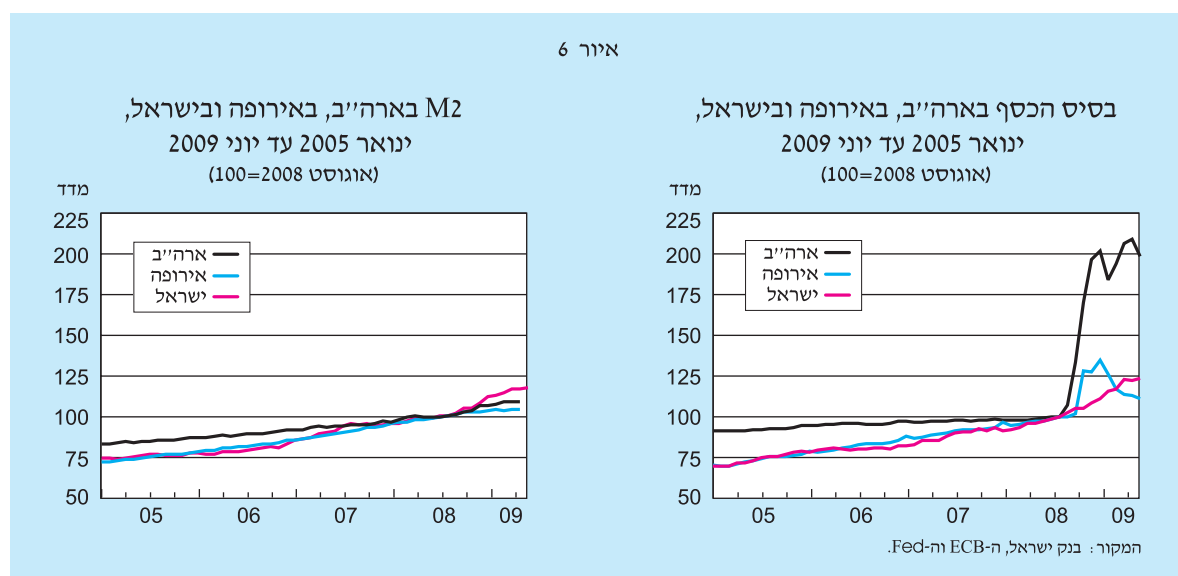
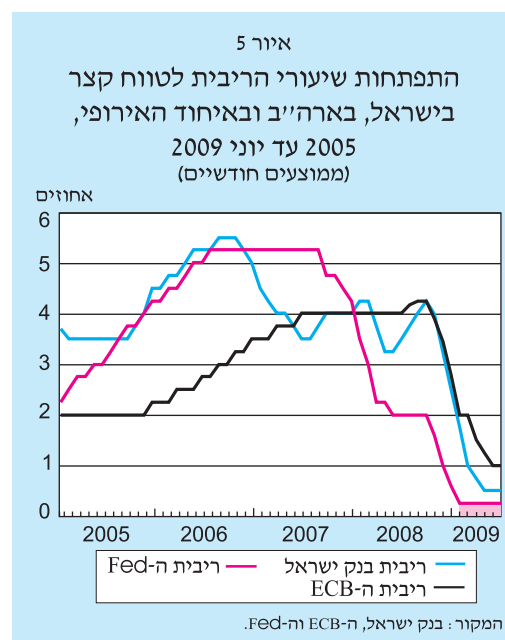
² ממוצע יוני 2009 לעומת ממוצע מארס 2009, מחירים דולריים.

³ מדד המתכות הבסיסיות מורכב מאלומיניום, נחושת, ניקל, עופרת, אבץ ובדיל. מדד המזון: בעלי חיים, תבואות וגידולי סוכר, קפה וקקאו.

גם מהיחלשותו של הדולר. העלייה האחרונה של מחירי האנרגיה העלתה ברביע הנסקר את מדדי המחירים לצרכן בארה"ב ובאירופה, אך בניכוי השפעתם ובניכוי מחירי הפירות והירקות, שהשפעתם עונתית, עלו המחירים בארה"ב בכ-1.2 אחוזים, במונחים שנתיים, ובאירופה – ב-1.7 אחוזים (לוח 1). שיעורים אלה משקפים את התמתנות הפעילות הריאלית בארה"ב ובאירופה.

(3) המדיניות המוניטרית בעולם

בארה"ב הביאה המדיניות המוניטרית המרחיבה לגידול ניכר של מאזן הבנק הפדרלי ושל בסיס הכסף, אולם קצב התרחבותם התמתן במהלך הרביע השני של 2009. החל מאמצע דצמבר 2008 נעה ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב בטווח יעד של 0 עד 0.25 אחוז (איור 5), ומהדעות הבנק עולה כי להערכתו תנאי הרקע הכלכליים ימשיכו לתמוך ברמת ריבית נמוכה לתקופה ממושכת. במקביל ממשיך הבנק הפדרלי לפעול גם באמצעות תוכניות סיוע ורכישה של נכסים פיננסיים שונים – בעיקר אג"ח המגובות במשכנתאות ואג"ח ממשלתיות. רכישת אג"ח המגובות במשכנתאות נועדה להוצאת נכסים רעילים ממאזני הבנקים המסחריים, ובכך להמריץ את הזרמת האשראי בשווקים, בעוד שרכישת אג"ח ממשלתיות נועדה בעיקרה להורדת התשואות לטווח ארוך. יצוין כי גיוסי ההון של הממשל האמריקאי למימון הגירעון הציבורי החרגו שיווצר השנה פועלים להעלאת התשואות, ועל כן מקוזזים במידה מסוימת את השפעת רכישות האג"ח של הבנק הפדרלי. למרות המשך הרכישות הנרחבות של אג"ח ממשלתיות ואג"ח המגובות במשכנתאות התייצבה בחודשים האחרונים רמת הנכסים של הבנק הפדרלי, וזאת עקב פדיון הלוואות שניתנו לגופים פיננסיים במסגרת תוכניות הסיוע השונות. פעולותיו המרחיבות של הבנק הביאו לגידול ניכר של מאזנו, ודרכו – של בסיס הכסף, שגדל בשיעור חריג במיוחד במהלך הרביע האחרון של 2008; עם זאת, מצרפי כסף רחבים יותר גדלו בשיעור מתון בהרבה (איור 6).



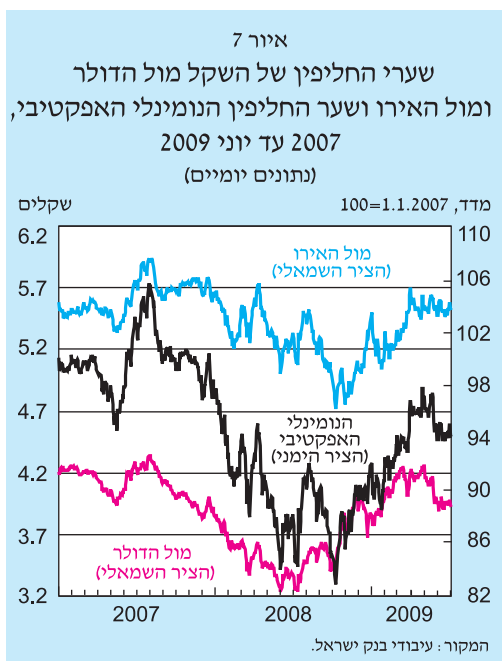
ההרחבה המוניטרית החריגה בארה"ב מעוררת בשווקים חששות לאינפלציה עתידית. הרחבת בסיס הכסף חיונית להפחתת סיכון האשראי בשווקים ולתמיכה בפעילות הכלכלית האמריקאית, אך לכשייראו סימני התאוששות ראשונים בביקושים עלולה ההרחבה המוניטרית החריגה ליצור לחצים אינפלציוניים. אם החששות לאינפלציה בארה"ב יתממשו, יישחק ערכם הריאלי של נכסים דולריים. שחיקה כזאת תפגע בגופים ובמדינות המחזיקים נכסים דולריים לא-צמודים, תביא לפיחות של הדולר ביחס למטבעות העיקריים וביחס לשקל ולעלייה נוספת של מחירי הסחורות. על רקע החששות לאינפלציה בארה"ב עלו לאחרונה הצעות, בעיקר מצד סין ומדינות מתפתחות אחרות, ליצירת מטבע בין-לאומי חלופי לדולר, שימש למסחר בין-לאומי ולהחזקת רזרות מט"ח.

התרחבות איטית יחסית של מצרפי הכסף הרחבים בארה"ב מעידה על לחצים אינפלציוניים נמוכים מאלה העולים מהמצרפים הצרים. ההרחבה המוניטרית בארה"ב איננה מחלחלת אל מצרפי הכסף הרחבים באותה מידה שבה היא מתבטאת בבסיס הכסף (איור 6). התרחבותם האיטית יחסית מעידה על מכפיל כסף נמוך בהשוואה לעבר – דבר שיאפשר ספיגה מהירה של עודפי הנזילות בבוא העת, ועל כן הלחצים האינפלציוניים הטמונים בהרחבה המוניטרית ככל הנראה נמוכים מהמתקבל מבחינת מצרפי הכסף הצרים בלבד. מכל מקום, עם התאוששות הביקושים בכוונת הבנק הפדרלי לספוג במהירות את עודפי הנזילות מהשווקים, הן באמצעות מכירה של הנכסים שרכש בזמן המשבר – פעולה אשר לכשעצמה תצמצם את בסיס הכסף – והן באמצעות העלאת הריבית על רזרבות הבנקים המסחריים. מלבד זאת, הואיל וחלק מהנכסים שרכש הבנק הפדרלי הם לטווח קצר, הרי שעם פירעונם תיספג אוטומטית חלק מהנזילות שהוזרמה קודם לכן לשווקים.⁴

באירופה נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה, אולם בהיקף מצומצם יותר מאשר בארה"ב. מאז החרפת המשבר הפיננסי בספטמבר הפחית הבנק המרכזי האירופי את הריבית בשיעור מצטבר של 3.25 נקודות אחוז, וממאי 2009 היא עומדת על אחוז אחד. במקביל לירידת הריבית גדל בסיס הכסף במהלך הרביעי האחרון של 2008, אולם החל מאמצע הרביעי הראשון של 2009 הוא התכווץ למרות הריבית הנמוכה (איור 6). היקף ההרחבה המוניטרית באירופה מצומצם יותר מאשר בארה"ב, וזאת אף על פי שהתכווצות הפעילות בגוש האירו חריפה יותר.

ב. שער החליפין ומאזן התשלומים

לאחר שישה חודשים נעצרה מגמת הפיחות של השקל, ובמהלך הרביעי הנסקר הוא שמר על יציבות מול מרבית המטבעות העיקריים, ואף התחזק מול הדולר. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחד במהלך הרביעי הנסקר



⁴ לדיון באסטרטגיית היציאה של ה-Fed מהמדיניות המרחיבה ראו נאומו של ברננקי מיום 13/01/2009: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

בשיעור של 0.2 אחוז (ממוצע יוני לעומת ממוצע מארס), שער החליפין של השקל מול האירו פחת ב-1.5 אחוזים, ומול הדולר השקל יוסף ב-5.2 אחוזים, על רקע חולשת הדולר בעולם (איור 7). התייצבות נרשמה גם בשער החליפין הריאלי האפקטיבי, לאחר פיחות רצוף מאוקטובר 2008. כמו כן ירדה במהלך הרביע הנסקר סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר, והיא נעה בטווחים דומים לאלה שנצפו בחודשים שקדמו להחרפת המשבר בספטמבר 2008. ירידה זו משקפת התבהרות מסוימת של חוסר הוודאות הכלכלית.

מנתוני מאזן התשלומים עולה כי הפיחות ברביע הראשון של 2008 נבע בעיקרו מפעולות בחשבון הפיננסי. ברביע הראשון של השנה נרשם עודף בחשבון השוטר, שנבע הן ממאזן סחר חיובי והן מהעברות נטו שהמשק קיבל. עודף בחשבון השוטר יוצר לחצים לייסוף, אולם ברביע הראשון של השנה פחת השקל מול מרבית המטבעות העיקריים, ועל כן ניתן להסיק כי הלחצים לפיחות נבעו מהחשבון הפיננסי. סעיפי מאזן התשלומים המרכזיים שתורמו לפיחות הם יתרות המט"ח של ישראל, שעלו עקב רכישות המט"ח של בנק ישראל, וההשקעות נטו בניירות ערך, ואולם השקעות אלה הן במגמת ירידה, כתוצאה מירידה של השקעות הישראלים בחו"ל ומעלייה של השקעות הזרים בישראל, מגמה הממתנת את הלחצים לפיחות השקל.

ג. ההתפתחויות הריאליות⁵

(1) הביקוש

ברביע הראשון של שנת 2009 ירד הביקוש המצרפי על כל רכיביו. הירידה בפעילות, שהחלה ברביע השלישי של 2008, החרפה, וברביע הראשון של 2009 התכווצו, בניכוי עונתיות, כל רכיבי הביקוש המצרפי – הצריכה הפרטית, ההשקעה, הצריכה הציבורית, ובמיוחד היבוא והיצוא. ירידה בו-זמנית בכל רכיבי הביקוש היא נדירה, ומבטאת את עומקו של המיתון הנוכחי⁶. סקר החברות של בנק ישראל לרביע הראשון של 2009 מראה שהתכווצות הפעילות נובעת בעיקרה מצד הביקוש. אינדיקטורים ראשוניים לרביע השני של 2009 מורים על המשך התכווצות הביקוש המצרפי, אמנם בקצב מתון יותר.

הצריכה הפרטית

ברביע הראשון של 2009 ירדה הצריכה הפרטית. הצריכה הפרטית ירדה בשיעור של 3.5 אחוזים ברביע הראשון של 2009 לעומת קודמו. התכווצות הצריכה נובעת, מחד גיסא, מהרעה בכוח הקנייה – ירידה בשווי תיק הנכסים של הציבור, עליית שיעור האבטלה ושחיקת השכר הריאלי בשנה

⁵ הנתונים בסעיף זה מבוטאים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.

⁶ זהו הרביע הראשון שבו יורדים כל רכיבי הביקוש המצרפי, לפחות מ-1995, אז הלמ"ס עברה למדידת החשבונאות הלאומית במתכונת SNA93. בשיא המיתון הקודם, בסוף 2002 ותחילת 2003, עלייה ביצוא תמכה בכלכלה המקומית, ובמשבר הנוכחי ירידת היצוא היא מהגורמים המרכזיים למיתון.

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים, 2005 עד 2009

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

שיעורי השינוי בכל רביעי לעומת קודמו								
2009/I	2008/VI	2008/III	2008/II	2008	2007	2006	2005	
-3.7	-1.5	0.7	3.4	4.0	5.4	5.2	5.1	התוצר המקומי הגולמי
-5.2	-2.4	0.3	3.7	4.4	6.2	6.4	6.2	התוצר של המגזר עסקי
-46.0	-10.7	-0.4	-8.4	6.7	13.5	5.4	5.3	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
-3.5	-4.3	0.1	-0.7	3.9	6.7	4.0	3.9	הצריכה הפרטית
-1.6	-0.1	3.2	3.8	3.4	5.5	3.7	4.0	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
-6.9	3.3	3.7	-6.5	2.8	2.9	2.7	1.7	הצריכה הציבורית
-8.1	3.9	7.0	-1.2	2.9	3.5	2.0	0.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-9.6	31.3	10.0	14.1	3.3	12.0	6.5	12.7	ההשקעה המקומית הגולמית
-15.9	-0.5	-10.7	-0.8	5.1	15.5	9.9	2.9	מזה: בנכסים קבועים
-31.4	-35.1	1.6	-11.2	8.0	9.5	10.3	6.5	היצוא ללא יהלומים
-33.0	-36.6	3.3	-6.4	7.2	10.0	9.7	7.1	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



האחרונה; ומאידך – מחיסכון ממניעי זהירות, לנוכח אי-הודאות לגבי המצב הכלכלי בעתיד. התכווצות הצריכה הקיפה הן את רכישת המוצרים בני הקיימא והן את הביקוש לצריכה שוטפת. זהו הרביעי הרביעי ברציפות שבו יורד הביקוש למוצרים בני קיימא, והראשון מאז המיתון הקודם, שבו יורדת הצריכה השוטפת. הביקוש למוצרים בני קיימא הוא תנודתי, רגיש למצב מחזור העסקים, ומתנהג בדומה להשקעות⁷; לכן עצם הנסיגה של הביקוש למוצרים בני קיימא אינה נתון יוצא דופן, אולם אורכה – ארבעה רבעים ברציפות – משקף את חומרת המיתון הנוכחי. לעומת זאת הצריכה השוטפת מוחלקת על פני זמן, והיא פחות רגישה לשינויים במחזור העסקים (איור 8); על כן נסיגתה היא נתון חריג, המעיד על עומק הפגיעה בביטחון הצרכנים.

אינדיקציות מוקדמות לרביעי השני מורות על התמתנות הירידה בתצרוכת. במהלך הרביעי השני של 2009 התמתנו הירידות של גביית מס הערך המוסף ושל יבוא מוצרי הצריכה בני הקיימא, המכירות ברשתות השיווק עלו מעט, וזאת כנגד המשך הירידה של מדד הפדיון בענפי המסחר והשירותים. כל אלה מצביעים על התמתנות הירידה של הצריכה הפרטית. נוסף על כך הביאו העלייה בשוק המניות מתחילת השנה והתמתנות החששות להתדרדרות כלכלית נוספת לעלייה מסוימת של מדדי אמון הצרכנים של "גלובס" ו"בנק הפועלים" בתקופה הנסקרת.

⁷ בחשבונאות הלאומית רכישת מוצרים בני קיימא נרשמת כתצרוכת בעת הרכישה, אף כי השימוש בהם, כלומר תצרוכת השירותים שהם מספקים, נפרס על פני מספר שנים.

ההשקעה

ברביע הראשון של 2009 ירדו ההשקעות בנכסים קבועים. ההשקעה בנכסים קבועים ירדה ברביע הראשון בשיעור של 15.9 אחוזים לעומת הרביע הקודם – תוצאת ירידה חדה של ההשקעה בענפי המשק תוך עלייה מסוימת בבנייה למגורים. לאחר שבמהלך 2008 הירידה של ההשקעות הייתה בעיקרה של יבוא כלי רכב, ירדו ברביע הראשון של 2009 בעיקר יבוא המכוניות והציוד. יבוא מוצרי ההשקעה, שהוא כמחצית מההשקעה בענפי המשק, המשיך לרדת ברביע השני, אך בקצב מעט מתון יותר. חומרת הירידה בביקושים העולמיים החל מסוף 2008 בולטת במיוחד בהתפתחות המלאים – הנרשמים כהשקעה⁸. ברביע הראשון של 2009 נרשם גידול חריג של המלאי, המשך לגידולו ברביע שקדם לו. התפתחויות המלאי ויבוא מוצרי ההשקעה מלמדות כי ההשקעה ירדה, ככל הנראה, גם ברביע השני.

היצוא והיבוא

היצוא והיבוא ירדו ברביע הראשון של השנה תוך התרחבות החשבון השוטף. ברביע הראשון של 2009 עלה העודף בחשבון השוטף, בניכוי עונתיות, ל-2.7 מיליארדי דולרים, לעומת 0.8 מיליארד ברביע שקדם לו. עלייה זו לוותה בהצטמצמות סחר החוץ הן מצד היצוא והן מצד היבוא, תוך עודף חריג במאזן הסחר. היצוא (ללא יהלומים) ירד ברביע הראשון של 2009 בשיעור של 31.4 אחוזים לעומת הרביע הקודם, והיבוא האזרחי של סחורות ושירותים (ללא יהלומים, אניות ומטוסים) ירד בשיעור חד אף יותר – 46 אחוזים. העודף בחשבון השוטף במהלך הרביע הראשון נבע משיפור חד בתנאי הסחר – עלייה חדה של מחירי היצוא וירידה של מחירי חומרי הגלם, ובמיוחד הנפט. אינדיקטורים לסחר החוץ ברביע השני של 2009 מצביעים על בלימה של ירידת היבוא ועל עלייה של היצוא. עליית היצוא נובעת מעלייה של יצוא הסחורות ושל יצוא ענפי הטכנולוגיה העילית, בעיקר כתוצאה מחניכת מפעל חדש של "אינטל". התייצבות שער החליפין הריאלי האפקטיבי במהלך הרביע הנסקר, לעומת פיחות ברביע הקודם, יוצרת לחצים להצטמצמות העודף בחשבון השוטף.

הצריכה הציבורית והתקציב

למרות ירידה של ההוצאה הציבורית, נרשם במחצית הראשונה של השנה גירעון בתקציב הממשלה, לעומת עודף בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון נוצר עקב ירידה חדה בגביית המסים. הצריכה הציבורית ירדה ברביע הראשון ב-6.9 אחוזים לעומת הרביע הקודם, הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני ירדה ב-8.1 אחוזים, והצריכה הציבורית האזרחית ירדה ב-1.7 אחוזים. הירידה של הצריכה הציבורית נובעת מאי אישור התקציב במחצית הראשונה של השנה וממגבלות ההוצאה הנגזרות מכך. מעבר לכך, פירעון חוב חריג ברביע הראשון הקטין עוד יותר את ההוצאה הציבורית המותרת. ברביע השני גדלו הוצאות הממשלה, אולם

⁸ משמעות הדבר היא שעקב קיומם של עודפי ייצור לנוכח התכווצות הביקושים, נרשמת השקעה גדולה במלאי.



הן היו מתחת למגבלה החודשית של 1/12 מתקציב השנה הקודמת. לנוכח אישור התקציב והוצאת החסר במחצית הראשונה, צפוי גידול מסוים של הביקושים מצד הממשלה במחצית השנייה. ההכנסות המקומיות בששת החודשים הראשונים של השנה ירדו ריאלית ב-15 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד – ירידה המבטאת בעיקר ירידה של 12.9 אחוזים בגביית המסים הישירים והעקיפים בתקופה זו⁹. נוסף על כך פחתו עודפי המוסד לביטוח לאומי שהועברו לממשלה, בגלל השיעור הקטן של גידול הגבייה ועליית ההוצאה על דמי אבטלה. עם זאת, היקפה של גביית המסים היה בהתאם לתחזיות, ולכן הירידה בגבייה אינה צפויה ליצור לחץ לגידול הגירעון השנה מעבר למתוכנן בהצעת התקציב – 5.9 אחוזי תוצר.

העלאת שיעורי המסים העקיפים תתרום לעליית מחירים חד-פעמית. כדי לעמוד ביעד הגירעון, הועלו בשלהי התקופה הנסקרת הבלו על דלק והמס על סיגריות. כן הועלה המע"מ באחוז אחד למשך שנה וחצי (מ-15.5 אחוזים ל-16.5 אחוזים) החל מיולי 2009. העלאת המסים העקיפים צפויה לתרום לעלייה של רמת המחירים במשק, אך לא לעלייה מתמשכת בקצב האינפלציה.

(2) ההיצע

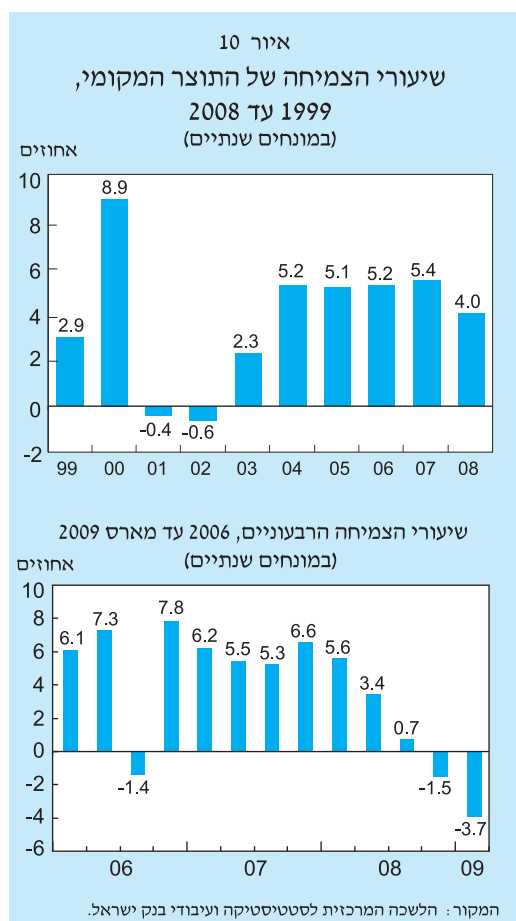
התוצר

התוצר התכווץ ברביע הראשון, אך בשיעור נמוך לעומת התכווצות הביקושים המקומיים. עקב הירידה בביקושים התכווץ התוצר המקומי הגולמי ברביע הראשון של השנה ב-3.7 אחוזים לעומת קודמו, והתוצר העסקי ירד בשיעור חד אף יותר, 5.2 אחוזים. ירידת התוצר הייתה מתונה יחסית לירידת הביקושים, משום שחלק נכבד ממנה היה בביקוש ליבוא (מוצרים בני-קיימא, חומרי גלם, ומוצרי השקעה). מסקר ציפיות התעשיינים עולה כי לרביע השני הייתה צפויה התמתנות ניכרת בנסיגת הפעילות, ואכן, מסקר החברות לרביע זה עולה כי קצב התכווצותו של המגזר העסקי התמתן מאוד ביחס לשני הרבעים הקודמים; כמו כן מורה הממד המשולב למצב המשק על האטת ההתכווצות במהלך הרביע, ובחודש יוני אף נרשמה בו עלייה ראשונה מאז יולי 2008.

שוק העבודה

המיתון במשק ניכר בעליית שיעור האבטלה, אולם אינדיקטורים מקדימים מעידים על בלימה מסוימת של ההתדרדרות בשוק העבודה. מספר המועסקים ירד ברביע הראשון של 2009 ב-0.3 אחוז – 8,000 מועסקים – ומספר המובטלים עלה בכ-35 אלף איש. לפיכך עלה שיעור האבטלה זה הרביע השלישי ברציפות, והגיע ברביע הראשון של 2009 ל-7.6 אחוזים. יצוין כי כ-0.5 אחוז מהעלייה של שיעור האבטלה נובע מעליית שיעור ההשתפות בכוח העבודה. עליית האבטלה אפיינה גברים ונשים כאחד, והקיפה את כל המחוזות. מספר המועסקים במגזר העסקי

⁹ בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות.



כמעט לא השתנה, ואילו במגזר הציבורי הוא ירד ב-1.5 אחוזים. בשיעור האבטלה ה"מוחש" נמשכה מגמת העלייה, ובמאי הוא הגיע ל-8.4 אחוזים. כמו כן מראה סקר החברות כי הביקוש לעובדים המשיך לרדת גם ברביע השני. סקר המעסיקים של משרד התמ"ת מצביע על מאזן תעסוקה שלילי, כלומר על מספר איושים הנמוך ממספר פליטות העובדים, זה הרביע השלישי ברציפות, אף שנרשם בו שיפור לעומת שני הרביעים הקודמים. כן עלה מספר דורשי העבודה, על פי נתוני לשכת התעסוקה, לצד ירידת הביקוש לעובדים חדשים, כפי שעולה ממדד Manpower. כנגד זאת עלה מעט מספר שעות העבודה למועסק ברביע הראשון של השנה – נתון המעיד על בלימה בהתדרדרות שוק העבודה, שכן עם התאוששות הפעילות גדלה תשומת העבודה במשק דרך הוספת שעות עבודה למועסק, ורק לאחר מכן שוכרות החברות עובדים נוספים.

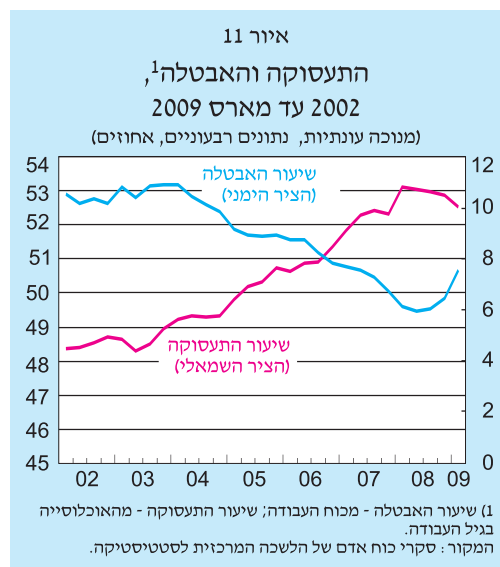
השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו ברביע הראשון לעומת קודמו, אך היו נמוכים מרמתם בתקופה המקבילה אשתקד. השכר הריאלי הממוצע למשרת שכיר עלה ברביע הראשון של השנה ב-1.4 אחוזים ביחס לרביע הקודם, אך היה נמוך ב-3.5 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד – ירידה שנובעת בעיקר מענפי הבנקאות, המסחר והתעשייה. באופן דומה עלה השכר הנומינלי הממוצע למשרת שכיר ברביע הראשון של השנה ב-2.4 אחוזים ביחס לקודמו, אך היה נמוך ב-0.2 אחוז מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. עלות העבודה ליחידת תוצר במגזר העסקי עלתה ברביע הראשון ב-3.3 אחוזים, לאחר ירידה חדה של 23.5 אחוזים בקודם.

ניצולת ההון

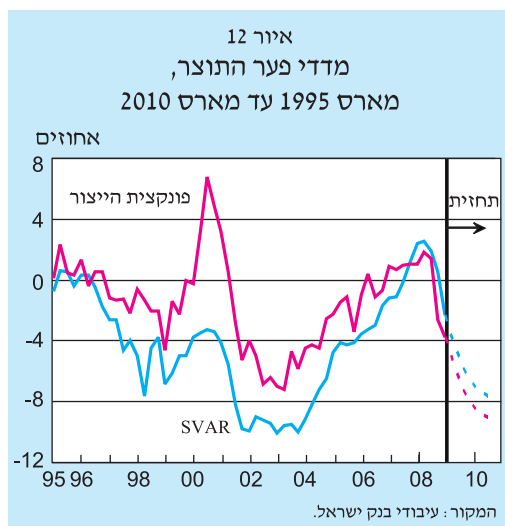
ניצולת ההון ירדה ברביע הראשון של השנה. היחס השקעות-הון במגזר העסקי ירד ברביע הראשון של 2009 אל מתחת למגמתו ארוכת הטווח¹⁰. יחס השקעות-הון הנמוך מהמגמה מצביע על מלאי הון מעל לרצוי, ועל כן – על ניצולת הון נמוכה. הירידה של יחס זה נבעה מירידה של ההשקעות בצידוד, ואילו במבנים הייתה יציבות. על פי סקר החברות ניצולת ההון בתעשייה המשיכה לרדת גם ברביע השני, אמנם בקצב מתון יותר מאשר בקודמו. גם עליית האבטלה וירידת מספרן של שעות העבודה במשק מצביעות על ירידה בניצולת ההון.

(3) השפעת הפעילות הריאלית על המחירים

באמצע 2008 החלה האטה בביקושים, פער התוצר התרחב, ועל כן נחלשו 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 שקיים במשק עודף היצע, והלחצים האינפלציוניים נמוכים. על פי המדדים שבשימוש חטיבת המחקר של בנק



¹⁰ כפי שנמדד באמצעות מגמת HP.

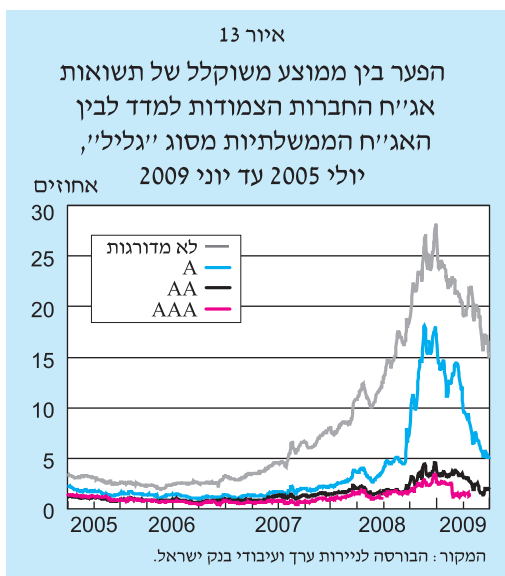


ישראל, הביקושים ביחס לפוטנציאל הייצור הגיעו לשיאם באמצע 2008, ומאז הם מתמתנים (איור 12)¹¹. במיוחד בולטת ירידת מדדי פער התוצר ברביע האחרון של 2008 וברביע הראשון של 2009 – ירידה המעידה על התמתנות הלחצים האינפלציוניים מצד הפעילות הריאלית בתקופה זו. גם פערי התוצר הנגזרים מתחזיות הצמיחה והאבטלה תומכים בהערכה שסביבת האינפלציה תישאר ממותנת גם בחודשים הקרובים.

ירידת הביקוש לצד עודף כושר ייצור פועלים להרחבת פער התוצר ולמיתון הלחצים האינפלציוניים. הירידה בביקושים תוך האטת קצב התכווצותם מעידה כי המשק קרוב לשיא השפל במחזור העסקים הנוכחי. מצד ההיצע, הירידה בניצולת ההון מצביעה על עודף כושר ייצור במשק. משני גורמים אלה – הביקוש וההיצע – עולה כי פער התוצר התרחב בחודשים האחרונים, וכי הוא ימשיך להתרחב כל עוד הצמיחה בפועל נמוכה מקצב הצמיחה של הטווח הארוך, ועל כן הלחצים לאינפלציה בחודשים הקרובים מצד הפעילות הריאלית צפויים להיות מהמתונים ביותר על פני מחזור העסקים. גם רמותיהם הנמוכות של עלות העבודה ליחידת תוצר והשכר תומכות בהערכה בדבר סביבת אינפלציה ממותנת מצד הפעילות הריאלית.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

ברביע הנסקר עלו מחירי הנכסים הפיננסיים, אולם הם משקפים רמה גבוהה של סיכון אשראי ביחס לתקופה שקדמה למשבר. כתוצאה מהמשבר הפיננסי העולמי ירדו במהלך הרביע האחרון של 2008 מחירי המניות בבורסה של תל אביב בכ-35 אחוזים, והחל מינואר 2009 הם עלו בהתמדה, וכמעט מחקו את הירידות שלאחר החרפת המשבר בספטמבר. יצוין שהעלויות בבורסה של תל אביב היו גבוהות יחסית לעלויות שנרשמו בבורסות של המדינות המפותחות. התאוששות מחירי המניות בבורסה באה, בין היתר, על רקע הורדת ריבית בנק ישראל, שהגדילה את האטרקטיביות היחסית של האפיק המנייני. במקביל נמשכה במהלך הרביע הנסקר מגמת הירידה של פער התשואות בין אג"ח צמודות למדד של חברות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות (איור 13). יצוין שאף כי הפער גבוה יחסית לרמתו לפני ספטמבר 2008, הוא לא צפוי לחזור לרמתו לפני המשבר, שכן אז הוא היה נמוך מדי ולא שיקף נאמנה את רמת הסיכון שבאיגרות החוב. כמו כן ניכרת ירידה בתנודתיות הפער, בעיקר באג"ח בעלות הדירוג הגבוה. התפתחויות אלה משקפות את תהליך תמחור הסיכון בשווקים, את התבהרות אי הוודאות לגבי היקפו ועומקו של המשבר, וכן את תרומת המדיניות המוניטרית לייצוב השווקים הפיננסיים.



¹¹ בשימוש חטיבת המחקר שלוש שיטות מדידה: שיטת פונקציית הייצור, שיטת ה-NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ושיטת SVAR (Structural Vector Auto-Regression). לפירוט על שיטות המדידה ראו פרק ב' בדוח בנק ישראל לשנת 2008.

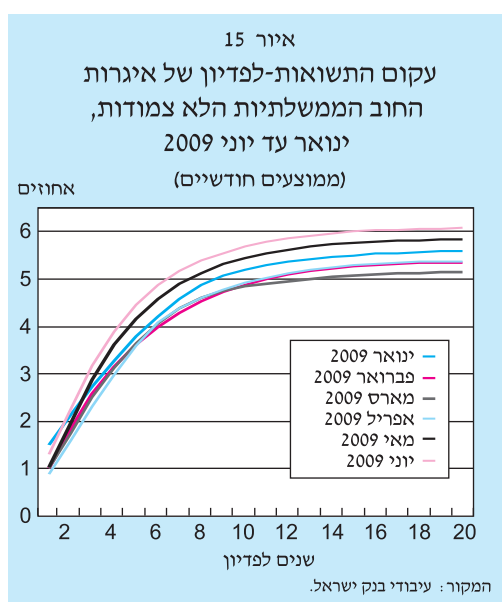
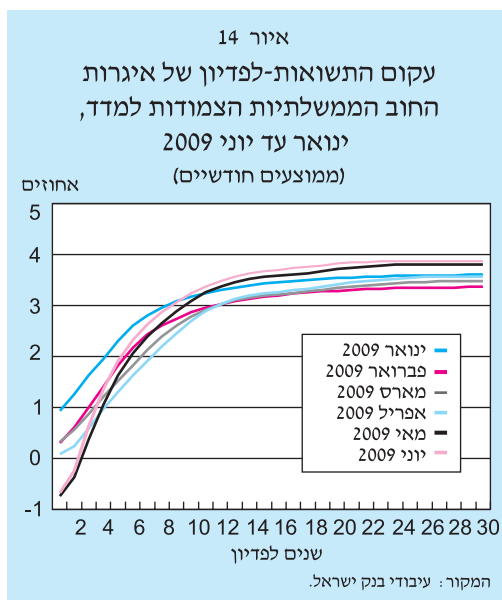
06/09	05/09	04/09	03/09	02/09	01/09	12/08	11/08	10/08	
התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)									
0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	1.3	2.1	3.0	3.6	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
1.3	1.1	0.9	1.1	1.1	1.5	2.0	3.0	3.5	תשואות המק"ם לשנה
4.7	4.3	3.7	3.7	3.7	3.9	4.2	5.3	5.3	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
6.3	6.0	5.5	5.3	5.5	5.7	5.9	7.0	6.8	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.6	-0.7	0.1	0.3	0.3	0.9	2.8	3.2	3.2	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
2.0	1.6	1.3	1.5	1.8	2.3	3.2	3.8	3.7	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.9	3.8	3.6	3.5	3.4	3.6	3.8	4.4	4.1	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*									
1.8	2.2	2.9	3.4	3.3	3.4	3.9	3.6	2.8	
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*									
12.9	16.2	17.2	17.6	18.4	20.0	20.7	19.1	16.2	
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)									
0.1	8.0	8.2	6.8	5.4	6.9	-4.4	-5.8	-17.6	מדד המניות הכללי
-2.7	8.5	11.5	9.4	0.8	0.9	-1.9	-8.0	-18.2	מדד תל-אביב 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)									
-0.6	-4.9	-0.6	0.6	2.4	6.9	-3.0	3.6	10.6	השקל מול הדולר
0.7	-0.9	-0.9	5.7	0.7	-1.2	5.0	4.5	-3.5	השקל מול האירו
0.2	-2.5	0.6	3.0	0.5	2.0	1.0	3.1	2.0	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)									
15.3	13.9	11.9	13.1	17.3	19.8	18.7	19.5	19.5	סטיית התקן הגלומה
9.6	8.1	6.0	8.8	15.9	18.0	20.3	22.0	16.2	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
11.7	10.4	6.1	7.3	12.1	16.9	12.0	12.1	17.7	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

המקור: עיבודי בנק ישראל.

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

ערך תיק הנכסים שבידי הציבור עלה במהלך הרביע הנסקר, המשך לעלייתו מהרביע הקודם¹². באפריל ומאי 2009 עלה ערך תיק הנכסים שבידי הציבור ב-4.9 אחוזים לעומת ממוצע הרביע הראשון בעיקר בשל עליית מחירי הנכסים. בתקופה זו נמשכה העלייה ביתרת הנכסים של הגופים המוסדיים, וזו חזרה לרמתה באוגוסט 2008. כן עלה סך נכסיהן של קרנות הנאמנות, על רקע גיוס חיובי נטו בקרנות המתמחות באג"ח ומניות, לצד גיוס שלילי נטו בקרנות הכספיות. מגמה זו החלה בפברואר, על רקע הריבית הנמוכה.

¹² הנתונים בפיסקה זו חלקיים, בגלל אי זמינות של נתונים.

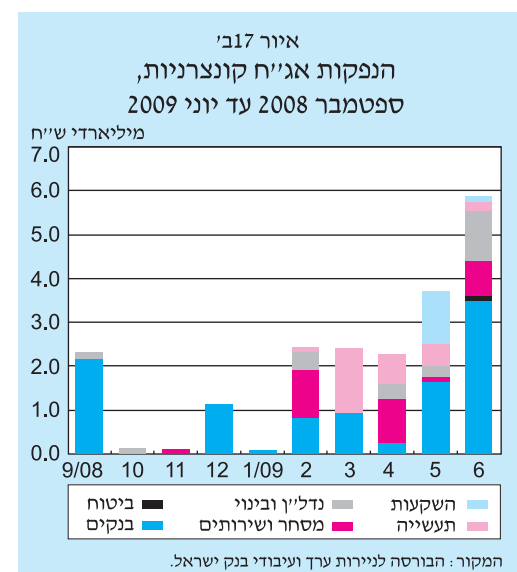
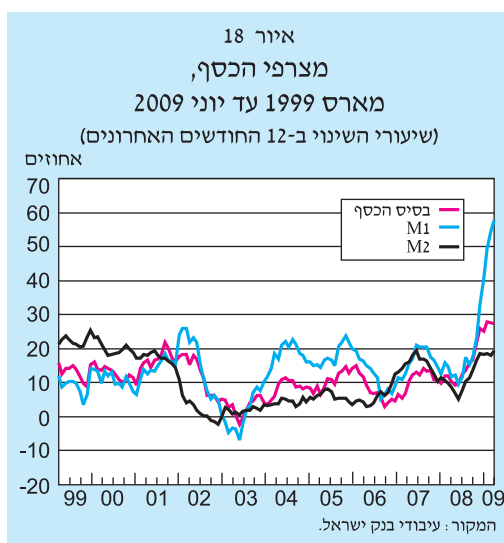
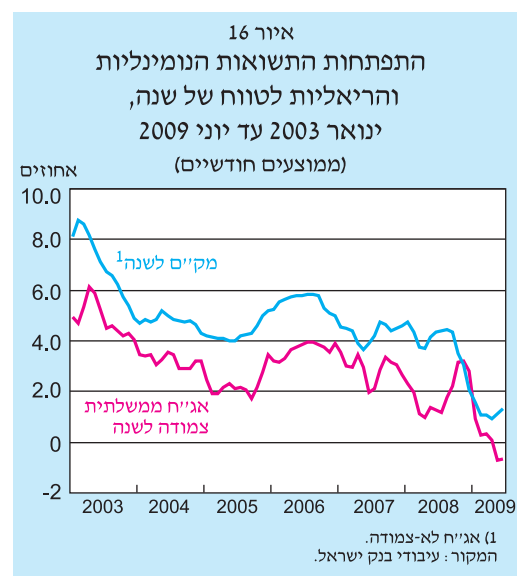
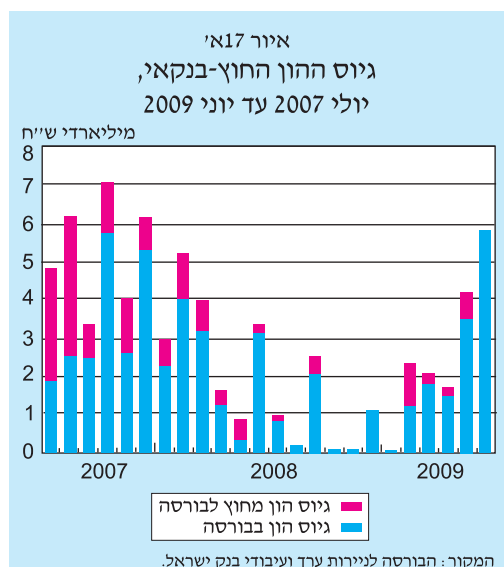


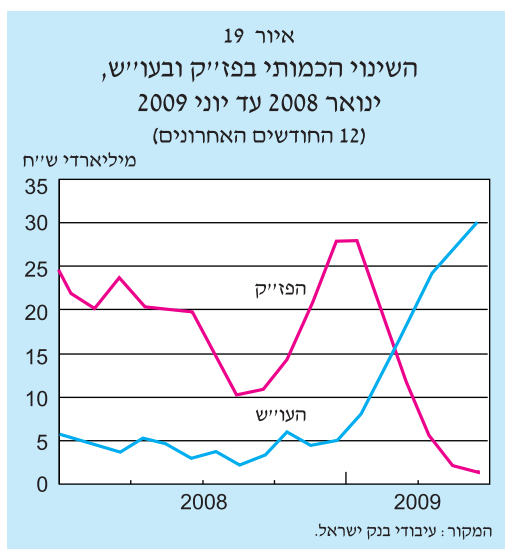
שיפוע עקום התשואות הריאליות של איגרות החוב הממשלתיות התליל במהלך הרביע הנסקר. התשואות הריאליות של האג"ח הממשלתיות לטווח הקצר (עד שנתיים לפדיון) הן שליליות – הרמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון. תשואה נמוכה זו, הנובעת מרמתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל, אמנם מעידה על עוצמתו של המשבר, אך גם מסייעת להתאוששות ממנו. התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוך (עד 10 שנים) עלו במהלך הרביע הנסקר, אולם הן עדיין נמוכות ביחס לאלה של העשור האחרון. עליית הסיכון הגלום באג"ח הממשלתיות כתוצאה מהגידול הצפוי של הגירעון הממשלתי, וכן האינדיקטורים להתאוששות קרובה תמכו בעליית התשואות הריאליות בטווחים אלו, בעוד שרכישות האג"ח על ידי בנק ישראל פועלות לירידת התשואות. גורמים אלו הביאו לעליית שיפוע עקום התשואות: הפער בין התשואה הריאלית ל-10 שנים ובין התשואה לשנה עמד ברביע הנסקר על כ-3.4 אחוזים, לעומת פער ממוצע של 0.4 אחוז בלבד במהלך העשור האחרון.

היקף גיוס האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי עלה ברביע הנסקר. גיוסי האשראי החוץ-בנקאי, שחודשו בתחילת השנה, נמשכו במהלך הרביע הנסקר, התרחבו במידה משמעותית, ואף חזרו לרמת המחצית הראשונה של 2008, תוך ירידה של פער התשואות לעומת האג"ח הממשלתיות; גיוס האשראי כלל גם חברות מענפים שלא גייסו אשראי חוץ-בנקאי במחצית השנייה של 2008, וכן נרשמו גיוסים על ידי חברות בעלות דירוג אשראי נמוך יותר מאשר ברביע הקודם. עלייה זו במיגוון החברות המגייסות אשראי חוץ-בנקאי תוך ירידת פערי התשואות מעידה על ירידה בהערכות הסיכון של השוק. ברביע הנסקר ירדו יתרות האשראי הבנקאי למגזר העסקי. במקביל נשארו הריביות הבנקאיות על האשראי החדש ברמתן הנמוכה ביותר בעשור האחרון, ונתוני סקר החברות מצביעים על הקלה במגבלת האשראי על פעילותן של הפירמות. מממצאים אלו עולה שהירידה ביתרות האשראי הבנקאי למגזר העסקי נובעת מירידה של הביקוש לאשראי, על רקע התכווצות הפעילות במשק וחידוש גיוס האשראי החוץ-בנקאי, ולא מצד ההיצע.

על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה ממשיכים מצרפי הכסף הצרים להתרחב בקצב חריג. עם הורדות הריבית החדות מאז ספטמבר 2008 והגעתה של ריבית בנק ישראל באפריל ל-0.5 אחוז – רמתה הנמוכה ביותר אי פעם – עלה מאוד קצב הגידול של מצרפי הכסף השונים (איור 18). במיוחד התרחבו בסיס הכסף ואמצעי התשלום, ושיעורי השינוי בהם במהלך 12 החודשים האחרונים היו הגבוהים ביותר מזה עשור: בסיס הכסף התרחב ב-28 אחוזים, ואמצעי התשלום ב-56 אחוזים. התרחבות נרשמה גם ב-M2, בשיעור של 19 אחוזים. זהו אמנם קצב גבוה, אך לא חריג בהשוואה לעשור האחרון; הרכיב המשלים את M1 ל-M2 גדל ב-10 אחוזים¹³.

¹³ M2 מורכב מאמצעי התשלום (M1) ומהפיקדונות השקליים הלא-צמודים עד שנה.





התרחבות המצרפים המוניטריים עלולה להביא בעתיד ללחצים אינפלציוניים, אולם בעוצמה נמוכה מזו הנגזרת מגידולם הריג של המצרפים הצרים. העלייה החדה באמצעי התשלום לעומת שאר רכיבי M2 מצביעה על הסטה בהרכב תיק הנכסים של הציבור מהחזקת פיקדונות נושאי ריבית למזומנים, וזאת לנוכח הריבית הנמוכה (איור 19). השינוי בהרכב תיק הנכסים מרמז כי הגידול הריג של מצרפי הכסף הצרים נובע מגמישותו הגבוהה של הביקוש לנזילות, ועל כן אינו יוצר לחצים אינפלציוניים, שכן עם עליית הריבית בעתיד, לאחר התאוששות הביקושים, יצטמצם במהירות רכיב המזומנים. בפני המדיניות המוניטרית עומד האתגר של תזמון נכון להעלאת הריבית; העלאה מאוחרת מדי עלולה להביא את שיעור האינפלציה אל מעל היעד, ואילו העלאה מוקדמת מדי תקשה על התאוששות הפעילות הכלכלית.

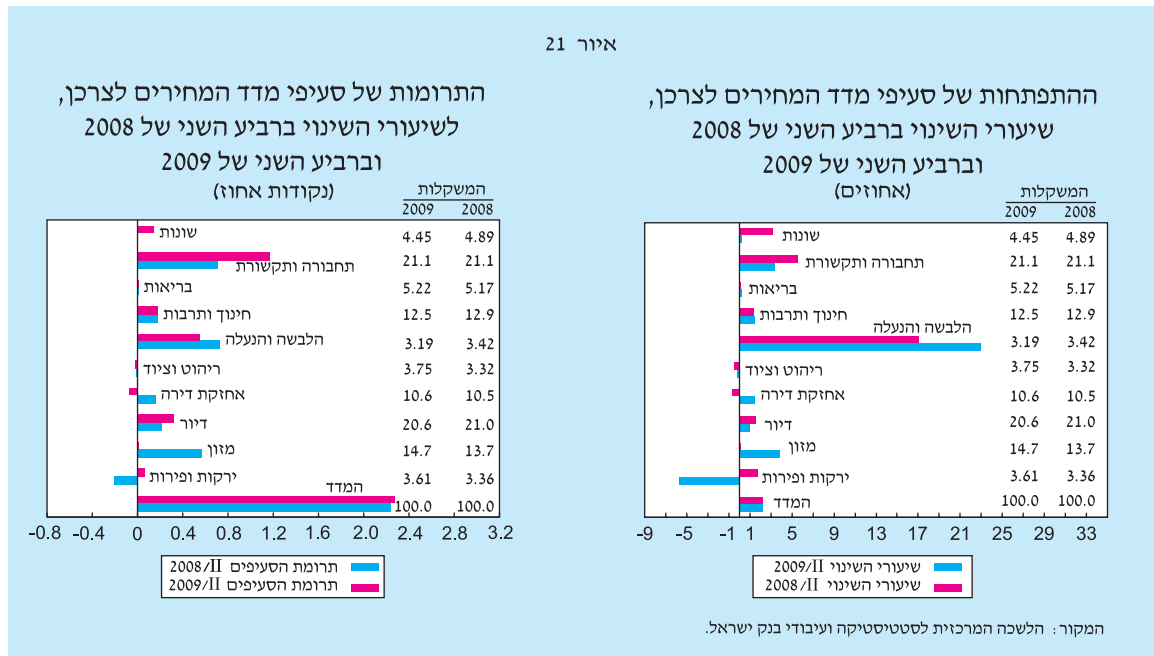
ה. האינפלציה ברביע הנסקר

במהלך הרביע הנסקר עלה מדד המחירים לצרכן בעיקר בהשפעת גורמים עונתיים ובהשפעת מחירי האנרגיה. ברביע השני של השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.3 אחוזים. הגורמים המרכזיים למדד הגבוה הם גורמים עונתיים, והבולט בהם הוא עלייה של סעיף ההלבשה וההנעלה ב-17.1 אחוזים. בניכוי עונתיות עלה המדד ב-1.4 אחוזים. כן תרמו למדד מחירי האנרגיה, שעלו ב-8.0 אחוזים במהלך הרביע הנסקר; בניכוי מחירי האנרגיה עלה המדד ב-1.9 אחוזים. קצב עליית המדדים המנוכים גבוה מהגבול העליון של יעד האינפלציה של הממשלה – 1 עד 3 אחוזים, והוא משקף עלייה בסביבת האינפלציה, במיוחד לעומת הסביבה הממותנת של סוף 2008.

האינפלציה במדידה של 12 החודשים האחרונים גבוהה מגבולו העליון של יעד האינפלציה, אך התפתחותה בתקופה זו לא הייתה אחידה. במדידה של 12 החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.6 אחוזים, ובמשך הרביע הנסקר הוא נע באזור גבולו העליון של יעד האינפלציה. התפתחות האינפלציה במהלך השנה האחרונה לא הייתה אחידה. ברביע השלישי של 2008 עלה מדד המחירים לצרכן, בניכוי עונתיות ובמונחים שנתיים, ב-6.6 אחוזים. האינפלציה הגבוהה בתקופה זו נבעה מתגובה בפיגור על עליית מחירי הסחורות בעולם ומהתקרבות המשק לתעסוקה מלאה. ברביע האחרון של 2008 ירדה סביבת האינפלציה, והמחירים, בניכוי עונתיות, נשארו ללא שינוי. הירידה באינפלציה נבעה מההאטה הכלכלית ומהירידה החדה של מחירי הסחורות בעולם. בששת החודשים האחרונים נתחדשה עלייתו של קצב האינפלציה, והמחירים עלו, בניכוי עונתיות, בשיעור שנתי של 4.0 אחוזים, למרות המיתון. להתפתחות המדד בשנה האחרונה תרמו גם מחירי הדיור; ללא דיור עלה המדד ב-12 החודשים האחרונים ב-0.3 אחוז, לעומת עלייה של 3.6 אחוזים, כאמור, במדד הכללי.

מחירי הדיור עולים למרות ההאטה הכלכלית. ברביע השני של 2009 עלו מחירי הדיור במדד המחירים לצרכן ב-1.5 אחוזים, וב-12 החודשים

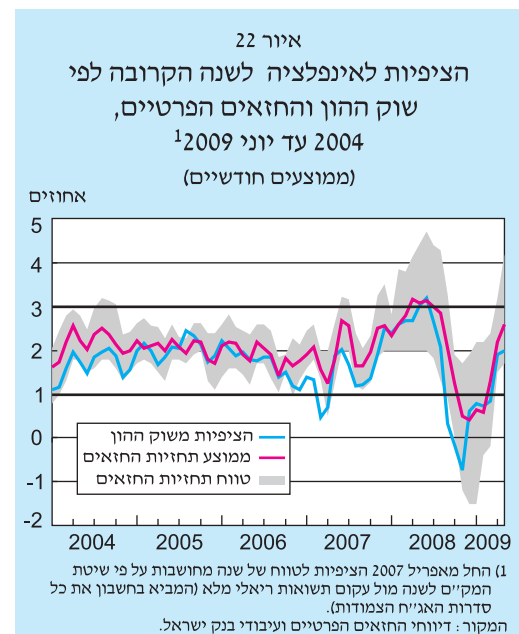




האחרונים הם עלו ב-16.8 אחוזים. סעיף הדיור במדד משקף ברובו שינויים במחירי שכר הדירה, ובעבר, כתוצאה מהנוהג לנקוב שכר דירה בדולרים, הם שיקפו את תנודות שער החליפין; לעומת זאת בשנתיים האחרונות, עם המעבר לחוזים שקליים, נחלש הקשר בין מחירי הדיור לשער הדולר, וברביע הנסקר עלו מחירי הדיור למרות ייסוף של השקל ביחס לדולר. ברביע הראשון של השנה עלו מחירי הדירות ב-3.6 אחוזים, על רקע ירידה של ריבית המשכנתאות ושיעורה הנמוך של ריבית בנק ישראל. עליות המחירים בשוק הדיור, הן של שכר הדירה והן של מחירי הדירות, מפתיעות לנוכח ההאטה בפעילות הריאלית.

המחירים הסיטוניים משקפים סביבת אינפלציה נמוכה מזו של המחירים לצרכן. מדד המחירים הסיטוניים עלה במהלך הרביע השני ב-1.6 אחוזים, לאחר ירידות בשלושת הרבעים הקודמים. ב-12 החודשים האחרונים ירד מדד המחירים הסיטוניים ב-10.3 אחוזים. עיקר הירידה נובע מירידה של המחירים ברביע האחרון של 2008. להתפתחות המדד תרמו בעיקר מחירי הסחורות. המחירים הסיטוניים מתואמים עם מחירי הסחורות בעולם ומגיבים על התפתחותם בפיגור של מספר חודשים; על כן צפוי כי הם יעלו בחודשים הקרובים.

במהלך הרביע הנסקר עלו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות החזאים, והתייצבו באזור מרכז יעד האינפלציה. עם חחרפת המשבר הפיננסי, במהלך הרביע האחרון של 2008, ירדה האינפלציה הצפויה ל-12 חודשים הנגזרת מהתשואות בשוק ההון ירידה חדה, ובדצמבר שיקפו התשואות אינפלציה שלילית של -0.7 אחוז. עם הרגיעה היחסית בשוקי ההון, ברביע הראשון של 2009, החלו הציפיות לעלות, ובחודשיים האחרונים של הרביע הנסקר הן נעו סביב מרכז יעד האינפלציה – רמה של



לוח 4 רכיבי מדד המחירים לצרכן

הרביע השני* של 2009		12 החודשים האחרונים			
התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	התרומה הכוללת	שיעור השינוי במדד	המשקל במדד	
9.4	9.4	3.6	3.6	100.0	מדד המחירים לצרכן - סך הכול
1.3	6.3	3.5	16.8	20.7	דיור
0.1	0.4	0.2	1.1	14.8	מוזון (ללא פירות וירקות)
2.8	36.0	-0.6	-7.3	7.7	אנרגיה
0.3	7.5	0.0	1.0	3.6	פירות וירקות

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.
* במונחים שנתיים.

כ-2 אחוזים. תחזיות החזאים לאינפלציה ל-12 חודשים עלו גם הן, מרמה של 0.5 אחוז בדצמבר 2008 ל-2.0 אחוזים במהלך הרביע השני של 2009 (איור 22). טווח התחזיות של החזאים הפרטיים גדל מאוד במהלך השנה האחרונה, דבר המשקף את הקושי בחיזוי האינפלציה בתקופה זו.

האינפלציה הצפויה לטווחים הבינוניים והארוך נשארה יציבה. מאז החרפתו של המשבר בספטמבר האחרון הציפיות לאינפלציה בטווח של ארבע שנים ומעלה נותרו יציבות יחסית, ובמהלך התקופה כולה הן נעו בחציו העליון של יעד האינפלציה. לקראת סוף הרביע הנסקר התייצבו הציפיות לטווחים אלה על רמה של כ-2.5 אחוזים¹⁴. לנוכח הזעזועים שספג המשק בתקופה האחרונה, יציבות הציפיות משקפת את אמינותה של המדיניות המוניטרית בעיני הציבור ואת מחויבותה לשמור על האינפלציה בתחום היעד.

2. המדיניות המוניטרית

מכלול האינדיקטורים שעמדו בפני בנק ישראל במהלך הרביע תמכו בשמירה על מדיניות מוניטרית מרחיבה. ההאטה בהתכווצות הפעילות, התייצבות סביבת האינפלציה בתחום היעד ורמתן הנמוכה של הריביות בעולם – כל אלה תמכו בשמירה על עמדה מרחיבה של המדיניות המוניטרית לשם חתירה להשגת יעד האינפלציה, ליציבות פיננסית ולעידוד הפעילות במשק. זהו הרביע הראשון מאז החרפת המשבר בספטמבר שבו התקבלו אינדיקטורים חיוביים הן מהצד הפיננסי והן מהצד הריאלי.

¹⁴ החל מאמצע פברואר רוכש בנק ישראל אג"ח ממשלתיות בשוק המשני. כתוצאה מהתערבות זו ייתכן שפער התשואות בין אג"ח צמודות ללא-צמודות אינו משקף נאמנה, החל מתחילת הרכישות, את ציפיות הציבור לאינפלציה.

לוח 5
סביבת האינפלציה והריבית, אוקטובר 2008 עד יוני 2009
 (ממוצעים חודשיים)

06/09	05/09	04/09	03/09	02/09	01/09	12/08	11/08	10/08	
סביבת האינפלציה (אחוזים)									
0.9	0.4	1.0	0.5	-0.1	-0.5	-0.1	-0.6	0.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
									תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
0.4	0.6	0.7	0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.2	0.2	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
3.6	2.8	3.1	3.6	3.4	3.3	3.8	4.5	5.5	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
2.0	1.9	0.9	0.7	0.8	0.6	-0.7	-0.1	0.3	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
2.6	2.2	1.5	0.6	0.5	0.3	0.4	1.3	2.0	
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*									
2.9	2.9	2.2	2.1	2.0	1.4	0.7	1.4	1.5	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.7	2.6	3.3	2.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.4	2.2	2.0	1.9	2.4	2.8	3.1	3.4	3.1	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)									
0.5	0.5	0.5	0.7	1.0	1.7	2.5	3.2	4.0	ריבית בנק ישראל
-1.4	-1.4	-0.3	0.0	0.2	1.1	3.3	3.4	3.6	הריבית הריאלית הנגזרת
									פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.3	0.3	0.3	0.5	0.8	1.5	1.9	2.2	2.4	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
-0.5	-0.5	-0.8	-0.9	-1.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	תחזיות החזאים לריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.5	-0.4	-0.6	-0.4	-0.2	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
1.7	1.3	1.0	1.0	1.0	1.6	1.9	2.1	4.4	פערי הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
2.1	2.3	2.1	2.1	2.5	2.8	3.1	3.1	2.5	פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
1.3	1.3	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	

* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח 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.

ברביע הראשון של 2009 שמר בנק ישראל על העמדה המרחיבה של המדיניות המוניטרית. המדיניות המוניטרית התבססה לאחרונה על שלושה כלים עיקריים – הריבית, רכישות מט"ח ורכישות אג"ח ממשלתיות. (1) הריבית: לאחר הורדת ריבית תלולה בשני הרביעים הקודמים, הוריד הבנק את ריבית אפריל ב-0.25 נקודת אחוז, ל-0.5 אחוז, מאז היא נשמרת ברמה זו. (2) רכישות מט"ח: במהלך הרביע הנסקר רכש בנק ישראל 100 מיליוני דולרים בממוצע ליום. נוסף על כך צומצמה ספיגת עודפי הנזילות שיוצרות רכישות המט"ח באמצעות הנפקת מק"ם, והנזילות העודפת נספגת דרך פיקדונות נושאי ריבית של הבנקים בבנק ישראל – פיקדונות שאינם חלק מבסיס הכסף. (3) רכישת אג"ח ממשלתיות: החל מאמצע פברואר רכש בנק ישראל אג"ח ממשלתיות בשוק המשני. לאחר שהבנק עמד ביעד הרכישות – 15 עד 20 מיליארדי ש"ח – הוא הודיע כי הן יסתיימו בתחילת אוגוסט.



מפאת רמתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל נחלשת התמסורת ממנה אל ריבית הבנקים המסחריים, התפתחות המחייבת את הבנק לפעול באמצעות כלים נוספים. הבנקים המסחריים שומרים על מירווח בין הריבית הממוצעת על פיקדונות הציבור לריבית הממוצעת שבה הם מלווים. עם ירידת ריבית בנק ישראל מצטמצם מרחב התמרון של הבנקים המסחריים בקביעת ריבית הפיקדונות, לפחות ריבית הטווח הקצר, שכן זו אינה יכולה להיות שלילית, ורמתה כבר קרובה מאוד לאפס, אף שריבית בנק ישראל עודנה חיובית. במצב זה, עקב שמירת הבנקים על מירווח בין ריבית האשראי לריבית הפיקדונות, ירידה נוספת של ריבית בנק ישראל אינה מתורגמת לירידה מקבילה של עלות האשראי הבנקאי החדש. כתוצאה מכך מדיניות הריבית מאבדת מהאפקטיביות שלה, ואם נדרשת הרחבה מוניטרית נוספת, לא נותר אלא להשתמש בכלים הפועלים על מחירי נכסים אחרים, לא על פיקדונות הבנקים, כדוגמת רכישות מט"ח ואג"ח ממשלתיות. יצוין כי מנקודת הראות של המדיניות המוניטרית שיעורה המינימלי של ריבית בנק ישראל אינו בהכרח אפס, אלא השיעור שירידה ממנו לא תתרגם לירידה של ריביות אחרות במשק. לפיכך שמר בנק ישראל את הריבית ברמה של 0.5 אחוז במהלך הרביעי, ולא הוסיף להפחית אותה לכיוון האפס.

רכישות המט"ח נמשכו במהלך הרביעי. בהתאם למדיניותו של הבנק נמשכו רכישות מטבע החוץ בקצב של 100 מיליוני דולרים ליום. מאז החלו הרכישות במאסר 2008 קנה בנק ישראל כ-22.5 מיליארדי דולרים, ובסוף הרביעי השני של 2009 עמדו יתרות המט"ח על 50 מיליארדי דולרים. מעבר להגדלת היתרות ותרומתן להורדת פרמיית הסיכון של המשק, תומכות רכישות המט"ח בשער החליפין, ודרכו – ביצוא. כמו כן צמצם בנק ישראל, בהמשך לפעולתו מהרביעי הקודם, את הנפקות המק"ס שנועדו לספוג את הנזילות העודפת שיוצרות רכישות המט"ח; זאת אף על פי שהשפעתה של פעולה זו על בסיס הכסף מועטה, שכן בהינתן ריבית בנק ישראל נספגים עודפי הנזילות של הבנקים בסופו של דבר דרך מכרז הפיקדונות המוניטרי.

החל מאמצע פברואר רכש בנק ישראל אג"ח ממשלתיות בשוק המשני כדי להשפיע על ריביות הטווחים הבינוניים והארוך. תוכנית רכישות האג"ח תסתתרים בתחילת אוגוסט. בנק ישראל קובע את הריבית לטווח הקצר בלבד, ובדרך כלל שינויים בריבית הקצרה מביאים לשינויים בכיוון דומה בריביות לכל הטווחים. בחודשים האחרונים, עקב רמתה הנמוכה של ריבית בנק ישראל, פחתה השפעתו של הבנק על הריביות לטווחים הבינוניים והארוך באמצעות הורדת הריבית הקצרה. לפיכך החל הבנק בפברואר לרכוש אג"ח ממשלתיות בשוק המשני כדי להשפיע ישירות על התשואות לטווחים אלה. תחילה היו הרכישות מצומצמות יחסית, אחר כך היקפן גדל ל-200 מיליוני ש"ח ליום, ועד כה נרכשו אג"ח ממשלתיות בהיקף של 18 מיליארדי ש"ח. תוכנית רכישות האג"ח תרמה לירידת המירווחים בין תשואות האג"ח הקונצרניות לאלו של האג"ח הממשלתיות, לחזרה של שוק ההון לתפקוד תקין יותר, ובפרט - לחידוש ההנפקות וגיוסי ההון

של המגזר העסקי. עם זאת נראה שהשפעתן של רכישות האג"ח הייתה מוגבלת בעיקר לתקופה הסמוכה להכרזת הבנק על כוונתו לנקוט צעד זה. לאחר שהבנק עמד ביעד הרכישות – 15 עד 20 מיליארדי ש"ח – הוא הודיע כי הן יסתיימו בתחילת אוגוסט.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

המשבר העולמי קרוב לנקודת השפל שלו, אך ההתאוששות צפויה להיות איטית, עם אינפלציה נמוכה. בתחילת יולי עדכנה קרן המטבע הבין-לאומית את הצפי לצמיחה העולמית בשנת 2010 כלפי מעלה ל-2.5 אחוזים, ובמדינות המפותחות צפויה צמיחה של 0.6 אחוז – עדכון חיובי ראשון מזה למעלה משנה. לגבי שנת 2009 נשארה התחזית כמעט ללא שינוי – התכווצות של התוצר העולמי ב-1.4 אחוזים ו-3.8 אחוזים במדינות המפותחות. גם ארגון OECD מעדכן את תחזיות הצמיחה בעולם כלפי מעלה, לראשונה מזה שנתיים. הצמיחה במדינות OECD ב-2009 צפויה להיות שלילית – 4.1 אחוזים, וב-2010 צפויה התאוששות עם צמיחה של 0.7 אחוז. כלכלני קרן המטבע ו-OECD מעריכים כי המשק העולמי קרוב לשיא המיתון, אולם ההתאוששות ממנו צפויה להיות איטית. באופן דומה מעריך גם הבנק הפדרלי של ארה"ב כי התאוששות

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

צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
	2010	2009	2008
הצמיחה העולמית	2.5	-1.4	3.1
במדינות המפותחות	0.6	-3.8	0.8
בארה"ב	0.8	-2.6	1.1
באירופה	-0.3	-4.8	0.8
ביפן	1.7	-6.0	-0.7
במדינות המתפתחות	4.7	1.5	6.0
האינפלציה (ממוצע שנתי, אחוזים)			
במדינות המפותחות	0.9	0.1	3.4
בארה"ב*	-0.1	-0.9	3.8
באירופה*	0.6	0.4	3.3
ביפן*	-0.6	-1.0	1.4
במדינות המתפתחות	4.6	5.3	9.3

* World Economic Outlook, April 2009
המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook, July 2009

בפעילות הכלכלית האמריקאית תיתכן כבר לקראת סוף 2009, אך היא תהיה איטית, וחזרה לתוואי של צמיחה ארוכת טווח צפויה רק בתוך 5 או 6 שנים. להאטה בפעילות צפויה להתלוות אינפלציה ממותנת של 0.6 אחוז במדינות OECD ב-2009, לעומת 3.2 אחוזים ב-2008, ובארה"ב האינפלציה צפויה להיות 0.2 אחוז, לעומת 3.8 אחוזים ב-2008.

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

ב. הפעילות הריאלית בישראל

שנת 2009 צפויה להסתכם בהתכווצות של הפעילות לעומת השנה הקודמת. התאוששות צפויה ב-2010. תחזית הפעילות הריאלית נשארה ללא שינוי לעומת הדוח הקודם. על רקע המיתון בעולם צפויה הפעילות הכלכלית במשק להישאר ממותנת גם בהמשך השנה, אף כי נראה שניסיגת התוצר נבלמה. בסיכום 2009 צפוי התוצר המקומי הגולמי להתכווץ ב-1.5 אחוזים. הירידה הצפויה של התוצר נובעת מצפי לירידה של 7.1 אחוזים ביצוא ללא יהלומים וירידה של 0.9 אחוז בצריכה הפרטית. שיעור האבטלה הממוצע הצפוי ב-2009 הוא 7.7 אחוזים, לעומת 6.1 אחוזים ב-2008. גירעון הממשלה צפוי לעמוד על כ-6 אחוזי תוצר, בעקבות ירידה

לוח 7

אינדיקטורים ל-2008 ותחזית בנק ישראל ל-2009 ול-2010 (אחוזים, שיעורי שינוי - אלא אם כן צוין אחרת)

תחזית		נתונים בפועל	
2010	2009	2008	
1.0	-1.5	4.0	התמ"ג
2.2	-0.9	3.9	הצריכה הפרטית
-8.3	-7.1	3.3	ההשקעה הגולמית המקומית
1.1	3.1	2.8	הצריכה הציבורית
-0.3	-6.2	6.7	היבוא
3.1	-7.1	8.0	היצוא
2.0	3.2	1.6	החשבון השוטף נטו (מיליוני דולרים)
8.3	7.7	6.1	שיעור האבטלה (אחוזים)
5.5	5.9	2.4	הגירעון הציבורי (אחוזי תוצר)*
87.4	84.4	78.0	יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* ללא בנק ישראל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

חדה בגביית המסים. בשנת 2010, על רקע הערכה בדבר התייצבות הסחר העולמי ועלייה בצריכה הציבורית, צפויה התאוששות: התוצר יצמח בקצב של כ-1 אחוז בממוצע. עם זאת צפוי כי שיעור האבטלה יישאר גבוה – כ-8.3 אחוזים בממוצע. משמעותן של התפתחויות אלה, אם יתממשו, היא התרחבות פער התוצר בשנה וחצי הקרובות, ועל כן לחצים אינפלציוניים נמוכים, מתחת לרמת הטווח הארוך, ואולי אף ירידת מחירים.

ג. הערכות לגבי שער החליפין ומאזן התשלומים

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

ד. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים צפוי, על פי ההערכות בשווקים, להיות בסביבות מרכז יעד האינפלציה. לנוכח ההתאוששות בשווקים הפיננסיים, ההאטה בקצב ההתכווצות של הפעילות הכלכלית במשק והעלייה של קצב האינפלציה בפועל, עלו תחזיות הגופים השונים לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים אל אזור מרכז יעד האינפלציה (לוח 8). התחזיות בסקר החברות גבוהות יותר – 2.7 אחוזים בממוצע¹⁵. יצוין כי ברביע הנסקר הוסטה התפלגות ההערכות כלפי מעלה: כ-27 אחוזים מהמשתתפים בסקר העריכו כי האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים תהיה גבוהה מהגבול העליון של היעד לעומת 1 אחוז בדוח

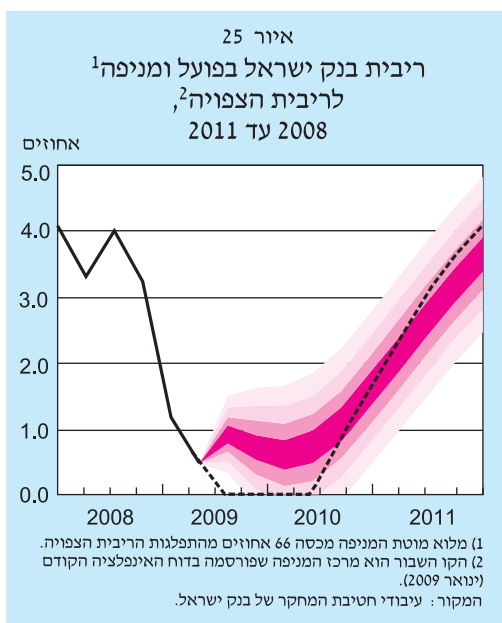
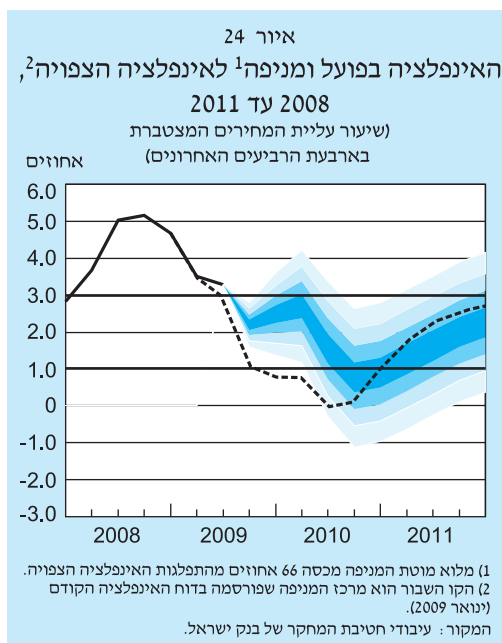
לוח 8

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

המודל	סקר	חוזאים	שוק	היעד	
של בנק ישראל	החברות	הפרטיים	ההון		
1.6	2.7	2.6	2.0	2	הממוצע
	1.0-4.5*	1.7-4.2		1-3	הטווח

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

¹⁵ בניכוי השפעת זנבות ההתפלגות – 5 אחוזים מכל צד.



הקודם, 68 אחוזים העריכו שהאינפלציה תימצא בגבולות היעד לעומת 73 אחוזים בדוח הקודם, ו-5 אחוזים העריכו כי האינפלציה תהיה נמוכה מגבולו התחתון של היעד לעומת 26 אחוזים בדוח הקודם.

תחזית המודל המרכזי שבשימוש בנק ישראל מורה על אינפלציה של 1.6 אחוזים במשך 12 החודשים הקרובים ועלייה של הריבית רק ברביע השני של 2010. שינוי בתנאי הרקע של המשק במהלך הרביע החולף הביא לשינוי בתחזיות האינפלציה ותוואי הריבית הנגזרים מהמודלים שבשימוש בנק ישראל. התחזית העדכנית מניחה, בין היתר, כי היקף הסחר העולמי יצטמצם בכ-12 אחוזים בממוצע ב-2009 ויגדל ב-1 אחוז ב-2010; כי הבנקים המרכזיים בעולם ישמרו על רמת ריביות נמוכה עד סוף השנה, והחל מ-2010 יעלו אותה בהדרגה; כי המשבר בעולם ימשיך להשפיע לרעה על הפעילות הריאלית המקומית; כי מחירי הסחורות בעולם יעלו עליה מתונה מעבר לזו שהייתה עד כה; וכי שיעור המסים העקיפים יעלה, בהתאם להחלטות הממשלה¹⁶. מהנחות אלה מתקבלת תחזית אינפלציה של 1.6 אחוזים ל-12 החודשים הקרובים, לעומת 0.8 אחוז בדוח הקודם. עדכון התחזית כלפי מעלה נובע בעיקר מעליית מחירי הסחורות בעולם במהלך הרביע החולף, מעבר לעלייה שנצפתה בדוח הקודם, וכן מהעלאת שיעור המסים העקיפים בהתאם להחלטות הממשלה. למסים העקיפים השפעה חד-פעמית על רמת המחירים, ועל כן במדידה של השינוי במדד במשך 12 חודשים השפעתם נעלמת כעבור שנה, ותוואי האינפלציה הנגזר מהמודל יורד החל מהרביע השני של 2010 (איור 24). מפני העלייה בתחזית האינפלציה תוואי הריבית הצפוי כעת גבוה מהתוואי שהתקבל בדוח הקודם; עם זאת, עלייה של הריבית צפויה על פי המודל רק ברביע השני של 2010 (איור 25) – עם הצטמצמות פער התוצר במודל.

ברביע הנסקר התאזנו סיכוני האינפלציה, והמגמות הקיימות מצביעות על עליית האינפלציה לשיעור המתיישב עם יעד האינפלציה שקבעה הממשלה. המשך המגמות הקיימות – התמתנות המשבר העולמי, התמתנות ההאטה בפעילות הכלכלית, עלייה של מחירי הסחורות והיחלשות הדולר בעולם – מצביע על שינוי אפשרי בסביבת האינפלציה כלפי מעלה, מסביבה ממותנת ואף דפלציונית לסביבת אינפלציה גבוהה יותר, שלעת עתה נראה כי תתיישב עם יעד האינפלציה. כנגד זאת, התאוששות איטית מהמשבר תשמר את הביקושים ברמה ממותנת, תרחיב את פער התוצר, וכתוצאה מכך האינפלציה עלולה לחרוג מגבולו התחתון של היעד. בהינתן התחזיות הנוכחיות נראה כי התרחיש של אינפלציה בתחומי היעד סביר יותר. נוסף על כך יש לציין כי ההרחבה הצפויה של גירעון הממשלה והתרחבותם המהירה של מצרפי הכסף עלולות ליצור לחצים אינפלציוניים, ועל כן הן מחייבות תשומת לב מיוחדת מצד עושי המדיניות.

16 ביולי הועלה שיעור המע"מ בנקודת אחוז, והוטל היטל מים על צריכה מעל לרף צריכה מסוים. זאת לאחר העלאת המס על סיגריות במאי.

