



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2010

הרביע הרביעי

שבט התשע"א - פברואר 2011

33

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114110033/4

דפוס מאור וולך, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע הרביעי של 2010 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 הריבית¹.

ברביע הנסקר נמשכה ההתאוששות, שהחלה עוד באמצע 2009, בפעילות הריאלית ובתעסוקה, וניכרו סימנים ללחצים אינפלציוניים. מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הרביעי של 2010 ב-0.7 אחוז, ובניכוי הרכיבים העונתיים – פירות וירקות והלבשה והנעלה – הוא עלה ב-0.2 אחוז. עלייתם של מחירי האנרגיה והמזון הייתה מהירה מזו של שאר רכיבי המדד, 1.4 אחוזים, והם משכו כלפי מעלה את המדד הכללי. בסעיף הדיור (המתבסס על שכר הדירה), שהוביל את האינפלציה ברביעים הקודמים, הייתה ברביע הנסקר התמתנות. קצב האינפלציה בהסתכלות על שנים עשר החודשים האחרונים עלה מעט ברביע הנסקר ביחס לקודמו – ל-2.7 אחוזים. על פי סקר מחירי הדירות (רכישה) הואצה עליית מחיריהן בחודשים אוקטובר ונובמבר לאחר חודשיים של התמתנות.

האינדיקטורים לפעילות הריאלית ברביע הנסקר – סקר החברות, המדד המשולב והמודלים להערכת ההווה (nowcasting) לרביע הרביעי – מצביעים על המשך מגמת הצמיחה בקצב דומה לזה של הרביע הקודם. על פי הערכותינו התרחבו ההשקעות והיצוא בקצב מהיר, ואילו הצריכה הפרטית (כולל השוטפת) עלתה בשיעור מתון, לאחר יציבות ברביע הקודם. התחזית לרביע הרביעי מתבססת, בין השאר, על נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי של 2010, שלפיהם צמח התמ"ג ב-4.4 אחוזים, נמשך הגידול המהיר של ההשקעות, הואצה הצריכה הציבורית, ואילו בצריכה הפרטית וביצוא הסחורות והשירותים נרשמה יציבות.

מנתוני שוק העבודה לרביע השלישי ומאינדיקטורים לרביע הרביעי של 2010 עולה כי שיעור האבטלה במשק נמוך יחסית (בהשוואה היסטורית), אף כי הוא עלה ברביע הנסקר כתוצאה מעלייה מתונה של שיעור ההשתתפות. לפי שעה לא ניכרים לחצי שכר משמעותיים. השכר הריאלי והנומינלי אמנם עלו ברביע השלישי, אך עלות העבודה ליחידת תוצר (המביאה בחשבון את העלייה בפריון העבודה) ירדה ברביע זה. יחד עם זאת, חברות המשתתפות בסקר החברות מדווחות במרבית הענפים על עלייה, אמנם מתונה, בקושי לגייס עובדים מקצועיים – סימן להתקרבות אל תעסוקה מלאה.

ברביע השלישי של 2010 נמשכה מגמת הצמיחה בכלכלה העולמית. עם זאת הצמיחה במשקים המפותחים עדיין נמוכה (יחסית לצמיחה הפוטנציאלית), למרות האצתה בארצות הברית וביפן ברביע השלישי. באירופה התמתן מעט שיעור הצמיחה. בשוקי העבודה בארצות אלה עדיין לא מסתמנת התאוששות, ושיעורי האבטלה נותרו גבוהים. לפי אינדיקטורים שונים ההתאוששות המהירה יחסית במשקים המתפתחים (בהשוואה למפותחים) נמשכה גם במהלך הרביע הנסקר. על רקע זה העלאת הריביות במשקים אלו, לצד דחייה של הצפי להעלאות הריבית לסוף 2011 במשקים המפותחים (בעיקר בארה"ב ובאירופה), המשיכה לעודד יבוא הון למדינות המתפתחות, ובדומה להן גם לישראל.

במהלך הרביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך הדרגתי של העלאת הריבית, שמטרתה העיקרית לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד, תוך תמיכה בפעילות המשקית ושמירה על היציבות הפיננסית. הריבית לחודש אוקטובר הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 2 אחוזים, ובחודשים נובמבר, דצמבר וינואר 2011 היא הושארה

¹ עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק בנק ישראל החדש (התש"ע-2010), יתקבלו החלטות הריבית במסגרת דוח האינפלציה יוצג על ידה.

ללא שינוי. לשם המשך השגתם של יעדי המדיניות, בפרט לנוכח עלייה בציפיות האינפלציה בעת האחרונה, העלה בנק ישראל את הריבית בפברואר 2011 ל-2.25 אחוזים.

על פי נתוני מאזן התשלומים יבוא ההון לישראל ברביע הנסקר התמקד ברכישת מילווות קצרי מועד (מק"ם) ובהפקדות של זרים בבנקים מקומיים ופחות בהשקעות ריאליות ובמניות. כך הגיעה יתרת החזקותיהם של הזרים בישראל לכרבע מיתרת המק"ם. ניתן אפוא להסיק שיבוא הון זה, המשפיע על שער החליפין, מונע בעיקר משיקולים קצרי טווח. לשם צמצום השפעות קצרות טווח אלה על שער החליפין התערב בנק ישראל בשוק ורכש מטבע חוץ. בינואר 2011 הטיל בנק ישראל על תושבי ישראל חובת דיווח על פעילותם בנגזרי מטבע חוץ, ועל תושבי חוץ – חובת דיווח על פעילותם בנגזרי מטבע חוץ ובמק"ם. כן הטיל בנק ישראל על התאגידים הבנקאיים חובת נזילות בגין עסקאות בנגזרי מטבע חוץ מול תושבי חוץ.

שערי החליפין הנומינלי האפקטיבי והריאלי של השקל נותרו בתחילת הרביע הנסקר ללא שינוי משמעותי, ובמחצית השנייה של הרביע הם יוספו – על רקע התרחבות פער הריביות בין ישראל למשקים הגדולים והעודף בחשבון השוטף.

לנוכח העליות המשמעותיות של מחירי הדירות (יחסית למדד הכללי) ושל היקפי האשראי לדיוור, וחרף הערכות כי אין בועה בשוק הדיוור ב-2010, נקט בנק ישראל צעדים מקרו-יציבותיים שמטרתם לייקר את הריבית על המשכנתאות (אלה הניתנות בריבית משתנה וביחס מימון גבוה), ובכך לצמצם את חשיפת הציבור והבנקים לסיכוני ריבית ואשראי בשוק הדיוור.

הסיכונים העיקריים העומדים בפני המשק הישראלי בזירה הגלובלית הם (א) אי-וודאות לגבי הצמיחה, ובמיוחד אי-וודאות ביחס להתמודדותן של חלק ממדינות אירופה וארה"ב עם גירעונות פיסקליים גבוהים (מידת הקונסולידציה הנדרשת והיכולת לבצעה) והשפעתה על כלכלת העולם, ובכלל זה על הביקושים ליצוא הישראלי; (ב) מגמת עלייה של המחירים המסתמנת בשוקי הסחורות בעולם, שעלולה להביא לעליית האינפלציה בעולם כולו, גם בישראל.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בארץ ובעולם ולפעול לשמירה על האינפלציה בתחום היעד, תוך תמיכה בפעילות הריאלית ושמירה על היציבות הפיננסית. מסלול הריבית ייקבע גם בעתיד בהתאם לסביבת האינפלציה, לתנאי המשק ולהתפתחויות העולמיות, ובכלל זה לתוואי הריבית העולמית, ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל.

בברכה,

ד. ס. פישר

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

התוכן

7	תקציר
9	1. הרקע והאינפלציה
9	א. הסביבה העולמית
14	תיבה 1 : צעדי התערבות בשוק מטבע החוץ במשקים עיקריים
18	ב. התפתחות שער החליפין של השקל
18	ג. ההתפתחויות הריאליות
21	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
23	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
26	2. המדיניות המוניטרית
28	3. עדכון התחזיות
28	א. הסביבה העולמית
30	ב. הפעילות הריאלית בישראל
31	ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

תקציר*

- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הרביעי של 2010 (הרביע הנסקר) בשיעור של 0.7 אחוז. הגורם העיקרי לעלייה זו הוא עליית מחירי האנרגיה והמזון, על רקע עליית מחיריהם בעולם. קצב האינפלציה השנתי (ב-12 החודשים האחרונים) נשאר בתחום יעד האינפלציה, ובדצמבר הוא עמד על 2.7 אחוזים. ציפיות האינפלציה לכל הטווחים נותרו במהלך הרביע הנסקר בקרבת גבולו העליון של יעד האינפלציה.
- **הסביבה העולמית:** תהליך ההתאוששות בכלכלת העולם נמשך במהלך הרביע הנסקר, והצמיחה במשקים המתפתחים הייתה גבוהה יותר מאשר במשקים המפותחים. במדינות אירופה השרויות במשבר חוב עלתה רמת הסיכון. על רקע שיעורי הצמיחה השונים הריביות במדינות המתפתחות גבוהות יותר, מה שעודד יבוא הון למדינות אלו, והביא בחלקן להגברת מדיניות ההתערבות בשוק מטבע החוץ ולהטלת מגבלות על תנועות ההון. לנוכח שיעורי הצמיחה הנמוכים במשקים המפותחים הגדולים ואי-הוודאות לגבי מידת התמדתה צפויות ריביות הבנקים המרכזיים במשקים אלו להתחיל לעלות רק בסוף 2011.
- **הפעילות הריאלית:** ברביע השלישי של 2010 צמח התוצר במשק הישראלי ב-4.4 אחוזים – שיעור נמוך מזה של הרביע הקודם, תוצאת התמתנות בצמיחת היצוא וירידה בצריכה הפרטית. אינדיקטורים לפעילות ברביע הנסקר מצביעים על המשך מגמת הצמיחה בקצב דומה לזה של הרביע השלישי.
- **שער החליפין:** בתחילת הרביע הנסקר נותר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ללא שינוי משמעותי, ובמחצית השנייה של הרביע הוא יוסף בשיעור של 4 אחוזים, על רקע פער הריביות בין ישראל למשקים הגדולים והעודף בחשבון השוטף.
- **השווקים הפיננסיים:** במהלך הרביע הנסקר נרשמו עליות במדדי המניות בישראל. התפתחות זו דומה למגמות במשקים המובילים בעולם, ומנוגדת להתפתחויות במדינות אירופה הסובלות ממשבר חובות, שבהן נרשמו עלייה של הסיכון וירידה של מחירי המניות.
- **המדיניות המוניטרית:** במהלך הרביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך ההדרגתי של החזרת הריבית לרמתה הנורמלית, במטרה לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד, תוך תמיכה בפעילות המשקית ושמירה על היציבות הפיננסית. כדי להשיג את יעדי המדיניות השתמש בנק ישראל במיגוון הכלים העומדים לרשותו – ריבית בנק ישראל, התערבות בשוק מטבע החוץ ופעולות מקרו-יציבותיות. הריבית לחודש אוקטובר הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 2 אחוזים, לחודשים נובמבר עד ינואר 2011 היא הושארה ללא שינוי, ולחודש פברואר היא הועלתה שוב, לרמה של 2.25 אחוזים; במהלך הרביע הנסקר רכש בנק ישראל מטבע חוץ בהיקף של כ-5.2 מיליארדי דולרים, דבר שקיזז מן הכוחות אשר פעלו לייסוף שער החליפין. לאחר תום הרביע הנסקר הטיל בנק ישראל על תושבי חוץ חובת דיווח על עסקאות בנגזרי מטבע חוץ ובמק"ם, ועל תושבי ישראל – חובת דיווח על עסקאות במטבע חוץ. כן הטיל בנק ישראל על התאגידים הבנקאיים חובת נילות בגין עסקאות בנגזרי מטבע חוץ מול תושבי חוץ; לנוכח העליות המהירות של מחירי הדירות ושל היקף האשראי לדירור, ובשל השפעתן האפשרית על יציבות המערכת הפיננסית, נקט הפיקוח על הבנקים צעדים להקטנת הסיכון הפיננסי בשוק הדירור (צעדים מקרו-יציבותיים).
- **תחזית:** להערכת חטיבת המחקר שיעור האינפלציה ב-12 החודשים הבאים יעמוד על כ-2.6 אחוזים, והריבית תועלה בהדרגה, עד לכ-3.3 אחוזים ברביע האחרון של 2011.

* 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

לשם ניהול המדיניות המוניטרית עוקב בנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות מאפשר לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה הצפויות על האינפלציה, וכך לקבוע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה לתקופה הקרובה, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירה על יציבות בשווקים הפיננסיים. במהלך הרביעי הרביעי של 2010 (הרביעי הנסקר) המשיך בנק ישראל בתהליך הדרגתי של החזרת הריבית לרמתה הנורמלית, ונקט מדיניות התואמת את הערכת ההשפעות הבאות על המשק: (1) המשך תהליך ההתאוששות בכלכלה העולמית לצד אי-וודאות לגבי מידת התמדתה; (2) רמות השפל של ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים, הצפי שרמות אלה יישארו עוד תקופה ממושכת, ופעולות הקלה כמותית לעידוד הפעילות במשקים אלו; (3) המשך ההתאוששות במגזר הריאלי וצמצום עודפי כושר הייצור; (4) סביבת אינפלציה בתחום יעד האינפלציה, אמנם בחלקו העליון; (5) עלייה מהירה של מחירי הדירות; (6) המשך הכוחות לייסוף שער החליפין. להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית, בשער החליפין, בפעילות הריאלית, בפעילות הפיננסית ובאינפלציה – התפתחויות שעמדו ברקע להחלטות בנק ישראל על המדיניות המוניטרית.

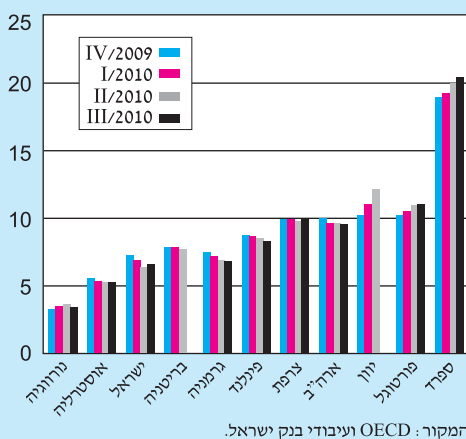
א. הסביבה העולמית

(1) הפעילות הריאלית בעולם

במחצית השנייה של 2010 נמשכה מגמת הצמיחה בכלכלה העולמית. במשקים המפותחים הצמיחה מתונה ומתבססת בעיקר על הרחבה מוניטרית. מנתוני החשבונאות הלאומית לרביעי השלישי¹ ומאינדיקטורים לפעילות הריאלית ברביעי הנסקר עולה כי במהלך המחצית השנייה של 2010 שררה במרבית המדינות צמיחה חיובית. עם זאת, הצמיחה במשקים המפותחים נמוכה מזו המאפיינת משקים בשלבי יציאה ממיתון. ברביעי השלישי הואצה הצמיחה בארצות הברית וביפן ועמדה על 2.6 ו-4.5 אחוזים, בהתאמה, בעוד שבמשקי אירופה שיעור הצמיחה התמתן לכ-1.5 אחוזים. במשקים המפותחים הגדולים לא מסתמנת עדיין מגמת התאוששות בשוקי העבודה, ושיעורי האבטלה נותרו גבוהים (איור 1). על רקע שיעורי האבטלה הגבוהים מאופיינת התאוששות הצריכה הפרטית בקצב מתון (איור 2), ורמת ההשקעה בנכסים קבועים נמוכה משמעותית מזו שלפני המשבר (איור 3).

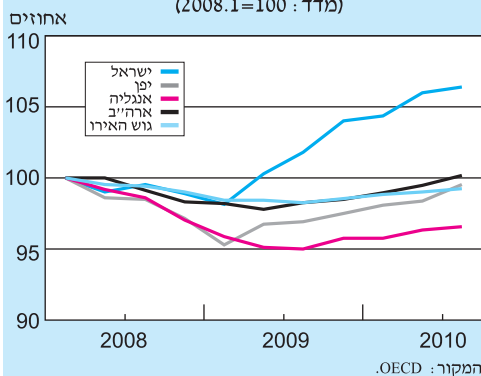
¹ נתוני החשבונאות הלאומית מבוטאים במונחים שנתיים מנוכח עונתיות.

איור 1
שיעור האבטלה במדינות נבחרות



המקור: OECD ועיבודי בנק ישראל.

איור 2
הצריכה הפרטית במחירים קבועים
במדינות נבחרות,
2008 עד הרביעי השלישי של 2010
(מדד: 2008.1=100)



המקור: OECD.

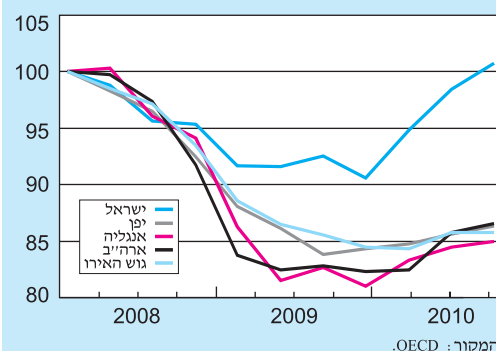
אירופה אינה אחידה, ובמדינות הנתונות בקשיי חוב שיעורי הצמיחה נמוכים ואף שליליים, על רקע צעדים לצמצום החובות הפיסקליים². לפיכך נראה כי הצמיחה במשקים המפותחים מתבססת בעיקרה על ההרחבה המוניטרית יוצאת הדופן, ובארצות הברית ויפן – גם על תוכניות המרצה פיסקליות. החשש כי סיום תוכניות אלו יפגע בהתאוששות הניע את הממשל בארצות הברית להכריז על המשכך³, ואת הממשל ביפן – להכריז על תוכנית מסים שמטרתה להקל על המגזר העסקי.

במחצית השנייה של 2010 נמשכה מגמת הצמיחה גם במשקים המתפתחים. עם זאת, לצד סין והודו, שמשקיהן צמחו ברביע השלישי בשיעורים ניכרים, התמתן במספר משקים קצב ההתאוששות. כך, למשל, בברזיל ירד שיעור הצמיחה מ-7.2 אחוזים ברביע השני ל-2.1 אחוזים בלבד בשלישי. התמתנות קצבי הצמיחה נבעה משני גורמים עיקריים: ירידה בקצב ההתרחבות של הסחר העולמי (איור 4) והצטמצמות עודפי כושר הייצור לאחר מספר רביעים של צמיחה מואצת. לפי אינדיקטורים לפעילות הריאלית נמשכה ברביע הנסקר מגמת הצמיחה במדינות המתפתחות.

(2) היציבות הפיננסית בעולם

הרביע הנסקר אופיין בירידה של רמת הסיכון במרבית השווקים הפיננסיים בעולם, על רקע נתוני מקרו מעודדים והכרזה על תוכנית נוספת להקלה כמותית בארצות הברית. לעומת זאת בכמה ממדינות אירופה, הסובלות ממשבר חוב, עלתה רמת הסיכון. בעקבות נתוני המקרו הטובים שהתפרסמו ברביע הנסקר, ועל רקע ציפיות לתוכנית נוספת של הרחבה כמותית בארצות הברית והכרזה עליה, ירדה רמת הסיכון בשווקים הפיננסיים (ירידה בסטיית התקן הגלומה באופציות, איור 5), ועלו מדדי המניות המובילים (איור 6). במקביל עלתה התשואה על איגרות חוב ממשלתיות של ארצות הברית וגוש האירו. עלייה זו מבטאת, ככל הנראה, עלייה בציפיות המשקיעים לגבי הצמיחה העתידית, אף כי ייתכן כי היא נובעת בחלקה מעליית הסיכון של איגרות החוב, בשל החובות הפיסקליים הגבוהים והמשך תוכנית ההמרצה הפיסקלית בארצות הברית. בניגוד להתפתחויות אלו נרשמה בכמה ממדינות אירופה, הנתונות בקשיי חוב, עלייה של הסיכון הפיננסי: עלו מירווחי ה-CDS של ספרד, פורטוגל, אירלנד, יוון, איטליה ובלגיה (איור 7), ורמתם גבוהה. במקביל הורידו חברות הדירוג את דירוג האשראי של מדינות אלו, או הזהירו כי יורידוהו בעתיד. עליית הסיכון הפיננסי במדינות אירופה המצויות במשבר חוב הביאה לעליית הסיכון הפיננסי של הבנקים האירופיים ולירידה

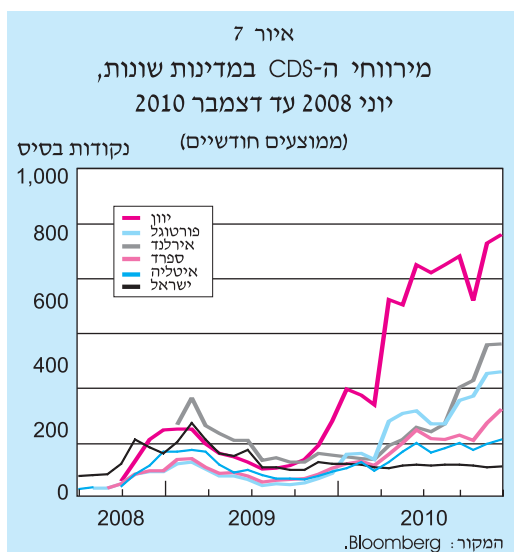
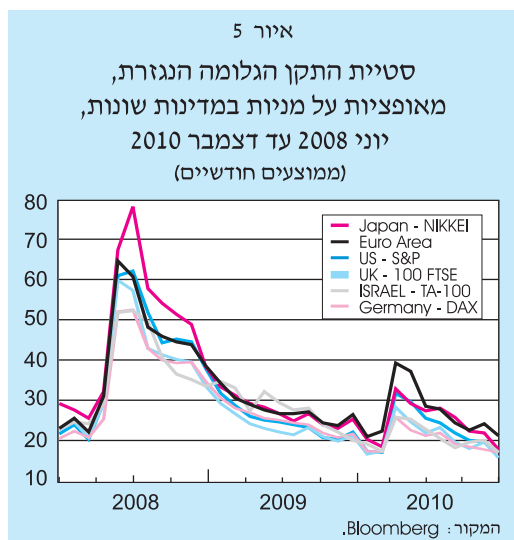
איור 3
ההשקעה בנכסים קבועים במחירים קבועים
במדינות נבחרות,
2008 עד הרביע השלישי של 2010
(מדד : 2008.1=100)



המקור: OECD.

² להרחבה על התוכניות לצמצום החובות הפיסקליים במדינות אירופה ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 31.

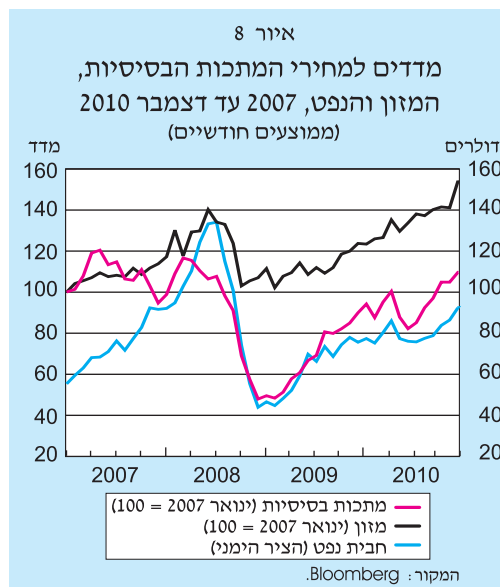
³ ראו תזכיר של הבית הלבן מ-10.12.2010.



של מחירי מניותיהם, בגלל חשיפתם לאיגרות החוב של מדינות אלו. העלויות של מדדי המניות המובילים בעולם למרות החרפת משבר החובות הפיסקליים בכמה ממדינות אירופה מעידות כי להערכת המשקיעים, ירדה ההסתברות כי משבר החובות באירופה יביא למשבר גלובלי ולמיתון נוסף.

(3) האינפלציה בעולם

מחירי הסחורות והאנרגיה רשמו עליות חדות במהלך הרביע הנסקר, המשך למגמה מתחילת שנת 2009. מדדי הסחורות והאנרגיה המשיכו במגמת העלייה ברביע הנסקר, ורשמו עליות חדות (איור 8). מדד מחירי המזון עלה בכ-10 אחוזים במהלך הרביע, ועבר את רמת השיא שנרשמה באמצע שנת 2008, ומחירי המתכות והנפט עלו בשיעורים של 13 ו-18 אחוזים, בהתאמה. עליית מחירי הסחורות והאנרגיה נובעת משלוש סיבות עיקריות: ראשית, עלו הביקושים, בעיקר במדינות המתפתחות, כתוצאה מתהליך הצמיחה; שנית, פגעי מזג אוויר ושרפות הביאו לירידה בהיצע; שלישית, לפי הערכות של בתי השקעות בעולם, פועלים כוחות ספקולטיביים התורמים לעלויות המחירים החדות בשוקי הסחורות והאנרגיה. בעוד ששני הגורמים האחרונים מתאפיינים כגורמים חולפים, לעליית הביקושים העולמיים עשויה להיות השפעה ממושכת על מחירי הסחורות.



במהלך הרביע הנסקר נותרה האינפלציה במדינות המפותחות ברמה מרוסנת, בעוד שבמשקים המתפתחים שררו שיעורי אינפלציה גבוהים. בשל עודפי כושר הייצור והרפיון בשוקי העבודה,

לוח 1

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

אירופה				ארה"ב				ישראל				
*2010/IV	*2010/III	2010	2009	*2010/IV	*2010/III	2010	2009	*2010/IV	*2010/III	2010	2009	
4.4	0.3	2.2	0.9	1.4	0.9	1.5	2.7	3.0	5.0	2.7	3.9	מדד המחירים הכללי
												מדד המחירים הכללי
												מנוכה עונתיות ¹
4.0	2.1			3.5	2.7			3.4	5.0			אנרגיה ²
15.5	0.8	11.0	1.8	16.1	-3.2	7.8	18.2	11.8	3.1	-0.4	13.0	מזון (ללא פירות וירקות)
3.1	0.9	1.5	0.7	1.3	1.8	1.5	-0.5	2.7	3.5	2.0	1.1	פירות וירקות
5.1	-2.6	3.2	-1.5	12.9	-4.5	1.4	-3.0	-3.4	71.0	16.0	8.4	דיוור
1.0	1.4	1.3	1.7	-0.8	-0.3	0.3	-0.3	-2.9	14.3	4.9	5.6	
												מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות
3.1	0.4	1.1	1.0	0.7	0.7	0.6	1.8	2.8	3.0	2.5	3.4	

¹ מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות מבוסס על עיבודי בנק ישראל. מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות לאירופה אינו כולל מוצרי טבק.

² מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

* במונחים שנתיים.

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

נותרה האינפלציה במשקים המפותחים הגדולים מרוסנת (לוח 1) – להוציא את בריטניה, שבה נרשם שיעור אינפלציה שנתי של מעל 3 אחוזים בעקבות העלאת המע"מ ופיחות המטבע המקומי. במשקים המתפתחים פועלים לחצים אינפלציוניים משמעותיים, עקב תהליך הצמיחה המואץ ועקב העלייה של מחירי המזון, שהוא רכיב משמעותי במדד המחירים לצרכן במדינות אלו. כתוצאה מכך עלו שיעורי האינפלציה ברביע הנסקר במרבית המדינות המתפתחות, ורמתם גבוהה. כך, למשל, עמדו שיעורי האינפלציה בסין ובברזיל במהלך 2010 על כ-4.5 ו-6 אחוזים, בהתאמה.

(4) המדיניות המוניטרית בעולם

המדיניות המוניטרית במדינות המפותחות נותרה מרחיבה ביותר, ובארצות הברית היא אף הורחבה במהלך הרביע הנסקר. לנוכח עודפי כושר הייצור, הצפי לתהליך התאוששות איטי וממושך וסביבת האינפלציה המרוסנת, הותירו הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים העיקריים את הריביות ברמות השפל שאליו הן הגיעו במהלך 2009 (איור 9), והתחלה של העלאות ריבית צפויה רק לקראת סוף 2011. הבנק הפדרלי של ארצות הברית אף הכריז על תוכנית נוספת להרחבה כמותית, הכוללת רכישה של איגרות חוב ממשלתיות בהיקף של 600 מיליארדי דולרים, והבנק המרכזי של אירופה הודיע כי ימשיך במכרזי נזילות בהקצאה מלאה (מכרזים שבהם מסופקת כל הכמות המבוקשת), מכרזים שהיו צפויים להסתיים במהלך הרביע הנסקר.

במדינות המתפתחות ובמשקים מפותחים שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים האחרונים נדרשו קובעי המדיניות לאזן בין שמירה על יציבות המחירים לבין טיפול בכוחות הפועלים לייסוף שער החליפין. לכן גברה ברביע הנסקר מדיניות ההתערבות בשוק מטבע החוץ. קובעי המדיניות במדינות המתפתחות ובמדינות מפותחות שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים נדרשו ברביע הנסקר להתמודד עם הלחצים האינפלציוניים מזה, ועם ייסוף שער החליפין, שעלול לפגוע ביצוא ובצמיחה מזה, ומכאן השוונות בין הבנקים המרכזיים של מדינות אלו במדיניות הריבית. כך, למשל, בדצמבר העלה הבנק המרכזי של סין את הריבית, בפעם השנייה בתוך שלושה חודשים, לאחר שמאז פרוץ המשבר הוא נמנע מעשות כן, ואילו בתורכיה הוריד הבנק המרכזי את הריבית לדצמבר, בין השאר במטרה לצמצם את יבוא ההון למשק, תוצאת פערי הריביות מול המשקים הגדולים. כדי להתמודד ישירות עם ייסוף שער החליפין ויבוא ההון הגבירו מספר מדינות את התערבותן בשוק מטבע החוץ, הן על ידי התערבות ישירה במסחר והן על ידי שינוי המגבלות על תנועות ההון. (להרחבה על צעדי המדיניות שמשקים עיקריים נקטו בשוק מטבע החוץ ראו תיבה 1.)



תיבה 1: צעדי התערבות בשוק מטבע החוץ במשקים עיקריים

מספר לא מבוטל של מדינות ניצבו במהלך השנה האחרונה בפני אתגר דומה לזה של המשק הישראלי – התאוששות מהירה של המגזר הריאלי ביחס למדינות המפותחות הגדולות, אשר הובילה לרמות ריבית גבוהות יותר ויצרה לחצים ליבוא הון ולהתחזקות מטבעותיהן. תיבה זו מתארת את התמודדותן של מדינות שונות בעת האחרונה עם התגברות הכוחות לייסוף, וביניהם עליית יבוא ההון, על ידי התערבות ישירה בשוק מטבע החוץ והטלת מגבלות על יבוא ההון.

בשנת 2009 החלו המשקים בעולם להתאושש מהמשבר הגלובלי, וזאת בקצב לא אחיד. במדינות שהיו במוקד המשברים הפיננסיים, ובראשן המשקים המפותחים הגדולים, ההתאוששות מאופיינת בקצב איטי, ובאי-ודאות רבה לגבי התמדתה, ומתבססת בעיקר על המדיניות המרחיבה. לעומת אלה, נהנים משקים שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים, בעיקר המשקים המתפתחים, מהתאוששות מהירה יותר, ושיעורי צמיחתם גבוהים מאלה של המשקים המפותחים הגדולים.

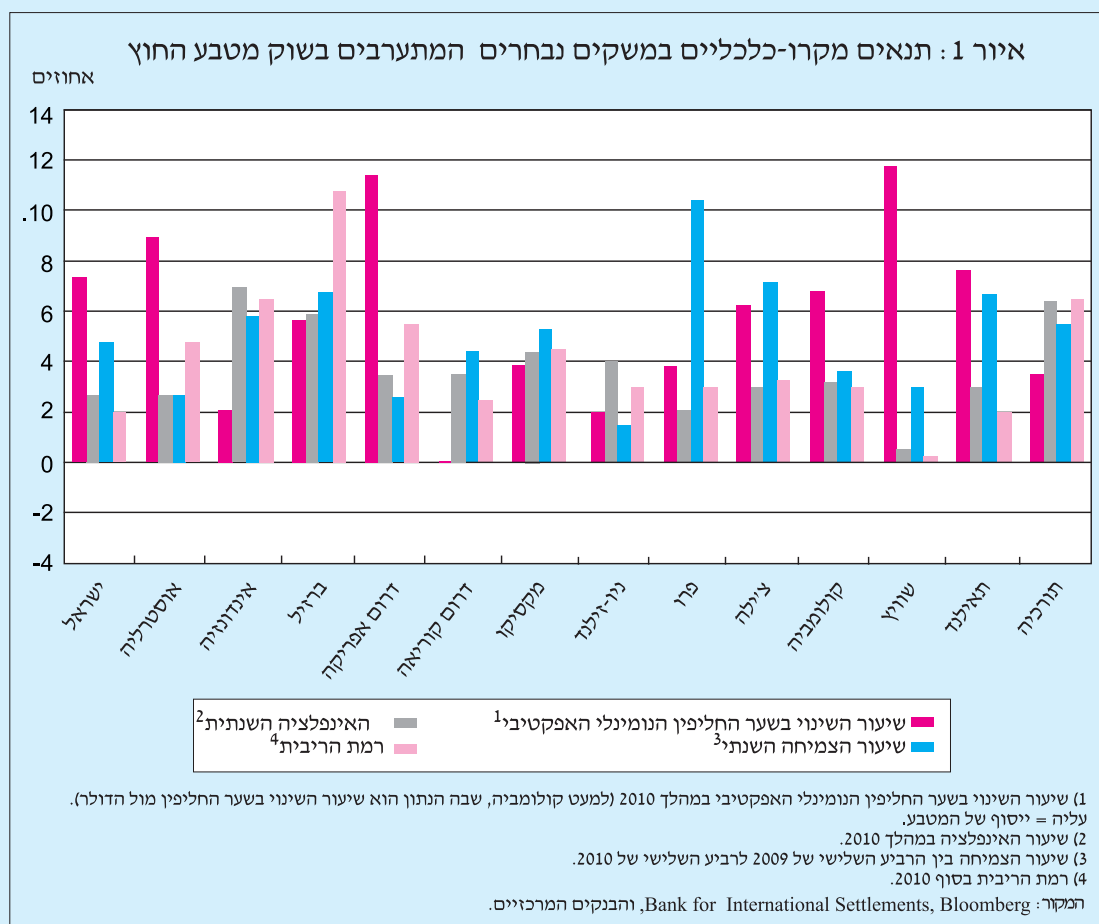
מפני השוני בקצב ההתאוששות התפתחו תנאים מקרו-כלכליים שונים בין המדינות המפותחות הגדולות למשקים שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים (איור 1). בשל רמת הפעילות הממותנת נותרה האינפלציה במדינות המפותחות מרוסנת, הריביות במדינות אלו נותרו ברמות השפל שאליהן הן הגיעו בעקבות המשבר הגלובלי, ובחלק מהמדינות נמשכו תוכניות הקלה כמותית לעידוד הפעילות. לעומת זאת במדינות המתפתחות הובילה ההתאוששות המהירה להצטמצמות ניכרת של עודפי כושר הייצור, וזו הביאה לעליית שיעורי האינפלציה. כתוצאה מעליית האינפלציה, החלו מספר בנקים מרכזיים במדינות אלו להעלות את הריבית, שהייתה מלכתחילה גבוהה מזו שבמדינות המפותחות הגדולות. פער הריביות, ההבדל בשיעורי הצמיחה בין המשקים שלא היו במוקד המשבר למדינות המפותחות הגדולות והצפי כי תנאים מקרו-כלכליים אלו יתמידו עוד תקופה ממושכת העלו את כדאיות ההשקעה במדינות שלא היו במוקד המשברים, וכתוצאה מכך החל תהליך של יבוא הון בהיקפים גדולים למשקים אלו.

יבוא ההון בהיקפים גדולים הביא להתפתחות של מספר סיכונים: ראשית, יבוא ההון פועל להתחזקות המטבע המקומי, מה שהתבטא בשיעורי ייסוף משמעותיים במדינות שלא היו במוקד המשברים הפיננסיים¹ (איור 1). הייסוף פוגע ברווחיות היצוא, ולכן עלול להוביל לירידה ביצוא ולהאט קצב ההתאוששות. יבוא ההון גם מסכן את יציבותה של המערכת הפיננסית, שכן הוא עלול להביא לגידול ניכר של הביקושים לנכסים הפיננסיים, להגדיל את היקף האשראי במשק, ובשל כך – להוביל להתפתחות של בועות במחירי הנכסים.

בשל הסיכונים הנובעים מיבוא הון בהיקפים גדולים, ובמטרה לקזז במידה מסוימת את הכוחות הפועלים ליבוא ההון ולייסוף, החלו מספר מדינות בשנת 2010 לפעול בשוק מטבע החוץ, ומדינות שכבר היו פעילות בשוק זה הגבירו את פעילותן. את צעדי המדיניות בשוק מטבע החוץ ניתן לחלק לשתי קבוצות עיקריות – התערבות ישירה במסחר בשוק מטבע החוץ המקומי ושינוי ההגבלות על תנועות ההון. התערבות ישירה במסחר בשוק מטבע החוץ מתבטאת במכירת מטבע מקומי או רכישת מטבע חוץ על ידי הבנק המרכזי, לעיתים כחלק מתוכנית להגדלת יתרות מטבע החוץ. בפעילות זו מנסה הבנק המרכזי להשפיע ישירות על שער החליפין, וכן לשפר את יציבות המערכת הפיננסית על ידי הגדלת יתרות מטבע החוץ. השינויים העיקריים במגבלות על תנועות ההון הם: העלאת המיסוי על השקעותיהם של זרים, במטרה להפחית את כדאיותן ולהביא לירידה ביבוא ההון; הגבלת ההיקף של עסקות מטבע חוץ המותר לבנקים מקומיים,

¹ במשק היפני, על אף היותו משק מפותח שנפגע משמעותית מהמשבר ומתאושש ממנו בקצב איטי, נרשם ייסוף ניכר, אשר הניע את הבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בספטמבר 2010 – למכור מטבע מקומי בהיקפים גבוהים.

העלאת דרישות הרזרבה מהם וחיובם בהפרשת נזילות בעסקות מטבע החוץ שלהם; הקלת המגבלות על השקעות זרות של משקיעים מקומיים, שעשויה להביא להגדלת יצוא ההון (וכך להקטין את יבוא ההון נטו). צעדי המדיניות שנקטו המשקיעים העיקריים בשוק מטבע החוץ מתוארים בלוח 1.



לוח 1: ההתערבות בשוק מטבע החוץ במשקים עיקריים*

המדינה	התערבות ישירה	הגבלות על תנועות ההון	מדיניות שער החליפין
			תיאור
אוסטרליה	✓		הבנק המרכזי פעיל בשוק מטבע החוץ. בכל אחד מהחודשים 11/2010-04/2002 התערב הבנק המרכזי במסחר בשוק מטבע החוץ, בעיקר בדרך של רכישת מטבע חוץ. סך הרכישות בשנת 2010 (עד נובמבר) עמד על כ-5.8 מיליארדי דולרים.

מדיניות שער החליפין			
המדינה	התערבות ישירה	הגבלות על תנועות ההון	תיאור
אינדונזיה	✓	✓	הבנק המרכזי האריך את זמן הפירעון של ההלוואות המוניטריות. כיוון שההלוואות המוניטריות באינדונזיה אינן נסחרות, המשמעות היא הארכה של תקופת החזקת הנייר על ידי המשקיעים. כן הכריז הבנק המרכזי כי מחודש יוני 2011 יעלו דרישות הרזרבה על פיקדונות במטבע חוץ מאחוז אחד ל-8 אחוזים. נוסף על אלה מעריכים כי בחודש נובמבר רכש הבנק המרכזי מטבע חוץ.
ברזיל	✓	✓	בברזיל שורר משטר של מטבע שאינו בר המרה**. משנת 2005 רוכש הבנק המרכזי מטבע חוץ במטרה להחליש את המטבע המקומי (כחלק מתוכנית להגדלת יתרות מטבע החוץ). בחודש אוגוסט רכש הבנק המרכזי כ-3 מיליארדי דולרים. לפי הערכות, הגדיל הבנק המרכזי את היקף הרכישות במידה ניכרת, כך שבאוקטובר הן עמדו על כ-7.6 מיליארדי דולרים. כן הועלה פעמיים, במהלך אוקטובר, המס על ההשקעות של זרים באיגרות חוב מקומיות, מ-2 אחוזים ל-6 אחוזים. נוסף על כך הודיע הבנק המרכזי כי החל מ-4.4.2011 תחול על הבנקים המסחריים חובת נזילות בגין עסקות מכירה-בחסר של דולרים: הבנקים יאלצו להפריש 60 אחוזים מן ההפרש שבין סכום העסקה של המכירה-בחסר ל-3 מיליארדי דולרים, או לסך הונם העצמי – הנמוך שבהם. על הסכום המופרש לא יזכו הבנקים לתשלומי ריבית.
דרום אפריקה	✓		הבנק המרכזי רוכש מטבע חוץ מעת לעת. היקף ההתערבות עשוי לגדול בעתיד.
דרום קוריאה	✓	✓	במהלך השנה האחרונה רכש הבנק המרכזי מטבע חוץ. כתוצאה מכך גדלו יתרות מטבע החוץ, ובאוקטובר הן הגיעו לרמת שיא של 293 מיליארדי דולרים. על הבנקים המסחריים במדינה הוטלו מגבלות הנוגעות לביצוע עסקאות במטבע חוץ. כן הודיע משרד האוצר הקוריאני כי בכוונתו למסות בנקים ומוסדות פיננסיים על התחייבויותיהם במטבע חוץ. המס צפוי להיכנס לתוקף במחצית השנייה של 2011.
מקסיקו	✓		הבנק המרכזי מתערב בשוק מטבע החוץ, וממאס עד סוף 2010 רכש מטבע חוץ בהיקף של כ-4.5 מיליארדי דולרים.
ניו-זילנד	✓		הבנק המרכזי פעיל במסחר בשוק מטבע החוץ כחלק ממדיניות לניהול יתרות מטבע החוץ. בשנת 2010 (עד נובמבר) רכש הבנק המרכזי מטבע מקומי (מכר מטבע חוץ) בהיקף של 754 מיליוני דולרים ניו זילנדיים.

מדיניות שער החליפין

המדינה	התערבות ישירה	הגבלות על תנועות ההון	תיאור
פיליפינים	✓	✓	בחודש אוקטובר הגדיל הבנק המרכזי את המכסה המותרת של החזקת מטבע חוץ על ידי תושבים מקומיים. נוסף על כך, לפי הערכות, רכש הבנק המרכזי מטבע חוץ בנובמבר.
פרו	✓	✓	המשטר הוא של מטבע שאינו בר המרה**. הבנק המרכזי מתערב בשוק מטבע החוץ, ובמהלך 2010 רכש כ-9 מיליארדי דולרים. כן מוטל מס הכנסה של 30 אחוזים על תשלומי ריבית לתושבי חוץ. נוסף על כך קיבלו קרנות הפנסיה במדינה אישור להגדיל את השקעותיהן מחוץ למשק.
צ'ילה	✓	✓	המשטר הוא של מטבע שאינו בר המרה**. בחודש ינואר 2011 הכריז הבנק המרכזי על תוכנית להגדלת יתרות מטבע החוץ ב-12 מיליארדי דולרים, באמצעות רכישות תקופתיות של מטבע חוץ במהלך 2011. נוסף על כך הכריז הבנק המרכזי כי בכוונתו לאפשר לקרנות הפנסיה להגדיל את החזקותיהן בנכסים זרים, ובאוקטובר הודיע שר האוצר על הקמת ועדה שמטרתה ליישם צעדים אשר יגדילו את רווחיות היצוא.
קולומביה	✓		המשטר הוא של מטבע שאינו בר המרה**. הבנק המרכזי מבצע רכישות יומיות של לפחות 20 מיליוני דולרים, אשר צפויות להימשך במהלך הרביע הראשון של 2011.
שווייץ	✓		מחודש מארס 2009 עד יוני 2010 רכש הבנק המרכזי השווייצרי מטבע חוץ בהיקף של 200 מיליארדי פרנקים שווייצריים. לעת עתה נפסקה התערבותו בשוק מטבע החוץ, אך לא נשללה האפשרות של חידושה בעתיד.
תאילנד	✓	✓	משקיעים זרים חויבו במס של 15 אחוזים על רווחי ריבית והון מאיגרות חוב מקומיות. המס נכנס לתוקף ב-13.10. הוחלט גם על מספר צעדים להקלה על יציאת הון מהמשק. לפי הערכות הבנק המרכזי גם רכש מטבע חוץ בנובמבר.
תורכיה	✓		הבנק המרכזי מבצע רכישות מטבע חוץ יומיות כחלק מתוכנית להגדלת יתרות מטבע החוץ. באוקטובר הודיע הבנק המרכזי כי הוא מגדיל את היקף הרכישה המרבי ליום מ-40 מיליוני דולרים ל-80 מיליונים. כן הורד שיעור הריבית על הפקדות במטבע חוץ מ-2.5 ל-0.25 אחוזים.

* מקור הנתונים: J.P.Morgan, Reuters. ואתרי האינטרנט של הבנקים המרכזיים.

** משטר של מטבע שאינו בר המרה (non-convertible) הוא משטר שבו מוטלות מגבלות על המרת מטבע מקומי למטבע חוץ.

ב. התפתחות שער החליפין של השקל

במחצית הראשונה של הרביע הנסקר נותר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי⁴ ללא שינוי ניכר, ובמחצית השנייה של הרביע הוא יוסף בשיעור משמעותי. בדומה להתפתחותו ברביע השלישי, נותר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי במחצית הראשונה של הרביע הנסקר ללא שינוי משמעותי (איור 10). במחצית השנייה של הרביע שב השקל והתחזק, בהתאם למגמה המאפיינת אותו מהרביע השני של 2009, ובשער החליפין הנומינלי האפקטיבי נרשם ייסוף חד של 4 אחוזים, תוך ייסוף של השקל מול הדולר והאירו ב-3.3 ו-5.3 אחוזים, בהתאמה. במהלך הרביע הנסקר נרשם ייסוף של 2.5 אחוזים בשער החליפין הריאלי האפקטיבי (REER)⁵.

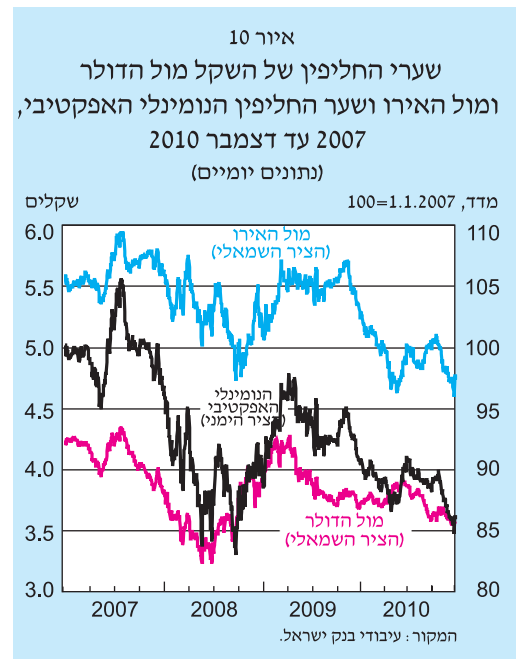
הכוחות שהביאו להתחזקות המתמשכת של השקל המשיכו לפעול, ואף גברו, במהלך הרביע הנסקר. במהלך הרביע הנסקר פעלו להתחזקות השקל הכוחות הבאים: (1) פער הריביות בין ישראל למשקים הגדולים, שאף התרחב כתוצאה מהעלאת הריבית לחודש אוקטובר. פער הריביות פועל ליבוא הון לישראל, בעיקר לטווח הקצר; גידולו של יבוא ההון בא לידי ביטוי בעליית שיעור החזקות הזרים במק"ם, שהגיע ברביע הנסקר לכ-25 אחוזים בממוצע. (במהלך הרביע השני עמד שיעור זה על כ-20 אחוזים בממוצע, ובשנת 2008, לפני פרוץ המשבר – על אחוז אחד בלבד). (2) עודף בחשבון השוטף, המאופיין במגמת עלייה החל מהמחצית השנייה של 2008 (איור 11). (3) עודפי כושר ייצור נמוכים בישראל ביחס למשקים הגדולים, שהם החלק העיקרי בסחר החוץ של ישראל, לוחצים לייסוף ריאלי (שיכול להתבטא בייסוף נומינלי או בעליית מחירים מקומית). (4) תגליות של מצבורי גז גדולים, אשר לפי הערכות צפויים להפוך את ישראל ממדינה המייבאת גז למדינה מייצאת, ובכך להביא להגדלת העודף בחשבון השוטף. בסוף הרביע הנסקר דווח על גילוי כמות גדולה של גז גם בקידוח לווייתן, כמות שלפי הערכות, חלק גדול ממנה ייועד ליצוא. כנגד גורמים אלו פעלו רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל בחודשים אוקטובר ודצמבר למיתון התחזקותו של השקל.

ג. ההתפתחויות הריאליות

מנתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי של 2010 עולה כי הצמיחה של המשק הואטה. ברביע השלישי של 2010 צמח התוצר

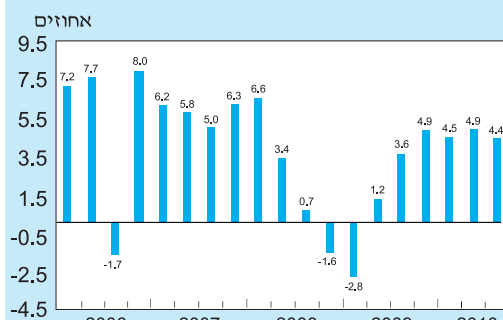
⁴ שער החליפין הנומינלי האפקטיבי מחושב כממוצע משוקלל של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקלות הסחר של ישראל עם מדינות אלו.

⁵ שער החליפין הריאלי האפקטיבי מוגדר כשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, מתוקן בגין רמת המחירים של ישראל ביחס לשותפות הסחר שלה.



איור 12

שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי,
2006 עד הרביעי השלישי של 2010
(נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיות, במונחים שנתיים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

המקומי הגולמי ב-4.4 אחוזים, האטה ביחס לשיעור הצמיחה ברביעי השני, שעמד על 4.9 אחוזים⁶ (איור 12). האטה נרשמה ברביעי השלישי גם בצמיחת התוצר העסקי – 5.1 אחוזים, לעומת 5.9 אחוזים ברביעי השני (לוח 2). להאטה בשיעור הצמיחה תרמו ירידה של 0.3 אחוז בצריכה הפרטית – ירידה ראשונה מאז תחילתו של תהליך ההתאוששות, ברביעי השני של 2009 – וצמיחה מתונה, 0.1 אחוז בלבד, ביצוא. הרקע להתמתנות גידולו של היצוא היה התמתנות הצמיחה של הסחר העולמי ושיפור בתנאי הסחר. בהשקעה בנכסים קבועים נמשכה מגמת ההתאוששות שהחלה בראשית השנה, והיא אף גבוהה מרמתה ערב המשבר (הרביעי הראשון של 2008) ב-2.4 אחוזים. העלייה בהשקעה מעידה על אופטימיות לגבי התבססות הצמיחה, וכן על צורך להגדיל את יכולת הייצור, לאחר עלייה מתמשכת בשיעורי הניצולת של ההון (כפי שעולה מנתוני סקר החברות). ההשקעה בבתי מגורים עלתה ברביעי השלישי בשיעור 12.7 אחוזים, והגיעה לרמה הגבוהה ב-23 אחוזים מזו של תחילת 2008. עלייה זו משקפת את תגובת צד ההיצע בענף הבנייה לעליית מחירי הדיור. התהליך המתמשך של התאוששות המשק הישראלי מהמשבר הביא לצמצום ניכר של עודפי כושר הייצור, אולם אלה עדיין גבוהים מרמתם לפני המשבר (איור 13).

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2010/III	2010/II	2010/I	2009/VI	2009/III	2009/II	2009	2008	2007	
4.4	4.9	4.5	4.9	3.6	1.2	0.8	4.2	5.3	התוצר המקומי הגולמי
5.1	5.9	5.9	5.0	3.2	1.9	0.1	4.7	5.9	התוצר של המגזר העסקי
-5.2	14.2	12.0	6.7	15.4	0.3	-12.3	7.2	13.7	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
-0.3	6.1	0.9	8.8	6.5	8.6	1.7	3.0	6.3	הצריכה הפרטית
1.6	3.7	2.2	8.3	3.7	6.3	2.6	1.8	5.1	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
8.3	0.7	1.4	2.5	-1.9	5.4	2.5	2.6	3.1	הצריכה הציבורית
7.5	1.2	-1.6	1.3	0.0	7.0	4.0	2.7	3.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
5.0	-18.2	87.0	-36.1	-3.4	-18.3	-8.9	2.4	11.3	ההשקעה המקומית הגולמית
16.1	18.5	17.7	-6.1	5.0	-2.4	-5.8	3.9	14.7	מזה: בנכסים קבועים
-1.0	19.1	3.8	31.4	11.5	-5.5	-10.0	11.3	10.3	היצוא ללא יהלומים
-2.4	20.0	5.8	25.7	11.2	0.4	-9.5	10.5	10.9	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

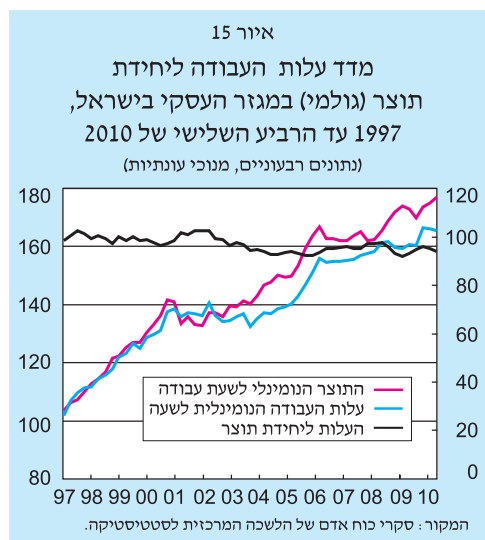
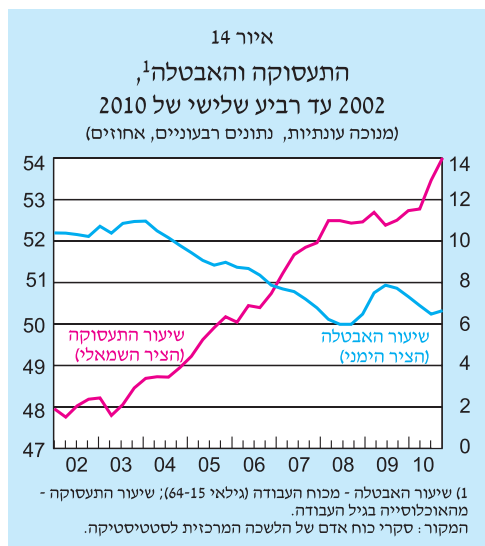
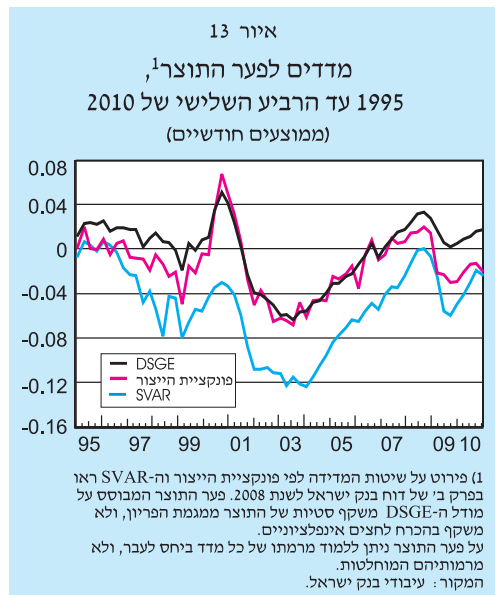
⁶ נתוני החשבונאות הלאומית מבוססים במונחים שנתיים ומנוכחי עונתיות.

מאומדנים מוקדמים של החשבונאות הלאומית לשנת 2010 עולה כי המשק הישראלי התאושש מהמשבר שפרץ בסוף שנת 2008, וצמח במהלך השנה ב-4.5 אחוזים, קרוב לקצב ששרר לפני המשבר. עם זאת, המשך הצמיחה במשק הישראלי תלוי במידה רבה בהמשך ההתאוששות הגלובלית ובצמיחת הסחר העולמי.

האינדיקטורים לפעילות הריאלית ברביע הנסקר מצביעים על המשך מגמת הצמיחה בקצב דומה לזה של הרביע הקודם. לפי המודלים של בנק ישראל להערכת ההווה (nowcasting)⁷ נמשכה הצמיחה במשק ברביע הנסקר בקצב דומה לזה של הרביע השלישי. נתוני סקר החברות והמדד המשולב לרביע הנסקר מצביעים גם הם על המשך התרחבותה של הפעילות העסקית במשק, התרחבות שנבעה הן מצמיחת השימושים המקומיים והן מצמיחת היצוא. העלייה ברכישות בכרטיסי אשראי, והעליות ביבוא מוצרי צריכה ומוצרי השקעה, על פי נתוני סחר החוץ (במונחי דולרים שוטפים), מעידות על המשך הצמיחה של הצריכה הפרטית וההשקעה. על צמיחת היצוא ניתן ללמוד מנתוני סקר החברות בדבר עלייה ביצוא התעשייתי וביצוא הסחורות.

כתוצאה מתהליך ההתאוששות בשוק העבודה הגיע שיעור האבטלה לרמות נמוכות יחסית, אף כי במהלך הרביע השלישי הוא עלה במתינות, בעיקר בעקבות גידול היצע העבודה. לפי שעה לא ניכרים לחצי שכר משמעותיים במשק. ברביע השלישי נרשמו עלייה בשיעור התעסוקה (איור 14) ועלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה, המבטאת תגובה של ההיצע לפעילות. לאחר תקופה ממושכת של ירידה, שהחלה עם התאוששות המשק מהמיתון, עלה שיעור האבטלה ברביע השלישי עלייה מתונה, ל-6.6 אחוזים, בעיקר עקב גידולו של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה. רמתו של שיעור האבטלה אמנם גבוהה מזו ששררה במשק לפני המשבר, אולם בהסתכלות ארוכת טווח זהו שיעור נמוך יחסית. כן ירד משמעותית שיעור המועסקים חלקית שלא מרצון, ל-3.7 אחוזים מכלל המועסקים, כרמתו לפני המשבר. לפי שעה לא ניכרים לחצי שכר משמעותיים במשק. השכר הריאלי והשכר הנומינלי ירדו במהלך הרביע השלישי, וכן גם עלות העבודה ליחידת תוצר (איור 15). החברות במרבית הענפים כבר מדווחות בסקר החברות על עלייה של הקושי בגיוס עובדים מקצועיים. זו עשויה לבשר לחצי שכר בעתיד, אם תימשך מגמת השיפור בשוק העבודה.

⁷ להרחבה אודות המודלים לחיזוי בזמן הווה ראו ג' דפנאי וי' סידי (2010), "אומדן מוקדם לתמ"ג הרבעוני של ישראל באמצעות נתונים כלכליים בתדירות גבוהה", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון, 2010.16; ת' קריאף (2010), "מודל לחיזוי התוצר ורכיביו בטווח הקצר", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון 2011.01.



הגירעון הממשלתי בשנת 2010 היה נמוך מהתכנון המקורי בתקציב, בעיקר הודות לגביית מסים גבוהה מהצפוי. הגירעון הממשלתי הכולל הסתכם בשנת 2010 ב-3.7 אחוזי תוצר, לעומת 5.5 אחוזים בתכנון המקורי בתקציב, בעיקר הודות לגביית מסים גבוהה מהצפוי. סך תקבולי המסים בשנת 2010 היו גבוהים ב-7 אחוזים מאשר ב-2009 (במונחים ריאליים, בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות), כתוצאה מגידול ההכנסות הן ממסים עקיפים והן ממסים ישירים. גידולן של ההכנסות ממסים ברביע הנסקר דמה לזה של הרביע הקודם, התפתחות שיש בה כדי להצביע על המשך תהליך הצמיחה של המשק.

בחודש דצמבר אישרה הממשלה את תקציב המדינה לשנים 2011 ו-2012. בעקבות אישור התקציב צפויה הממשלה לעמוד בתקרות הגירעון וההוצאות שקבעה, ולהפחית את יחס החוב לתוצר בכ-3 נקודות אחוז עד סוף 2012, מה שמחזק את אמינות המדיניות הפיסקלית ואת מחויבותה להפחתת הגירעון ויחס החוב לתוצר. כחלק מהתקציב החליטה הממשלה להעלות את המיסוי העקיף על אנרגיה וסיגריות; ההעלאה צפויה להביא לעליית מחיריהם של מוצרים אלו, ובכך להשפיע על מדד המחירים לצרכן⁸.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

שוקי המניות בארץ רשמו עליות ניכרות במהלך הרביע הנסקר. בהמשך לעליות מהרביע הקודם, עלו ברביע הנסקר מחירי המניות בישראל בשיעור ניכר, בדומה למדדי המניות המובילים בעולם (איור 6). סטיות התקן הגלומות במדדי המניות אמנם עלו במדינות בתחילת הרביע, אולם בחודש דצמבר הן רשמו ירידה משמעותית (איור 5) וחזרו לרמה של אפריל 2010 (לפני העליות של רמות הסיכון עקב החרפת משבר החובות באירופה). מהסתכלות ארוכת טווח עולה, כי מאז תחילת 2009 נרשמה מגמת עלייה מתמשכת של מדדי המניות המובילים בעולם. בתקופה זו עלו מדדי המניות בישראל ובמדינות המתפתחות בשיעורים גבוהים משמעותית מאשר במדינות המפותחות. ייתכן שיבוא ההון למשקים המתפתחים, וגם לישראל, יועד בחלקו לשוקי המניות, ובכך תרם במשקים אלו לעליית מחירים גבוהה, יחסית למדינות המפותחות. גורם נוסף לעלייתם של מחירי המניות בישראל בשיעור גבוה יחסית לעליות המחירים בעולם, הוא החדשות החיוביות בדבר תגליות הגז.

⁸ המסים על הסיגריות הועלו כבר בחודש יולי, מה שתרם לעליית המדד בכ-0.1 נקודות אחוז. בינואר 2011 הועלה המס על הדלק (הבלו), מה שהביא לעלייה של מחירי הדלק וצפוי להתבטא בעלייה של כ-0.1 נקודות אחוז במדד לחודש ינואר.

מגמת העלייה של היקף האשראי למשכנתאות נמשכה גם ברביע הנסקר, על רקע רמתן הנמוכה של הריביות על משכנתאות. למרות הנחיית הפיקוח על הבנקים מחודש מאי⁹, טרם חלה תפנית במגמות השוררות בשוק המשכנתאות. במהלך המחצית השנייה של 2010 (עד נובמבר) גדלה יתרת האשראי למשקי הבית ב-4.8 אחוזים, בעיקר עקב עלייה דומה של יתרת המשכנתאות, המהווה 68 אחוזים מסך האשראי למשקי הבית. סך המשכנתאות החדשות שניתנו במהלך המחצית השנייה של 2010 עמד על 25 מיליארדי ש"ח, גבוה ב-23 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. הרקע לעלייה בהיקף המשכנתאות הוא רמתה הנמוכה של הריבית עליהן (איור 16).

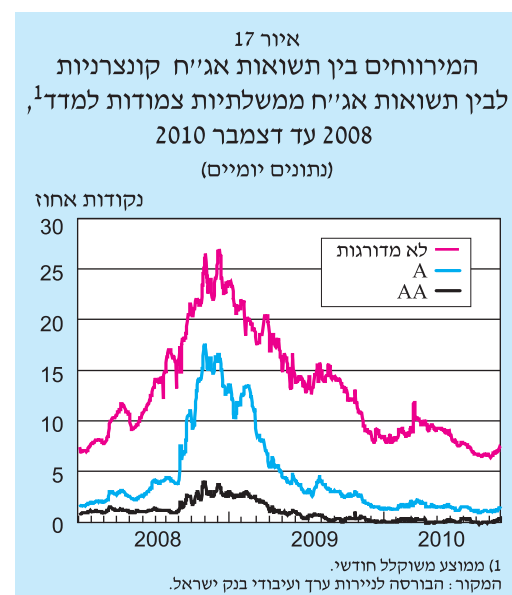
הריביות על משכנתאות באפיקים הצמודים למדד מצויות ברמות שפל היסטוריות, וגם הריביות במסלול הלא צמוד בריבית משתנה נמוכות, אף כי הן הולכות ועולות, בשל העלאות הריבית על ידי בנק ישראל. בעקבות עליית הריביות במסלול הלא צמוד בריבית משתנה נמשכה מגמת הירידה של שיעור המשכנתאות הניתנות במסלול זה מתוך סך המשכנתאות החדשות, והוא עמד בסוף השנה על 47.5 אחוזים.

יתרת האשראי למגזר העסקי עלתה בשיעור מתון בלבד במחצית השנייה של 2010, המשך להתפתחות מתחילת 2009. מתחילת המחצית השנייה של 2010 ועד חודש נובמבר נרשמה עלייה מתונה של כ-1 אחוז ביתרת האשראי למגזר העסקי. בתקופה זו גדל האשראי מהבנקים ובאיגרות החוב הסחירות, לצד ירידה ביתרת האשראי מחו"ל (בעיקר בשל ייסוף השקל). אף שלצד העלייה המתונה ביתרות האשראי למגזר העסקי צמח התוצר העסקי בשיעורים ניכרים, נראה כי אין בעיה בהיצע האשראי במשק. זאת ניתן ללמוד מסקר החברות, שאינו מצביע על קשיי מימון חריגים במגזר העסקי. לפיכך סביר להניח שיציבות האשראי למגזר העסקי נובעת מביקוש ממותן, כתוצאה מרווחיות החברות, אשר אפשרה להם לממן השקעות במקורות פנימיים.

בתחילת הרביע הנסקר הוחל ביישום מרבית ההוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות (מסקנות ועדת חודק)¹⁰. הוראות אלו אמנם עשויות, בטווח הקצר, להקטין את ביקושי הגופים המוסדיים לאיגרות חוב אלו, אך צפויות להקטין את הסיכון הפיננסי בשוק איגרות החוב הקונצרניות, משום שחלק עיקרי מהן עניינו בשיפור תהליך הניתוח טרם רכישת איגרות החוב.

⁹ להרחבה על הנחיית הפיקוח על הבנקים בנושא התפתחויות בסיכונים בגין הלוואות לדיוור ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מיום 24.05.2010.

¹⁰ ראו תזכיר של משרד האוצר - אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון מיום 14/07/2010.



במהלך הרביע הנסקר עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוכים, בעוד שהתשואות הריאליות לטווח הקצר נותרו ללא שינוי משמעותי. במהלך הרביע הנסקר נותרה התשואה הריאלית לשנה ללא שינוי, ברמה שלילית של כחצי אחוז (איור 18). בתשואות הריאליות לטווחים שמעבר לשלוש שנים נרשמה עלייה ממוצעת של כ-0.2 נקודת אחוז. הרקע לעליית התשואות היה עליית התשואות על איגרות החוב הממשלתיות בארצות הברית, אולם בישראל היו העליות מתונות יותר, מה שהביא לירידה של פער התשואות בין שתי המדינות. עליית התשואות המתונה יחסית במשק הישראלי מבטאת ירידה בסיכון היחסי של איגרות החוב הממשלתיות, על רקע גירעון נמוך מהצפוי בישראל לעומת תוכניות ההרחבה בארצות הברית. הגירעון הנמוך בישראל צפוי להקטין את צורכי גיוס ההון של הממשלה, מה שפועל גם הוא לירידה בתשואות.

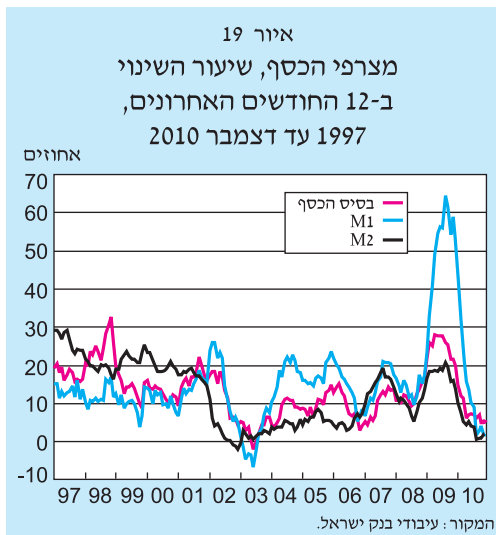
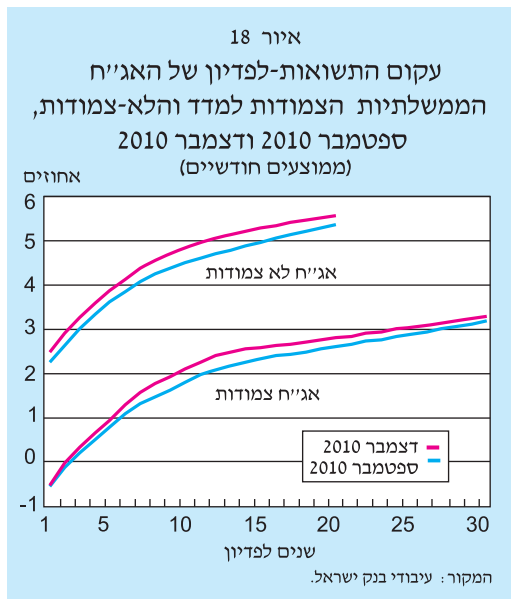
קצב הגידול השנתי של מצרפי הכסף הצרים עלה במתינות במהלך הרביע הנסקר, אך נותר נמוך ביחס לקצב הגידול של הטווח הארוך. לאחר תקופה של ירידות בקצב הגידול של מצרפי הכסף הצרים, שהחלה ברביע השלישי של 2009, עם התחלת העלאות הריבית על ידי בנק ישראל, נרשמה במהלך הרביע הנסקר עלייה מתונה בקצב גידולם (איור 19). בסופו של הרביע עמדו קצבי הגידול השנתי של M1 ו-M2 על 3.7 ו-3.2 אחוזים, בהתאמה. אלה נמוכים מקצבי הגידול בטווח הארוך, מה שמבטא התאמה ברמותיהם של מצרפי הכסף בעקבות התהליך ההדרגתי של העלאת הריבית.

ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

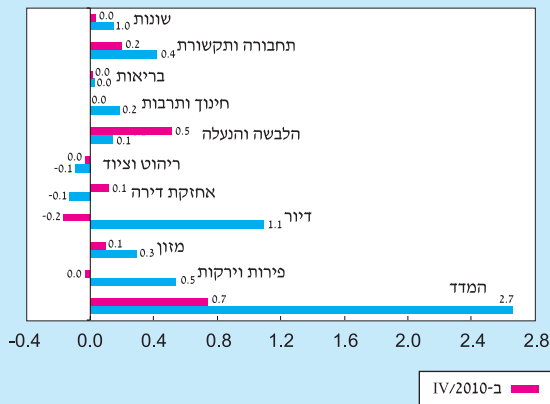
מדד המחירים לצרכן עלה ברביע הנסקר בשיעור גבוה מזה הנגזר מהתואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה. הגורמים העיקריים לעליית המדד ברביע הנסקר הם עליות של מחירי האנרגיה והמזון. מדד המחירים לצרכן עלה במהלך הרביע הנסקר ב-0.7 אחוז (איור 20), ובניכוי עונתיות¹¹ – ב-0.8 אחוז¹², עלייה המבטאת קצב אינפלציה שנתי הגבוה מגבולו העליון של יעד האינפלציה (שהוא 3 אחוזים). הגורמים העיקריים לעליית המדד הם עלייה בסעיפי האנרגיה והמזון ברביע הנסקר בשיעורים של 2.8 ו-0.7 אחוזים, בהתאמה, תוצאת העליות המשמעותיות והמתמשכות של מחיריהם בעולם. רכיב נוסף שתורם לעליית המדד הוא מחירי

¹¹ הנתונים למדד המחירים לצרכן המנוכה מעונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל. להרחבה על הגישה לניכוי עונתיות, וכן על המניע העיקרי לניכוי לפי גישה זו, ראו תיבה 1 בדוח האינפלציה 30.

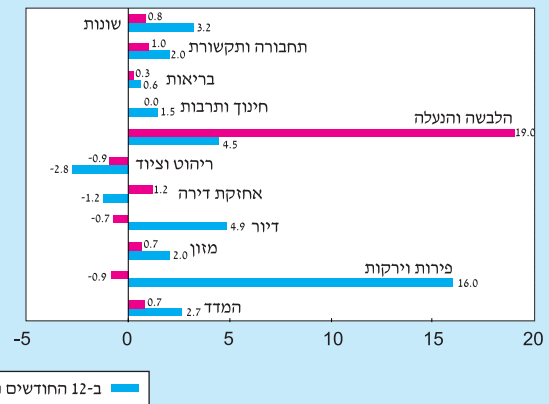
¹² לפי אומדן הלמ"ס המדד המנוכה מעונתיות עלה במהלך הרביע הנסקר בשיעור של 1.2 אחוזים.



התרומות של סעיפי מדד המחירים לצרכן
לשיעורי השינוי של המדד ב-12 החודשים האחרונים
וברביע הרביעי של 2010
(נקודות אחוז)



ההתפתחות של סעיפי מדד המחירים לצרכן,
שיעורי השינוי ב-12 החודשים האחרונים
וברביע הרביעי של 2010
(אחוזים)



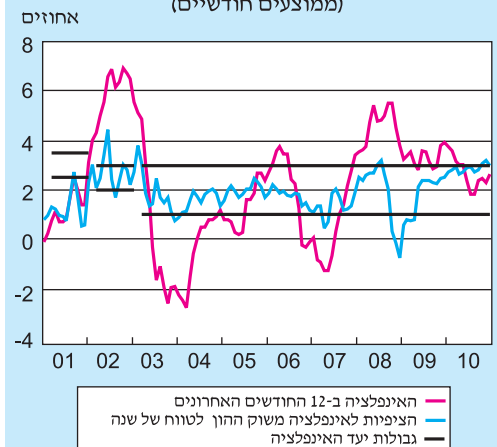
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ההלבשה וההנעלה, אשר עלו ברביע הנסקר ב-19 אחוזים, בעיקר בשל עונתיות. ברביע הנסקר נרשמה ירידה של 0.7 אחוז בסעיף הדיור. ירידה זו, המוסברת ברובה בגורמי עונתיות, באה לאחר תקופה ממושכת של עליות משמעותיות, אולם מההתפתחות ברביע בודד לא ניתן להסיק על שינוי במגמה.

האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים נותרה ברביע הנסקר בתחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). במהלך הרביע הנסקר לא חל שינוי משמעותי בקצב האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים, ובסוף הרביע הוא עמד על 2.7 אחוזים. בכך נותר קצב האינפלציה השנתי בתחום יעד האינפלציה, שבו הוא נמצא מאז חודש מאי 2010 (איור 21). התרומה העיקרית לעליית המדד בשנה האחרונה היא של סעיף הדיור; המדד ללא סעיף זה עלה בשיעור של 1.9 אחוזים בלבד. תרומה נוספת לעליית מדד המחירים לצרכן הייתה של סעיף הפירות וירקות, וזאת בעיקר בגלל פגעי מזג האוויר, שהשפעתם על המדד צפויה להיות זמנית. עליית מחירי המזון והאנרגיה תרמה תרומה משמעותית לעלייתו של מדד המחירים לצרכן במחצית השנייה של השנה.

מהתפתחות האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים לא ניכר כי רמת הפעילות הריאלית המקומית פעלה לעליית המחירים בתקופה זו – למרות העלייה בשיעורי הניצול והתעסוקה. שיעור האינפלציה נע בשנים עשר החודשים האחרונים בחלקו העליון של יעד האינפלציה. עם זאת, בניכוי סעיפי הדיור והפירות והירקות, שיעור האינפלציה נמוך יותר, ונמצא בחלקו התחתון של היעד, ולכן

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים,
הציפיות לאינפלציה וגבולות יעד האינפלציה,
2001 עד דצמבר 2010
(ממוצעים חודשיים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לא ניכר שרמת הפעילות הריאלית במשק פעלה לעליית המחירים במהלך השנה האחרונה. הסיבה לכך נעוצה בעודפי כושר ייצור שעדיין קיימים במשק (איור 13), למרות העלייה המתמשכת של שיעורי הניצולת והתעסוקה. מגמת הייסוף המתמשכת וסביבת האינפלציה הממותנת במשקים המובילים בחו"ל פעלו בתקופה זו לריסון האינפלציה, בעוד שעליות מחירי הסחורות בעולם והעלייה בציפיות האינפלציה פעלו לעליות מחירים.

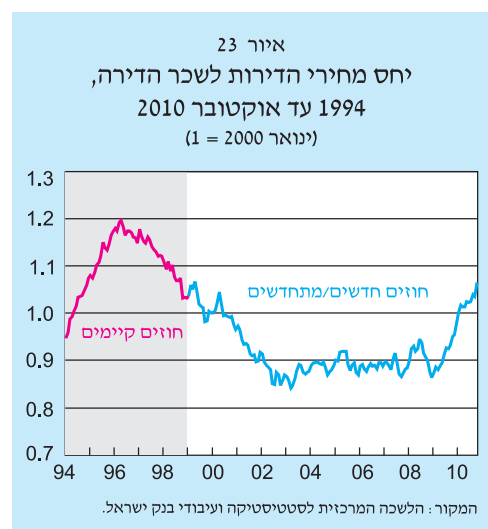
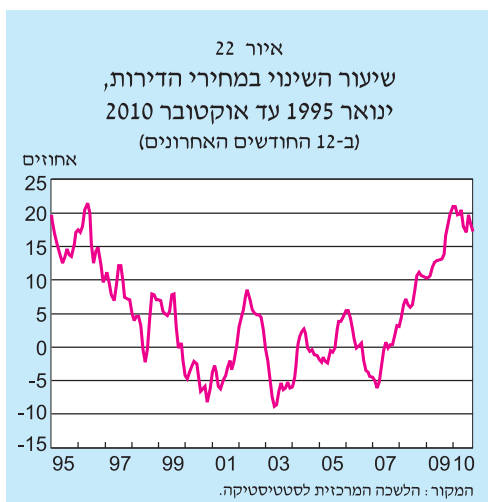
מחירי הדירות (שאינם כלולים במדד המחירים לצרכן) המשיכו לעלות במהלך המחצית השנייה של 2010, תוך התמתנות קצב עלייתם. על סמך ניתוח היסטורי ארוך טווח נראה כי הם אינם חורגים במידה משמעותית מגורמי היסוד בשוק הדיור. במחצית השנייה של 2010 (עד לחודש אוקטובר) נמשכו העליות של מדד מחירי הדירות שבבעלות הדיירים, והוא עלה ב-6.8 אחוזים. מהסתכלות על שיעורי השינוי השנתיים במדד מחירי הדירות עולה שבתחילת 2010 נבלמה מגמת ההאצה בקצב העלייה של מחירי הדירות, ובמחצית השנייה של 2010 קצב עלייתם אף הואט (איור 22). מבחינות שנערכו בבנק ישראל על סמך מספר מודלים ומדדים עולה כי למרות קצב העלייה המהיר של מחירי הדירות, רמתם אינה חורגת משמעותית מזו הנגזרת מגורמי היסוד בשוק הדיור – הגורמים המשפיעים על ערכם המהווים של שירותי הדיור¹³. זאת משום שלפני תחילתן של עליות המחירים, בשנת 2008, היו מחירי הדירות נמוכים משמעותית מהרמה הנגזרת מגורמי היסוד.

במהלך הרביע הנסקר הכריזו משרדי ראש הממשלה, האוצר והשיכון על שורה של צעדים שמטרתם למתן את העלייה של מחירי הדיור – ביניהם העלאת מס הרכישה על דירות להשקעה, כדי להוריד את הביקוש להן והרחבת הפטור ממס שבח על דירות להשקעה¹⁴, צעד שעשוי להביא לגידול היצע הדירות.

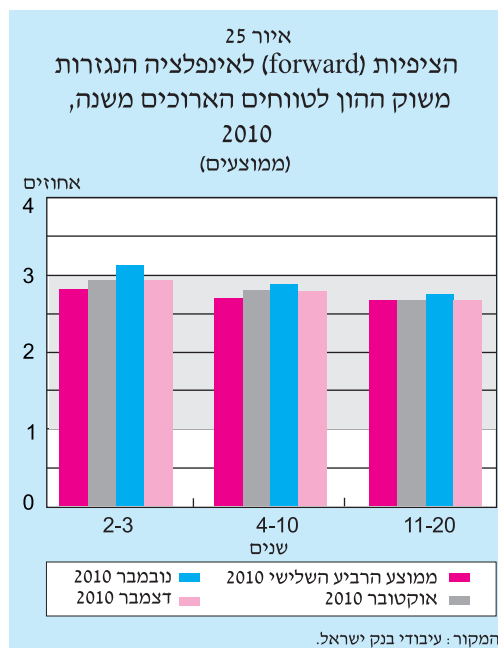
הציפיות לאינפלציה – משוק ההון ולפי הערכות החזאים – נותרו במהלך הרביע הנסקר בקרבת הגבול העליון של יעד האינפלציה. במהלך הרביע הנסקר לא חל שינוי משמעותי בממוצע הערכות החזאים לאינפלציה לשנה, והן נותרו מעט מתחת לגבול העליון של יעד האינפלציה (איור 24). במקביל עלתה הריבית הצפויה לשנים עשר חודשים, לפי ממוצע הערכות החזאים, ב-0.3 נקודת אחוז,

¹³ להרחבה על גורמי היסוד בשוק הדיור ופירוט המדדים הנבחנו להערכת רמתם של מחירי הדירות ביחס לגורמי היסוד ראו תיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2009.

¹⁴ בחוקי מיסוי המקרקעין נכללים מספר סעיפים המקנים פטור מתשלום מס שבח, שהשכיח ביניהם הוא פטור במכירת דירות מגורים אחת לארבע שנים גם אם המוכר הוא בעלים של דירת מגורים נוספת. הצעד שעליו הוכרז הוא מתן פטור ממס שבח גם אם לא עברו ארבע שנים מהמועד הקודם של מכירת דירה למגורים. צעד זה הוכרז כחוראת שעה למשך שנתיים, שאחריהן יוחזר המצב החוקי הקיים כיום.



לרמה של 3.1 אחוזים. ציפיות האינפלציה לשנה משוק ההון נותרו אף הן בקרבת גבולו העליון של יעד האינפלציה. בחודשים אוקטובר ונובמבר נרשמה עלייה מתונה של ציפיות אלו, והן חצו את גבולו העליון של יעד האינפלציה; בחודש דצמבר הן ירדו בחזרה לתחום יעד האינפלציה. הציפיות האינפלציוניות משוק ההון לטווחים הבינוניים והארוכים רשמו במהלך הרביע הנסקר עלייה מתונה, ובסוף הרביע הן נותרו מעט מתחת לגבולו העליון של יעד האינפלציה (איור 25). ייתכן שהימצאותן של הערכות החזאים וציפיות שוק ההון לאינפלציה לשנה בחלקו העליון של היעד מבטאת הערכות כי בנק ישראל, בהחלטותיו על המדיניות המוניטרית, בד בבד עם השמירה על יציבות מחירים ויציבות פיננסית, מייחס כיום משקל גדול יחסית לתמיכה בהתאוששות הריאלית. שהותן הרצופה של ציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים בתחום היעד מעידה על אמינותה של המדיניות הכלכלית – המוניטרית והפיסקלית.



2. המדיניות המוניטרית

כדי להשיג את יעדיו העיקריים – יציבות מחירים, תמיכה בצמיחה ובתעסוקה ויציבות פיננסית – פעל בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר באמצעות מיגוון הכלים העומדים לרשותו: ריבית בנק ישראל, התערבות בשוק מטבע החוץ ופעולות בתחום האשראי לדיוור. בהחלטותיו על המדיניות המוניטרית הביא בנק ישראל בחשבון את מכלול ההתפתחויות והאינדיקטורים שעמדו בפניו במהלך הרביע הנסקר, ועשויים להשפיע על השגת יעדי המדיניות העיקריים: יציבות מחירים כיעד מרכזי, תמיכה בצמיחה הכלכלית ובתעסוקה ויציבות פיננסית. לאור ההתפתחויות שעמדו בפני בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר, ונסקרו לעיל, וכדי להשיג את יעדי המדיניות, השתמש בנק ישראל במיגוון הכלים העומדים לרשותו, ובמהלך הרביע הנסקר העלה במתינות את הריבית, רכש מטבע חוץ, והפעיל צעדים להקטנת הסיכון הפיננסי בשוק הדיוור (צעדים מקרו-יציבותיים).

חשוב לציין, שאף כי השימוש במספר כלי מדיניות מסייע בהשגת יעדי המדיניות השונים, כלים אלו אינם בלתי תלויים זה בזה. כך, למשל, אחד מערוצי התמסורת שדרכם העלאת הריבית פועלת לריסון האינפלציה הוא ייסוף השקל, כתוצאה מהגדלת פער הריביות בין ישראל למשקים המובילים. לעומת זאת פועלות רכישות מטבע החוץ למיתון הייסוף בשער חליפין. בהחלטותיו על המדיניות המוניטרית במהלך הרביע הנסקר הביא בנק ישראל בחשבון את ההשפעות האלה, והעלה את הריבית במתינות, במקביל להגדלת היקפן של רכישות מטבע החוץ.

במהלך הרביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך הצמצום ההדרגתי של מידת ההרחבה המוניטרית, לנוכח המשך התאוששותו של המשק, והעלה את הריבית במתינות. ריבית בנק ישראל לחודש ספטמבר עמדה על 1.75 אחוזים; את הריבית לחודש אוקטובר העלה בנק ישראל ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 2 אחוזים, את הריבית לחודשים נובמבר עד ינואר 2011 השאיר ללא שינוי, ואת הריבית לחודש פברואר העלה לרמה של 2.25 אחוזים. בסוף הרביע הנסקר רמתה של ריבית בנק ישראל היא עדיין מתחת לרמתה הנורמלית – רמת שיווי המשקל של הטווח הארוך. מטרותיו העיקריות של בנק ישראל בהחלטותיו על הריבית היו ביסוס האינפלציה בתוך תחום יעד האינפלציה. בהחלטותיו הביא הבנק בחשבון ששיעור עלייתה של האינפלציה במהלך הרביע הנסקר גבוה מן התנאים העונתי התואם את היעד, ושהציפיות האינפלציוניות נמצאות בקרבת גבולו העליון של היעד, וכן התחשב בהתמתנות עליות המחירים בשוק הדיור. כחלק מתהליך הדרגתי של החזרת כלי המדיניות המוניטרית לרמותיהם הנורמליות, החליט בנק ישראל בדצמבר להגדיל את המירווח סביב הריבית בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים מסחריים מ-0.25 ± ל-0.5 ± נקודת אחוז.

ברביע הנסקר המשיך בנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ. ברביע הנסקר פעלו כוחות קצרי טווח לייסוף שער החליפין האפקטיבי של השקל, מעבר לכוחות הבסיסיים לייסוף; בייסוף יש כדי לפגוע ברווחיות היצוא, ולכן – גם בפעילותו של מגזר זה ובפעילות הריאלית בכלל. כדי להחליש כוחות אלה המשיך בנק ישראל במהלך הרביע הנסקר ברכישות מטבע החוץ. באוקטובר רכש בנק ישראל מטבע חוץ בהיקף של 3,375 מיליוני דולרים, ובדצמבר – בהיקף של 1,815 מיליוני דולרים. בנובמבר לא רכש בנק ישראל מטבע חוץ. סך רכישות מטבע החוץ במהלך הרביע הנסקר גבוה במידה ניכרת מאשר ברביעים הקודמים של 2010, ובה בעת יוסף השקל, לאחר יציבות ברביע הקודם. מהתפתחויות אלו ניתן ללמוד כי ברביע הנסקר התחזקו הכוחות הפועלים לייסוף השקל.

לאחר תום הרביע הנסקר, בינואר 2011, הטיל בנק ישראל על תושבי חוץ חובת דיווח על עסקאותיהם בנגזרי מטבע חוץ ובמק"ם, ועל תושבי ישראל – חובת דיווח על עסקאותיהם במטבע חוץ¹⁵. כן הטיל בנק ישראל על התאגידים הבנקאיים חובת נזילות בגין עסקאותיהם בנגזרי מטבע חוץ מול תושבי חוץ¹⁶.

לנוכח העלייה החדה של מחירי הדירות והתרחבות האשראי לדיור חזר בנק ישראל להפעיל כלים מקרו-יציבותיים, ונתן לבנקים

¹⁵ לפירוט ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מיום 19.01.2011.

¹⁶ לפירוט ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מיום 20.01.2011.

הנחיה להגדיל את הקצאת ההון בגין הלוואות לדיור שניתנו בריבית משתנה וביחס מימון גבוה. על רקע סביבת הריבית הנמוכה, המאפשרת מינוף בעלות נמוכה, ומעלה את כדאיות ההשקעה בדירות לנוכח רמתן הנמוכה של התשואות האלטרנטיביות, המשיכו מחירי הדירות לעלות בקצב גבוה במהלך המחצית השנייה של 2010, אמנם תוך התמתנות מסוימת של קצב העלייה. מניתוח שנערך בבנק ישראל¹⁷ עולה כי חלק מעליית מחירי הדירות בשנה האחרונה מוסבר בהורדת הריבית על ידי בנק ישראל (וחלק מוסבר במחסור בהיצע הדיור). עליות המחירים החדות, אם יימשכו, עשויות להביא לחריגה של מחירי הדירות מהרמה הנגזרת מגורמי היסוד, ובהמשך – לירידה חדה של מחירי הנדל"ן, שעלולה לפגוע ביציבות המערכת הפיננסית¹⁸. זאת ועוד, במהלך השנה האחרונה ניתנו מרבית המשכנתאות החדשות בריבית משתנה ובסכומים גבוהים ביחס להכנסת הלווים. לפיכך, כשריבית בנק ישראל תעלה, יעלה גם החזר הלווים, וחלק מהם עלולים להיקלע לקשיים בפירעון תשלומי ההלוואה – תרחיש שיכולות להיות לו השלכות שליליות על יציבות המערכת הבנקאית ועל המשק כולו. לפיכך הורה הפיקוח לבנקים ברביע הנסקר – בהמשך להנחיות קודמות שניתנו במהלך השנה¹⁹ – להגדיל את הקצאת ההון בגין הלוואות לדיור שיינתנו בשיעור מימון גבוה ובריבית משתנה²⁰. יישום הנחיה זו יביא לעלייה בביטחונות הבנקים כנגד הלוואות לדיור אשר ניתנו בריבית משתנה, דבר הכרוך בעלות לבנקים.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

לפי קרן המטבע הבין-לאומית הכלכלה העולמית צפויה להמשיך ולצמוח בשנת 2011, תוך התמתנות קצב הצמיחה. קצב הצמיחה במדינות המתפתחות צפוי להישאר גבוה במידה ניכרת מאשר במדינות המפותחות. בשנת 2011 צפוי קצב הצמיחה העולמית

¹⁷ לתיאור המסגרת לניתוח זה ראו "ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים" 125 (מאי עד אוגוסט), חלק ב'.

¹⁸ לסקירת ההשלכות שהיו לירידת מחירי הנדל"ן בחו"ל ראו דוח בנק ישראל לשנת 2009, פרק ב', תיבה ב'-4.

¹⁹ בחודש פברואר נתן הפיקוח על הבנקים הנחיה לבנקים בנושא קבוצות רכישה. בחודש מאי פרסם הפיקוח על הבנקים הנחיות בנושא התפתחויות בסיכונים בגין הלוואות לדיור. (ראו הודעה לעיתונות של בנק ישראל מיום 24.05.2010).

²⁰ הנחיית הפיקוח על הבנקים אינה חלה באופן גורף על כל ההלוואות לדיור שיינתנו בריבית משתנה. לפרטים ראו פרסום של בנק ישראל מיום 28.10.2010 "שאלות ותשובות לגבי הנחיות המפקח על הבנקים בנושא הלוואות ממונפות לדיור בריבית משתנה".

**הצמיחה ב-2009 ו-2010 (אומדן) ותחזיות
קרן המטבע הבין-לאומית, ל-2011
(שיעורי השינוי, אחוזים)**

	אומדן	נתונים בפועל	
	2010	2009	תחזית 2011
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
הצמיחה העולמית	5.0	-0.6	4.4
במדינות מפותחות	3.0	-3.4	2.5
בארה"ב	2.8	-2.6	3.0
באירופה	1.8	-4.1	1.5
ביפן	4.3	-6.3	1.6
במדינות מתפתחות	7.1	2.6	6.5
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
במדינות המפותחות	1.5	0.1	1.6
במדינות המתפתחות	6.3	5.2	6.0

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook Update, Jan 2011.

להתמתן ולעמוד על 4.4 אחוזים, לעומת 5.0 אחוזים ב-2010. קצב הצמיחה במדינות המתפתחות צפוי להיות גבוה משמעותית מזה של המפותחות (לוח 3). גם קצב ההתרחבות של הסחר העולמי צפוי להתמתן, ולעמוד בשנת 2011 על 7.1 אחוזים. להערכת קרן המטבע הבין-לאומית ההתאוששות במשק העולמי תלויה בשני תהליכי איזון – התרחבות הביקושים הפרטיים (הצריכה וההשקעה בנכסים קבועים) במשקים המפותחים, אשר תאפשר לבצע את הריסון הפיסקלי הנדרש כבר בתחילת 2011, וצמצום הגירעון בחשבון השוטף בארצות הברית ובמשקים מפותחים נוספים, לצד הקטנת העודפים במדינות אסיה המתפתחות. עוד ציינה קרן המטבע, כי אף שלפי התחזית המרכזית לא צפוי מיתון חוזר בעולם, עיקר הסיכונים לאי התממשות התחזית הם כלפי מטה.

האינפלציה בעולם בשנת 2011 צפויה להישאר ברמה קרובה לזו של 2010. לפי קרן המטבע הבין-לאומית האינפלציה במדינות המפותחות צפויה להישאר מתונה גם בשנת 2011. במדינות המתפתחות צפויה האינפלציה להתמתן מעט, ולעמוד על 6.0 אחוזים. התמתנות קצב האינפלציה הצפוי במדינות המתפתחות נובעת בעיקר מירידה צפויה בקצב עלייתם של מחירי הסחורות. מחירי הנפט, שעלו עלייה חדה בשנת 2010, 27.8 אחוזים, צפויים לעלות בשנת 2011 בשיעור של 13.4 אחוזים, ומחירי הסחורות: ללא נפט שעלו בשנת 2010 ב-23 אחוזים, צפויים בשנת 2011 ב-11 אחוזים.

ב. הפעילות הריאלית בישראל²¹

בשנת 2011 צפויה האטה מסוימת של קצב הצמיחה, עקב הצטמצמות העודף בכושר הייצור מזה והאטה בהתרחבות היצוא והצריכה הפרטית מזה. התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח ב-2011 בשיעור של 3.7 אחוזים²¹, בדומה לתחזית שהובאה בדוח הקודם. ההאטה הצפויה בצמיחה, יחסית ל-4.5 אחוזים בשנת 2010, נובעת משילוב של מספר גורמים: (1) הצמיחה המהירה של המשק בשנת 2010 ונתוני שוק העבודה וההשקעות במהלכה מצביעים על המשך ההצטמצמות של עודף כושר הייצור שנוצר במהלך המשבר העולמי. עם מיצוי תהליך זה יש לצפות להאטת הצמיחה, מהקצב הגבוה המאפיין תהליך יציאה ממיתון לקצב גידולם של הפריון וכוח העבודה. (2) קצב גידולו של היצוא צפוי להיות נמוך מזה של הסחר העולמי (3.8 לעומת כ-8 אחוזים), בין היתר על רקע הייסוף הריאלי המתמשך. (3) האטה צפויה גם בקצב הגידול של הצריכה הפרטית, משום שגידול הצריכה של מוצרים בני-קיימא צפוי להתמתן לאחר שנתיים של גידול מואץ, בין השאר בהשפעת הריבית הנמוכה. יחד

לוח 4

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

נתונים בפועל 2009	אומדן 2010	תחזית* 2011	
0.8	4.5	3.7	התמ"ג
1.7	4.7	3.5	הצריכה הפרטית
-5.8	9.9	8.8	ההשקעה בנכסים קבועים
2.5	3.7	1.7	הצריכה הציבורית
-12.3	9.4	5.3	היבוא האזרחי (ללא או"מ ויהלומים)
-10.0	9.8	3.8	היצוא (ללא יהלומים)
7.5	6.9	5.4	החשבון השוטף נטו (מיליארדי דולרים)
7.5	6.7	6.2	שיעור האבטלה (אחוזים)
5.3	4.2	3.3	גירעון הממשלה הרחבה (אחוזי תוצר)
79.2	76.3	74.7	יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* תחזית בנק ישראל מיום 27.12.2010. התפתחות הגירעון הציבורי ויחס החוב לתוצר ל-2011 תלויה במדיניות הממשלה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

²¹ התחזית גובשה על בסיס נתונים שהיו זמינים עד מועד החלטת הריבית לינואר 2011 (27.12.2010). לפיכך אומדני הצמיחה המוקדמים, שפרסמה הלמ"ס ב-29 לדצמבר, אינם מופנמים בתחזית זו. על סמך אינדיקטורים ואומדנים שהצטברו מאז, ניתן להעריך כי נתונים שיתפרסמו בהמשך יביאו לעדכון התחזית כלפי מעלה.

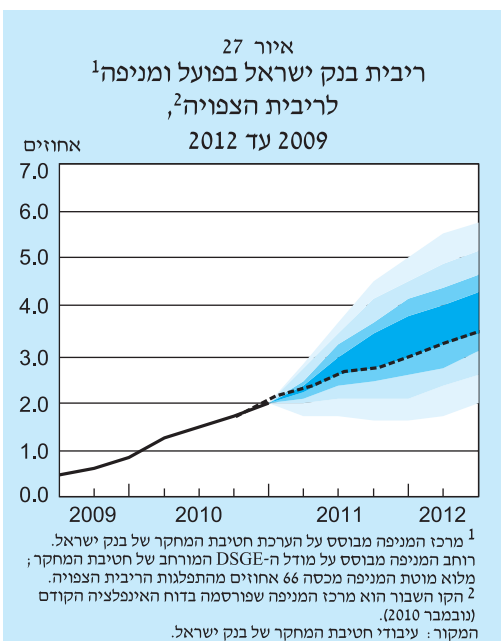
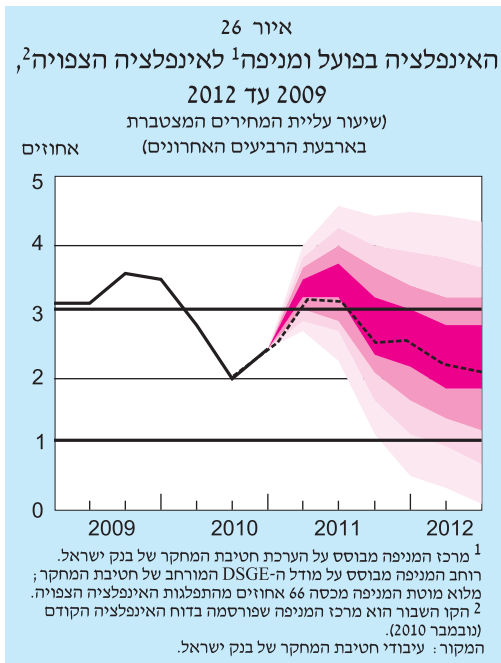
עם זאת, הריבית הנמוכה צפויה להמשיך ולתמוך בגידול המהיר של ההשקעה בנכסים קבועים. (4) התרחבות הביקושים צפויה להישען במידה גוברת על התרחבות היבוא, הן על רקע הייסוף הריאלי מאז אמצע 2009 והן על רקע המשך גידול מהיר של ההשקעות. אלה מתאפיינות בעתירות יבוא גבוהה, גם כשמביאים בחשבון שהגידול של סך ההשקעות מושפע מגידול ההשקעות בבנייה (שעתירות היבוא שלהן פחותה).

ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל²² שיעור האינפלציה בעוד שנים עשר חודשים יהיה בחלקו העליון של תחום היעד, במקביל לתהליך הדרגתי של העלאת הריבית. שיעור האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים היה 2.7 אחוזים – בקרבת מרכז תחום היעד. להערכת חטיבת המחקר, שיעור האינפלציה בעוד שנים עשר חודשים יעמוד על 2.6 אחוזים. בסוף המחצית הראשונה של 2011 צפויה האינפלציה (בהסתכלות על שנים עשר החודשים האחרונים) להיות בקרבת הגבול העליון של היעד, או אף מעט מעליו, ובהמשך היא צפויה להתבסס בתוך גבולות היעד. במקביל צפוי כי ריבית בנק ישראל תועלה בהדרגה משיעוריה הנמוכים היום ל-3.3 אחוזים בסוף 2011 (איורים 26 ו-27). הערכה זו משקפת השפעה של מספר כוחות מנוגדים – מהם הפועלים לעליית האינפלציה ומהם הפועלים לריסונה.

עם הגורמים הפועלים לעליית האינפלציה נמנים עודף הביקוש לשירותי דיור (שימשיך להיות גורם משמעותי בחודשים הקרובים), התרחבות הביקושים לתוצר ועליית מחירי הסחורות בעולם. אנו מעריכים כי הצטמצמות עודף הביקוש בשוק הדיור תהיה מוגבלת, כך שהתמתנות העלייה של סעיף הדיור תהיה הדרגתית מאוד, והוא ימשיך לתרום לאינפלציה. התרחבות הביקושים לתוצר, המתבטאת בהצטמצמות העודף של כושר הייצור, יכולה לפעול לעליית האינפלציה דרך התייקרותם של גורמי הייצור המקומיים, בפרט עלות העבודה, ודרך מאמצי הפירמות להגדלת רווחיותן. על פי ההערכות, השכר הנומינלי אמנם צפוי להמשיך ולעלות השנה בשיעור גבוה יחסית. אולם הואיל ואחת הסיבות לעליות השכר הצפויות היא שעליית השכר הריאלית בשנת 2010 הייתה איטית מקצב הגידול של פרויקט העבודה, הלחצים האינפלציוניים משוק העבודה נראים

²² הערכת האינפלציה המובאת בדוח היא חלק מהערכה מקרו-כלכלית, שחטיבת המחקר של בנק ישראל מגבשת בכל רבע (staff forecast). הסבר להערכות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר וסקירה של המודלים העומדים מאחוריהן ראו בדוח האינפלציה 31 לרביע השני של 2010, סעיף 3-ג'.



מוגבלים לעת עתה; אלה עלולים להתגבר עם המשך התרחבות הביקושים, או עקב מאבקי שכר של ארגוני עובדים גדולים. גורם אינפלציוני נוסף הוא עליית מחירי הסחורות בעולם (במטבע חוץ), ובכללם מחירי התוצרת החקלאית והנפט. מלבד השפעתם הישירה, נודעת לגורמים האינפלציוניים שתוארו גם השפעה עקיפה: ציפיות הציבור (על פי הערכות החזאים, שוק ההון ודיווחי סקר החברות) כי האינפלציה תהיה גבוהה מיעדה יכולות להעלות את האינפלציה כבר עתה, דרך השפעתן על הסכמי שכר והחלטות תמחור בהווה.

כנגד גורמים אלה, הגורם המרכזי שצפוי לפעול להתמתנות האינפלציה הוא ייסוף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (ייסוף מצטבר של כ-10 אחוזים מאז אמצע 2009 עד סוף 2010). הייסוף פועל להוזלת מחירי המוצרים המיובאים לישראל, אך התמסורת משער החליפין אל המחירים אינה מיידית אלא הדרגתית. לפיכך ניתן להעריך כי מחירי היבוא טרם הותאמו במלואם לרמתו החדשה של שער החליפין, כך שתהליך התאמתם כלפי מטה ימשך גם במחצית הראשונה של 2011. מלבד זאת ממשיכים להתקיים התנאים שברקע הייסוף הנומינלי, ובכללם העודף בחשבון השוטף (שאמנם צפוי להתמתן) ופער הריביות מול חו"ל; פער זה צפוי להמשיך להתרחב, על רקע הצטמצמות עודף כושר הייצור בארץ בשעה שבארה"ב ובאירופה עדיין מצויים עודפי כושר ייצור גדולים. גורמים נוספים הממתנים את מחירי היבוא הם ציפיות לאינפלציה מתונה בעולם (כ-1.6 אחוזים בממוצע במדינות המפותחות) ורמתן הנמוכה ביותר של ריביות הבנקים המרכזיים בעולם (0.0–0.25 בארה"ב, 1.0 באירופה); זו צפויה להתמיד בחודשים הקרובים, ופועלת גם לריסון קצב עלייתה של הריבית המקומית.

תחזית האינפלציה גבוהה במקצת מזו של הרביע הקודם, ותואי הריבית הצפוי עודכן כלפי מעלה. באיורים 26 ו-27 מובאת השוואה להערכות מדוח האינפלציה הקודם (אוקטובר 2010): בהסתכלות על שנים עשר החודשים הבאים תחזית האינפלציה, 2.6 אחוזים, גבוהה במקצת מזו של הדוח הקודם (2.5 אחוזים לסוף 2011), וגם תואי הריבית עודכן כלפי מעלה. באיורים 26 ו-27 ניתן אפוא לראות שהתוואים הצפויים של האינפלציה והריבית עודכנו כלפי מעלה, אף על פי שלא הייתה הפתעה באינפלציה ובריבית לעומת התחזית שפורסמה בדוח הקודם (מהרביע הרביעי של 2010). עדכון התחזית נובע בעיקר מהתפתחות המחירים בעולם – הן מעליות המחירים בשוקי הסחורות והן מציפיות לעלייה מהירה יותר של מחירי המוצרים הסופיים המיובאים (הכוונה למחירים במטבע חוץ).

הערכות האינפלציה בשווקים גבוהות מעט מהערכות חטיבת המחקר של בנק ישראל (לוח 5): הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי

שהן נמדדות משוק ההון, עמדו בסוף דצמבר על כ-3.0 אחוזים, בדומה לציפיות בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם. ציפיות אלו גבוהות מההערכה בדוח זה (לאינפלציה של 2.6 אחוזים), בין היתר על רקע ציפיות נמוכות יותר לגבי ריבית בנק ישראל בעוד שנה (2.8 אחוזים על פי עקום המק"ם, לעומת 3.3 אחוזים על פי ההערכה המובאת כאן). גם הערכות האינפלציה של החזאים הפרטיים (בממוצע) עומדות בסוף דצמבר על כ-3.0 אחוזים – גבוהות מהערכותיהם בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם (2.8 אחוזים). ייתכן שהסיבה להבדל בין תחזיות האינפלציה של החזאים לתחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל היא שהחזאים, בממוצע, חוזים פיחות מסוים – שכן בדומה להערכה המובאת כאן, הם מעריכים כי התהליך ההדרגתי של העלאת הריבית יימשך, כך שבעוד שנה שיעורה יהיה גבוה במקצת מ-3.0 אחוזים.

גורם הסיכון המרכזי לאי התממשותה של תחזית זו הוא ההתפתחויות בעולם. בבסיס התחזית המרכזית עומדת ההנחה שהפעילות המשקית העולמית – ובפרט הסחר העולמי – ימשיכו להתרחב, על אף הבעיות שעמן מתמודדים המשקים החשובים: החוב בכמה מדינות אירופה, החולשה בשוקי העבודה בעולם והקשיים במגזר הנדל"ן בארה"ב. ואולם קיים גם הסיכון שבעיות אלו יגררו את המשקים הגדולים להתמתנות נוספת, שתפגע בפעילות תוך ירידה באינפלציה העולמית (בין היתר, עקב נפילה במחירי סחורות). התפתחויות אלה עלולות להביא לדחייה נוספת במועד החזוי של תחילת העלאות הריבית בחו"ל, ואף לצעדים נוספים של מדיניות מוניטרית לא קונבנציונלית. תרחיש כזה צפוי לפגוע בראש ובראשונה במגזר היצוא הישראלי, תוך צמצום העודף בחשבון השוטף, ודרכו להביא להתמתנות בצמיחת התוצר. אם ההתמתנות תלווה במשבר פיננסי או בגידול רב של אי-הוודאות,

לוח 5

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

היעד	שוק ההון ¹	החזאים הפרטיים ²	סקר החברות ³	בנק ישראל ⁴
הממוצע	2	3.0	2.6	2.6
הטווח	1-3	2.5-3.7	1.0-4.0	

¹ ממוצע חודש ינואר.

² לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר.

³ טווח התחזיות, בניכוי 10 אחוזים מהתחזיות הקיצוניות ביותר. התשובות התקבלו במחצית השנייה של חודש דצמבר.

⁴ הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

היא עלולה להתבטא גם בהצטמצמות של הביקושים המקומיים, ובפרט של הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים. הצטמצמות הביקושים (ליצוא, לצריכה פרטית ולהשקעה) תתבטא גם בריסון האינפלציה במשק. השפעתו של תרחיש כזה על שער החליפין אינה ברורה: תוואי הריבית הנמוך יותר בעולם יחזק את הלחץ לייסוף, בעוד שצמצום העודף בחשבון השוטף יחליש אותו. מכל מקום, התממשות תרחיש כזה תביא להאטה בקצב העלאות הריבית.

כנגד זאת קיים גם הסיכון להתמשכות, ואף להאצת, קצב העלייה של מחירי הסחורות והמוצרים המיובאים למשק. אפשרות כזאת, יחד עם ביקושים ערים לתוצר המקומי, מסכנת את תוואי האינפלציה והריבית כלפי מעלה, כי במקרה של התממשותה סביר שהמחירים הסופיים יספגו את התייקרות התשומות והמוצרים המיובאים.

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

לוח נ-1
ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים
(שיעורי השינוי)

12/10	11/10	10/10	09/10	08/10	07/10	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.6	תשואת המק"ם ל-3 חודשים
2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1	תשואת המק"ם לשנה
3.9	3.7	3.6	3.7	3.5	3.7	תשואת אג"ח לא צמודות ל-5 שנים
5.7	5.6	5.5	5.5	5.7	5.9	תשואת אג"ח לא צמודות ל-20 שנים
-0.5	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.8	תשואת אג"ח צמודות לשנה
1.0	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
3.3	3.1	3.0	3.2	3.2	3.4	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
8.1	8.2	8.4	9.2	10.0	11.2	
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)						
5.4	-2.7	4.1	6.5	2.6	1.4	מדד המניות הכללי
6.4	-2.2	3.9	8.0	1.5	5.3	מדד ת"א 25
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)						
-3.6	1.3	-0.8	-4.0	1.0	-2.5	השקל מול הדולר
-1.1	-4.7	0.7	2.9	-1.6	3.5	השקל מול האירו
-2.0	-1.6	0.0	-0.4	-0.0	0.6	שער חליפין נומינלי אפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
8.0	8.8	9.2	7.1	7.8	8.1	סטיית התקן הגלומה
2.2	2.6	3.6	1.7	2.8	2.8	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
1.3	1.9	2.4	0.9	0.9	1.0	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

* החישוב השתנה מדוחות קודמים לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומח"ם ארוך משישה חודשים.

המירווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין ה"גליל" בטווח המח"ם המתאים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ"2
סביבת האינפלציה והריבית
 (ממוצעים חודשיים)

12/10	11/10	10/10	09/10	08/10	07/10	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.4	0.1	0.3	0.3	0.5	0.5	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	0.8	תחזיות החזאים למדד חודשי (ממוצע תחזיות לפני פרסום המדד)
2.7	2.3	2.5	2.4	1.8	1.8	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
3.0	3.2	3.0	2.8	2.7	3.0	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה
2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*						
2.9	3.1	2.9	2.8	2.9	2.8	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.8	2.8	2.7	2.8	2.5	2.5	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.50	ריבית בנק ישראל
-0.9	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.4	הריבית הריאלית הנגזרת
1.75	1.75	1.75	1.50	1.50	1.25	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.50	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה
0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
3.10	3.00	2.90	2.81	2.75	2.75	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
1.7	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	פערי הריביות הארוכות הנומינליות בין ישראל לארה"ב
1.1	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9	פערי הריביות הארוכות הריאליות בין ישראל לארה"ב

* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח חוב שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.