



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2010

הרביע הראשון

אייר התש"ע - מאי 2010

30



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114110030/0

דפוס מאור וולך, ירושלים

דוח האינפלציה לרביע הראשון של 2010 (התקופה הנסקרת בדוח זה) מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת הערכת התפתחותה של האינפלציה ביחס ליעד האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל בראשות הנגיד, הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית.¹

מדד המחירים לצרכן ירד במהלך הרביע הראשון של 2010 בשיעור של 0.9 אחוז. ירידה זו משקפת בעיקרה גורמים עונתיים, אך האינפלציה ברביע הנסקר הושפעה גם מפעולות הממשלה - הפחתת המע"מ וביטול היטל הבצורת - מהוזלת תעריפי החשמל ומירידה של מחירי הדיור והאנרגיה. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.2 אחוזים, והמדד למעט דיור ואנרגיה עלה ב-2.1 אחוזים.

בעולם נמשכת ההתאוששות שהחלה ברביע האחרון של 2009, אך לא באופן אחיד: במדינות המפותחות ההתאוששות המתונה נשענת בעיקר על התערבות מוניטרית ופיסקלית מסיבית - שמטבע הדברים לא תוכל להתמיד. המשך ההתערבות ומידתה יהיו שונים ממדינה למדינה, בהתאם לנסיבות המיוחדות של כל אחת. לעומת זאת במדינות המתפתחות הצמיחה מונעת יותר על ידי ביקושים מקומיים של משקי הבית והפירמות ועלייה של מחירי הסחורות. שיעורי האינפלציה בעולם עדיין נמוכים בדרך כלל, אף כי במדינות המתפתחות מתחילה להסתמן עלייה של האינפלציה. רוב הבנקים המרכזיים במדינות המפותחות ממשיכים לשמור על ריבית נמוכה, אך חלקם החלו לצמצם את השימוש בכלים המיוחדים.

במשק הישראלי - ברביע הרביעי של 2009 נמשכו ההתאוששות של הפעילות הריאלית והירידה של שיעור האבטלה. הצמיחה נשענה על גידול הצריכה הפרטית, שהונע בין היתר על ידי רמה נמוכה של הריביות, ועל גידולו של היצוא, שהושפע מהתרחבות הסחר העולמי. אינדיקטורים מוקדמים לרביע הראשון, במיוחד סקר החברות של בנק ישראל לרביע זה, מלמדים על המשך התרחבותה של הפעילות העסקית.

במהלך הרביע הנסקר נמשכה בישראל העלייה של מחירי הנכסים הפיננסיים - מניות ואגרות חוב של חברות - ושל מחירי הדירות. זאת במקביל לעלייה, אמנם בקצב מתון יותר, של מחירי המניות בעולם. עליית מחירי המניות בעולם ובישראל משקפת בחלקה את ההתאוששות של הכלכלה והצפי להמשכה, אך חלקה הוא ודאי תולדה של שיעורי הריבית הנמוכים השוררים ברוב המדינות. גם עליית מחירי הדירות בישראל היא במידה רבה תולדה של שיעורי הריבית הנמוכים.

במהלך הרביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך העלאה הדרגתית של הריבית - חלק מנורמליזציה הדרגתית של הריבית. כך הועלתה הריבית מ-0.5 אחוז בספטמבר 2009 ל-1.25 אחוזים בינואר 2010 ול-1.5 אחוזים באפריל 2010. המניעים להעלאות הריבית היו קצב האינפלציה השנתי (בשנים עשר

¹ מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום (M1) בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל (1954); זאת משום שבכל אחד מהחודשים ינואר עד מארס 2010 עלו אמצעי התשלום ב-12 החודשים שקדמו לו ביותר מ-15 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום נדונה בסעיף 1-ד' להלן.

החודשים האחרונים), שבמהלך התקופה היה מעל לגבול העליון של היעד, הרמה הגבוהה יחסית של הציפיות לאינפלציה לשנה, הן על פי החזאים והן על פי שוק ההון, המשך ההתבססות של הצמיחה ועליות מתמשכות של מחירי הנכסים, ובכללם המניות והדירות. כנגד זאת נראה כי במהלך הרביע האחרון של 2009 והרביע הראשון של 2010 התמתן במידה מסוימת קצב עליית המחירים בשוק המקומי, והחלה להסתמן אפשרות של האטת הפעילות באירופה, על רקע קשיים במימון חובות של מספר מדינות.

ברביע הנסקר נמשך הייסוף של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי - בשיעור של 3.9 אחוזים מדצמבר 2009 למארס 2010, המשך לייסוף של 3.0 אחוזים בתקופה שמאפריל עד דצמבר 2009. בנק ישראל המשיך להתערב בשוק מטבע החוץ, במגמה למנוע ייסוף יתר של שער החליפין האפקטיבי.

ב- 21 באפריל 2010 עדכן בנק ישראל את התחזית לפעילות הכלכלית בשנת 2010, וכן פרסם תחזית ראשונית לשנת 2011. הבנק מעריך כי הצמיחה ב-2010 תסתכם בכ-3.7 אחוזים, כי שיעור האבטלה ימשיך ויירד, לכ-7.0 אחוזים בממוצע שנתי, וכי שיעור האינפלציה יתמתן במהלך שנים עשר החודשים הבאים לכ-2.2 אחוזים. ריבית בנק ישראל צפויה לעלות בהדרגה בהמשך שנת 2010. להתמתנות האינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים יתרמו הייסוף הריאלי של שער החליפין האפקטיבי, שאפיין את שמונת החודשים האחרונים של 2009 ונמשך גם ברביע הנסקר, ורמת התוצר, שעדיין צפויה להיות נמוכה מהרמה הפוטנציאלית - כתוצאה מהשפעתו של המשבר העולמי על הפעילות המשקית בישראל. בשנת 2011 צפוי, להערכתנו, שיפור נוסף בצד הריאלי וקצב אינפלציה סמוך למרכז תחום היעד.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בארץ ובעולם, ולנהל מדיניות התומכת בצמיחה וביציבות הפיננסית, בד בבד עם חתירה להחזרתה של האינפלציה, בשנה הקרובה, לסביבת אמצע תחום היעד. בשלב זה אנו מעריכים כי במהלך השנה הקרובה צפויה העלאה הדרגתית של ריבית בנק ישראל, בשיעור שייקבע על פי סביבת האינפלציה, התבססות הצמיחה כאן ובעולם, התפתחות שערי החליפין של השקל

בברכה,

ד. ניסן

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

התוכן

7	תקציר
9	1. הרקע והאינפלציה
9	א. הסביבה העולמית
11	ב. התפתחות שער החליפין של השקל
12	ג. הפעילות הריאלית והשפעתה על המחירים
15	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
17	ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
19	תיבה 1: ניכוי עונתיות במדד המחירים לצרכן - גישה מבנית לצורך גיבוש המדיניות המוניטרית
22	2. המדיניות המוניטרית
24	3. עדכון התחזיות
24	א. הסביבה העולמית
25	ב. הפעילות הריאלית בישראל
26	ג. הערכות לגבי שער התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים
29	לוחות נספח

תקציר*

- **האינפלציה:** מדד המחירים לצרכן ירד במהלך הרביע הראשון של 2010 בשיעור מצטבר של 0.9 אחוז. האינפלציה ברביע הנסקר שיקפה בעיקר ירידות מחירים עונתיות, והושפעה גם מפעולות של הממשלה ב-2010 - הפחתת המע"מ וביטול היטל הבצורת - מהוזלת תעריפי החשמל ומירידת מחירי הדיור והאנרגיה. במהלך התקופה הנסקרת התמתן קצב האינפלציה השנתי, ובמאוס שיעורו היה 3.2 אחוזים - סמוך לגבול העליון של יעד האינפלציה. שיעור עלייה זה מבטא בעיקר את עליית מחירי האנרגיה והדיור ועלויות המחירים שנבעו מהתערבות ממשלתית במהלך 2009 - ואת ירידתם הקטנה יותר בסוף 2009 ובתחילת 2010.
- **הסביבה הכלכלית העולמית:** נמשכת ההתאוששות של הכלכלה העולמית. ההתאוששות חזקה מזו שנחתה, אך אינה אחידה: במדינות המפותחות הצמיחה חלשה, ועוצמתה עדיין אינה ודאית; זאת משום שסיבותיה העיקריות - ובמרכזן הישענות רבה על התערבות מוניטרית ופיסקלית מסיבית, לא-שגרתית - לא תוכלנה להתמיד; במדינות המתפתחות הצמיחה יציבה ומואצת יותר, בהיותה מונעת בעיקר על ידי ביקושים מקומיים גוברים ועלייה של מחירי הסחורות. בעיית החובות הציבוריים הכבדים במדינות מסוימות, חששות מהאטה בצמיחה, וסיכונים ליציבות הפיננסית במספר מדינות באירופה עדיין מעיבים על החזרה לצמיחה עולמית נורמלית.
- **הפעילות הריאלית בישראל:** ברביע הרביעי של 2009 הואצה הצמיחה של הפעילות הריאלית בישראל, והאבטלה הוסיפה לרדת. הצמיחה נשענה במידה רבה על הצריכה הפרטית ועל גידול היצוא, על רקע התרחבות הסחר העולמי. גידול הביקוש פעל לבלימת התרחבותו של פער התוצר השלילי, וכך פחתה השפעתו הממתנת של הפער על המחירים. אינדיקטורים מוקדמים לרביע הראשון של 2010 מצביעים על האצת התרחבותה של הפעילות.
- **השווקים הפיננסיים:** מחירי הנכסים הפיננסיים בארץ הוסיפו לעלות ברביע הנסקר, וקצב עלייתם אף הוא - המשך למגמה החיובית שהחלה לאחר השפל של סוף 2008 וראשית 2009. זאת במקביל לעלייתם בעולם, ובעיקר בשווקים המתעוררים, ועל רקע צפי להמשך התגברותה של הפעילות הריאלית ורמה נמוכה של ריבית בנק ישראל.
- **שער החליפין:** בסיכום הרביע הנסקר נמשכה מגמת הייסוף של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, על רקע העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ופער הריביות בין ישראל למדינות אחרות. בנק ישראל פעל בשוק מטבע החוץ במצבים של התחזקות חריגה של השקל; כך רכש הבנק בינואר מטבע חוץ בהיקף של 1,573 מיליוני דולרים, בפברואר בהיקף של 200 מיליוני דולרים, ובמאוס - של 500 מיליונים.
- **המדיניות המוניטרית:** במהלך הרביע הנסקר המשיך בנק ישראל בתהליך ההדרגתי של העלאת הריבית לרמה נורמלית, התואמת את התנאים החדשים של המשק, עם התפוגגותן של השפעות המשבר העולמי. כך העלה הבנק את הריבית לכל אחד מהחודשים דצמבר 2009 וינואר ואפריל 2010 ב-0.25 נקודת אחוז, עד לרמה של 1.5 אחוזים. את הריבית לחודש מאי הותיר הבנק ללא שינוי. העלאת הריבית התאפשרה על רקע תהליך של היחלשות הסיכונים להמשך המיתון, לנוכח התבססות הצמיחה, שיעור אינפלציה גבוה מהגבול העליון של יעד האינפלציה ויציבות המערכת הפיננסית. קצב ההעלאה של הריבית נקבע לפי התפתחותם של מספר גורמים - האינפלציה בפועל והאינפלציה הצפויה, שער החליפין, מחירי הנכסים, קצב ההתאוששות של הצמיחה העולמית, שאיתנותה והתמדתה חיוניות להמשך הצמיחה בישראל, והתאמת הריביות בעולם.
- **תחזית בנק ישראל:** להערכת בנק ישראל שיעור האינפלציה השנתי יתמתן ב-2010, כך שבאמצע השנה הוא ייכנס לתוך תחום היעד, ובעוד שנה יעמוד על כ-2.2 אחוזים. התמתנות האינפלציה תימשך - בגלל הייסוף האפקטיבי שהיה בחודשים האחרונים ובגלל פער התוצר השלילי שנוצר כתוצאה מהשפעת המשבר העולמי על הפעילות המשקית בישראל. להערכת הבנק, הצמיחה ב-2010 תסתכם ב-3.7 אחוזים, שיעור האבטלה יירד ל-7 אחוזים בממוצע, ופער התוצר השלילי יצטמצם. כל אלה צפויים להתרחש במקביל לתהליך ההדרגתי של העלאת ריבית בנק ישראל.

* 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 התפתחויות בסביבה העולמית ובפעילות הריאלית והפיננסית במשק. מעקב אחר מכלול ההתפתחויות מאפשר לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, וכך לקבוע את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד יציבות המחירים לתקופה הקרובה, תוך עידוד התעסוקה והצמיחה ושמירה על יציבות פיננסית בשווקים. במהלך הרביעי הראשון של 2010 (להלן הרביעי הנסקר) המשיך בנק ישראל להתאים בהדרגה את רמתה הנמוכה-מאוד של ריבית בנק ישראל לרמה הנדרשת בסביבה הכלכלית החדשה. הקצב ההדרגתי של העלאת הריבית ביטא איזון בין המשך התמיכה בהתרחבות הריאלית, שהלכה והתבססה במהלך הרביעי, עם התאוששות הפעילות העולמית, לבין שמירה על יציבות המחירים. להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית, בשער החליפין, בפעילות הריאלית ובפעילות הפיננסית, התפתחויות שעמדו ברקע להחלטות הרבית של בנק ישראל בתקופה הנסקרת.

א. הסביבה העולמית

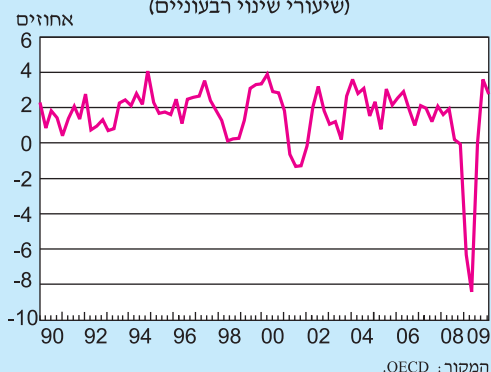
(1) הפעילות הריאלית והיציבות הפיננסית בעולם

המשך ההתאוששות של הכלכלה העולמית ניכר בעיקר בנתוני הצמיחה החיוביים בארה"ב ובסין לרביעי הרביעי של 2009, וכן על פי אינדיקטורים נוספים לרביעי הראשון של 2010, ובראשם הייצור התעשייתי, על רקע חידוש מלאים. למרות השיפור הגלובלי והתרחבות היקף הסחר העולמי (איור 1), קצב הצמיחה השנתי עדיין מתון (איור 2), ונמוך מזה המאפיין יציאה ממיתונים. עוצמת ההתאוששות העולמית אמנם חזקה מזו שנחתה, אך אינה אחידה: **במדינות המפותחות** הצמיחה חלשה ושברירית, משום שסיבותיה העיקריות - ובמרכזן הישענות רבה על התערבות מוניטרית ופיסקלית מסיבית, לא-שגרתית - לא תוכלנה להתמיד; לפיכך ההערכות הן שהסיכון למיתון נוסף עדיין קיים. ואולם, ככל שהזמן יחלוף, עם התייצבותם של השווקים הפיננסיים ועליית הפעילות הריאלית, ההסתברות לאירוע כזה תקטן. **במדינות המתפתחות** הצמיחה מונעת בעיקר על ידי ביקושים מקומיים גוברים והמשך העלייה, אמנם בקצב מתון יותר, של מחירי הסחורות; על כן ההתרחבות במדינות אלו, במיוחד באסיה, יציבה ומואצת יותר מאשר במדינות המפותחות. גם בשוקי המניות עליות המחירים במדינות המתפתחות חדה יותר מעליותיהם במדינות המפותחות (איור 3). בעיית החובות הציבוריים הכבדים במדינות מסוימות, חששות מהאטה בצמיחה וסיכונים ליציבות הפיננסית במספר מדינות באירופה, בעיקר ביוון, מעיבים עדיין על החזרה לצמיחה עולמית נורמלית.

שיעור הצמיחה **בארה"ב** גדל ברביעי הרביעי של 2009, עודכן כלפי מעלה ועמד על 5.9 אחוזים, במונחים שנתיים. צמיחה זו משקפת, יחד עם חידוש המלאים, את העלייה של ניצולת כושר הייצור, של הצריכה הפרטית ושל המכירות הקמעוניות, במקביל לשיפור המתמשך בייצור התעשייתי. בתחום

איור 1

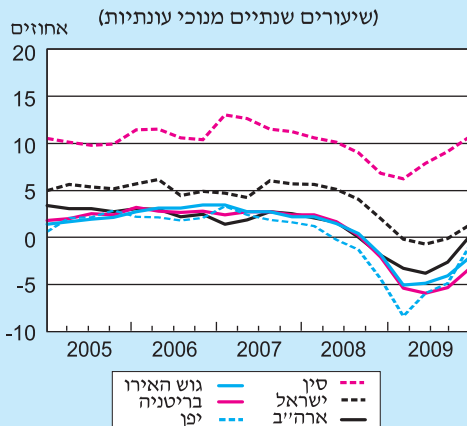
היקף הסחר העולמי בסחורות ובשירותים,
1990 עד 2009
(שיעורי שינוי רבעוניים)



המקור: OECD.

איור 2

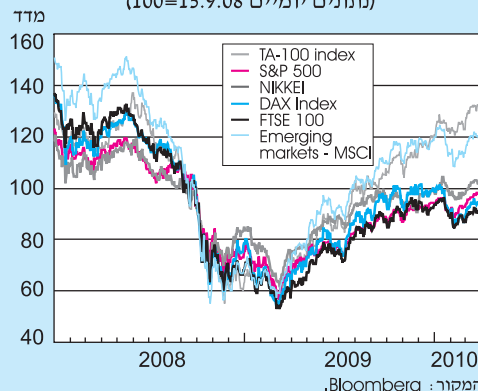
שיעורי צמיחת התמ"ג במשקים נבחרים,
2005 עד 2009
(שיעורים שנתיים ממוזגים עונתיים)



המקור: לשכות הסטטיסטיקה של המדינות השונות.

איור 3

מדדי מניות בעולם במונחי דולרים,
ינואר 2008 עד מארס 2010
(נתונים יומיים 15.9.08=100)



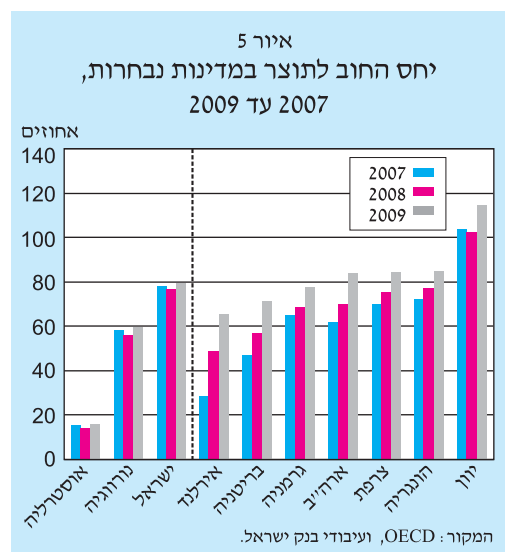
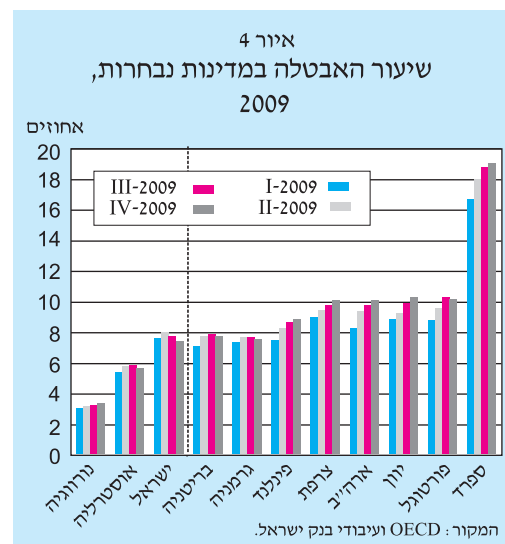
המקור: Bloomberg.

התעסוקה חל שיפור - אובדן פחות מהצפוי של משרות וגידול של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה. ואולם, על היציאה מהמיתון ועל היציבות הפיננסית עדיין מכביד המצב הפיסקלי, המשקף התערבות מסיבית של הממשלה, ומוסיף להתדרדר, בגלל הנטל של מימון התמריצים הפיסקליים. הגירעון בתקציב תפח, ויחס החוב הציבורי לתוצר האמיר; שיעור האבטלה ירד מעט והתייצב על 9.7 אחוזים - רמה גבוהה, שלא נראתה מאז ראשית שנות השמונים (איורים 4 ו-5). זו הניעה את קובעי המדיניות לנקוט תוכנית תמריצים חדשה להגברת התעסוקה, מעבר לתכניות הקיימות של הקלות מס וסיוע לעסקים קטנים; על אף ירידת רמת החוב של המגזרים העסקי והפרטי ושל המוסדות הפיננסיים, רמת המינוף שלהם עדיין גבוהה, ויכולת פירעון החובות חלשה. על רקע זה מצבם של בנקים רבים שברירי: מגמות הגידול של מחיקת החובות בבנקים ושל פיגורי התשלומים הוסיפו וגברו, ולא נראים סימנים להתמתנות. פועל יוצא הוא צמצום היקף האשראי, הפוגע בהתאוששות המשק. נמשך המשבר בשוק הדיור, ומתבטא בירידה חדה של מכירות בתים בבנייה ובתים קיימים, בירידה בהתחלות הבנייה ובאישורי הבנייה ובירידת מחירים, שצפויה להימשך, על רקע עיקולים רבים ועלייה צפויה של הריבית על המשכנתאות.

באירופה נמשכה מגמת ההתאוששות האיטית, שהחלה ברביע השני של 2009. ברביע הרביעי נרשמה צמיחה של 0.5 אחוז בלבד, במונחים שנתיים, ולצדה ירידה קלה של שיעור האבטלה. ואולם צמיחה זו אינה יציבה, ויש חששות לבלימתה, במיוחד בשל הקשרים בין משקים שכבר מתאוששים לאלה השרויים עדיין במשבר. הביקושים המקומיים – התצרוכת של משקי הבית והשקעות הפירמות – עדיין נמוכים. על רקע זה, ובשל החולשה בשוק הנדל"ן, הפסדי הבנקים במדינות האיחוד מוסיפים לגדול, ומאיימים על היציבות הפיננסית. משבר החוב ביוון ממשיך להעיב על יציבות השווקים בעולם כולו, אף כי החששות מפניו התמתנו מעט, הודות לתוכנית קיצוצים וגיוס הון, אמנם בתשואות גבוהות. ספרד אינה מגלה סימנים של התאוששות, והחולשה בשוק העבודה שלה מעמיקה, ובאירלנד ובפורטוגל הפעילות הריאלית ממשיכה לדשדש. על רקע התפתחויות אלו שיעור האבטלה באיחוד האירופי נותר גבוה - 9.9 אחוזים - הגירעון בתקציב תפח, והחוב הציבורי ביחס לתוצר האמיר (איורים 4 ו-5).

(2) האינפלציה בעולם

במהלך הרביע הנסקר התמתנה מגמת עלייתם של מחירי הסחורות והנפט בעולם - על רקע הרפיון בתחום הריאלי, ובמרכזו הביקושים הנמוכים והדשדוש בצמיחה העולמית (איור 6). נוסף על כך, על רקע פערי התוצר הגדולים-עדיין, נמשכה במדינות המפותחות השפעת הלחצים לירידת האינפלציה. לנוכח כל אלה שיעורי האינפלציה בעולם עדיין נמוכים בדרך כלל (לוח 1), ובמשקים אחדים, בייחוד ביפן, אף חוששים מדיפלציה. במדינות המתפתחות, על רקע עליות של מחירי המזון לקראת סוף 2009 וגידול הביקושים, המחירים מתחילים לעלות, וישנם אף חששות לאינפלציה.



לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו בישראל ובחו"ל, 2008 עד 2010

(שיעורי השינוי)

אירופה				ארה"ב				ישראל				
2010 *I	2009 *IV	2009	2008	2010 *I	2009 *IV	2009	2008	2010 *I	2009 *IV	2009	2008	
1.9	2.7	0.9	1.6	3.2	0.0	2.7	0.1	-3.4	1.9	3.9	3.8	מדד המחירים הכללי
19.5	2.6	1.8	-3.7	16.1	0.1	18.2	-21.3	-9.5	10.0	13.1	-9.5	אנרגיה ¹
												מזון (ללא פירות וירקות)
0.4	1.0	0.7	3.5	2.5	0.7	-0.5	5.9	2.0	-2.7	1.1	9.1	
9.0	2.4	-1.5	2.8	11.0	8.6	-3.0	3.4	-8.3	-4.4	8.4	-2.0	פירות וירקות
2.6	1.3	1.9	2.2	0.9	-3.0	-0.2	2.4	-0.7	1.4	5.6	12.1	דיוור
מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות												
-0.7	2.7	1.5	1.8	1.9	-0.2	1.8	1.8	-3.5	2.4	3.4	3.6	

¹ מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

*במונחים שנתיים.

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

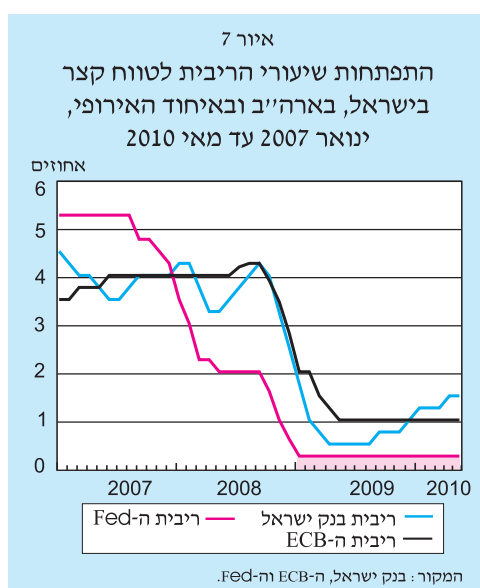
(3) המדיניות המוניטרית בעולם

הבנקים המרכזיים המשיכו בניהול מדיניות מוניטרית מרחיבה, יחד עם המשך הפעלתן של תוכניות סיוע שונות, שנועדו להגדיל את הנזילות בשווקים, אולם חלקם מצמצמים את השימוש בהן. בעיות החוב הציבורי והחששות מגלישה למיתון נוסף הביאו לדחיית הציפיות לתחילת הפחתת ההרחבה המוניטרית בחלק מהמדינות לסוף 2010; כך עולה מנתוני השווקים. הבנק הפדרלי של ארה"ב הותיר את הריבית בטווח של 0 עד 0.25 נקודות אחוז (איור 7). כן העלה הבנק, בפברואר, את ריבית ההלוואות בחלון האשראי ב-0.25 נקודות בסיס, ל-0.75, אחוז ואף הודיע כי תוכנית הרכישות של המשכנתאות המגובות באיגרות חוב (MBS) תופסק - המשך לתוכניות צמצומן של תמיכות שונות אחרות. הבנק המרכזי האירופי הותיר את הריבית ללא שינוי - 1 אחוז, על רקע הציפיות לצמיחה מתונה ולאנפליציה נמוכה מהיעד - וצפוי כי הוא לא ישנה ב-2010 את עמדתו המרחיבה. באוסטרליה, על רקע התקרבות לסגירת פער התוצר, הוסיף הבנק המרכזי להעלות את הריבית. ובהודו היא הועלתה לראשונה מאז המשבר, על רקע עליית האנפליציה, וזאת לאחר הגדלת דרישות הלימות ההון מהבנקים.

ב. התפתחות שער החליפין של השקל

התפתחותו של שער החליפין הנומינלי האפקטיבי¹ במהלך הרביע הנסקר לא הייתה אחידה, בדומה להתפתחות שער השקל מול האירו והדולר,

¹ שער החליפין האפקטיבי מחושב כממוצע משוקלל של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקלות הסחר של ישראל עם מדינות אלו. משקל הדולר בשער זה הוא כ-24 אחוזים, ומשקל האירו הוא כ-35 אחוזים.



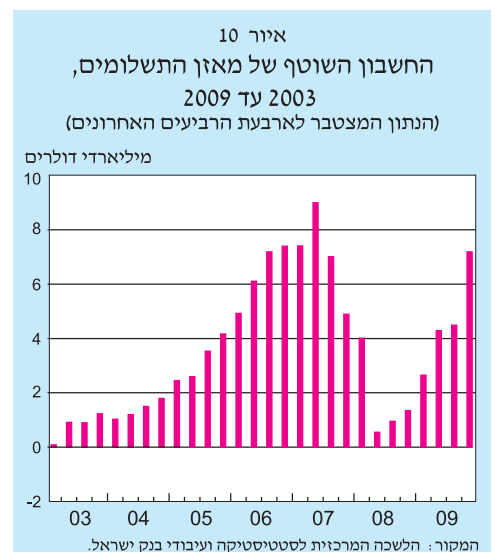
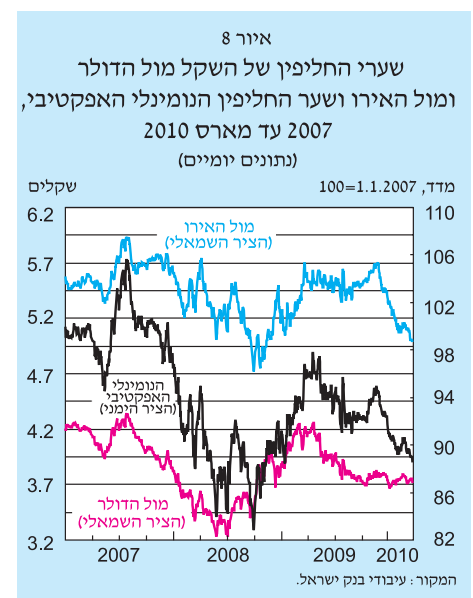
ובסיכום הרביע השקל יוסף: בחודש ינואר הוא יוסף בהמשך למגמתו מדצמבר 2009, ואילו במהלך פברואר ובתחילת מארס, עם התחזקותו של הדולר בשווקים הבין-לאומיים, פחת השקל ורשם תיקון חלקי למגמת הייסוף. בהמשך חודש מארס במקביל להתפתחויות בעולם, הוסיף השקל להתחזק (איור 8). התפתחויות אלו לוו בהמשך ירידתה של אי-הוודאות לסביבה נמוכה, ביחס לרמתה הגבוהה עקב המשבר, כפי שעולה מסטיית התקן הגלומה הנגזרת מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה. מגמת הייסוף, שהחלה באפריל 2009, נמשכה אפוא, וזאת על רקע העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והתרחבות פער הריביות בין ישראל למדינות אחרות. בנק ישראל המשיך להתערב בשוק מטבע החוץ כדי למנוע ייסוף יתר של שער החליפין האפקטיבי.

ג. הפעילות הריאלית והשפעתה על המחירים

ברביע האחרון של 2009 נמשכה המגמה החיובית בפעילות הכלכלית: קצבי הגידול השנתיים של התוצר המקומי הגולמי ושל התוצר העסקי גברו, זה הרביע השלישי ברציפות, והגיעו ל-4.8 אחוזים ו-5 אחוזים, בהתאמה (איור 9) - חזרה לסביבת השיא של ערב המשבר, הרביע השלישי של 2008. הצמיחה בשנת 2009 כולה הסתכמה ב-0.7 אחוז (לוח 2).

מספר אינדיקטורים מצביעים על המשך הצמיחה ברביע הראשון של 2010. מסקר החברות עולה כי ברביע הראשון של 2010 התעצמה המגמה החיובית של הצמיחה, אף מעבר לצפוי. הצמיחה התבססה על עלייה הן במכירות המקומיות והן במכירות לחו"ל, וביטאה בעיקר את גידולה של תפוקת התעשייה - בייחוד את גידול המכירות המקומיות. צפי להמשך מגמה זו עולה מגידול ההזמנות ליצוא התעשייתי ולשירותים, וכן מהקלה מתמשכת בחומרת מגבלות הביקוש בכל ענפי המשק ומהקלה בקשיי המימון. **המדד המשולב למצב המשק** לחודש פברואר עלה ב-0.2 אחוז, ומדדי החודשים האחרונים עודכנו כלפי מעלה. רמתו של **מדד מנהלי הרכש**, הגבוהה גם בהשוואה למדדים מקבילים בעולם, משקפת המשך של התרחבות הפעילות הריאלית, אף כי קצב גידולה התמתן. מנתוני **סחר החוץ** עולה כי נמשך הגידול של יבוא ויצוא הסחורות. על אף האינדיקטורים החיוביים שתוארו לעיל, מדד ההסתברות להאטה לפי החיפושים ב-Google עלה מסוף 2009 והתייצב ברמה חיובית נמוכה.

הצמיחה ברביע הרביעי של 2009 הובלה על ידי גידול חד של יצוא הסחורות והשירותים, על רקע התאוששות הביקושים בעולם, ועל ידי גידול הביקושים המקומיים, ובראשם הצריכה הפרטית. לגידול החד של היצוא, אף שרמתו עדיין רחוקה מרמת השיא, תרם שיפור בתנאי הסחר העולמי, כתוצאה מירידה חדה של מחירי חומרי הגלם והתרחבות הסחר העולמי. התאוששות היבוא מתונה יותר, ועל רקע זה התרחב מאוד העודף **בחשבון השוטף של מאזן התשלומים** ברביע הרביעי של 2009 (איור 10). מאחר שהיצוא מושפע מאוד מהתפתחות הסחר העולמי, המשך גידולו



לוח 2

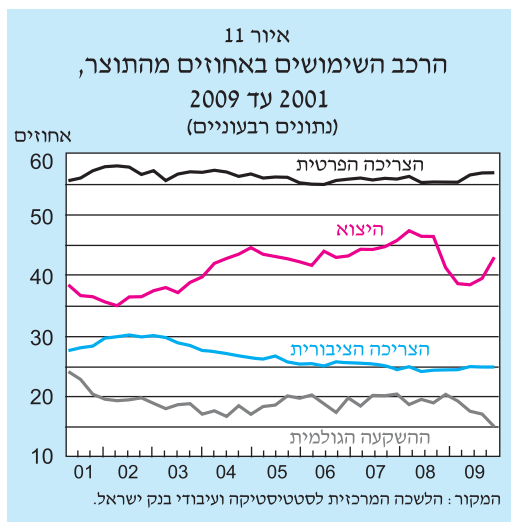
התפתחות התוצר, היבוא והשימושים, 2007 עד 2009 (נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

2009 IV	2009 III	2009 II	2009 I	2008 VI	2008 III	2009	2008	2007	
4.8	3.6	1.2	-2.7	-2.0	0.7	0.7	4.0	5.2	התוצר המקומי הגולמי
5.0	3.1	1.2	-4.8	-3.2	0.2	-0.2	4.5	5.6	התוצר של המגזר עסקי
4.5	14.5	0.6	-39.0	-8.8	-3.6	-12.3	7.2	13.6	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
5.0	6.1	10.3	-2.8	-2.0	1.2	1.4	3.6	6.3	הצריכה הפרטית
4.5	3.7	8.2	1.2	0.6	1.9	2.5	2.7	5.1	מזה: הצריכה הפרטית למעט כלי תחבורה אישיים
4.6	2.7	10.0	-2.3	-1.1	4.3	2.2	2.1	3.4	הצריכה הציבורית
3.5	6.0	15.7	-3.9	-0.6	8.2	3.7	2.2	4.1	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-38.4	-7.3	-30.3	-22.4	30.9	-10.6	-8.9	1.4	10.1	ההשקעה המקומית הגולמית
-8.5	5.3	2.1	-13.6	-4.5	-15.2	-6.0	4.4	15.3	מזה: בנכסים קבועים למעט אניות ומטוסים
39.0	10.0	-3.7	-26.7	-26.2	4.4	-9.6	10.5	10.4	היצוא ללא יהלומים
32.9	9.8	2.3	-28.2	-27.8	6.1	-9.1	9.7	10.9	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תלוי במידה רבה בעוצמה ובכוח ההתמדה של התאוששות הביקושים העולמיים למוצרים מיובאים, ולפיכך איתנותה וממדיה של הצמיחה בישראל תלויים במידה רבה גם בעוצמת הצמיחה העולמית. גידולה של **הצריכה הפרטית** נבע, בין היתר, מעליית ההכנסה הפנויה של משקי הבית ומצפי להמשך עלייתה, מעליית שווי תיק הנכסים הכספיים של הציבור, שתמכה באופטימיות בקרב הצרכנים², ומסביבת ריביות נמוכה מאוד, שפעלה לגידול ההוצאות של משקי הבית גם דרך הוזלת האשראי. אינדיקציות מוקדמות לרביע הראשון של 2010 מורות על המשך הגידול של הצריכה הפרטית: גידול בגביית המסים, עליית הרכישות בכרטיסי אשראי והמשך העליות של מכירות רשתות השיווק ושל מדד הפדיון בענפי המסחר והשירותים.

לצד אלה, למרות התאוששות הפעילות ורמת הריבית הנמוכה, **ההשקעה** טרם התאוששה (איור 11). זאת משום שעל רקע עודף כושר הייצור, לאחר התכווצות ההשקעה בשיעור גבוה משיעור ירידתו של התוצר, המאפיינת מצב של מיתון, השתקמותה של ההשקעה אטית מזו של התוצר. **הצריכה הציבורית** עלתה ברביע הרביעי של 2009 בקצב שנתי של 4.6 אחוזים, עלייה שמקורה בגידול ההוצאות לצריכה אזרחית. ברביע הראשון של



² על כך מעידים מדדי אמון הצרכנים - שרמתם דומה לזו ששררה לפני המשבר.

2010 נרשם עודף בצד ההכנסות בתקציב³; זאת עקב המשך מגמת הגידול בתקבולי המסים⁴. מגמה זו נבעה הן מהמסים הישירים - בעיקר עקב גידול התקבולים משוק ההון וממסי מקרקעין - והן מהמסים העקיפים, בעיקר מגידול תקבולי המע"מ המקומי והמע"מ על היבוא בשיעורים גבוהים מהמתוכנן. הרכב השימושים המאפיין את היציאה מהמיתון הנוכחי בישראל - משקל נמוך, ואף יורד, של הצריכה הציבורית בתוצר (איור 11) - בולט בהשוואה למשקים אחרים, ובולט גם משקל החוב הציבורי בתוצר, שנותר כמעט ללא שינוי, בניגוד לעלייתו החדה במשקים אחרים (איור 5).

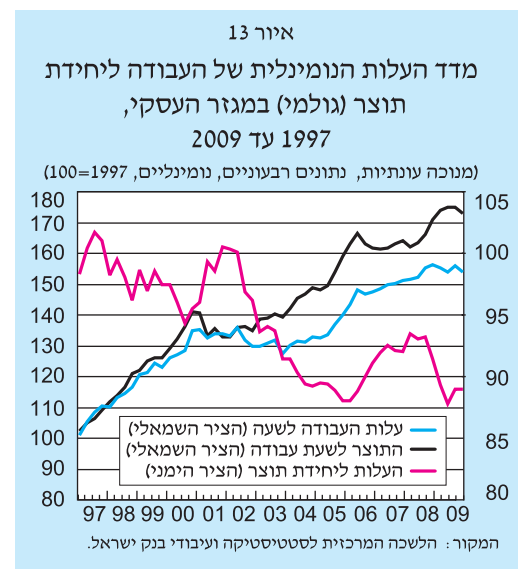
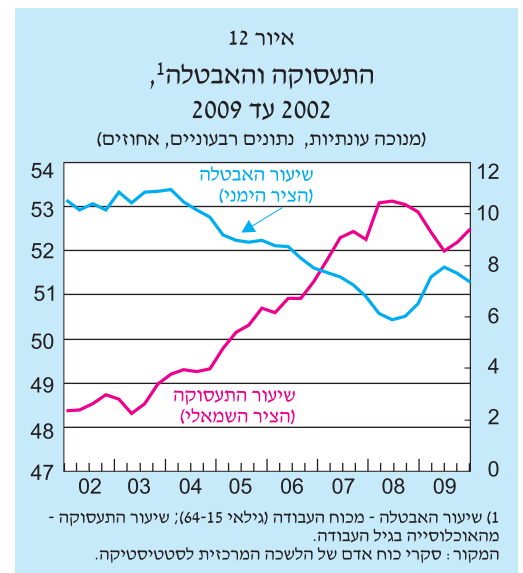
השיפור ב**שוק העבודה** נמשך ברבע הרביעי של 2009, ואף התגבר לאחר התפנית שחלה ברבע השלישי של 2009, עקב חלחול של הצמיחה בפעילות הריאלית לשוק העבודה. השיפור התבטא בעליית הביקוש לעובדים, בשיפור במאזן התעסוקה, עם עליית מספר המשרות שאוישו וירידת מספר הפליטות, בירידת היקף הפיטורין, בהתייצבות השכר ובשיפור בציפיות המעסיקים. על פי סקר כוח האדם הוסיף מספר המובטלים לרדת ברבע הרביעי, ב-9.1 אלף איש (ירידה של 3.9 אחוזים). מספר המועסקים עלה ב-28.3 אלף (עלייה של אחוז)⁵ ושיעור ההשתתפות, שהגיע ל-56.6 אחוזים, לא השתנה. לפיכך הוסיף שיעור האבטלה וירד ב-0.3 נקודת אחוז, ל-7.4 אחוזים (איור 12) - התפתחות בולטת בהשוואה להתפתחויות בעולם (איור 4). אינדיקציה נוספת לשיפור בשוק העבודה היא גידול של סך תשלומי השכר במשק, כפי שעולה מהמשך הגידול של תקבולי מס הבראות, גם בניכוי תוספת הגבייה הנובעת מהכפלת התקרה לתשלומי הביטוח הלאומי. השכר הריאלי הממוצע למשרת שכיר ירד בחודשים נובמבר 2009 עד ינואר 2010 ב-1.7 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. עלות העבודה ליחידת-תוצר נותרה יציבה ברמה גבוהה מעט מרמתה הנמוכה ברבע השני של 2009 - ביטוי לירידת שכר העבודה לשעה ולירידת התוצר לשעת עבודה וזאת על אף הצטמצמות עודף כושר הייצור. הרמה הנמוכה-עדיין פועלת למיתון עליית המחירים (איור 13).

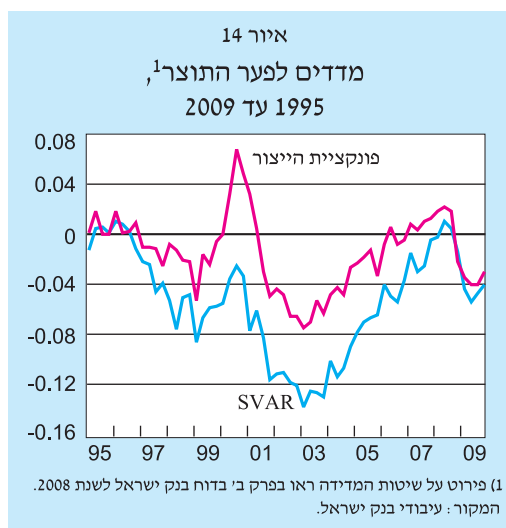
בתקופה הנסקרת פעל לחץ מסוים לירידת המחירים, אך השפעתו הולכת ומתמתנת. ברבע הרביעי של 2009, בהמשך להתפתחות שהחלה ברבע השלישי של 2009, הוסיף להצטמצם עודף כושר הייצור, לצד העלייה הנמשכת של סך הביקוש המצרפי. ביטוי לכך הוא ירידת שיעור האבטלה, עם עליית מספרם של המועסקים והתייצבות ניצולת ההון ברמה גבוהה מעט מזו ששררה ברבע השני של 2009. התפתחויות אלו מעידות, ככל הנראה, על התבססות התפנית במחזור העסקים. ואכן, על פי חלק מהמדדים שבשימוש חטיבת המחקר של בנק ישראל, פער התוצר השלילי-עדיין הפסיק להתרחב, ובשני הרבעים האחרונים אף הצטמצם

³ יצוין כי בצד ההוצאות התאפשרה הגדלה מעבר לתוואי העונתי; זאת עקב הקדמת העברת העודפים מ-2009 ל-2010 לחודש מארס (במקום לחודש מאי), עקב אישור התקציב הדו-שנתי ותכנון ארוך טווח של פעילות הממשלה.

⁴ בניכוי עונתיות התמתן קצב הגידול ביחס לקצב המהיר במחצית השנייה של 2009.

⁵ גידול זה כולו בשירותים הציבוריים, לצד ירידה במגזר העסקי. נוסף על כך גדל במידה ניכרת מספר המועסקים במשרה מלאה, ולראשונה מאז הרבע השלישי של 2008 נרשמה עלייה קלה בענף התעשייה.





(איור 14). תהליך זה פועל להפחתת השפעתו הממתנת על המחירים, אף שהתמדתו של התהליך אינה ודאית. ואולם סביר שתהליך סגירתו של הפער יואט - בין היתר לנוכח שבריריותה של הצמיחה בעולם.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

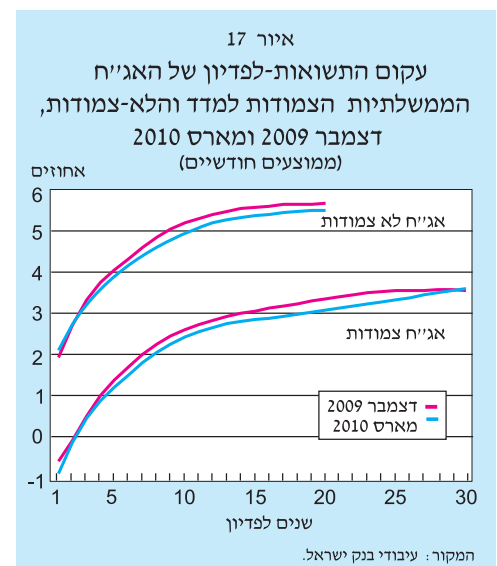
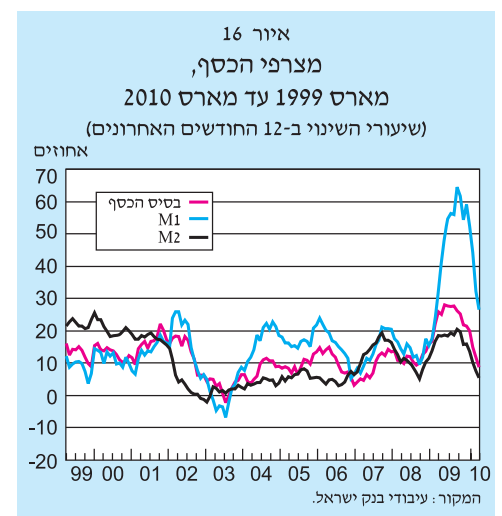
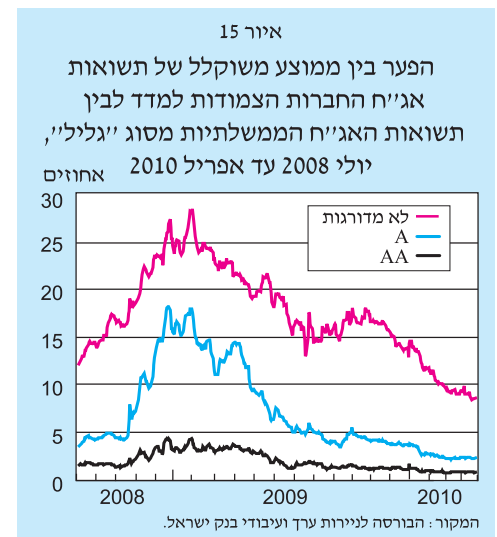
מחירי הנכסים הפיננסיים בארץ הוסיפו לעלות ברביע הנסקר, וקצב גידולם אף הוא החל מפרואר - המשך למגמה החיובית שהחלה לאחר השפל של סוף 2008 וראשית 2009. על רקע צפי להמשך התגברותה של הפעילות הריאלית ורמה נמוכה של ריבית בנק ישראל (חרף התחלה של תהליך העלאתה), ובהעדר חלופות השקעה אטרקטיביות, עקב ירידת התשואות על נכסים פיננסיים מקומיים בעלי סיכון נמוך - נמשכה מגמת העלייה החדה של מדדי המניות, הבולטת אף ביחס לעליות בעולם, אפילו במדינות המתפתחות (איור 3). עליית מחירי המניות התרכזה בעיקר בענפי התקשורת, הפרמצבטיקה, הנדל"ן והמסחר והשירותים. לצד אלה התמתנו עליות השערים בענפים שהובילו אותן ברביע הקודם, במיוחד בענפים בנקים וחיפושי נפט וגז. המיתאם הגבוה בין שוקי המניות בארץ ובעולם מעיד על הקשר החזק של ישראל לכלכלה הגלובלית, אף כי מגמת העלייה בישראל מוסיפה להיות מהירה יותר. גם בשוק איגרות החוב הממשלתיות, ובמיוחד בשוק איגרות החוב הקונצרניות, הוסיפו המחירים לעלות; זאת על רקע רמתה הנמוכה של הריבית והיקף נמוך מהחזוי של גיוס הון על ידי הממשלה. התשואות הנגזרות ממחירי האיגרות מגלמות ירידה משמעותית של פרמיית הסיכון עד קרוב לרמה הנמוכה-במיוחד שלפני המשבר. כך עולה מחישוב מירווחי התשואה בין איגרות החוב הקונצרניות הצמודות למדד (בעיקר של חברות לא מדורגות) לאיגרות ממשלתיות בעלות מאפיינים דומים.

שווי תיק הנכסים הכספיים של הציבור הוסיף ועלה בתקופה הנסקרת, והגיע בסופה ל-2.4 טריליוני ש"ח. שווי של התיק גבוה אף מזה של ערב המשבר וגבוה בכ-28 אחוזים מרמת השפל של נובמבר 2008, שיא המשבר. רוב העלייה היה ברכיבי המניות והנכסים הצמודים למדד, והיא נשענה על עליות מחיריהם של הנכסים הפיננסיים בשווקים בארץ ובעולם. היקפן של הנפקות איגרות החוב הקונצרניות למגזר הפרטי (כולל המגזר הבנקאי) הוסיף לגדול ברביע הנסקר, והסתכם ב-9.2 מיליארדי ש"ח. כן עלה סך נכסיהן של קרנות הנאמנות, וקצב הגיוסים שלהן נטו הוסיף וגבר. עיקר הצבירה הייתה בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעות באג"ח. לעומתן, על רקע הריבית הנמוכה-עדיין, גברו המשיכות מקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים כספיים, המשך למגמות שהחלו בראשית 2009. הרכב תיק הנכסים השתפר הודות להתפתחויות חיוביות בשוק ההון המקומי: משקל הנכסים הסחירים בתיק עלה, בעקבות העליות בבורסה והמעבר מפיקדונות לנכסים סחירים; כן עלה משקל הנכסים לטווח הבינוני, בעיקר על חשבון הנכסים לטווח הקצר; גדלו במידה משמעותית השקעות תושבי חוץ באיגרות חוב ממשלתיות ובמק"ם

בישראל. על אף התפתחויות חיוביות אלה עולה החשיבות של הידוק השמירה על היציבות הפיננסית, וזאת מכמה סיבות עיקריות: גידול היקף ההנפקות של איגרות חוב קונצרניות על ידי חברות בעלות דירוג נמוך וללא דירוג, במקביל לירידה האמורה של המירווחים בהן לרמה שמעלה את השאלה אם הם משקפים נכונה את הסיכון הגלום בהן (איור 15); עליית חלקן של חברות מענף הנדל"ן, שהיה במוקד המשבר הפיננסי, בהנפקות - אמנם לשיעור נמוך יותר מאשר ערב המשבר; והשפעה אפשרית של שיקום המערכת הפיננסית העולמית והתייצבותה, השברירית-עדיין, על המערכת הפיננסית המקומית.

במהלך הרביעי הנסקר, עם המשך תהליך העלאת הריבית על ידי בנק ישראל, התחזקה מגמת ההתמתנות של העלייה השנתית **במצרפי הכסף** (איור 16). התרחבותם, ששיקפה הסטה מהירה של כספים לנכסים נזילים, היא תוצאה של הפחתת הריבית לשיעור נמוך ללא תקדים של 0.5 אחוז עד אפריל 2009 ואי-שינויה עד אוגוסט 2009. התמתנותם מעידה על שינוי בהעדפות הציבור ומעבר כספים בעקבותיו לנכסים אחרים. צפוי כי עם המשך העלאת הריבית לסביבה נורמלית, המשקפת את תנאי המשק לאחר ההתאוששות מהמשבר, יוסטו כספים לפיקדונות בנקאיים נושאי ריבית, שהם מטבעם פחות נזילים. **ב-2009 סך האשראי הבנקאי לא השתנה:** היקף האשראי למגזר העסקי התכווץ, האשראי למשקי הבית הוסיף לגדול, בעיקר האשראי לרכישות דירות, ואילו **האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי** עלה. ב-2010 ירד סך האשראי למגזר העסקי, והרכבו התהפך: האשראי הבנקאי עלה, והאשראי החוץ-בנקאי ירד על אף הקצב הגובר של ההנפקות - כנראה עקב פירעונות גדולים של איגרות חוב קונצרניות.

התשואות-לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות, הן הנומינליות והן הריאליות, הוסיפו לרדת ברביעי הנסקר כמעט לאורך העקום כולו, לסביבה המשקפת רמה נמוכה היסטורית (איור 17). ירידה זו תואמת את רמת הריבית, הנמוכה מזה זמן מה, ואת ההתפתחויות הפיסקליות המקומיות החיוביות, ובהן צפי להקטנת צורכי גיוס ההון של הממשלה, על אף העלאתה של תקרת הגירעון ל-5.5 אחוזי תוצר. על רקע העלאת הריבית וצפי להמשך העלאתה, התמתנו מעט השיפועים, תוך ירידה גדולה יותר של התשואות לטווחים הארוכים, ולצדה עליית תשואות בטווח הקצר מאוד. התשואה הריאלית לטווח הקצר נותרה שלילית, על אף עלייתה, ושיפועו החיובי של העקום הריאלי משקף את ההרחבה המוניטרית העמוקה-עדיין וציפייה של השוק לעליית הריבית ולהמשך הצמיחה של המשק. למרות כיווני ההתפתחות הזוהים של העקומים הנומינליים והריאליים, ירידת התשואות הריאליות הייתה חזקה מעט יותר, ושיקפה עליית-מה של הציפיות לאינפלציה.



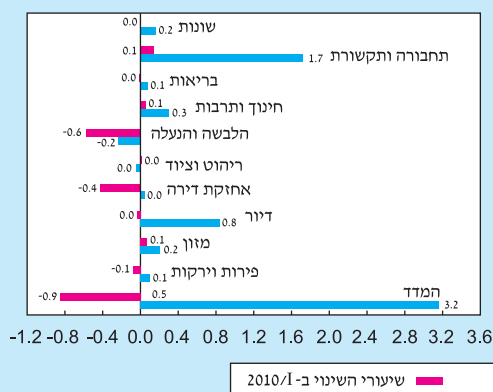
ה. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד במהלך הרביע הנסקר בשיעור מצטבר של 0.9 אחוז (איור 18). התפתחות המחירים בתקופה זו הושפעה מכמה גורמים עיקריים: גורמים עונתיים⁶, בעיקר של מדד מחירי ההלבשה וההנעלה; ירידות מחירים בעקבות פעולות של הממשלה ב-2010 - הפחתת המע"מ וביטול היטל הבצורת - שהביאו לקיצוץ מחצית מהשפעת פעולותיה בשנת 2009 על עליית האינפלציה, השפעה שהסתכמה ביותר מנקודת אחוז⁷; הוזלת תעריפי החשמל, בעקבות המעבר להליך ייצור חשמל על בסיס גז טבעי; התמתנות עלייתם של מחירי האנרגיה, שהתחדשה ב-2009, תרמה לעליית המחירים ב-2009, והתבטאה בתיקון כלפי מטה של מדד מחירי האנרגיה ב-2010; ירידת מדד הדיור, שהחלה בדצמבר 2009, והתגברה בתחילת 2010 - ירידה שקוזה מעט בחודש מארס. (זאת למרות המשך העלייה החדה של מחירי הדירות בבעלות הדיירים, על פי סקר הדירות-בעלות של הלמ"ס. אלה אמנם אינם חלק ממחירי שירותי הדיור הנמדדים במדד המחירים לצרכן, אך הם יכולים לפעול בעקיפין לעליית מחירים כללית במשק).

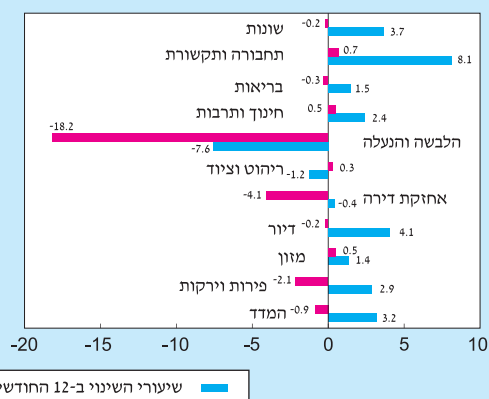
נוסף על הגורמים החדשים האמורים שפעלו לירידת המחירים, הוסיפו לפעול לירידתם כוחות ממתנים בסיסיים: פער התוצר השלילי - שמשמעותו היא שיכולת הייצור של המשק עולה על רמת הביקושים המקומיים (פער שאמנם הצטמצם, אך צפוי להמשיך להיות שלילי); רמתה הנמוכה של

איור 18

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



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



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

⁶ ראו תיבה 1 בדוח זה.

⁷ בדוח האינפלציה הקודם נחזה כי ביטול עלויות אלה יביאו במישורין לירידת המחירים בשיעור דומה.

עלות העבודה ליחידת תוצר ; וכן האינפלציה הנמוכה בחו"ל. כנגד אלה פועלת העלייה החדה של מחירי המזון בעולם בסוף הרביע הקודם לעליית המחירים המקומיים ברביע הנסקר, אך השפעתה קטנה.

במהלך התקופה הנסקרת התמתן קצב האינפלציה השנתי מ-3.9 אחוזים בדצמבר 2009 ל-3.2 אחוזים במארס 2010 – סמוך לגבול העליון של יעד האינפלציה. שיעור עלייה זה מבטא בעיקר את עליית מחירי האנרגיה והדיור ואת עליות המחירים שנבעו מהתערבות ממשלתית במהלך 2009 ואת ירידתם הקטנה יותר בסוף 2009 ובתחילת 2010. בניכוי סך כל התערבויות הממשלה⁸ עלה המדד השנתי ב-2.7 אחוזים. התפתחות האינפלציה מעידה ששינויים במחירי הסחורות ובמחירי היבוא, וכן שינויים הנובעים מהתערבות ממשלתית יכולים להשפיע על האינפלציה באופן זמני בלבד - אף כי, לעיתים, במידה משמעותית. לעומת זאת, תרומתה של עמדת המדיניות המוניטרית להתייצבות האינפלציה בטווח הארוך היא תרומה מכרעת. העלאות הריבית האחרונות תתרומנה לירידתה של האינפלציה, אך זאת בפיגור מסוים.

תיבה 1 : ניכוי עונתיות במדד המחירים לצרכן – גישה מבנית לצורך גיבוש המדיניות המוניטרית

ניכוי עונתיות של נתונים כלכליים וחברתיים נהוג בכל מדינות העולם, וכן בישראל, כעניין של שגרה. מבצעים אותו הגורמים הציבוריים המופקדים על הפקת הנתונים המקוריים – בישראל הלמ"ס. ברוב המקרים של הסדרות העונתיות מנוכה בשיטה סטנדרטית נפוצה, המוכרת היטב ליצרני הסטטיסטיקה ולמשתמשים בה. שיטה זו, הנקראת X-12, פותחה לראשונה על ידי משרד מפקד האוכלוסין בארה"ב, אך תרמו לה גופים סטטיסטיים ואקדמיים רבים במהלך השנים. בשיטה זו מנוכה העונתיות בנתוני הלמ"ס, כולל מדד המחירים לצרכן. תכונה חשובה שלה היא התבססותה על הנתונים המקוריים של כל סדרה בלבד, ללא עירוב סדרות נתונים אחרים (חוץ מהשפעות הקשורות טכנית ללוח השנה כגון עונות השנה ותאריכי חגים). סדרות המנוכות בשיטה זו משמשות בניתוח כלכלי מכל הסוגים, לרבות גיבוש מדיניות.

לעתים החשיבה על המדיניות מחייבת חשיבה נוספת על נושא העונתיות - בעיקר כאשר מתגלה תופעה בעלת אופי עונתי במשתנים מרכזיים הקשורים למשתנה היעד. במקרה כזה רצוי להפעיל ניתוח מבני של התופעות בשני המשתנים, כדי לברר אם מדובר בעונתיות משותפת או בהשפעה אחרת, אפילו אקראית. תיבה זו מציגה בדיקה כזאת לגבי מדד המחירים לצרכן בשנים האחרונות, ומראה שלצורך גיבוש המדיניות המוניטרית נודעת חשיבות להבחנה בין העונתיות הרגילה במדד לבין הקשר בין שער החליפין ומחירי חו"ל למדד. הבחנה זו מחייבת ניתוח מבני של העונתיות במדד, המשלים לניתוח הרגיל של הלמ"ס.

האינפלציה המתבטאת במדד המחירים לצרכן מאופיינת בעונתיות חזקה, המקשה על הערכת התפתחותה. בולט במיוחד חודש אפריל, שבו נרשמת, בדרך כלל, עליית מחירים גבוהה, יחסית לחודשי השנה האחרים, אולם גם בחודשים נוספים

⁸ התערבויות שהביאו, כאמור, לעליית מחירים ב-2009 ולירידתם ב-2010.

קיימת עונתיות בולטת. כך, למשל, על פי מקדמי העונתיות העדכניים של הלמ"ס העונתיות השלילית בינואר קרובה בערכה המוחלט לזו של אפריל.

השיטה הנפוצה לניכוי עונתיות של סדרות עיתיות היא, כאמור, שיטת X12. לגישה זו יתרונות רבים, אך גם חסרונות, ואלה שניים מהם:

1. זיהוי העונתיות המשתנה וההפרדה בין עונתיות משתנה למגמה-מחזור נעשים ללא שימוש באינפורמציה נוספת על זו המצויה בפיגורים של המשתנה שלגביו מבצעים את הניכוי.

2. אין ניתוח פרטני של התכונות הסטטיסטיות של הסדרה המסוימת שבה מנוכה העונתיות.

במהלך השנים פותחו שיטות המנסות להתמודד עם שני החסרונות האמורים. אחת מהן היא השיטה המבנית, המוצגת, בין היתר, אצל Harvey (1993), ובהמשך ניישם אותה לניכוי העונתיות באינפלציה של מדד המחירים לצרכן. השיטה המבנית מאפשרת לאמוד משוואה אקונומטרית, שבה חלק מהמשתנים אינם נצפים, והמקדמים (הפרמטרים של המשוואה) יכולים להשתנות עם הזמן.

יתרון חשוב של גישה זו, שהיא מאפשרת לשלב אינפורמציה חיצונית בתהליך הזיהוי של העונתיות וההפרדה בין העונתיות ובין הרכיב של מגמה-מחזור. השימוש בשיטה זו אינו מחייב מודל מושלם לאינפלציה; גם אינפורמציה חלקית מועילה. בניתוח האינפלציה יש בידינו אינפורמציה אפריורית. כך, למשל, בחינה של התפתחות האינפלציה בשנים 1999 עד 2010 מצביעה על העדר מגמה של עלייה או ירידה; משמע שקצב האינפלציה בתקופה זו הוא משתנה סטציונרי, תכונה המקלה על הניתוח הסטטיסטי. כמו כן ידוע לנו שקצב הפיחות ועליית המחירים בעולם משפיעים על המחירים המקומיים. אנו גם מעריכים שהשפעת הפיחות על האינפלציה פחתה בשנים האחרונות. הגישה של הרווי מאפשרת להשתמש בכל האינפורמציה הזאת, ובכך לשפר את היכולת להפריד בין העונתיות לרכיב המגמה-מחזור.

לפני שנציג את התוצאות על פי השיטה המבנית ונשווה עם ניכוי העונתיות של הלמ"ס, חשוב להדגיש כי איננו שוללים את ניכוי העונתיות של הלמ"ס. יתירה מזו, אנו סבורים כי גישת הלמ"ס, שאינה מערבת בעיבוד הנתונים שיקול דעת המבוסס על תיאוריה כלכלית מסוימת, היא בעיקרון גישה נכונה. מטרת תיבה זו היא לספק אומדן אחר, שמאפשר זווית ראייה נוספת לניתוח משתנה חשוב זה בקביעת המדיניות המוניטרית ולמעקב אחריו, בתקופה האחרונה.

עוד ראוי לציין שגם בשיטת X12 ניתן להיעזר במשתנים מסבירים לצורך ההפרדה של העונתיות מהמגמה-מחזור, אולם מרחב האפשרויות בשיטת הרווי רב יותר. מלבד זאת, שיטת X12 אינה יכולה לטפל במצב שבו ההשפעה של משתנה מסביר משתנה עם הזמן.

בלוח מוצגות תוצאות הניכוי בשיטה המבנית, ומושוות עם תוצאות הניכוי של הלמ"ס. את הניכוי בשיטה המבנית ביצענו לתקופה שמינואר 1999 עד פברואר 2010. בהפעלת השיטה כפינו מספר מגבלות, המבטאות אינפורמציה אפריורית:

1. השתמשנו בממצא בדבר הסטציונריות של האינפלציה בתקופה הנדונה (1999 עד 2010).
2. הוספנו למשוואה שני משתנים מסבירים חשובים - קצב עלייתם של מחירי היבוא העולמי בדולרים¹ (בו-זמנית ובפיגור של חודש) וקצב הפיחות של שער החליפין של השקל ביחס לדולר (בו-זמנית ובפיגור של חודש).
3. באמידת² המשוואה אפשרנו להשפעה של קצב הפיחות על האינפלציה להשתנות עם הזמן, וזה אכן יורד עם הזמן. (ראו להלן).

¹ נתונים מנוכי עונתיות בשיטת העונתיות הקבועה. הגישה של הרווי מאפשרת לנכות עונתיות בכמה סדרות בו-זמנית - עניין מורכב. לפיכך הסתפקנו, בשלב זה, באמידה נפרדת של העונתיות במחירי היבוא.

² האמידה בשיטה המבנית נעשית באמצעות מסנן קלמן - הדרך הנפוצה ביותר לאמידת משתנים בלתי נצפים, אשר משמשת בין היתר לאמידה ולפתרון של מודלים מסוג DSGE.

בלוח מוצגים מקדמי העונתיות של הלמ"ס, וכן המקדמים המתקבלים בשיטה המבנית. כן מוצג קצב האינפלציה - המקורי והמנוכה - בשיטת הלמ"ס ובשיטה המבנית.

קצב עליית מדד המחירים לצרכן בניכוי עונתיות

ינואר 2009 עד מארס 2010

(אחוז השינוי, במונחים חודשיים)

הנתון מנוכה העונתיות			מקדמי העונתיות		
הנתון המקורי	בשיטת הלמ"ס (X12)	בשיטה המבנית	בשיטת הלמ"ס (X12)	בשיטה המבנית	
2009					
-0.53	0.10	-0.13	-0.63	-0.40	ינואר
-0.10	0.30	0.20	-0.39	-0.30	פברואר
0.50	0.39	0.55	0.10	-0.05	מארס
0.99	0.29	0.34	0.69	0.65	אפריל
0.39	0.39	0.18	0.00	0.21	מאי
0.88	0.58	0.76	0.29	0.12	יוני
1.06	0.39	0.76	0.67	0.30	יולי
0.48	0.19	0.44	0.29	0.04	אוגוסט
-0.29	0.19	0.07	-0.48	-0.36	ספטמבר
0.19	0.38	0.07	-0.19	0.12	אוקטובר
0.29	0.48	0.57	-0.19	-0.28	נובמבר
0.00	0.19	0.07	-0.19	-0.07	דצמבר
2010					
-0.67	0.00	-0.27	-0.67	-0.40	ינואר
-0.29	0.10	0.01	-0.38	-0.30	פברואר
0.10	0.00	0.15	0.10	-0.05	מארס

אחד המאפיינים של מקדמי העונתיות המתקבלים בשיטה המבנית הוא שטווח ההשתנות שלהם קטן מזה המתקבל באמצעות X12. אחת הסיבות לכך היא שבניסוח של הרכיב מגמה-מחזור השתמשנו באינפורמציה שלפיה האינפלציה בתקופה הנדונה היא סטציונרית (כלומר נטולת מגמה ברורה של עלייה או ירידה). מתברר שעצם הוספת אינפורמציה זו מקלה מאוד על ההפרדה בין מגמה-מחזור לעונתיות משתנה ומקטינה את השינויים בעונתיות יחסית לאלה המתקבלים בשיטת X12. הוספת הפיחות והמחירים בעולם מקטינה עוד את השתנות מקדמי העונתיות. נראה שבשיטת X12 קשה להפריד בין מגמה-מחזור ובין עונתיות משתנה: חלק מהשינויים במגמה-מחזור³ מיוחסים בשיטה זו לשינוי במתכונת העונתיות.

נמצא אפוא כי בשיטה המבנית, במקרה הנוכחי, ככל שאנו מוסיפים אינפורמציה, קטנה ההשתנות של מקדמי העונתיות. לפיכך נראה שמתכונת העונתיות של האינפלציה בתקופה המסוימת הזאת (1999 עד 2010) קרובה לקבועה יותר מאשר למשתנה. עם זאת עדיין יש במקדמי העונתיות מידה של השתנות; כמו כן מקדמים אלה (וכפועל יוצא גם שיעור האינפלציה המנוכה) שונים מהמקדמים הקבועים המתקבלים באמידה עם משתני דמי.

באיור מוצגים אומדני התמסורת המשתנה מקצב הפיחות (בהווה ובפיגור של חודש) לאינפלציה של מדד המחירים לצרכן. כפי שניתן לראות התמסורת הייתה קבועה עד שנת 2006, ומאז היא פחתה בהדרגה. עיקר הירידה נובעת מירידת התמסורת בתחום הדיור. (אימתנו זאת באמצעות הפעלת הגישה המבנית על רכיב הדיור.)

³ הנקבעת, מעצם הגדרתה, על ידי גורמים שאינם עונתיות ואינם אי-סדירות.

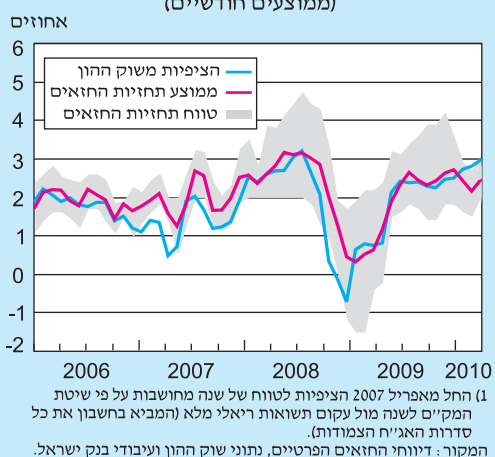
בחניה של הנתונים בלוח מלמדת שכמעט בכל החודשים יש הבדל משמעותי בין מקדמי העונתיות הנאמדים בשיטה המבנית ובין אלה הנאמדים בשיטת הלמ"ס. כך, למשל, לפי הלמ"ס החודשים יוני, יולי ואוגוסט מאופיינים בעונתיות גבוהה (כלומר צפויים בהם מדדים גבוהים יחסית), ואילו לפי השיטה המבנית העונתיות נמוכה. הבדל משמעותי יש גם באוקטובר: לפי הלמ"ס חודש זה מאופיין בעונתיות שלילית של 0.29, ואילו בשיטה המבנית מתקבל מקדם חיובי של 0.12.



הבדלים אלה באים לידי ביטוי גם בקצב האינפלציה המנוכה מעונתיות. כך, למשל, בשנת 2009, לפי הלמ"ס הצטברה בחודשי הקיץ (יוני עד אוגוסט) אינפלציה של 1.1 אחוזים, ואילו לפי השיטה המבנית - 2.0 אחוזים. אשר לאינפלציה המנוכה בחודשים האחרונים - לפי השיטה המבנית מתקבלת התמתנות משמעותית באינפלציה, ואילו לפי הלמ"ס נמשך קצב אינפלציה גבוה. בששת החודשים שמספטמבר 2009 עד פברואר 2010, נרשמה, בנתונים המקוריים, אינפלציה שלילית של 1.5 אחוזים, במונחים שנתיים. בניכוי עונתיות לפי השיטה המבנית מתקבלת בתקופה זו אינפלציה של 1.0 אחוז, במונחים שנתיים, לעומת 2.7 אחוזים בשיטת הלמ"ס.

עצם העובדה ששיטות שונות נותנות תוצאות שונות מאוד מצביעה על אי-ודאות גבוהה בניכוי העונתיות של המחירים לצרכן. אי-ודאות זו תומכת באחד העקרונות המנחים בקביעת המדיניות המוניטרית - הימנעות מהסתמכות על קצב האינפלציה בחודש מסוים.

איור 19
הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה לפי
שוק ההון והחזאים הפרטיים,
2006 עד מארס 2010⁹
(ממוצעים חודשיים)



הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון⁹ וממוצע הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה, שהתייצבו מהמחצית השנייה של 2009 ועד אוקטובר מעט מעל אמצע תחום יעד האינפלציה, עלו לקראת סוף השנה לקרבת הגבול העליון של היעד (איור 19). עד פרסום מדד פברואר, במקביל לעדכון כלפי מעלה של ההערכות בדבר העלאת הריבית ולירידת אי הודאות לגבי האינפלציה הצפויה, שהתבטאה בצמצום הטווח של הערכות החזאים - הוסיפו הציפיות משוק ההון לעלות אט-אט, ורמתן עלתה על הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווחים הארוכים משנה. כנגד זאת ירדו הערכות החזאים הפרטיים, בממוצע, ורק לאחר פרסום מדד פברואר הן עלו מעט. בהמשך הרביע הוסיפו ועלו הציפיות לאינפלציה משני המקורות, אולם הן לא חרגו מהגבול העליון של היעד, ועדיין הציפיות משוק ההון היו גבוהות מממוצע הערכות החזאים. ההתפצלות האחרונה היא בכיוון הפוך לדפוס ששרר קודם לכן. גם התנאים אינם אופייניים למשק: הריבית עדיין נמוכה, כאמור, וחרירת האינפלציה בפועל מהיעד נמשכת זמן רב יחסית.

⁹ התשואות הנומינליות והריאליות מכילות פרמיה, שמטרתה לפצות משקיעים על סיכונים לאינפלציה ועל מחסור בנזילות, ולכן הפרשנות של ציפיות האינפלציה מורכבת. ככל שהציפיות הן לטווח ארוך יותר, כך גדלה פרמיית הסיכון.

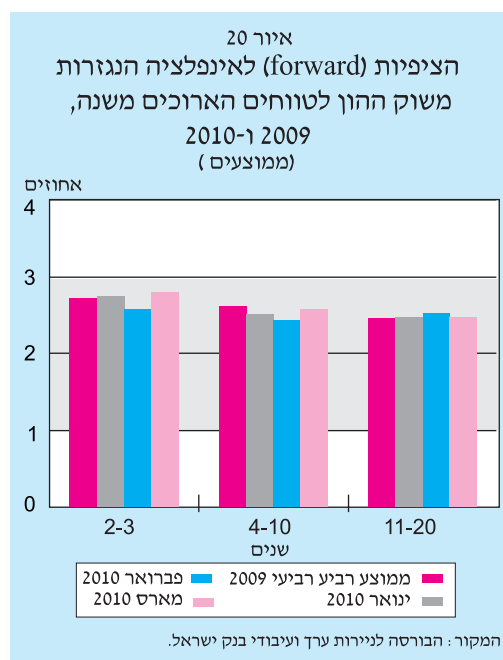
הציפיות forward לטווחים הארוכים משנה מעוגנות ברמה הממוצעת של הרביע הקודם, בחלקו העליון של טווח יעד האינפלציה (איור 20). מרמה יציבה זו אנו מסיקים שהציבור מייחס אופי זמני לשינויים באינפלציה הנובעים מגורמים חיצוניים - לאינפלציה מיובאת, המושפעת ממחירי הסחורות (כמזון, אנרגיה ותוצרת חקלאית) ולעליית מחירים הנובעת מהתערבות ממשלתית; אלה נתפסו כגורמים המתקזזים כעבור תקופה קצרה, שאינם משפיעים על האינפלציה בטווח הארוך. הרמה היציבה של הציפיות לאינפלציה מבטאת גם את אמון הציבור במדיניות המוניטרית. מעקום הציפיות לאינפלציה עולה כי תוואי האינפלציה צפוי להתמתן ולהגיע בעוד כעשר שנים ל-2.5 אחוזים.

2. המדיניות המוניטרית

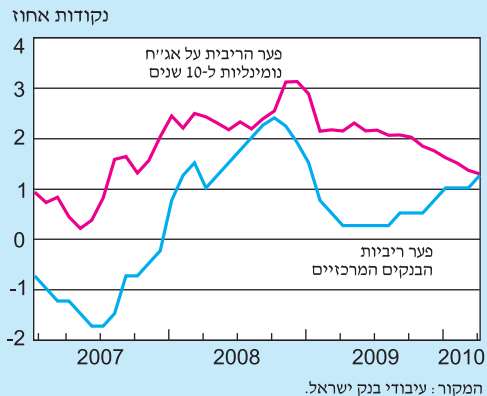
ברביע הראשון של 2010 המשיכה המדיניות המוניטרית לפעול להשגת יציבות מחירים במסגרת משטר גמיש של יעד האינפלציה: לחודש ינואר העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1.25 אחוזים, ולחודשים פברואר ומארס הותיר אותה ללא שינוי. את הריבית לאפריל העלה הבנק ל-1.5 אחוזים, ולמאי הותיר אותה ברמה זו.

בתקופה הנסקרת, בהמשך למדיניות שננקטה החל מספטמבר 2009, ניצב בפני קובעי המדיניות המוניטרית אתגר - להמשיך בתהליך ההדרגתי של העלאת הריבית לרמה נורמלית, התואמת את התנאים החדשים של המשק, עם התפוגגותן של השפעות המשבר העולמי ועל רקע תחזית בדבר המשך צמיחת התוצר המקומי. מטרותיו של תוואי הריבית העולה היא להכניס את האינפלציה לתוך תחום היעד, תוך חתירה ליציבות מחירים, ולתרום להמשך ההתאוששות בפעילות המשק, תוך תמיכה ביציבות הפיננסית. השגת המטרות תלויה בהתאמת הקצב של העלאת הריבית להתפתחויות בפועל ולאלו הצפויות באופן שיבטא איזון בין המטרות. התהליך ההדרגתי מאפשר את האיזון, ומונע מצבים לא רצויים של העלאת ריבית מהירה מדי, אשר עלולה לדכא את הצמיחה - או העלאת ריבית איטית מדי, אשר עלולה שלא להספיק להורדת האינפלציה, ולכן תצריך אולי תגובה בעוצמה חזקה מדי בהמשך.

קצב החזרה לריבית הנורמלית תלוי בהתפתחותם של גורמים שונים מבית ומחוץ: התייצבותה של האינפלציה הצפויה במרכז תחום היעד, ובעקבותיה חזרה של האינפלציה בפועל לתוכו; התבססותה של ההתאוששות במשק הישראלי, עם הרכב שימושים התומך בצמיחה לאורך זמן ובהתקרבות לקצב הצמיחה הפוטנציאלי; התבססות שערי החליפין של השקל ברמת הטווח הארוך, התואמת את הגורמים הבסיסיים של מאזן התשלומים; מדיניות הריבית של הבנקים המרכזיים במשקים העיקריים בעולם, שצפויה להתמיד ברמת ריביות נמוכה במהלך 2010 - על רקע התאוששות הדרגתית ומאוחרת יותר מאשר בישראל ואי-ודאות גבוהה לגבי עוצמת המשכה, ומשום שרמת האינפלציה בעולם נמוכה יותר. אי-הוודאות



איור 21
 פערי הריבית לטווח הקצר ולטווח
 הארוך מול ארה"ב,
 ינואר 2007 עד אפריל 2010



בעולם מגבירה את אי-הוודאות לגבי עוצמת הצמיחה בישראל - מצב המגביל את מרחב התמרון של קובעי המדיניות במשק הישראלי, שהוא קטן ופתוח וקשור מאוד לעולם. פתיחה מהירה מדי של פער ריביות מול הבנקים המרכזיים הגדולים בעולם (איור 21) עלולה לפעול להתחזקות של השקל, ובכך לפגוע ברווחיות היצוא ובצמיחה הכלכלית.

לאחר שברביע השלישי של 2009 הסיכון להמשך המיתון עדיין עלה על הכוחות האינפלציוניים שהתגברו, הפכו סיכונים אלו, במהלך הרביע הרביעי, לשקולים. במהלך הרביע הראשון של 2010 התבססה הצמיחה, ונרשמה האטה מהירה מהצפוי בקצב האינפלציה לכיוון הגבול העליון של היעד. עם זאת, רמותיהן של האינפלציה ושל הציפיות לאינפלציה היו עדיין גבוהות (איור 22), מחירי הנכסים המקומיים, ובפרט מחירי הדירות, הוסיפו לעלות, וגורמי סיכון המשיכו להעיב על המגמות החיוביות של הצמיחה העולמית, שאיתנותה והתמדתה חיוניות להמשך הצמיחה בישראל. גורמי סיכון אלה הניעו את הבנקים המרכזיים במשקים המובילים להשאיר את הריביות נמוכות מאוד, וצפוי היה כי הן תישארנה כך גם בחודשים הבאים. על רקע קשיים במימון החוב במספר מדינות באירופה, החלה אף להסתמן אפשרות התמתנות של היציאה מהמשבר שם. כדי לספק מענה הולם למכלול הסיכונים, וכן לצורך בהפחתת התמרוץ המוניטרי, תוך תמיכה בהמשך הצמיחה וביציבות הפיננסית - העלה בנק ישראל את הריבית בהדרגה מספטמבר 2009 עד אפריל 2010 מ-0.5 אחוז ל-1.5 אחוזים¹⁰. את הריבית לחודש מאי השאיר הבנק ללא שינוי.

בנק ישראל המשיך להתערב בשוק מטבע החוץ¹¹; זאת כדי למנוע ייסוף יתר של שער החליפין האפקטיבי, תוך צמצום השפעתו השלילית על היצוא המקומי והפעילות הריאלית ובמטרה לשמור על היציבות במשק. הבנק רכש בינואר מטבע חוץ בהיקף של 1,573 מיליוני דולרים. בפברואר בהיקף של 200 מיליוני דולרים, ובמארס - של 500 מיליוני דולרים.

3. עדכון התחזיות

א. הסביבה העולמית

ההערכות לגבי ההתאוששות העולמית בפעילות הריאלית העולמית בשנת 2010 עודכנו על ידי הארגונים הבין-לאומיים כלפי מעלה. קרן המטבע הבין-לאומית עדכנה מעט את התחזית שלה לגבי צמיחת התוצר העולמי ב-2010 ל-4.2 אחוזים (לעומת תחזית של 3.9 אחוזים בדוח הקודם), על רקע המשך ההתאוששות ההדרגתית של הסחר העולמי בקצב נמוך מעט יותר (לוח 3). תחזית הצמיחה ל-2011 עומדת על 4.3 אחוזים. צמיחה זו

¹⁰ העלאות של 0.25 נקודת בסיס בכל אחד מהחודשים ספטמבר ודצמבר 2009 וינואר ואפריל 2010.

¹¹ בנק ישראל בוחן את התפתחות מדד שער החליפין האפקטיבי, וכך מביא בחשבון את ערכו של השקל ביחס לסל מטבעות, שמשקלוליהם משקפים את הרכב שותפות הסחר העיקריות של ישראל.

לוח 3

הצמיחה והאינפלציה ב-2009 ותחזיות קרן המטבע הבין-לאומית ל-2010 ול-2011 (שיעורי השינוי, אחוזים)

2011	2010	2009	
צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)			
4.3	4.2	-0.6	הצמיחה העולמית
2.4	2.3	-3.2	במדינות המפותחות
2.6	3.1	-2.4	בארה"ב
1.5	1.0	-4.1	באירופה
2.0	1.9	-5.2	ביפן
6.5	6.3	2.4	במדינות המתעוררות והמתפתחות
האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)			
1.4	1.5	0.1	במדינות המפותחות
4.7	6.2	5.2	במדינות המתעוררות והמתפתחות

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook, April 2010.

נשענת על מדיניות התמרוצים יוצאת הדופן של הממשלות, שננקטה בגלל המשבר העולמי העמוק. קצבי הצמיחה יהיו שונים בין גושי המדינות: הצמיחה במרבית המדינות המפותחות, שנובעת בעיקר מתפנית במחזורי המלאים ומגידול הצריכה הפרטית, צפויה להישאר מתונה, ואילו הצמיחה במרבית המדינות המתעוררות והמתפתחות, שנובעת בעיקר מביקושים מקומיים, צפויה להתגבר.

קרן המטבע הבין-לאומית צופה כי מחירי הדלקים יעלו בשנת 2010 ב-29.5 אחוזים במונחים שנתיים, ומחירי הסחורות ב-13.9 אחוזים. עליות של מחירי המזון לקראת סוף השנה אף מעלות חששות לאינפלציה עתידית במשקים המתעוררים. למרות כל אלה שיעורי האינפלציה בעולם עדיין נמוכים בדרך כלל, והבנקים המרכזיים העיקריים ממשיכים להעריך שהאינפלציה תישאר מתונה, בהשפעת פער התוצר הגדול. תחזיות קרן המטבע לגבי קצב האינפלציה השנתי במשקים המפותחים ובמשקים המתעוררים הן 1.5 אחוזים ו-6.2 אחוזים, בהתאמה. במשקים אחדים, בייחוד ביפן, אף חוששים מדיפלציה. על רקע כל אלה, ריביות הבנקים המרכזיים צפויות לעלות בתוואי הדרגתי לאחר שההתאוששות תתגבר, ועודף הייצור צפוי להצטמצם במידה ניכרת. לפיכך צפוי כי רמותיהן הנמוכות של ריביות הבנקים המרכזיים יתמידו בחודשים הקרובים, וכי מרביתן אולי אף לא יועלו כלל במהלך 2010.

ב. הפעילות הריאלית בישראל

ב-2009 התוצר המקומי הגולמי צמח ב-0.7 אחוז, ושיעור האבטלה הסתכם ב-7.7 אחוזים. לאור פירסום עדכונים לנתוני 2009 ונתונים חדשים ל-2010 עודכנה התחזית המקרו-כלכלית הריאלית של בנק ישראל (לוח 4). ב-2010

אינדיקטורים לפעילות הכלכלית הריאלית

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

נתונים בפועל		תחזית**	
2011	2010	2009	
4.0	3.7	0.7	התמ"ג
4.3	4.5	1.4	הצריכה הפרטית
9.0	6.2	-8.9	ההשקעה הגולמית המקומית
1.0	1.0	2.2	הצריכה הציבורית
9.2	10.2	-12.3	היבוא האזרחי (ללא או"מ ויהלומים)
7.4	9.2	-9.6	היצוא (ללא יהלומים)
3.9	4.8	7.2	החשבון השוטף נטו (מיליארדי דולרים)
6.7	7.0	7.6	האבטלה (שיעור)
	4.0	5.0	הגירעון הציבורי (אחוזי תוצר)*
	80.0	79.5	יחס החוב לתוצר ברוטו (אחוזי תוצר)

* ללא בנק ישראל.

** תחזית בנק ישראל מיום 21.04.2010. תחזיות הגירעון הציבורי ויחס החוב לתוצר ל-2011 תלויות במדיניות שהממשלה תגבש במהלך דיוני התקציב. לפירוט האפשרויות העומדות בפניה ראו דוח בנק ישראל לשנת 2009, פרק ו' סעיף 7.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל.

התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח בשיעור של 3.7 אחוזים, תוך ירידה של שיעור האבטלה ל-7 אחוזים בממוצע. גידול התוצר צפוי להיות מוביל על ידי היצוא, עם התאוששות הביקושים העולמיים, וגידולם של הצריכה הפרטית וההשקעה צפויים להיות נמוכים ביחס לתחזית שהתפרסמה בדוח הקודם. לפיכך הסיכון העיקרי לתחזית הוא התאוששות עולמית נמוכה יותר. המצב זה, העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים צפוי להצטמצם מעט ב-2010 ולהגיע ל-4.8 מיליארדי דולרים, לעומת 7.2 מיליארדים ב-2009 ו-1.6 מיליארדים ב-2008, כתוצאה מהרעה בתנאי הסחר ומגידול היבוא בשיעור גבוה מזה של היצוא במהלך השנה. אלו יפעלו גם למיתון קצבי הגידול של התוצר בהמשך השנה. בניגוד למרבית המשקים המובילים בעולם צפויים גירעון הממשלה והחוב הציבורי ביחס לתוצר להישאר כמעט ללא שינוי - 4 ו-80 אחוזי תוצר, בהתאמה. ב-2011 צפוי התוצר המקומי הגולמי לגדול בשיעור של 4 אחוזים, ושיעור האבטלה צפוי לרדת בשיעור נמוך בלבד ל-6.7 אחוזים. במחצית השנייה של 2011 צפויה עלייה של קצב הצמיחה ליותר מ-4 אחוזים. זאת על רקע התחזית לצמיחה עולמית, שתוארה לעיל, גידול מתון יחסית של הביקושים המקומיים ושיעור אבטלה נמוך יחסית לממוצע של טווח הארוך.

ג. הערכות לגבי התפתחות האינפלציה ומאזן סיכונים

שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים היה 3.2 אחוזים, בקרבת הגבול העליון של טווח יעד האינפלציה, אולם על פי רוב ההערכות בשווקים שיעור האינפלציה השנתי יתמתן השנה: הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי

שהן נמדדות משוק ההון, עומדות בחודש אפריל על 2.7 אחוזים, בדומה לרמתן בעת כתיבת דוח האינפלציה לרביע הקודם. הערכות החזאים הפרטיים עומדות בסוף אפריל על 2.7 אחוזים, לעומת 2.3 אחוזים ברביע הקודם. התחזית הממוצעת מסקר החברות היא 2.45 אחוזים, לעומת 2.8 אחוזים ברביע הקודם. ציפיות אלו מלוות בהערכות בדבר העלאת הריבית והגעתה בעוד שנה ל-2.75 אחוזים.

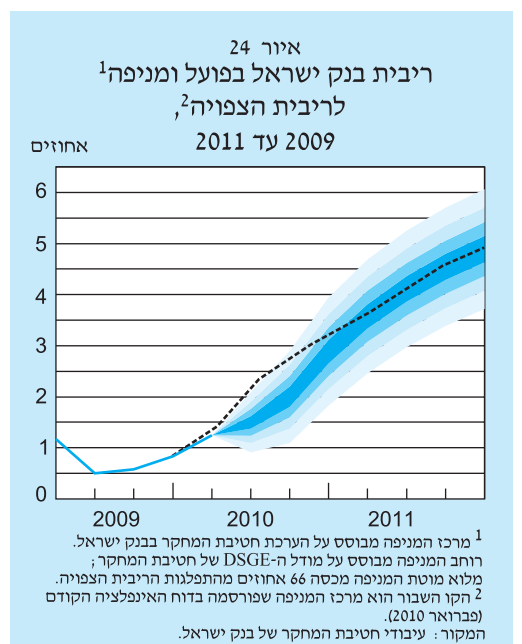
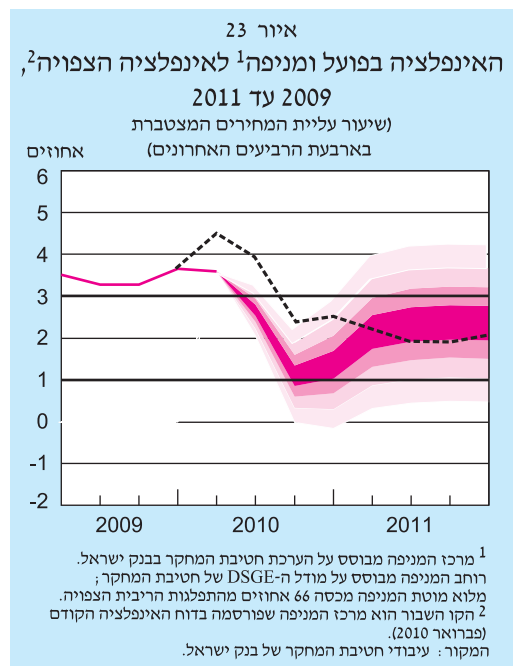
להערכת בנק ישראל¹² התמתנות האינפלציה תהיה מהירה יותר משמיעורים השווקים, כך ששיעור בעוד 12 חודשים צפוי להיות 2.2 אחוזים (לוח 5). להערכת הבנק האינפלציה תיכנס לתחומי היעד כבר באמצע 2010, ואף תרד לחלקו התחתון של היעד למשך מספר חודשים, בשל השפעת הקצה של ירידת המחירים בחודשים הראשונים של 2010. בהמשך תשוב האינפלציה השנתית לסביבת אמצע תחום היעד. במקביל צפויה ריבית בנק ישראל לעלות בהדרגה (איורים 23 ו-24).

האינפלציה תושפע השנה ממספר כוחות מנוגדים. הגורמים המרכזיים שיפעלו בטווח הקצר להתמתנות האינפלציה הם הייסוף האפקטיבי שהיה בחודשים האחרונים ופער התוצר השלילי, שנפתח בגלל הצמיחה המתונה של התוצר הישראלי ב-2009 - תוצאת המשבר הפיננסי בעולם והשלכותיו הריאליות. בהתאם להערכת הבנק כי שיעור הצמיחה ב-2010 יהיה 3.7 אחוזים, שיעור הגבוה אך במעט מקצב הגידול הפוטנציאלי, פער התוצר השלילי צפוי להמשיך להיסגר, אך עדיין להישאר שלילי בשנה הקרובה. משמעותו של פער התוצר השלילי היא שיכולת הייצור של המשק (אשר כמעט לא נפגעה במשבר) עולה על רמת הביקושים למוצרים המקומיים - מצב הפועל להתמתנות האינפלציה. גם ירידת האינפלציה הנוכחית¹³ יכולה להמשיך ולמתן את האינפלציה בעתיד דרך מגננונים של אינרציה. גורם ממתן נוסף, הפועל בעיקר לריסון עלייתה של הריבית המקומית, הוא רמתן הנמוכה ביותר של ריביות הבנקים המרכזיים בעולם (0.0-0.25 בארה"ב, 1.0 באירופה), אשר צפויה להתמיד לפחות במהלך 2010.

עם זאת נראה כי פועלים גם מספר כוחות לעליית מחירים, כך שבעוד שנה האינפלציה תהיה גבוהה במקצת ממרכז תחום היעד. עם כוחות אלה נמנית עליית מחירי היבוא, ובפרט התשומות לייצור, למשל האנרגיה, עלייה שהחלה במחצית השנייה של 2009 וצפויה להימשך במחצית הראשונה של 2010. גם התבססות של ציפיות הציבור (למשל על פי הערכות החזאים, שוק ההון ודיווחי סקר החברות) כי האינפלציה תהיה גבוהה במקצת ממרכז היעד יכולות להעלות את האינפלציה כבר בהווה, שכן בעת עדכונם של מחירים ועריכת הסכמי שכר היצרנים מביאים בחשבון את האינפלציה העתידית. לבסוף, גורם שעלול לפעול לעליית מחירים בטווח הקצר הוא

¹² בדוח האינפלציה מובאת הערכת האינפלציה של חטיבת המחקר בבנק ישראל. ההערכה נבנית על סמך שילוב של שני מודלים רבועניים, מספר מודלים ואינדיקטורים חודשיים ושיקול דעת. זאת בהמשך לדוח האינפלציה הקודם, אך בשונה מדוחות האינפלציה שלפני הרביע הרביעי של 2009, שבהם תחזיות האינפלציה והריבית התבססו בעיקר על אחד מהמודלים הרבועניים המופעלים בבנק ישראל – מודל ה-DSGE.

¹³ על פי המדידה בשיטה המבנית, המוצגת בתיבה 1 – קצב האינפלציה המנוכה מעונותיות מאז חודש ספטמבר עמד בממוצע על 1.2 אחוזים במונחים שנתיים.



עליית מחירי הנכסים בשנה האחרונה בשיעורים גבוהים, ובפרט עליית מחירי הדירות ב-22 אחוזים. אמנם מחירי נכסים אינם נכללים ישירות במדד המחירים לצרכן, אך הם יכולים לפעול בעקיפין לעליית מחירים כללית במשק (למשל דרך יצירת אפקט עושר). חשוב לציין כי רמתן הגבוהה של הציפיות לאינפלציה ועליית מחירי הנכסים נתמכו ברמה הנמוכה שאליה הגיעה ריבית בנק ישראל בסוף 2009.

באיורים 23 ו-24 מובאת השוואה להערכות שהובאו בדוח האינפלציה הקודם: תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נמוכה יותר, ואילו לשנה השנייה היא גבוהה יותר. העדכון כלפי מטה של תחזית האינפלציה לשנה נובע בעיקר מהאינפלציה ברביע הראשון של 2010, אשר הייתה נמוכה מהצפוי, וייתכן שהיא מסמנת מפנה בקצב האינפלציה. כן הושפע העדכון מהתגברות החשש להעמקת המשבר במדינות אירופה – דבר שהתבטא בדחיית המועד החזוי של תחילת העלאות הריבית בחו"ל. בהתאם לכך ניתן לראות כי הקצב הצפוי של העלאות הריבית ברביעים הקרובים התמתן גם הוא.

פרסום נתונים טובים של החשבונאות הלאומית לסוף 2009 יחד עם הצטברות אינדיקציות כי התאוששות המשק היא בת-קיימא, וכן ההערכות כי מחירי היבוא ימשיכו לעלות בקצב גבוה יחסית הביאו לעדכון כלפי מעלה של תחזית האינפלציה ל-2011.

הערכות אלה נשענות על מספר הנחות, ובפרט - כי שער החליפין האפקטיבי יישאר קרוב לרמתו הנוכחית (ומכאן ששער השקל-דולר יהיה סביב 3.7 שקלים), כי ריביות הבנקים המרכזיים בעולם כמעט לא יעלו במהלך 2010, כי הסחר העולמי יתאושש בהדרגה ויצמח ב-2010 ב-7.0 אחוזים (לעומת קצב ארוך טווח של 6.5 אחוזים), וכי מחירי הסחורות, ובייחוד הנפט, יעלו השנה בקצב גבוה במקצת משני אחוזים. מובן שהנחות אלו לא בהכרח יתממשו, כך שהאינפלציה בפועל עשויה לסטות מהתחזית, ולכן לחייב התאמה בתוואי של ריבית בנק ישראל. אנו מעריכים כי מאזן הסיכונים לאינפלציה (ביחס לתחזית שהוצגה לעיל) מאוזן. גורמי הסיכון המרכזיים לסטייה של האינפלציה בפועל כלפי מעלה מהתחזית הם:

- התאוששות מהירה של העולם מן המשבר הפיננסי, אשר תתבטא בצמיחה מואצת של הסחר העולמי, בעליית ריביות הבנקים המרכזיים עוד השנה ובהתחדשות העלייה המואצת של מחירי הסחורות, ובפרט הנפט. תרחיש כזה של התאוששות מהירה בעולם יפעל לעליית האינפלציה והריבית ביחס לתחזית דלעיל.
- ההערכות האמורות נשענו על הנחה כי התוצר הפוטנציאלי כמעט לא נפגע במשבר, וכי קצב צמיחתו בשנים הקרובות יהיה כ-3.25 אחוזים (כפי שהיה בעשור האחרון). טעות בהנחות אלה – ובפרט צמיחה אטית יותר של התוצר הפוטנציאלי – משמעותה סגירה מהירה יותר של פער התוצר, ואף מעבר מהיר יותר לעודפי ביקוש, שיגבירו את הלחץ לעליית מחירים מקומית.

- פיחות אפשרי של שער החליפין, כתיקון לייסוף האפקטיבי של החודשים האחרונים, ילחץ לעליית האינפלציה דרך מחירי היבוא.
- עליות שכר אפשריות במגזר העסקי, עם תום המיתון, עלולות ליצור לחצים אינפלציוניים.
- כנגד כל אלה, הכוחות המרכזיים שיכולים להביא להתמתנות מהירה יותר של האינפלציה, ואף להתבססותה בגבול התחתון של טווח היעד הם:
- הרעה חריפה של המצב העולמי (התממשות תרחיש W). מוקד החשש המרכזי להחרפה במצב העולמי הוא הידבקות של מדינות אירופה הגדולות מהמשבר הפוקד את יוון וספרד.
- ייסוף משמעותי של שער החליפין, שירסן את האינפלציה דרך מחירי היבוא.

לוח 5

הערכת האינפלציה במהלך 12 החודשים הבאים (אחוזים)

הערכת בנק ישראל ⁴	סקר החברות ³	החזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	היעד	
2.2	2.45	2.7	2.7	2	הממוצע
	0.9-4.0	2.1-3.3		1-3	הטווח

¹ ממוצע חודש אפריל.

² לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש מארס.

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

⁴ הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים, ספטמבר 2009 עד מארס 2010

03/10	02/10	01/10	12/09	11/09	10/09	09/09	
התשואות-לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)							
1.4	1.3	1.2	1.1	0.7	0.7	0.7	תשואות המק"ם ל-3 חודשים
2.0	2.0	2.0	1.9	1.6	1.5	1.7	תשואות המק"ם לשנה
4.0	3.9	4.1	4.1	3.7	3.8	4.0	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-5 שנים
5.7	5.8	5.8	5.8	5.8	6.1	6.1	תשואות האג"ח הלא-צמודות ל-20 שנים
-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.5	תשואות האג"ח הצמודות לשנה
1.2	1.3	1.5	1.4	1.0	1.2	1.5	תשואות האג"ח הצמודות ל-5 שנים
3.6	3.7	3.5	3.6	3.5	3.7	3.7	תשואות האג"ח הצמודות ל-30 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)							
1.1	1.0	1.1	1.4	1.4	1.4	1.6	
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)							
6.8	6.8	8.4	10.5	11.8	12.6	13.2	
שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)							
5.1	4.3	0.7	4.9	5.4	3.0	3.4	מדד המניות הכללי
6.0	3.6	-2.2	5.8	5.9	2.7	7.4	מדד תל-אביב 52
שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)							
-2.2	1.9	-1.4	-0.4	1.2	-0.3	-1.0	השקל מול הדולר
-3.1	-1.0	-4.3	-4.5	2.7	0.7	1.0	השקל מול האירו
-2.3	0.6	-2.4	-2.4	2.0	0.2	0.4	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר בבורסה (ממוצעים חודשיים, באחוזים)							
7.0	8.2	10.0	10.1	10.4	10.2	11.7	סטיית התקן הגלומה
1.4	3.1	4.5	5.0	5.1	4.9	5.7	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
0.5	1.1	3.1	2.6	3.2	2.8	4.5	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.

לוח נ"2
סביבת האינפלציה והריבית, ספטמבר 2009 עד מארס 2010
 (ממוצעים חודשיים)

03/10	02/10	01/10	12/09	11/09	10/09	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.1	-0.3	-0.7	0.0	0.3	0.2	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.1	-0.4	-0.4	0.3	0.3	0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
3.2	3.6	3.8	3.9	3.8	2.9	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
3.0	2.8	2.7	2.5	2.5	2.2	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
2.4	2.1	2.5	2.7	2.6	2.4	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*						
2.7	2.5	2.7	3.0	2.9	2.8	הציפיות לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.5	2.4	2.5	2.5	2.7	2.8	הציפיות לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.5	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	הציפיות לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
הריביות ופערי הריביות (אחוזים)						
1.25	1.25	1.25	1.0	0.75	0.75	ריבית בנק ישראל
-1.6	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-1.5	הריבית הריאלית הנגזרת
1.0	1.0	1.0	0.75	0.5	0.5	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.25	0.25	0.25	0.0	-0.25	-0.25	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה (לפני החלטת הריבית לחודש הבא)
0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	תחזיות החזאים לשינוי בריבית לחודש הבא (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
2.8	2.7	2.9	2.7	2.5	2.5	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	פערי הריביות הארוכות הנומינליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב
0.9	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	פערי הריביות הארוכות הריאליות (10 שנים) בין ישראל לארה"ב

* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות לצמודות.

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

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