

פרק ג'

המדיניות המוניטרית והאינפלציה

- בשנת 2011 חלה תפנית באינפלציה, בפעילות הכלכלית ובמדיניות המוניטרית. במחצית הראשונה של השנה, עקב עלייה של האינפלציה השנתית אל מעבר לתחום היעד וקצב צמיחה מהיר, העלה בנק ישראל את הריבית מ-2 אחוזים ל-3.25 אחוזים, המשך למגמה מ-2010. במחצית השנייה החריף משבר החובות באירופה, גברו החששות להשפעה ממתנת על המשק, סביבת האינפלציה ירדה, וקצב ההתרחבות של המשק הואט. לנוכח התפתחויות אלה הוריד בנק ישראל את הריבית ברביע האחרון של השנה עד לרמה של 2.75 אחוזים בסופה. בתחילת 2012, עם המשך קבלתן של אינדיקציות להאטה במשק, הורדה הריבית לחדש פברואר ברבע נקודת אחוז נוספת.
- מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2011 בשיעור של 2.2 אחוזים, קרוב למרכז תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). במחצית הראשונה של השנה קצב האינפלציה השנתי היה גבוה, כ-4 אחוזים, ובמחצית השנייה ירדה האינפלציה לעבר מרכז תחום היעד.
- התורמים המרכזיים לעליית מדד המחירים לצרכן השנה היו מחירי הדיור (שכר הדירה) ומחירי האנרגיה. התמתנות קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית הייתה אחד הגורמים להאטת קצב עלייתם של המחירים.
- במהלך 2011 פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-3.6 אחוזים (ממוצע דצמבר 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010).
- לאחר שלוש שנים של עלייה מהירה במחירי הדירות החלה השנה התמתנות בשוק הדיור: מספר העסקאות ירד, קצב עליית המחירים הואט, ולקראת סוף השנה המחירים אף ירדו.
- כדי להשיג את יעדיו הפעיל בנק ישראל במהלך השנה מספר כלי מדיניות, נוסף על הריבית המוניטרית - רכישות מטבע חוץ (עד יולי), הטלת חובת נזילות על כניסת הון זר לטווח קצר וצעדים מקרו-יציבותיים בשוק המשכנתאות.

1. המדיניות המוניטרית

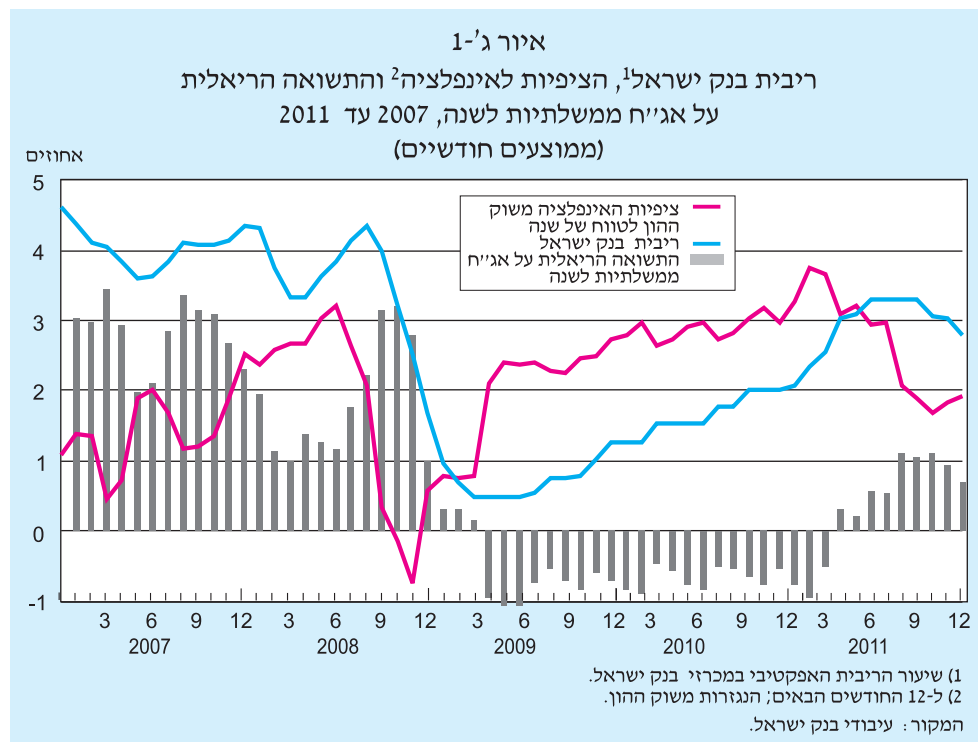
א. צעדי המדיניות

התפתחות המדיניות המוניטרית במהלך 2011 לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה של השנה אופיינה המדיניות בהמשך הנסיגה מההרחבה המוניטרית, שהחלה בסוף 2008 בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, ואילו במחצית השנייה חזר בנק ישראל והרחיב את המדיניות, בגלל האטה בקצב הצמיחה של המשק וחשש להחרפת המשבר בעולם ולהשפעתו על המשק הישראלי.

בנק ישראל הפעיל במהלך השנה מיגוון כלים להשגת מטרותיו: התאמת שיעור הריבית, הכלי המרכזי של המדיניות המוניטרית, רכישות מטבע חוץ, הטלת חובת נזילות על כניסת הון זר לטווח קצר וצעדים מקרו-יציבותיים בשוק המשכנתאות. לוח ג'-1 מסכם את צעדי המדיניות המוניטרית במהלך השנה.

בתחילת השנה, על רקע עלייה של הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים, תוך חריגה של האינפלציה בפועל מתחום היעד, צמיחה מהירה של הפעילות הריאלית המקומית והמשך עלייתם של מחירי הדירות, האיץ בנק ישראל את קצב העלאת הריבית, בהמשך למגמה מ-2010. בחודשים פברואר עד אפריל הועלתה הריבית בנקודת אחוז, לרמה של שלושה אחוזים, וריבית יוני הועלתה ברבע נקודת אחוז נוספת, לרמה של 3.25 אחוזים. במחצית השנייה של השנה השתנתה המגמה: החרפת בעיות החוב בגוש האירו, שהשתקפה בעליית מירווחי ה-CDS של מדינות אירופה, עוררה חששות למיתון בשוקי היעד של

בתחילת השנה האיץ בנק ישראל את קצב העלאת הריבית. ברבע השלישי, עם החרפת בעיות החוב בגוש האירו וירידה של הציפיות לאינפלציה, הופסקה העלאת הריבית, וברבע הרביעי הריבית הורדה.



היצוא הישראלי; הואט קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית במשק; תשואות האג"ח האמריקאיות ירדו בשיעורים חדים (מנוסה אל "מקלט בטוח" flight to safety); והציפיות לאינפלציה ירדו ירידה חדה לצד התמתנות האינפלציה בפועל, בין היתר על רקע המחאה החברתית. כל אלה הביאו לעצירה של מגמת העלאת הריבית ברביע השלישי של השנה, וברביע הרביעי הוריד בנק ישראל את הריבית במחצית אחוז. בתחילת 2012, עם המשך קבלתן של אינדיקציות להאטת הצמיחה במשק, הורדה הריבית לחודש פברואר ברבע נקודת אחוז נוספת, לרמה של 2.5 אחוזים.

באפריל השנה, בהמשך להוראותיו מ-2010 בדבר הגדלת הקצאת ההון בגין הלוואות לדיור שיינתנו בשיעור מימון גבוה וריבית משתנה, הנחה המפקח על הבנקים את התאגידים הבנקאיים להגביל את שיעור ההלוואה בריבית משתנה לשליש מסך המשכנתה שתאגיד בנקאי מעמיד ללווה. במסלולי הריבית המשתנה התנודות, לאורך חיי המשכנתה, בגובה ההחזר החודשי ללווים, בעיקר במסלול הפריים, גדולות יותר מאשר במסלולים אחרים, ועל כן ההלוואות בריבית משתנה נחשבות בדרך כלל למסוכנות יותר. לכן הוראת המפקח להגביל את שיעור המימון בריבית משתנה מצמצמת את חשיפת הבנקים לסיכונים חדלות פירעון מצד הלווים. זאת ועוד, כיוון שריביות המשכנתאות בריבית משתנה נעות יחד עם ריבית בנק ישראל, הוראה זו מחלישה את מנגנון התמסורת מהמדיניות המוניטרית אל המשכנתאות, ועל כן מאפשרת שימוש גמיש יותר בריבית לצורך תמיכה בצמיחה. לבסוף, צעד זה מביא לייקור מסוים של המשכנתאות, ועל כן תורם במידת מה לצינון הביקוש להן ולדירות בכלל.

במחצית הראשונה של השנה המשיך בנק ישראל לפעול בשוק המט"ח כדי למתן את הלחצים להתחזקות השקל; לחצים אלה נוצרו, בין היתר, עקב פתיחת פער ריביות מול המדינות המפותחות, שמשך אל המשק הון לטווח קצר. פעולות אלה כללו, נוסף על רכישות מט"ח, גם הטלת חובת נזילות של 10 אחוזים על התאגידים הבנקאיים כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח והטלת חובת דיווח על עסקות מט"ח שונות¹. היקף רכישות המט"ח השנה היה נמוך מזה של 2009-2010, ובמחצית השנייה של השנה הן פסקו. לרכישות נודעת השפעה מרחיבה על הפעילות הכלכלית, דרך השפעתן על שער החליפין, ובמקביל חובת הנזילות ממתנת את הביקושים למטבע המקומי, ועל כן מאפשרת רכישות מט"ח מעטות יותר וחופש רב יותר בניהול מדיניות הריבית.

הפעילות הממונת במדינות המפותחות, שהן שוקי היעד העיקריים של היצוא הישראלי, בשילוב עם לחצים לייסוף השקל, איימו לפגוע ביצוא, ועל כן היו מהגורמים המרכזיים שהניעו את בנק ישראל לרכוש מט"ח בתחילת השנה. לעומת אלה ההתרחבות המהירה של הפעילות הכלכלית המקומית, תוך עלייה של קצב האינפלציה והציפיות לה ועליית מחירי הדיור, תמכו בצמצום מוניטרי. השוני בתנאים בין השוק המקומי לעולם, ובפרט במגזר הסחיר לעומת הלא סחיר, הציבו אתגר בפני עושי המדיניות המוניטרית, שכן במשק קטן ופתוח עם תנועות הון חופשיות כדוגמת המשק הישראלי קשה ליצור בידול בתנאי המקרו למגזרים השונים. במצב זה הטלת מגבלות, ולו קלות, על תנועות ההון דרך הטלת חובת נזילות אפשרה בתחילת השנה גמישות - נקיטת מדיניות מצמצמת בשוק המקומי במקביל לתמיכה במגזר המייצא באמצעות פעולות בשוק המט"ח.

שימוש במספר כלי מדיניות תמך בהשגת היעדים שעמדו בפני בנק ישראל. לרוב קיימת תחלופה בין היעדים, ועל עושי המדיניות להחליט על המשקל שיש לייחס לכל אחד מהם.

¹ במקביל לצעדי בנק ישראל בשוק המט"ח בוטל השנה הפטור ממס לתושבי חוץ על רווחי הון הנובעים ממילווה מדינה קצרי מועד.

המפקח על הבנקים
הורה להגביל את שיעור
ההלוואה בריבית משתנה
לשליש מסך המשכנתה
שתאגיד בנקאי מעמיד
ללווה.

בשוק המט"ח נמשכו
הרכישות, בעיקר
במחצית הראשונה, וכן
הוטלה חובת נזילות של
10 אחוזים כנגד עסקאות
של תושבי חוץ בנגזרי
מט"ח.

הטלת חובת הנזילות
בשוק המט"ח אפשרה
גמישות רבה יותר
במדיניות הריבית לנוכח
השוני בתנאי המקרו בין
המגזר הסחיר ללא-
סחיר.

לוח ג'-1 צעדי המדיניות המוניטרית במהלך 2011				
החודש	השינוי בריבית (נקודות אחוז)	גובה הריבית (נקודות אחוז)	רכישות מט"ח (מיליוני דולרים)	צעדים אחרים
ינואר	ללא שינוי	2	2085	הטלת חובת נזילות בשיעור 10 אחוזים על עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח.
פברואר	+0.25	2.25	200	הוטלה חובת דיווח על עסקאות ב-10 מיליון דולר ומעלה ביום אחד שהן: 1. עסקות החלף שקל-מט"ח ועסקאות עתידיות במט"ח. 2. עסקות של תושבי חוץ במק"ם ובאג"ח ממשלתיות קצרות. (נכנס לתוקף ביולי).
מרס	+0.25	2.5	0	
אפריל	+0.50	3	1,495	
מאי	ללא שינוי	3	200	הגבלת המשכנתאות בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדיור.
יוני	+0.25	3.25	425	
יולי	ללא שינוי	3.25	225	
אוגוסט	ללא שינוי	3.25	0	
ספטמבר	ללא שינוי	3.25	0	
אוקטובר	-0.25	3	0	
נובמבר	ללא שינוי	3	0	
דצמבר	-0.25	2.75	0	

שימוש במספר כלים יכול לעתים לצמצם את התחלופה בין היעדים, ועל כן לסייע בהשגתם. כך, למשל, בתחילת השנה היה ניתן לתמוך בשער החליפין באמצעות הורדת הריבית, אך צעד זה היה מנוגד לעמידה ביעד האינפלציה, ולא היה מרסן את עליית מחירי הדירות; לעומת זאת הטלת חובת נזילות כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח תמכה בשער החליפין בלי להשפיע על שוק הדיור. לחלופין, קרוב לוודאי שהיה ניתן ללחוץ מטה את מחירי הדירות עוד במהלך 2010 באמצעות העלאות ריבית אגרסיביות יותר, אך צעד כזה היה מביא לייסוף ולעצירת ההתאוששות של המשק מהמשבר; לעומת זאת הטלת מגבלות בשוק המשכנתאות מיתנה את הביקוש לדירות בלי להשפיע על שוק המט"ח. נראה אפוא שההפעלה המשולבת של מספר כלים צמצמה את התחלופה לפחות בין חלק מהיעדים. ביוני 2010 נכנס לתוקפו חוק בנק ישראל החדש. נוסף על הגדרת מטרותיו של הבנק, החוק מורה על הקמת ועדה מוניטרית, שתפקידה לקבוע את המדיניות לשם השגת מטרות הבנק, ומועצה מינהלית, שתפקידה לפקח על התנהלות הבנק, תוכנית העבודה שלו ותקציבו. באוקטובר 2011 אישרה הממשלה את מינויים של חברים מקרב הציבור לוועדה המוניטרית ולמועצה המינהלית. הוועדה המוניטרית החלה לפעול סמוך לאישור הממשלה את הרכבה, והחלטת הריבית לחודש נובמבר הייתה הראשונה שהתקבלה במסגרתה. המועצה המינהלית התכנסה לראשונה בחודש נובמבר.

לנוכח ריבוי היעדים שעמדו בפני בנק ישראל היה מקום לשימוש במספר כלי מדיניות.

לקראת סוף השנה החלו לפעול בבנק ועדה מוניטרית ומועצה מינהלית, על פי חוק בנק ישראל החדש.

לוח ג'-2

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2006 עד 2011

2011										
IV	III	II	I	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
א. האינפלציה (אחוזים)										
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
0.0	0.0	5.9	2.8	2.2	2.7	3.9	3.8	3.4	-0.1	2. האינפלציה בפועל ¹
0.9	0.1	1.9	5.8							3. האינפלציה הרבעונית בניכוי עונתיות ²
1.8	2.3	3.1	3.6	2.7	2.9	1.8	1.9	1.4	1.8	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ³
2.5	2.4	2.3	2.4	2.5	2.5	2.3	3.0	2.4	2.5	5. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים ³
2.2	2.7	3.1	3.1	2.8	2.7	1.8	2.4	1.9	1.9	6. תחזיות החוזאים לאינפלציה לשנה ³
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)³										
2.9	3.3	3.1	2.3	2.9	1.6	0.8	3.7	3.9	5.1	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
										2. התשואה הריאלית לפדיון לשנה על אג"ח ממשלתיות ⁴
0.9	0.9	0.4	-0.7	0.4	-0.7	-0.4	1.9	2.9	3.7	3. התשואה הנומינלית לפדיון לעשר שנים על אג"ח ממשלתיות ⁴
4.8	5.0	5.4	5.3	5.1	4.9	5.4	6.1	5.6	6.4	4. התשואה הריאלית לפדיון לעשר שנים על אג"ח ממשלתיות ⁴
2.3	2.5	2.7	2.4	2.4	2.2	2.9	3.5	3.4	3.8	ג. שיעור הפיחות (אחוזים) ⁵
-0.5	4.9	-2.3	1.6	3.6	-7.1	3.5	-8.3	-1.4	-3.4	1. הנומינלי האפקטיבי
2.5	7.5	-3.9	-1.1	4.7	-4.9	-2.1	-0.9	-7.1	-8.9	2. מול הדולר
-2.3	3.4	-1.3	4.6	4.2	-13.9	6.3	-8.4	2.4	1.5	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)⁵										
3.7	-15.7	-8.6	-2.5	-22.1	12.6	78.8	-46.4	22.9	5.8	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי)
0.2	-1.1	1.9	3.4	4.5	14.1	19.9	10.6	3.2	-4.3	2. מחירי הדירות ⁶
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁵										
2.5	-3.5	5.1	-1.5	2.5	4.8	52.3	17.4	17.4	8.3	1. אמצעי התשלום (M1)
-1.6	2.8	0.9	4.0	6.3	2.7	-0.5	6.6	6.0	2.3	2. סך האשראי (C3)
ו. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)										
8.2	2.5	2.9	-1.2	3.2	3.6	4.8	1.3	-0.9	0.2	1. הגירעון המקומי ללא מתן אשראי
9.5	2.5	3.3	-0.6	3.7	4.1	5.6	2.1	0.1	0.9	2. הגירעון הכולל ללא מתן אשראי
ז. נתוני רקע נוספים (אחוזים, הנתונים הרבעוניים מנוכחי עונתיות)										
5.4	5.6	5.6	6.0	5.6	6.7	7.5	6.0	7.3	8.3	1. שיעור האבטלה ³
3.2	3.4	3.7	4.7	4.7	4.8	0.8	4.0	5.5	5.6	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁷
				73.3	74.5	77.8	75.3	76.2	82.7	3. משקל החוב הממשלתי הכולל בתוצר ⁸

- (1) מדד המחירים לצרכן, במשך התקופה. הנתונים הרבעוניים מחושבים במונחים שנתיים.
 (2) כפי שמחושב בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 ברוח האינפלציה לרביע הראשון של 2010). מונחים שנתיים
 (3) ממוצע תקופתי.
 (4) שיעור התשואה ברוטו על פי עקום 0, ממוצע תקופתי.
 (5) ממוצע החודש האחרון מול ממוצע החודש האחרון בתקופה הקודמת.
 (6) לפי סקר מחירי הדירות.
 (7) הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.
 (8) נתון לסוף שנה.
 המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תיבה ג'-1: הוועדה המוניתרית

במארס 2010 חוקק בכנסת החוק החדש של בנק ישראל, והחליף את החוק שהיה בתוקף מ-1954. החוק מגדיר מחדש את יעדי הבנק, את סמכויותיו ואת אופן התנהלותו הארגונית. בין היתר, החוק מורה על כינון ועדה מוניתרית, כמקובל בבנקים מרכזיים רבים בעולם.

הוועדה בארץ מונה שישה חברים: שלושה נציגים מתוך בנק ישראל - הנגיד, המכהן כיו"ר הוועדה, המשנה לנגיד ועוד עובד של בנק ישראל, שהנגיד ממנה - ושלושה נציגים של הציבור, שאינם עובדי הבנק. שלושת האחרונים מתמנים על ידי הממשלה על סמך המלצות ועדת איתור מיוחדת בראשות שופט עליון בדימוס. לאחר תהליך, שנמשך יותר משנה, מינתה הממשלה, באוקטובר 2011, את חבריה החיצוניים של הוועדה, וקביעת שיעור הריבית לחודש נובמבר הייתה החלטת המדיניות הראשונה שלה.

החידוש המרכזי שבניהול המדיניות המוניתרית באמצעות ועדה הוא שהחלטות המדיניות מתקבלות בהצבעה, בהכרעת רוב חבריה, ולא על ידי מחליט יחיד - הנגיד - כפי שהיה עד כה. במקרה של שוויון קולות, לנגיד קול כפול. עד למינוי הוועדה התקבלו ההחלטות על המדיניות המוניתרית על סמך התייעצות של הנגיד עם "הפורום המוניתרי הבכיר" - ועדה פנימית של בנק ישראל, שניהלה דיונים בסוגיות הנוגעות למדיניות, וחבריה העבירו את המלצותיהם לנגיד, אך אלו לא חייבו את הנגיד בהחלטותיו. כעת הוועדה המוניתרית קובעת את סדרי עבודתה, אף כי תהליך העבודה דומה ברוב היבטיו, לפחות עד כה, לזה של הפורום המוניתרי הבכיר. חומר רקע להחלטות המדיניות מוכן על ידי החטיבות המקצועיות בבנק, חלקן ביוזמתן וחלקן על פי הנחיות של חברי הוועדה, במיוחד של הנגיד.

ככלל, שוררת בעולם מגמה של מעבר מהטלת הסמכות לקביעת המדיניות המוניתרית על מחליט יחיד להטלתה על ועדה מוניתרית¹, ועד כה אף מדינה שפעלה באמצעות ועדה מוניתרית לא חזרה לפעול באמצעות מחליט יחיד (Maier, 2010). עם הבנקים המרכזיים שעברו לפעול במסגרת של ועדה נמנים כמה מן המובילים שבהם - של בריטניה, יפן, נורווגיה, שוודיה, שווייץ, וכן הבנק המרכזי האירופי, אשר החליף מספר בנקים מרכזיים לאומיים שברובם התקבלו החלטות המדיניות על ידי יחיד². Blinder (2006) מציין שסיבה מרכזית למגמה זו היא הפיכתם של בנקים מרכזיים מגופים המוציאים לפועל מדיניות ממשלתית לגופים המעצבים מדיניות מקרו-כלכלית באופן עצמאי, כפי שקרה גם בישראל. במצב זה ראוי, משיקולים של איזונים ובלמים, שאת ההחלטות יקבלו מספר אנשים במשותף, לא יחיד.

ככלל "האיזונים והבלמים" מתבטאים בהטרוגניות של חברי הוועדה מהיבטים שונים, ובהם³: (1) התמחויות ורקעים שונים של חברי הוועדה - למשל חברים מהבנק המרכזי לעומת אנשי אקדמיה ואנשים מהמגזר העסקי. לוועדה המוניתרית של בנק ישראל נבחרו שלושה אנשי אקדמיה, ושלושת האחרים הם אנשי הבנק. (2) מבנה

¹ Blinder (2004) מכנה זאת "המהפכה השקטה" (The quiet revolution).

² Fed-ה מקבל את החלטות המדיניות במסגרת של ועדה מוניתרית מאז שנות ה-30 של המאה הקודמת.

³ ראו Blinder (2006) ו-Maier (2010).

העדפות שונה, למשל הבדל בין חברי הוועדה בפונקציית המטרה שלהם - לגבי המשקל המיוחס לאינפלציה לעומת זה המיוחס לפעילות הכלכלית. עם זאת, החוק החדש מצמצם, לפחות במידה מסוימת, את החופש לתת ביטוי להעדפות הפרטיות של כל חבר ועדה, בהגדירו את מטרות הבנק ובהנחותו, באופן כללי, לגבי המשקל שיש לייחס לכל אחת. (3) גישות שונות למידע המוצג - לכל חבר ועדה דרך משלו לעבד את המידע המוצג בפניו ותפיסה משלו לגבי הדרך שבה המשק פועל, כלומר מודל שונה של המשק. מצב זה צפוי להביא לתחזיות לא זהות של ההתפתחויות הכלכליות, אף שכל חברי הוועדה מבססים אותן על אותו מידע. (4) מינוי חברי ועדה לתקופות שונות. שינוי פתאומי בהרכב הוועדה עקב סיום תקופת כהונתם של כמה חברים בבת אחת עלול להכניס חוסר ודאות מיותר בעניין עתיד המדיניות המוניטרית, כפי שיכול לקרות במצב של החלפת נגיד, כשהוא קובע המדיניות היחיד. בישראל, לכל אחד מנציגי הבנק בוועדה המוניטרית אופק כהונה שונה, ושלושת החברים מקרב הציבור מונו בתקופת כהונתם הראשונה במדורג לשנתיים, לשלוש ולארבע שנים, ועל כן הם אינם צפויים לסיים את תפקידם יחד.

לקבלת החלטות בקבוצה יש יתרונות נוספים. הבולט שבהם הוא קבלת החלטות טובות יותר, בממוצע, מאלה של מקבל החלטות יחיד. לדוגמה: כאשר כל מקבל החלטה חשוף למידע עם רעשים שונים, החלטה קבוצתית עוזרת לנטרל רעש שכל מקבל החלטה חשוף לו בנפרד (idiosyncratic noise), ולכן תהיה בממוצע טובה יותר מההחלטה שכל אחד מחברי הקבוצה היה מגיע אליה בנפרד. תימוכין לכך התקבלו מניסויים מבוקרים. כך למשל מראים Blinder and Morgan (2005) ו-Lombardelli Proudman and Talbot (2005) שבהדמיית ניהול מדיניות מוניטרית בתנאים של אי-ודאות לגבי מצב המשק החלטות מדיניות המתקבלות בקבוצות מגיעות לביצועים טובים יותר, בממוצע, מאשר בניהול מדיניות על ידי יחידים. עם זאת במציאות קשה מאוד להעריך אם ביצועיהן של ועדות מוניטריות אכן עדיפים על אלה של קובעי מדיניות יחידים. אחת הסיבות לקושי היא שלעיתים יש חבר ועדה דומיננטי המשפיע על החלטות הוועדה, ועל כן לא ברור ההבדל בין ההחלטות שהיה מקבל לבדו לבין ההחלטות שקיבלה הוועדה. זאת ועוד, אף על פי שבניסויי מעבדה ניתן למצוא קריטריון ברור למדיניות מוצלחת בהתאם למודל שבוחרים עבור המשק הוירטואלי, הרי במציאות לא ברור מהו הקריטריון שיש להשתמש בו כדי לדרג את ביצועיהן של החלטות מדיניות שונות.

לצד היתרונות של ועדות מוניטריות יש להן גם חסרונות. מיגוון דעות רחב בקרב חברי הוועדה, המסייע לשמור על "איוונים ובלמים", עלול להקשות בקבלת החלטות. כנגד זאת, הרצון לקבל החלטות במשותף עלול להביא לחשיבה קבוצתית (groupthink), המונעת את ניצול מלוא היתרון שבהטרוגניות של חברי הקבוצה (Maier, 2010). נוסף על כך, כפי שמציין Blinder (1998), החלטות של ועדה מבטאות, במקרים רבים, פשרה בין חבריה במקום קונצנזוס; כתוצאה מכך נוצרת אינרציה במדיניות, ועל כן סביר שהיא תאחר להגיב כאשר תנאי המקרו ידרשו זאת, או שתגיב במינון נמוך מדי. חלק מנוהלי העבודה של ועדות מוניטריות, ביניהם הצבעה אנונימית על החלטות המדיניות וסדר דוברים המשתנה משיבה לשיבה, מנסה להתמודד עם

חסרונות אלה. עם זאת הדעה הרווחת היא שהיתרונות רבים מהחסרונות, ועל כן המגמה בעולם היא, כאמור, של מעבר לניהול המדיניות המוניטרית באמצעות ועדות.

מקורות

- Blinder, A. S. (1998). "Central Banking in Theory and Practice." MIT Press.
- Blinder, A. S. (2004). "The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern", Yale University Press.
- Blinder, A. S. (2006). "Monetary Policy by Committee: Why and How" DNB Working Paper 92.
- Blinder, A. S. and J. Morgan (2005). "Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy by Committee", *Journal of Money, Credit and Banking* 37(5), 789-811.
- Lombardelli, C., J. Proudman and J. Talbot (2005). "Committees versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision Making", *International Journal of Central Banking* 1(1), 181-205.
- Maier, P. (2010). "How Central Banks Take Decisions: An Analysis of Monetary Policy Meetings", In: Siklos, P. L., M. T. Bohl and M. E. Wohar (Eds), *Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy*, Cambridge University Press, Chapter 10, 320-356.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על המדיניות המוניטרית

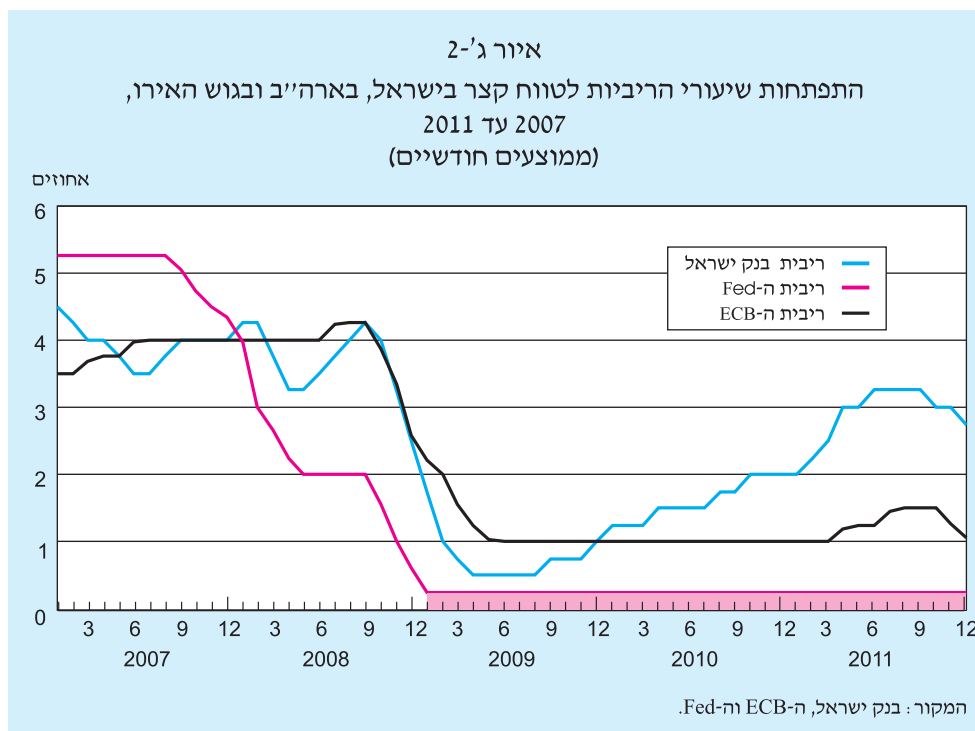
(1) ההתפתחויות בעולם

ככלל אופיינה 2011 בהחרפת משבר החובות הממשלתיים באירופה, אף כי ההתפתחויות לא היו אחידות על פני השנה: בתחילת השנה נמשכה התאוששות הכלכלה העולמית מהמשבר הפיננסי, שהחלה במחצית השנייה של 2009, ואילו בהמשך השנה הואטו קצב הצמיחה העולמית וקצב ההתרחבות של הסחר העולמי, וגברו הסיכונים למיתון חוזר. הצמיחה העולמית לא הייתה מאוזנת; המשקים המתעוררים צמחו בשיעורים נאים, בעוד שההתאוששות במשקים המפותחים, שהיו במוקד המשבר הפיננסי, הייתה איטית יותר. ההרעה במצב המשקים המפותחים והתגברות הסיכונים להאטה בהם התבטאו, בין היתר, בערכוני תחזיות הצמיחה של קרן המטבע כלפי מטה. בינואר תחזית הצמיחה של המשקים המפותחים ל-2011 הייתה 2.5 אחוזים, ביוני היא הורדה ל-2.2 אחוזים, ובספטמבר - ל-1.6 אחוזים.

בארה"ב התעכב תהליך המעבר מצמיחה הנשענת על ביקוש של המגזר הציבורי לצמיחה מוטת ביקוש פרטי. בתחילת השנה, עם התאוששות מסוימת של הפעילות

במהלך השנה גברו הסיכונים למיתון חוזר בעולם.

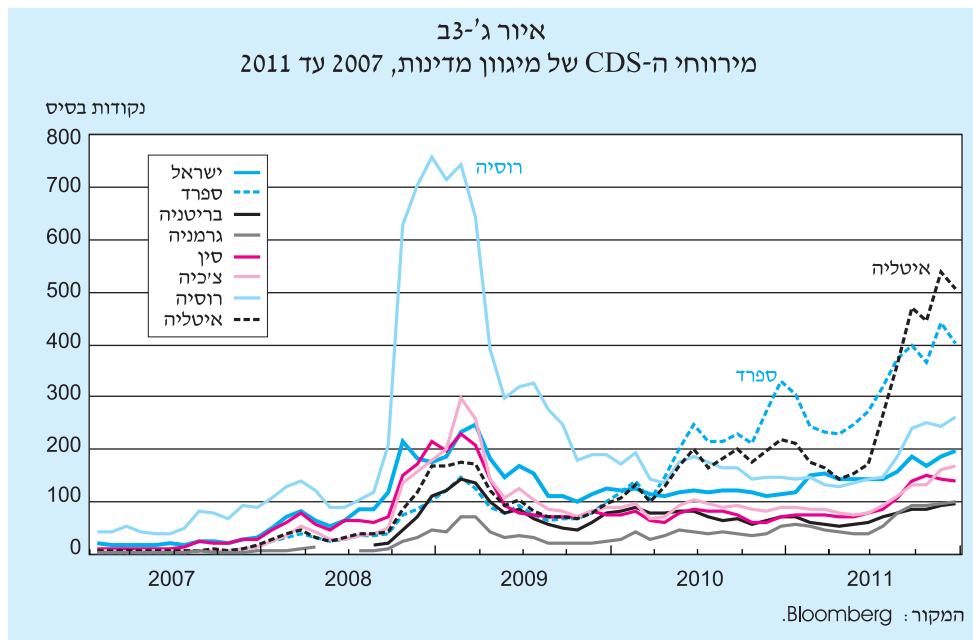
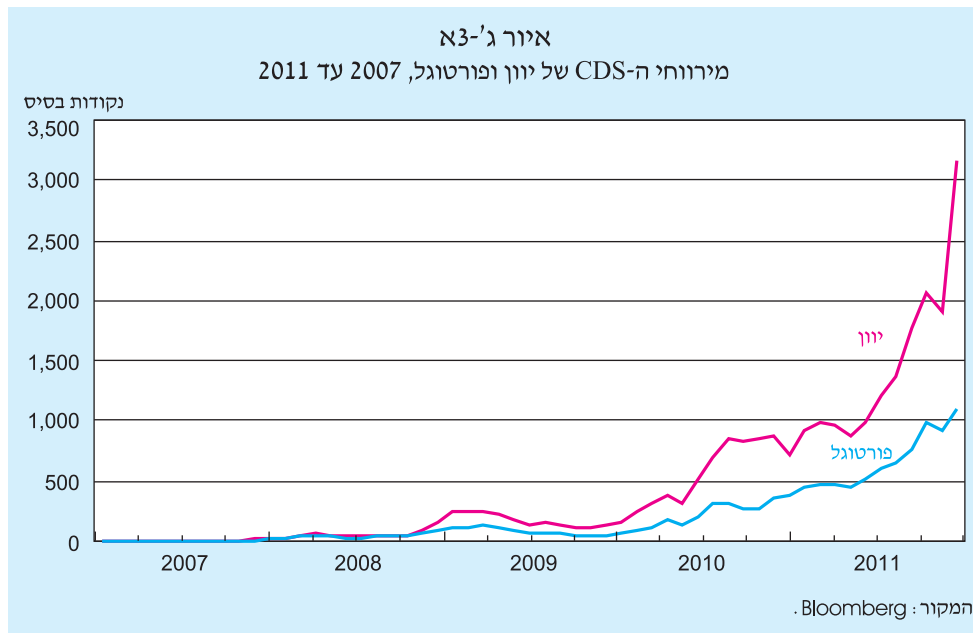
ב-2011 נמשכו בארה"ב ההרחבה המוניטרית וגידול החוב הפדרלי. לקראת סוף השנה הסתמנה במשק האמריקאי התאוששות.



הכלכלית, הצפי בשווקים לעיתוי העלאה של ריבית ה-Fed הוקדם לסוף 2011, אך עם התגברות החששות למיתון חוזר, ועל רקע סיום תוכנית של רכישת אג"ח ממשלתיות ארוכות (QE2), הודיע ה-Fed כי הריבית צפויה להישאר ברמתה האפסית לפחות עד אמצע 2013, ולאחר מכן, בתחילת 2012, הוארך הצפי ל-2014. במקביל המשיך ה-Fed לפעול להורדת התשואות הארוכות, באמצעות שינוי הרכב תיק הנכסים שברשותו - מכירת אג"ח ממשלתיות קצרות ורכישת אג"ח ממשלתיות ארוכות (operation twist). בצד הפיסקלי נמשכה רמה גבוהה של הוצאה ציבורית לצד הכנסות נמוכות ממסים בגלל הפעילות הממותנת, וכתוצאה מכך הסתיימה השנה הפיסקלית 2011² בגירעון תקציבי של כ-8.7 אחוזי תוצר. יחס החוב הפדרלי לתוצר הגיע ב-2011 ל-67 אחוזים, לאחר שבעשור אשר קדם למשבר הוא עמד על כ-36 אחוזים בממוצע. עם זאת התקבלו לקראת סוף השנה מספר אינדיקטורים להתאוששות מסוימת של המשק האמריקאי, בהם ירידה של שיעור האבטלה. זאת כנראה בתמיכת ההרחבות - המוניטרית והפיסקלית.

באירופה העלה הבנק המרכזי את הריבית במשך המחצית הראשונה של השנה במחצית נקודת אחוז, ל-1.5 אחוזים. ברקע לצעד זה עמדו עליית האינפלציה בגוש האירו, בשל עליית מחירי האנרגיה והסחורות בעולם, וכן תחושה, בתחילת השנה, שמשקי אירופה מתאוששים מהמשבר הפיננסי; זאת אף על פי שעיקר הצמיחה התרכז במשקים המובילים (גרמניה וצרפת) ופחות במדינות הפריפריה. במחצית השנייה של השנה התמתנה הפעילות באירופה, ומשבר החובות החריף. מצב זה התבטא בעליית מירוחי ה-CDS (איור ג'-3) ובהתייקרות גיוס האשראי של המדינות. לקראת סוף השנה נחתמה באירופה אמנה, הצפויה

² 1 באוקטובר 2010 עד 30 בספטמבר 2011.



להגביר את המשמעת הפיסקלית של מדינות הגוש ואת מנגנוני הפיקוח עליה. באוגוסט חידש הבנק המרכזי האירופי את רכישות האג"ח הממשלתיות של מדינות גוש האירו, ולקראת סוף השנה הורדה הריבית בגוש במחצית אחוז במצטבר. כמו כן הודיע הבנק שישפך נזילות למערכת הבנקאית לטווח ארוך מהמקובל - עד שלוש שנים - תוך הרחבה של הגדרת הנכסים שניתן להשתמש בהם כביטחונות. נוסף על פעולות הבנק האירופי פועלת קרן חילוץ (EFSF) לגיוס הון לשם תמיכה במדינות הגוש.

משבר החובות הממשלתיים באירופה הגיע זמן קצר יחסית לאחר המשבר הפיננסי של 2008. במדינות שחוו משבר בשוק הנדל"ן, כדוגמת אירלנד וספרד, ערער המשבר את יציבות המערכת הפיננסית, והביא לתמיכה של הממשלות בבנקים, או לציפיות לתמיכה כזאת; כתוצאה מכך עלו ספקות לגבי יכולתן של הממשלות לפרוע את חובותיהן, בפרט על רקע המיתון בפעילות הכלכלית. לעומת מדינות אלה, יוון ופורטוגל לא חוו משבר בשוק הנדל"ן, אולם סביר שבשלב מסוים הן היו נקלעות בכל זאת למשבר חובות, בעטייה של התנהלותן הגירעונית; המיתון שפקד אותן בעקבות המשבר של 2008 רק האיץ את התהליך. איטליה סבלה מיחס חוב-תוצר גבוה לאורך שנים, והגלישה למיתון בעטיו של המשבר ב-2008, עם צמצום חד בתקבולי המסים, הם שהעלו בשווקים את החששות ליכולתה להחזיר את חובותיה. נראה אפוא שהמשבר הנוכחי, או לפחות עיתויו, הוא במידה רבה תוצאת המשבר הפיננסי של 2008.

למרות הפעילות הממותנת, האינפלציה במדינות המפותחות הייתה השנה גבוהה יחסית, על רקע עליית מחירי האנרגיה והסחורות, בעיקר במחציתה הראשונה. בגוש האירו, בארה"ב ובמדינות המתועשות בכלל עלתה האינפלציה בשנה האחרונה לרמה של כ-3 אחוזים. עם זאת נראה שבמהלך השנה הופנתה מדיניות הבנקים המרכזיים בעיקר לתמיכה בפעילות הכלכלית, ופחות להורדת האינפלציה; זאת למעט הבנק המרכזי האירופי בתחילת השנה.

בתחילת השנה רמתן הנמוכה של הריביות במשקים המפותחים במקביל להעלאתה המהירה של הריבית בישראל הגבירו את הלחץ לתנועות הון אל המשק הישראלי ולייסוף השקל - המשך למגמות מ-2010. בהמשך השנה שככו לחצים אלה, למרות פער הריביות, בין היתר כתוצאה מהמגבלות שהטיל בנק ישראל על משקיעים זרים ומעליית מירוח ה-CDS של ישראל על רקע משבר החובות באירופה וההתפתחויות הפוליטיות במזרח התיכון. התמתנות הפעילות בעולם והחשש מהשלכות משבר החובות באירופה על המשק הישראלי, ובפרט על היצוא, היו בין הגורמים העיקריים להורדת הריבית ברביע האחרון של השנה, ועל כן - להצטמצמות פער הריביות מול העולם. יש לציין כי אף שהפעילות הכלכלית באירופה כבר ממותנת, יש חשש להתדרדרות נוספת, חדה יותר, כתוצאה מחדלות פירעון של אחת המדינות. התפתחות כזאת, אם תתרחש, תשפיע, קרוב לוודאי, על המשק הישראלי הן בערוצים ריאליים, דרך ירידת היצוא, והן בערוצים פיננסיים, עקב ירידת שווי הנכסים שבידי גופים ישראליים.

(2) הפעילות הכלכלית במשק הישראלי

לאחר צמיחה מואצת בשנת 2010 התמתן במהלך שנת 2011 קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית. ברביע הראשון של השנה צמח המשק בקצב נאה של 4.7 אחוזים, במונחים שנתיים, לאחר 5 רבעים של צמיחה רצופה בקצב מהיר של 5 אחוזים ומעלה; אולם החל מהרביע השני הואטה הצמיחה לקצב נמוך מזה של התוצר הפוטנציאלי³. ברביע השני ירד שיעור האבטלה לשפל של 5.6 אחוזים, ולפיכך נראה שסביב אמצע השנה הגיע המשק לשיא מחזור העסקים. רמתה הגבוהה של הפעילות בתחילת השנה לצד הלחצים האינפלציוניים שהיא יצרה תמכו בהעלאתה המהירה של הריבית.

הרקע להתמתנות קצב הצמיחה, החל מהרביע השני, היה האטה בכלכלה העולמית, בעיקר באירופה. השפעת המצב בעולם באה לידי ביטוי בהאטת היצוא ברביע השני

בגוש האירו, בארה"ב ובמדינות המתועשות עלתה האינפלציה בשנה האחרונה לרמה של כ-3 אחוזים למרות הפעילות הממותנת.

ההתפתחויות בעולם היו בין הגורמים שתמכו בעצירת העלאתה של הריבית באמצע השנה ובהורדתה בהמשך.

החל מהרביע השני של השנה הואט קצב הצמיחה, לאחר שנה וחצי של צמיחה מהירה.

הרקע להאטת קצב הצמיחה היה ההאטה בכלכלה העולמית והגעה לשיא מחזור העסקים של המשק המקומי.

³ לדיון בקצב הצמיחה של התוצר הפוטנציאלי ראו תיבה ב'-2 בפרק ב'.

ובהתכווצותו במהלך המחצית השנייה של השנה. עם זאת היה השנה מקום לצפות להתמתנות מסוימת גם ללא ההאטה בעולם והחששות מהחרפת משבר החובות באירופה, כי הצמיחה הנאה מאז מחצית 2009 לצד שיעור האבטלה הנמוך ביותר בעשורים האחרונים מרמזים שהמשק התקרב למיצוי כושר הייצור שלו.

סימני ההאטה השתקפו גם בקצב ההתרחבות של הצריכה השוטפת, המהווה כ-55 אחוזים מהתמ"ג, ובירידה חדה של רכישת מוצרים בני קיימא. התפתחויות אלו מצביעות על צפי של הציבור להתמתנות קצב הגידול של ההכנסה או על התגברות אי-הוודאות ביחס להכנסה העתידית, בין היתר על רקע הירידות בשוק המניות במהלך השנה, ששחקו את הרכוש הפיננסי של הציבור. על היחלשות הצריכה הפרטית העידו גם חולשה מתמשכת של מדדי ציפיות הצרכנים לאורך השנה כולה.

התמתנות הפעילות הריאלית תמכה בעצירת העלאות הריבית, ועם התגברות החששות מהשפעה ממתנת נוספת מצד משבר החובות באירופה החל בנק ישראל, לקראת סוף השנה, להוריד את הריבית במתינות.

למרות ההאטה של קצב הצמיחה, הרי, לעת עתה, שני אינדיקטורים אינם עולים בקנה אחד עם המשכה - ההשקעות, בעיקר במכונות וציוד, וההתפתחויות בשוק העבודה. שני אלה חשובים לקביעת מדיניות הריבית, שכן יש בהם כדי לאותת על התמדתה של הצמיחה או על חולשתה.

ההשקעות בנכסים קבועים, ובפרט במכונות וציוד, נשארו חזקות גם ברביעים השני והשלישי של השנה. ברביע הרביעי התמתנו ההשקעות בנכסים קבועים, ונתוני סחר החוץ מצביעים על האטה ביבוא מכונות וציוד, אף כי נתוני החשבונאות הלאומית של הרביע הרביעי עדיין מורים על קצב התרחבות נאה ברכיב זה. כמו כן אפשר שהרמה הגבוהה של ההשקעות משקפת החלטות שהתקבלו כמה רביעים לפני ביצוען ועל כן, עם התמתנות הפעילות יירדו גם ההשקעות. בשוק העבודה, למרות ההאטה בקצב הצמיחה, נמשך הגידול של מספר המועסקים, ובמקביל הגיע שיעור האבטלה לרמתו הנמוכה ביותר בעשורים האחרונים - 5.4 אחוזים ברביע הרביעי.

נראה כי מרבית האינדיקטורים אמנם מאותתים על האטה במשק, אך חוסר הוודאות ביחס לעוצמתה ואינדיקטורים מעורבים מכיוון ההשקעות ומשוק העבודה תמכו בהורדה מתונה בלבד של הריבית. להרחבה על הפעילות הריאלית ראו פרק ב'.

(3) האינפלציה - בפועל והצפויה

בנק ישראל פועל במשטר גמיש של יעד אינפלציה. מטרתו העיקרית של הבנק היא שמירה על יציבות המחירים, ולכן להתפתחות האינפלציה בפועל ולהתפתחות הציפיות לאינפלציה השפעה מרכזית על המדיניות המוניטרית. כמו כן קובע חוק בנק ישראל שעל הבנק לתמוך גם בהשגת מטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה - במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים - בתנאי שחתירה להשגת מטרות אלה לא תביא, לדעת הוועדה המוניתרית, לסטייה של האינפלציה בפועל מתחום היעד במשך למעלה משנתיים⁴.

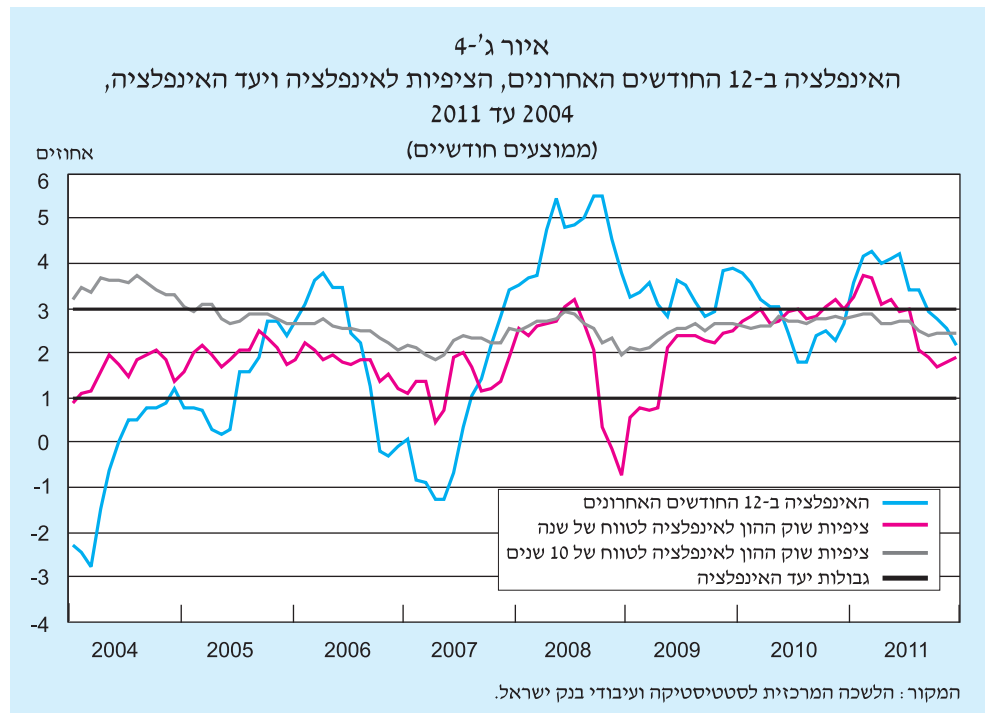
⁴ מטרה נוספת של הבנק היא לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. מטרה זו עומדת במקביל למטרת יציבות המחירים, והחוק אינו מתנה את החתירה לעמידה בה באי-פגיעה בהשגת יציבות מחירים. ככלל, הכלים להשגת יציבות של המערכת הפיננסית הם כלים מקרו-יציבותיים - למשל קביעת יחסי הלימות הון לבנקים - ולרוב אין צורך, אף כי ניתן, לשנותם על פני מחזור העסקים. (זאת בניגוד לכלי המרכזי לעמידה ביעד יציבות המחירים, הריבית המוניתרית, אשר השימוש בו נעשה כדי למתן תנועות מחזוריות באינפלציה.) על כן אין, בדרך כלל, קונפליקט בין עמידה ביעד יציבות המחירים לבין תמיכה ביציבות הפיננסית.

במסגרת המשטר הגמיש
של יעד האינפלציה
ננקטה בשנים
2008–2009 מדיניות
מוניטרית מרחיבה על
אף שיעור הגבוה של
האינפלציה – תחילה
בשל חששות להתמתנות
הפעילות ובהמשך בשל
התממשות.

בתחילת 2011 קצב
האינפלציה היה
גבוה, ובהמשך ירדה
האינפלציה אל עבר מרכז
היעד.

בארבע השנים האחרונות האינפלציה בפועל נעה סביב גבולו העליון של תחום יעד האינפלציה, ובמרבית התקופה היא הייתה מעליו (איור ג'-4). החריגה מהיעד בשנים 2008 ו-2009 ביטאה, בין היתר, מדיניות גמישה להשגת יעד האינפלציה. בשנים אלו נקטה מדיניות מוניטרית מרחיבה על אף השיעור הגבוה של האינפלציה בפועל, וזאת בשל חששות להתמתנות הפעילות הכלכלית בתחילת התקופה ובשל התממשותם בהמשכה. ב-2010, על רקע נסיגה מההרחבה המוניטרית, נכנסה האינפלציה אל תחום היעד, בד בבד עם התאוששות הפעילות הכלכלית. נראה שבתחילת תקופת ההתאוששות רמתה של הפעילות הכלכלית לא הייתה גבוהה עד כדי יצירת לחצים אינפלציוניים, אך לקראת סוף 2010 חלה תפנית, והאינפלציה החלה לעלות. גם הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-12 החודשים הקרובים ותחזיות החזאים עלו ב-2010 בהתמדה ממרכז תחום היעד אל גבולו העליון.

בשנת 2011 התפתחות האינפלציה והציפיות לה לא היו אחידות: תחילת השנה אופיינה בעלייה של סביבת האינפלציה, וזו שבה וחרגה מגבולו העליון של היעד; בהמשך השנה חזרה סביבת האינפלציה לאזור מרכז היעד. הצמיחה המהירה והמתמשכת של המשק נתנה את אותותיה בשיעור האינפלציה ובעיפיות לה, ובמהלך המחצית הראשונה של השנה הגיע קצב האינפלציה השנתי ל-4.3 אחוזים, והציפיות - ל-3.8 אחוזים. בהקשר זה יש להדגיש כי התמסורת מהפעילות הכלכלית אל האינפלציה תלויה ברמתה של הפעילות הכלכלית, ולא דווקא בקצב הצמיחה. בזמני שפל נוצר עודף כושר ייצור במשק, ועל כן בעת היציאה מהשפל ייתכנו שיעורי צמיחה גבוהים, וגידול הביקוש נענה בעיקר בהרחבת הפעילות וצמצום עודף כושר הייצור, ופחות בעליית מחירים. עם התקרבות המשק למיצוי פוטנציאל הייצור קשה יותר להגדיל את היקף הפעילות, וגידול נוסף של הביקוש נוטה להיענות בעליית מחירים יותר מאשר בהגדלת הייצור. על רקע זה האיץ



לוח ג'-3

הריביות - הנומינלית והריאלית - הציפיות לאינפלציה ועליית המחירים, 2006 עד 2011
(ממוצעים תקופתיים, אחוזים)

ממד המחירים לצרכן	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות החוב	הציפיות לאינפלציה לשנה		הפער בין ריבית החח"ד לריבית	הריבית המוצהרת	הריבית המוצהרת	הריבית המוצהרת	התקופה
האינפלציה במהלך 12 חודשים	החוב הצמודות למדד ל-10 שנים ³	איגרות החוב הצמודות למדד לשנה ³	ממוצע ההון ²	משוק	האפקטיבית של בנק ישראל	ריבית חח"ד ועו"ש חובה, עלות אפקטיבית	של בנק ישראל ¹	של בנק ישראל	
ממוצעים שנתיים⁴									
-0.1	3.8	3.7	1.9	1.8	5.4	11.0	5.3	5.1	2006
3.4	3.4	2.9	1.9	1.4	5.7	9.9	4.0	3.9	2007
3.8	3.5	1.9	2.4	1.9	5.9	9.8	3.7	3.7	2008
3.9	2.9	-0.4	1.8	1.8	7.2	8.0	0.8	0.8	2009
2.7	2.2	-0.7	2.7	2.9	7.5	9.2	1.6	1.6	2010
2.2	2.4	0.4	2.8	2.7	7.3	10.5	2.9	2.9	2011
2010									
3.8	2.6	-0.7	2.4	2.7	7.5	8.8	1.26	1.25	ינואר
3.6	2.6	-0.8	2.1	2.8	7.5	8.8	1.26	1.25	פברואר
3.2	2.4	-0.9	2.4	3.0	7.4	8.7	1.26	1.25	מארס
3.0	2.5	-0.5	2.6	2.7	7.5	9.1	1.51	1.50	אפריל
3.0	2.4	-0.6	2.7	2.7	7.5	9.1	1.51	1.50	מאי
2.4	2.2	-0.8	2.7	2.9	7.6	9.2	1.51	1.50	יוני
1.8	2.1	-0.8	3.0	3.0	7.5	9.1	1.54	1.50	יולי
1.8	1.9	-0.5	3.0	2.7	7.5	9.4	1.77	1.75	אוגוסט
2.4	1.8	-0.5	2.9	2.8	7.4	9.3	1.77	1.75	ספטמבר
2.5	1.7	-0.6	2.8	3.0	7.5	9.6	2.02	2.00	אוקטובר
2.3	1.8	-0.8	2.9	3.2	7.6	9.8	2.02	2.00	נובמבר
2.7	2.1	-0.5	2.9	3.0	7.4	9.6	2.02	2.00	דצמבר
2011									
3.6	2.2	-0.8	3.0	3.3	7.4	9.6	2.06	2.00	ינואר
4.2	2.4	-0.9	3.1	3.8	8.3	10.9	2.32	2.25	פברואר
4.3	2.5	-0.5	3.1	3.7	7.5	10.2	2.55	2.50	מארס
4.0	2.7	0.3	3.1	3.1	7.1	10.3	3.05	3.00	אפריל
4.1	2.7	0.2	3.1	3.2	7.1	10.5	3.10	3.00	מאי
4.2	2.6	0.6	3.0	2.9	7.0	10.5	3.30	3.25	יוני
3.4	2.5	0.5	2.9	3.0	7.3	10.8	3.30	3.25	יולי
3.4	2.4	1.1	2.7	2.1	7.3	10.8	3.30	3.25	אוגוסט
2.9	2.4	1.0	2.4	1.9	6.8	10.3	3.30	3.25	ספטמבר
2.7	2.3	1.1	2.2	1.7	7.5	10.8	3.05	3.25	אוקטובר
2.6	2.3	0.9	2.3	1.8	7.6	10.9	3.05	3.00	נובמבר
2.2	2.3	0.7	2.2	1.9	7.4	10.4	2.79	2.75	דצמבר

(1) הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.

(2) מחושבות על פי התשואות ברוטו.

(3) על פי עקום מוחלק של תשואות ה"גליל" - עקום אפס.

(4) פרט לנתון על האינפלציה, המציג את שיעור האינפלציה במהלך השנה.

המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בנק ישראל את קצב העלאות הריבית בתחילת השנה, והיא עלתה מרמה של 2 אחוזים בינואר ל-3.25 אחוזים ביוני.

בהמשך השנה התמתנו קצב האינפלציה והציפיות לה, במקביל להאטת קצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית וחשש להתדרדרות במשק העולמי ולהשפעתה על השוק המקומי. התמתנות האינפלציה בפועל ניכרת במיוחד בהתפתחות מדד המחירים לצרכן בניכוי השפעות עונתיות. מקצב אינפלציה שנתי של 5.8 אחוזים ברביע הראשון של 2011 ירדה האינפלציה לקצב של כ-1 אחוז בהמשך השנה, בממוצע (לוח ג'-2). התפתחויות אלו תמכו בעצירת תהליך העלאות הריבית ובהפחתתה בהמשך. כמו כן נראה שלפחות חלק מהתמתנות האינפלציה במחצית השנייה של השנה הושפע מהעלאות הריבית המהירה במחצית הראשונה.

ההתפתחויות דלעיל התבטאו במידה מוגבלת בציפיות האינפלציה לטווח הבינוני. הציפיות לאינפלציה השנתית בעוד שנתיים עד חמש (ציפיות ה"פורוורד") חרגו במהלך הרביע הראשון מהגבול העליון של יעד האינפלציה בשיעור של עד 0.2 נקודת אחוז וחזרו במהירות יחסית לשיעור האינפלציה בפועל, והציפיות לשנה חזרו אל תחום היעד, ובסוף השנה היה שיעורן כ-2.5 אחוזים. למרות החריגה הגדולה והממושכת יחסית של האינפלציה בפועל מגבולות היעד מינואר עד אוגוסט, הציפיות לאינפלציה חרגו במידה פחותה ולתקופה קצרה יותר (איור ג'-4). התכנסות הציפיות אל תחום היעד מעידה שהמדיניות המוניטרית שמרה במהלך השנה על אמינותה בעיני הפעילים בשוק. התפתחות הציפיות לאינפלציה לטווח הארוך תומכת גם היא בהערכה זו.

(4) שוק ההון

המעבר מצמיחה מהירה להאטה ניכר מההתפתחויות בשוק ההון. מחירי המניות ירדו במהלך השנה בכ-18 אחוזים⁵, לאחר מגמת עלייה מאז תחילת 2008. התפתחות זו דומה להתפתחות מדדי המניות במשקים המתפתחים, אף כי עוצמת הירידות בארץ הייתה חדה יותר. ככלל, מחירי המניות הן אינדיקטור המקדים בכשני רבעים את התפתחות התוצר, ובדיעבד ניתן להעריך שגם הפעם ניתן היה לקבל מההתפתחויות בשוק המניות איתות להאטה המתקרבת. עם זאת יש להדגיש שעקב התנודתיות הרבה קשה להעריך בזמן אמת אם שינויים במחירי המניות מבטאים שינוי מגמה, או שהם אירוע חולף. במשך שנתיים, החל מהרביע השני של 2009, התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות לשנה הייתה שלילית למרות העלאות הריבית המוניטרית מ-0.5 אחוז ל-2.5 אחוזים. רק העלאות המהירה של הריבית בתחילת השנה, ובפרט העלאות הריבית לחודש אפריל במחצית אחוז בבת אחת, הביאה את התשואה הריאלית לרמה חיובית, ואולם זו נותרה נמוכה - כאחוז אחד. שיעוריהן הנמוכים של התשואות הריאליות לצד התרחבות מהירה של הפעילות הכלכלית ושיעור האינפלציה שנע סביב גבולו העליון של היעד מעידים שלמרות התואי העולה של הריבית הנומינלית, המדיניות המוניטרית במהלך השנים האחרונות הייתה מרחיבה.

בתחילת השנה עלו עקומי התשואה הריאליים בכל הטווחים, והתשואות לשנה הפכו, כאמור, חיוביות, לאחר כשנתיים של שיעורים שליליים. תזוזת העקום מעלה, בפרט בקצה הארוך שלו, רימוזה על ציפיות להמשך ההתרחבות הכלכלית, ועליית התשואות הקצרות ביטאה בעיקר ירידה של ציפיות האינפלציה. בהמשך השנה, עם האטת קצב הצמיחה והתגברות החששות להחרפת המשבר באירופה ולהשפעתו על המשק הישראלי, ירדו

הציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני חרגו מגבולו העליון של היעד בתחילת השנה, אך בהמשכה הן חזרו לגבולות היעד.

עם העלאות הריבית לחודש אפריל במחצית נקודת האחוז הפכה התשואה הריאלית לשנה על אג"ח ממשלתיות לחיובית, לראשונה מזה שנתיים.

במחצית השנייה של השנה ירדו התשואות הריאליות של אג"ח ממשלתיות לטווח בינוני וארוך, ועלו מירוחי התשואות בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות. התפתחויות אלו העידו על ציפיות להאטה בפעילות הכלכלית.

⁵ מדד ת"א 100, ממוצע דצמבר 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010.

התשואות הריאליות בעיקר לטווחים הבינוני והארוך. השתתחות עקום התשואות מעידה על ציפיות להתמתנות קצב הצמיחה.

במקביל עלו, החל מהרביע השני, מירווחי התשואות של אג"ח חברות לעומת אג"ח ממשלתיות, וזאת בכל רמות הדירוג. עליית המירווחים מעידה על ציפיות להאטה: בתקופות מיתון, כשעולה הסבירות כי חברות לא יוכלו לעמוד בהתחייבויותיהן, המשקיעים בשוק ההון דורשים תשואה גבוהה יותר כפיצוי על גידול הסיכון. עם זאת, למרות העלייה של המירווחים, לא ניכרה השנה האטה באשראי העסקי לעומת השנה הקודמת, בעיקר באשראי החוץ-בנקאי.

בשאלה אם על המדיניות המוניטרית להגיב להתפתחויות בשוק ההון בכלל ולמחירי נכסים בפרט אין תמימות דעים בספרות הכלכלית. הדעה הרווחת היא שלמחירי הנכסים צריכה להיות השפעה מועטה בלבד על המדיניות המוניטרית השוטפת, אלא אם כן יש בהתפתחותם כדי לספק מידע על התפתחות המשק והאינפלציה מעבר למתקבל מאינדיקטורים אחרים⁶. הרציונל שמאחורי גישה זו הוא שהכלים אשר ברשות המדיניות המוניטרית אינם עדינים במידה מספקת כדי למקד את השפעתם במחירי הנכסים בלבד, ושימוש בהם ישפיע על המשק כולו. כך, למשל, ניסיון למתן מחירי נכסים באמצעות העלאת הריבית בשיעור הגבוה מהנגזר מתנאי המקרו, כלומר מהפעילות הכלכלית ומהאינפלציה, יביא למיתון של כל הפעילות במשק. הבעייתיות של השימוש במדיניות המוניטרית לשם ריסון מחירי נכסים מחריפה כשאלה מתנתקים מגורמי היסוד שלהם, משום שאז דרוש שינוי ריבית אגרסיבי כדי להשפיע על מחירי הנכסים, ועל כן ההשפעה על כלל המשק תהיה גדולה יותר⁷. כנגד דעה זו טוענים אחרים שיציבות של מחירי הנכסים צריכה להיכלל בין היעדים שמציב לעצמו הבנק המרכזי, במקביל ליעד יציבות המחירים, ולכן על המדיניות המוניטרית להגיב למחירי הנכסים באופן שוטף⁸.

על אף ההבדלים שבין הגישות הכול מסכימים שההתפתחויות בשוק ההון יכולות לספק אינדיקציה ליציבות הפיננסית, אולם השמירה עליה אפשרית באמצעות כלים מקרו ומיקרו יציבותיים, שאינם בהכרח חלק מהמדיניות השוטפת. כלים אלה ניתן להפעיל לשם טיפול נקודתי בשווקים ספציפיים תוך השפעה מועטה יותר על כלל המשק. בנק ישראל אכן הפעיל השנה מגוון כלים רגולטוריים ופיקוחיים, שאינם נמנים עם כלי המדיניות המוניטרית השוטפת, לשם תמיכה ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה - בהם דרישה להגדלת ההון העצמי של הבנקים ומעקב אחר יחס הלימות ההון שלהם, מבחני לחץ למערכת הבנקאית ולחברות הביטוח ומעקב אחר יציבותן. (ראו הרחבה בפרק ד'). בשוק הדיור, בהמשך לפעולות מקרו-יציבותיות שננקטו ב-2010, הוציא המפקח על

הדעה הרווחת היא שמדיניות הריבית אינה צריכה להגיב למחירי הנכסים, אלא אם כן יש בהתפתחותם כדי לספק מידע על התפתחות המשק והאינפלציה מעבר למתקבל מאינדיקטורים אחרים.

ההתפתחויות בשוקי הנכסים יכולות לספק אינדיקציה ליציבות הפיננסית, והשמירה עליה אפשרית באמצעות כלים מקרו ומיקרו יציבותיים.

⁶ ראו: B. S. Bernanke (2011). "The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice." Speech delivered at the 56th Economic conference, Federal Reserve Bank of Boston, Boston MA October 18.

B. S. Bernanke & M. Gertler, (2001). "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review* 91(2), 253-257.

L. E. Svensson (2011). "Central-Banking Challenges for the Riksbank: Monetary Policy, Financial-Stability Policy and Asset Management", Speech delivered at the School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg, Sweden, November 17.

⁷ לדיון בנושא, ובפרט בהשפעת המדיניות המוניטרית על השפל הגדול בארה"ב בשנות ה-30 של המאה הקודמת, ראו: B. S. Bernanke (2002). "Asset-Price 'Bubbles' and Monetary Policy", Speech delivered before the New-York Chapter of the National Association for Business Economics, New-York NY, October 15.

⁸ ראו: N. Roubini (2006). "Why Central Banks Should Burst Bubbles", *International Finance* 9(1), 87-107.

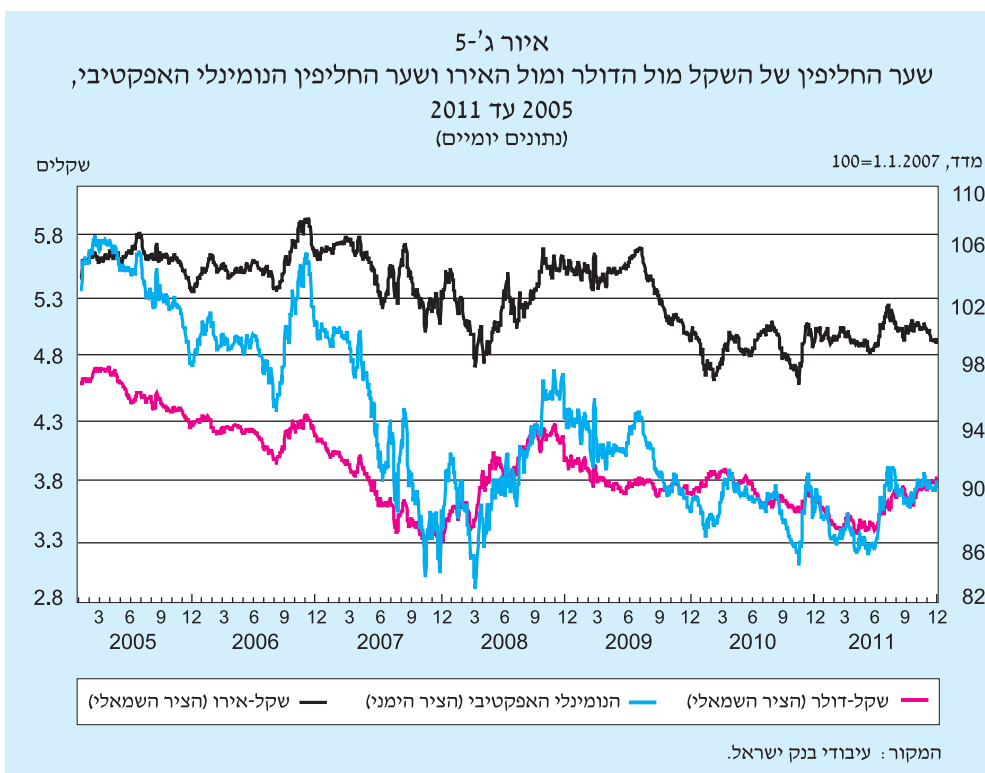
הבנקים הנחיה להגביל את חלק המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדיוור שתאגיד בנקאי מעמיד ללווה. יחד עם זאת השתמש בנק ישראל, במחצית הראשונה של השנה, גם בריבית, הכלי העיקרי של המדיניות המוניטרית, בתגובה על הגאות במחירי הדירות. הרחבה על שוק הדיוור ראו בסעיף ד' בהמשך.

ג. שער החליפין ושוק מטבע החוץ

בשנת 2011 נבלמה מגמת הייסוף של השקל. במהלך 2011 פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-3.6 אחוזים (ממוצע דצמבר 2011 לעומת ממוצע דצמבר 2010), ושער החליפין הריאלי האפקטיבי פוחת בשיעור של 4.5 אחוזים. הכוחות העיקריים שפעלו לפיחות השנה היו התמתנות היצוא והרעה בחשבון השוטף, חוסר יציבות פוליטי במזרח התיכון, התחזקות הדולר בעולם, הטלת חובת נזילות על עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח וביטול הפטור שלהם ממס רווח הון, ולקראת סוף השנה - גם הורדת הריבית.

בסוף 2010 ובתחילת 2011 ניכרו לחצים לייסוף השקל, בעיקר בגלל תנועות הון לטווח קצר, תוצאת פער הריביות בין ישראל למשקי המערב וצפי להמשך העלאת הריבית בארץ. כוחות אלה אפיינו בשנים האחרונות לא רק את המשק הישראלי אלא גם משקים מהירי צמיחה אחרים שנפגעו פחות מהמשבר הפיננסי, ולכן הריביות בהם היו גבוהות מאשר במשקים המפותחים. יבוא ההון לטווח קצר ניכר בעליית חלקם של משקיעים זרים בהחזקות המק"ם (איור ג'-6): מינואר 2008 עד אמצע 2009 שיעור החזקת הזרים במק"ם היה כאחוז אחד בלבד, אך עם העלאת ריבית בנק ישראל ופתיחת פער ריביות לטובת השקל, לצד ירידה במירווח ה-CDS של ישראל, עלה שיעור החזקתם עד לכ-39 אחוזים בפברואר 2011.

בתחילת השנה פער הריביות בין ישראל למשקים המפותחים משך הון זר לטווח קצר ויצר לחצים לייסוף השקל.

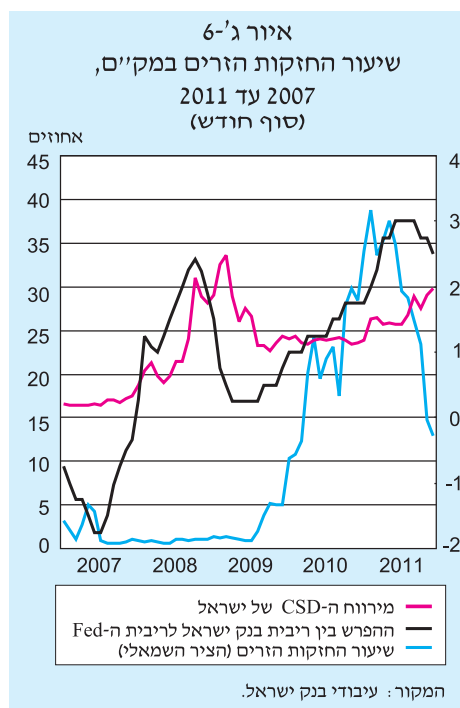


התפתחויות אלו הציבו אתגר בפני קובעי המדיניות המוניטרית: מחד גיסא, רמת הפעילות הגבוהה והלחצים האינפלציוניים שהיא יצרה בשילוב עם הגאות בשוק הדיור חייבו האצה של קצב העלאת הריבית בתחילת השנה, כפי שאכן נעשה, ומאידך, התרחבות פער הריביות בין השקל למטבעות המשקים המפותחים משכה אל המשק המקומי הון זר לטווח קצר, ובכך יצרה לחצים חזקים לייסוף. שקל חזק שוחק את תחרותיות היצוא הישראלי, שהוא מנוע צמיחה חשוב, ועל כן עלול לפגוע בפעילות הכלכלית. כחלק ממענה לדילמה זו רכש בנק ישראל בשנים האחרונות מט"ח אף על פי שכדי לשמר את האפקטיביות של השפעת הרכישות על שער החליפין, אובד, במשטר של תנועות הון חופשיות, חלק מהגמישות שבניהול מדיניות הריבית לצורך העמידה ביעד האינפלציה. כתוצאה

מכך היה קצב העלאת הריבית עד 2011, כנראה, איטי מזה שהיה רצוי בהעדר לחצים על שער החליפין. מכאן עלה צורך לפעול לא רק באמצעות רכישות מט"ח, שהאפקטיביות שלהן פחתה⁹, אלא גם בדרך של הצבת חסמים, ולו מתונים, על תנועות ההון אל המשק. האתגר בניהול המדיניות המוניטרית ניכר מבחינת תוואי רכישות המט"ח והתפתחותה של ריבית בנק ישראל (איור ג'-7): מאז המעבר מרכישות מט"ח יומיות בסכום קבוע לרכישות בהיקף המשתנה על פי הצורך, באוגוסט 2009, ועד הטלת חובת הנזילות, בינואר 2011, בכל חודש שבו הועלתה ריבית בנק ישראל גדל גם היקף רכישות המט"ח לעומת החודש הקודם¹⁰. התפתחות זו מעידה על הלחצים לייסוף שנוצרו כתוצאה מהעלאות הריבית ועל הצורך לקזז אותם.

על רקע התפתחויות אלה הטיל בנק ישראל חובת נזילות של 10 אחוזים בעסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח. חובת הנזילות מפחיתה את הכדאיות של פיקדונות שקליים יחסית לפיקדונות מט"ח עבור תושבי חוץ, שכן הם אינם נהנים מהריבית המקומית על כל הקרן שהפקידו, אלא על הקרן בניכוי חובת הנזילות. לפיכך, מנקודת הראות של משקיעים אלה, הטלת חובת נזילות כמוה כהורדת הריבית המקומית, ובפרט: חובת נזילות של 10 אחוזים שקולה להורדה של 0.1 נקודת אחוז מכל נקודת אחוז של הריבית המקומית, וכך צעד זה מצמצם את פער הריביות האפקטיבי העומד בפני משקיעים זרים. ואכן, מאז הטלת חובת הנזילות ירד שיעור החזקות הזרים במק"ם (איור ג'-6) והשקל פוחד. עם זאת קשה להעריך את ההשפעה של הצעד על שער החליפין, שכן במקביל לנקיטתו פחתו לחצי הייסוף ממילא - עקב היחלשות היצוא, צפי להרעה בפעילות הכלכלית המקומית וחוסר

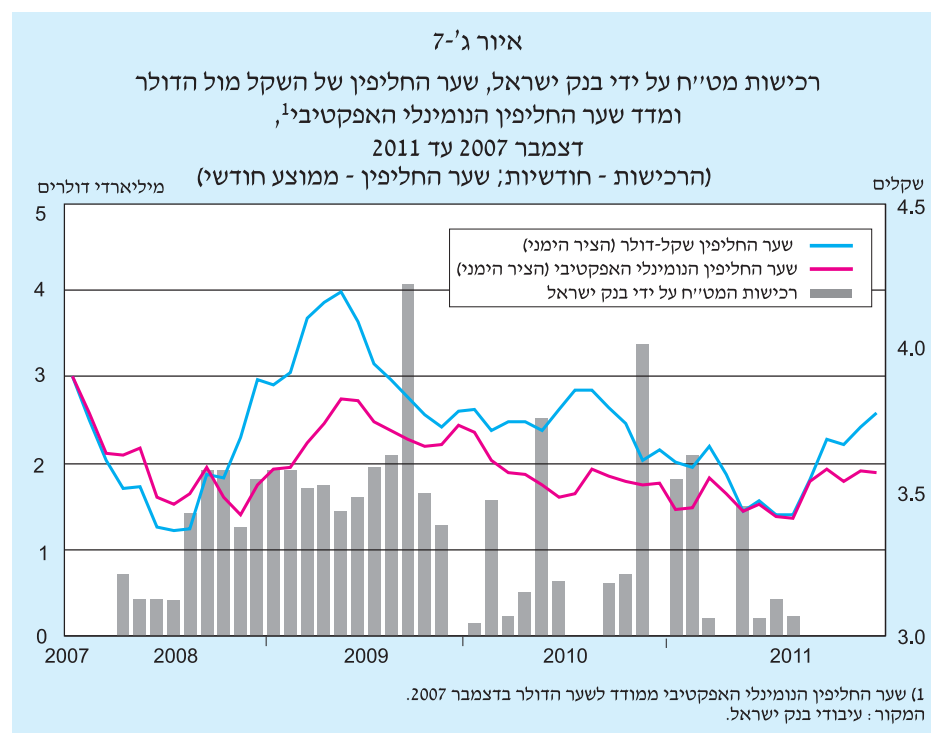
ההתפתחויות בשוק המקומי תמכו בהעלאת הריבית, אך הלחצים לייסוף והפגיעה האפשרית ביצוא תמכו בעיכוב העלאתה. כחלק ממענה לדילמה זו רכש בנק ישראל בשנים האחרונות מט"ח.



הטלת חובת נזילות איפשרה גמישות רבה יותר בתהליך העלאת הריבית לצד תמיכה בשער החליפין.

⁹ ראו: א' שורצקי (2010), "האם בנק ישראל השפיע על שער החליפין?" בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון 2010.10.

¹⁰ יוצא הדופן היחיד הוא ספטמבר 2009, מייד לאחר המעבר לרכישות מט"ח בהיקף משתנה ולאחר שבאוגוסט נרשם היקף הרכישות הגבוה ביותר מאז החל בנק ישראל לרכוש מט"ח במאס 2008.



יציבות גיאו-פוליטית, שלווה בעליית מירוח ה-CDS של ישראל. מגמה זו ייתרה את רכישות המט"ח בהמשך השנה. זאת ועוד, מאחר שחובת הנזילות מוטלת על התאגידים הבנקאיים בלבד, ולא על הגופים המוסדיים, לא מן הנמנע שמשקיעים זרים עברו לביצוע פעולותיהם באמצעות הגופים המוסדיים, ובכך נמנעו משחיקת התשואה שיוצרת חובת הנזילות. נוסף על כך עבר חלק מהחזקות הזרים לאג"ח ממשלתיות שמועד פירעונן קרוב, כתחליף למק"ם.

במקביל לצעדים שנקט בנק ישראל בשוק המט"ח ביוני השנה ביטלה ועדת הכספים את הפטור ממס לתושבי חוץ על הכנסות מריבית על אג"ח ממשלתיות קצרות ומק"ם ועל רווחי הון הנובעים בעקיפין ממילווה מדינה שמועד פדיונם עד כשנה מיום הנפקתם, למשל דרך קרנות נאמנות, ובנובמבר אושר תיקון לפקודת מס ההכנסה המבטל את הפטור ממס רווח הון במכירה ישירה ומהכנסות ריבית על מילווה מדינה קצרי מועד^{11, 12}.

ד. שוק הדיור

על פי האינדיקציות שהתקבלו עד כה נראה ששנת 2011 הייתה שנת מפנה בשוק הדיור. ברביע הראשון של השנה, בהמשך לשלוש השנים הקודמות, עלו מחירי הדירות בקצב מהיר, והיו מהגורמים שתמכו בהעלאת הריבית, אולם בהמשכה נראה ששוק הדיור מתקרר: תחילה ירד מספר העסקאות, ואחר כך - גם המחירים.

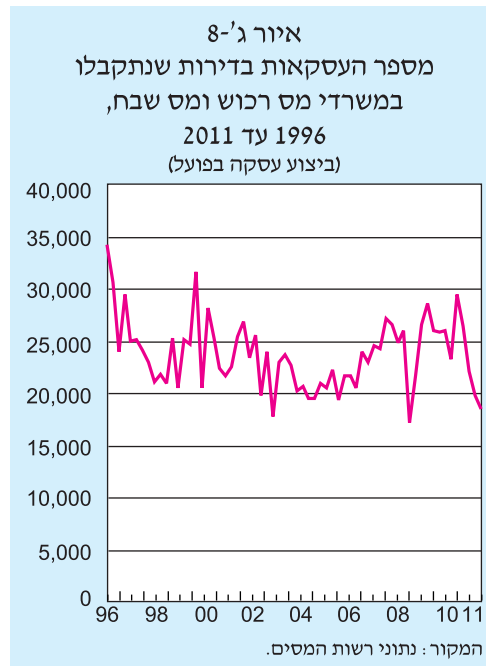
¹¹ סעיף 97 (ב) לפקודת מס ההכנסה, תיקון 186.

¹² שיעור המס שבו יחויבו תלוי בזהות המשקיע - יחיד או חברה - ובקיומה או אי קיומה של אמנת מס בין ישראל למדינתו.

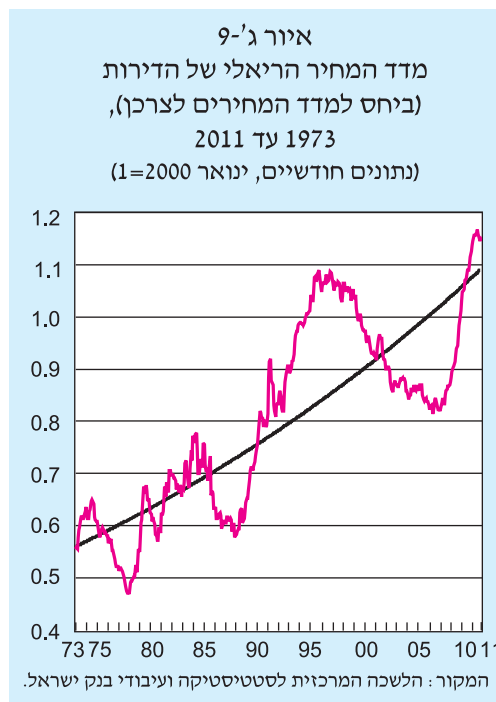
במהלך השנים 2008 עד 2010 עלו מחירי הדירות בשיעור ריאלי של 36.6 אחוזים - קצב שנתי ממוצע של 10.9 אחוזים, הרבה מעבר לקצב עלייתם ארוך הטווח. הגאות בשוק הדיור התבטאה תחילה בעלייה של מספר העסקאות, שהחלה כבר בשנת 2007 (איור ג'-8). מגמת הגידול של מספר העסקאות נפסקה זמנית ברביע האחרון של 2008 על רקע המשבר הפיננסי העולמי. מספר העסקאות הגיע לשיא ברביע האחרון של 2010, ומאז ניכרת בו ירידה, המשקפת את ההתמתנות בשוק הדיור. למרות המשך העלייה המהירה של המחירים גם ברביע הראשון של השנה, ירידת מספר העסקאות הייתה מהירה יחסית לעבר, ובסוף השנה הן הגיעו לרמות השפל ששררו במיתונים קודמים. הירידה החדה בעסקאות באה

על רקע המחאה החברתית נגד יוקר המחיה והתפתחות ציפיות לירידת מחירים, אשר מניעות רוכשי דירות פוטנציאליים לדחיית עסקאות.

בהנחה שהתפתחויות אלה סימנו את שיא המחזור במחירי הדירות מעניין לבחון את התפתחות מחירי הדירות בראייה ארוכת טווח, ובפרט - להשוות את מה שנראה, לפחות לעת עתה, כשיא הנוכחי לשיאים קודמים. איור ג'-9, המציג את התפתחות המחיר הריאלי של דירות מ-1973 ועד היום, מראה שהמחיר הריאלי עולה על פני זמן; קצב העלייה השנתי הממוצע הוא 1.7 אחוזים לשנה, וכן ניכרים מחזורי גאות ושפל במחיר בתדירות הנמוכה מתדירות מחזורי העסקים של המשק. בשיא המחזור הנוכחי הגיע המחיר הריאלי לרמה הגבוהה ב-7.8 אחוזים ממגמתו, וזאת לעומת שיעורים גבוהים יותר במרבית השיאים הקודמים. איור ג'-10 מציג את התפתחות מחירי הדירות יחסית להכנסה, הנמדדת באמצעות התוצר לנפש ובאמצעות השכר הממוצע למשרת שכיר. מהאיור עולה שהיחס מחיר-הכנסה הגיע באמצע 2011 לשיא הגבוה בכ-8.0 עד 20 אחוזים מהממוצע הרב-שנתי, ורמתו של שיא זה דומה לרמתם של שיאים קודמים. מנתונים אלה עולה שהגאות האחרונה בשוק



בשנים האחרונות מספר העסקאות בשוק הדיור היה אינדיקטור מקדים להתפתחות מחירי הדירות. במחזור הנוכחי מספר העסקאות הגיע לשיאו בסוף 2010.



על אף עליית מחירי הדירות המהירה בשנים האחרונות, הרי בהסתכלות ארוכת טווח הגאות האחרונה בשוק הדיור אינה חריגה בעוצמתה ביחס לתקופות גאות קודמות בישראל.

הדירור אינה חריגה בעוצמתה ביחס לתקופות גאות קודמות בישראל.

עליית מחירי הדירות בשנים האחרונות לוותה בהתרחבות מהירה של האשראי לדירור ובשיעור המינוף של הרוכשים. נוסף על כך תרמה הריבית המוניטרית הנמוכה לירידה של ריבית המשכנתאות, הפכה את מסלולי הריבית המשתנה, בעיקר הלא-צמודים, לאטרקטיביים יותר ממסלולים אחרים, לפחות בטווח הקצר, וכתוצאה מכך גדל מאוד משקל "משכנתאות הפריים" בסך המשכנתאות החדשות (איור ג'-11).

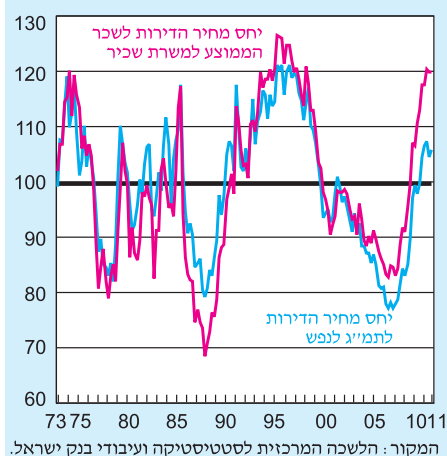
התפתחויות אלו, לצד תחרות גוברת בין הבנקים בענף המשכנתאות, הגבירו את החשש לפגיעותה של המערכת הבנקאית: למרות הכדאיות של מסלולי המשכנתה בריבית משתנה בטווח הקצר, עלייה עתידית של הריבית צפויה להגדיל את נטל ההחזר של הלווים ולהביא חלק מהם לחדלות פירעון, בפרט על רקע הגידול הכללי של שיעורי המינוף; מלבד זאת, תחרות ערה בענף המשכנתאות מביאה לשולי רווח נמוכים של הבנקים באשראי לדירור.

על רקע זה הפעיל בנק ישראל צעדים מקרו-יציבותיים להקטנת סיכוני האשראי של הבנקים ולצמצום הסיכונים לנוטלי המשכנתאות. בהמשך לפעולות שננקטו ב-2010, הורה המפקח על הבנקים להגביל את חלק המשכנתה בריבית משתנה לשליש מסך ההלוואה לדירור שתאגיד בנקאי מעמיד ללווה. המגבלה חלה על הלוואות חדשות לדירור בכל מסלולי הריבית המשתנה, שבהן הריבית עשויה להשתנות במהלך תקופה קצרה מחמש שנים. כתוצאה מהוראה זו ירד משמעותית שיעור ההלוואות בריבית משתנה.

משקל המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה - "משכנתאות פריים" - בסך המשכנתאות החדשות עמד ברביע הראשון של השנה, ערב הוראת המפקח על הבנקים, על 48.8 אחוזים בממוצע; שיעור זה הלך וירד במתינות מאז הרביע האחרון של 2009, לאחר ירידה משיא של 77.3 אחוזים, שנרשם בפברואר 2009 (איור ג'-11). ערב המשבר, ברביע השלישי של 2008, היה משקלן של המשכנתאות האמורות 46.3 אחוזים, לאחר מגמת עלייה מתמשכת משנת 2003. לכן

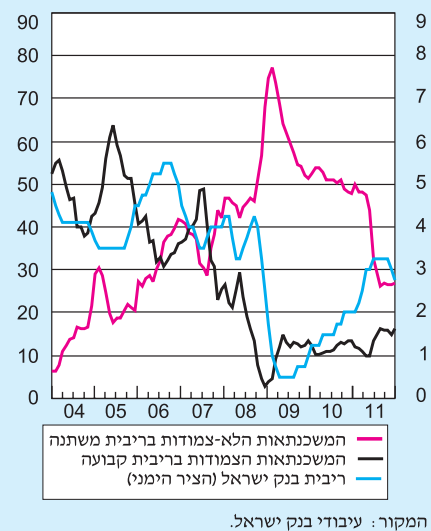
איור ג'-10

מחירי הדירות יחסית לתוצר לנפש ויחסית לשכר, 1973 עד 2011 (נתונים רבעוניים, ממוצע המדגם=100)



איור ג'-11

משקל המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה ומשקל המשכנתאות הצמודות בריבית קבועה בסך המשכנתאות; ריבית בנק ישראל, 2004 עד 2011



הגאות בשוק הדירור הביאה להתרחבות מהירה של האשראי לדירור, לגידול המשקל של "משכנתאות הפריים" ולעליית שיעור המינוף של הרוכשים; התפתחויות אלה הגבירו את החשש לפגיעותה של המערכת הבנקאית.

לשם הקטנת סיכוני האשראי של הבנקים נקט בנק ישראל צעדים מקרו-יציבותיים בשוק המשכנתאות.

נראה, שבהעדר הוראת המפקח הפוטנציאל לירידה משמעותית של משקלן היה מוגבל, וההוראה היא הגורם העיקרי לירידתו לכ-27 אחוזים בסוף השנה. יש לציין שלמרות החששות ליכולת ההחזר של הלווים, הרי, לפחות עד כה, לא עלה שיעור החובות הבעייתיים לדיור; הוא אף מאופיין זה חמש שנים במגמת ירידה, ועמד ברביעי השלישי של השנה¹³ על כ-2 אחוזים, לעומת 4 אחוזים ב-2006¹⁴. עם זאת ייתכן שעליית ריבית נוספת בעתיד, בשוק המשבר הנוכחי, תביא לגידול בחובות הבעייתיים.

מחירי הדיור (שכר הדירה) עלו השנה ב-5.1 אחוזים. שיעור עלייתם גבוה משיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן זו השנה הרביעית ברציפות, והוא היה בין הרכיבים המרכזיים שבגינם האינפלציה חרגה מהגבול העליון של טווח היעד במרבית תקופה זו (איור ג'-12). העלייה המהירה של שכר הדירה מעידה על ביקוש גבוה לשירותי דיור. זאת להבדיל מהביקוש לדיירות, שכמובן נובע מהצורך במגורים, אך גם ממניעי השקעה: שיקול ברכישת דירה יכול להיות צפי לרווחי הון עתידיים עקב עליית מחירי הדיירות, בעוד ששוכר דירה רק צורך את שירותי הדיור שזו מספקת, והיא אינה מניבה לו רווח בתום תקופת השכירות. בטווח הארוך, בהנחה שלא חלים שינויים מהותיים בתשואות הריאליות ארוכות הטווח במשק, שכר הדירה ומחירי הדיירות נעים בשיעורים דומים. בשנים האחרונות הייתה עלייתם של מחירי הדיירות מהירה מזו של שכר הדירה, ועל כן צפויה סגירה של הפער ביניהם, אולם אפשר שהפער ייסגר לא רק דרך התמתנות מחירי הדיירות אלא גם דרך עלייה של מחירי השכירות, שכן סביר כי צפי להתמתנות מחירי הדיירות יביא לדחיית רכישות, ובזאת יגביר את הביקושים לשכירות, לפחות בטווח הקצר. הרחבה על שוק הדיור והפעילות הריאלית בו ראו בסעיף הבנייה בפרק ב'.

שיעור עלייתם של מחירי הדיור (שכר הדירה) היה גבוה משיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן זו השנה הרביעית ברציפות.

2. המחירים

א. התפתחות האינפלציה במהלך השנה ורכיביה

שיעור האינפלציה במדד המחירים לצרכן היה בשנת 2011 2.2 אחוזים, קרוב למרכז יעד יציבות המחירים, העומד משנת 2003 על 1 עד 3 אחוזים. האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים נעה לאורך מרבית השנה מעל לגבול העליון של היעד, הגיעה במאסר לשיא של 4.3 אחוזים, ובספטמבר חזרה אל תחום היעד (איור ג'-12).

המדד בניכוי פירות וירקות ואנרגיה¹⁵ אופיין בהתפתחות דומה - עלייה מעבר לגבול העליון של יעד האינפלציה בתחילת השנה והתמתנות בהמשכה. סעיף הפירות והירקות וסעיפי האנרגיה תנודתיים מאוד, אך קטנים יחסית: משקלם במדד, יחד, כ-10 אחוזים. השינויים במחירי הפירות והירקות משקפים בעיקר זעזועי היצע זמניים, ומחירי האנרגיה

האינפלציה במדד המחירים לצרכן עמדה בשנת 2011 על 2.2 אחוזים, בתחום היעד.

¹³ הנתון העדכני בעת כתיבת דוח זה.

¹⁴ עליית הריבית משפל של 0.5 אחוז באפריל 2009 ועד 3.25 אחוזים ביוני 2011 הגדילה את ההחזר החודשי של משכנתה ל-20 שנים במסלול פריים בלמעלה מ-25 אחוזים. משמע שעל אף העלייה הניכרת בגובה ההחזר החודשי, לפחות לעת עתה, לא גדל שיעור החובות הבעייתיים.

¹⁵ בבחינת המדדים המנוכים מקובל לעיתים להפחית גם את מדד הדיור, משום שבעבר התנודות בו שיקפו את תנודות שער החליפין יותר מאשר את סביבת האינפלציה - תוצאת הנוהג לנקוב את מחירי שכר הדירה בדולרים. עם התחזקות השקל בשנים האחרונות דעך נוהג זה, ובשנת 2011 כ-95 אחוזים מהחוזים היו נקובים בשקלים. כתוצאה מכך פחתה התנודתיות של מדד הדיור, וסביר שהוא מייטיב יותר לשקף את סביבת האינפלציה גם בטווח הקצר. לפיכך נראה שהצורך להפחית את מדד הדיור מהמדד הכללי פחת.



התפתחות מדדי הליבה
הייתה דומה להתפתחות
המדד הכללי – עלייה
מעבר לגבולו העליון של
יעד האינפלציה בתחילת
השנה והתמתנות
בהמשכה.

נקבעים בחו"ל; למדיניות המוניטרית השפעה מוגבלת על התפתחותם, והם אינם משקפים את "סביבת האינפלציה" המקומית. על כן, לצורך בחינת התפתחות האינפלציה במשק, נוח לנכותם מהמדד הכללי. סעיף הפירות והירקות ירד השנה ב-8.1 אחוזים, וסעיף האנרגיה עלה ב-11 אחוזים. בבחינת מדדי ליבה נהוג לנכות גם את מחירי המזון¹⁶, אשר בדומה למחירי האנרגיה מושפעים מההתפתחויות בעולם. עם זאת, בניגוד לשנים קודמות, התפתחות מחירי המזון השנה דמתה להתפתחות המדד הכללי, ועל כן לא ניכר הבדל בין המדד בניכוי פירות וירקות ואנרגיה למדד המנכח גם את מחירי המזון (איור ג'-12). בהתפתחות המדד מנוכה העונתיות בולטת התפנית בהתפתחות האינפלציה: במהלך הרביע הראשון עלה מדד זה בקצב שנתי של 5.8 אחוזים, המשיך לקצב עלייתו המהיר במחצית השנייה של 2010, אולם החל מהרביע השני התמתן מאוד קצב עליית המחירים, וביתרת השנה עלה המדד בניכוי עונתיות בקצב שנתי של כ-1 אחוז בלבד (לוח ג'-4)¹⁷. הסעיפים העיקריים שתרמו לעלייתו של מדד המחירים לצרכן במהלך השנה היו הדיור, התחבורה ואחזקת הדירה. סעיפי הדיור והתחבורה הם הגדולים ביותר במדד, ומשקלם יחד כ-40 אחוזים. סעיף הדיור, שעיקרו שכר הדירה, עלה השנה ב-5.1 אחוזים, ותרם למדד הכללי 1.2 אחוזים (איור ג'-13). זו השנה הרביעית ברציפות שמדד הדיור עולה

הסעיפים העיקריים
שתרמו לעלייתו של
מדד המחירים לצרכן
במהלך השנה היו הדיור,
התחבורה ואחזקת
הדירה.

¹⁶ לדיון במדדים לאינפלציה הליבה ראו: ס' ריבון (2010), "מדדים לאינפלציה הליבה בישראל", סקר בנק ישראל 84, 125-169.

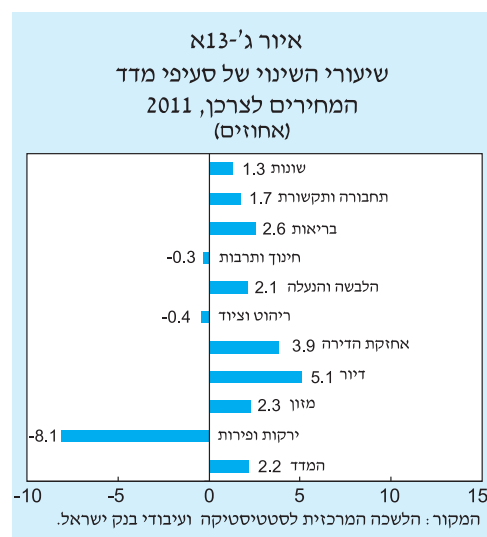
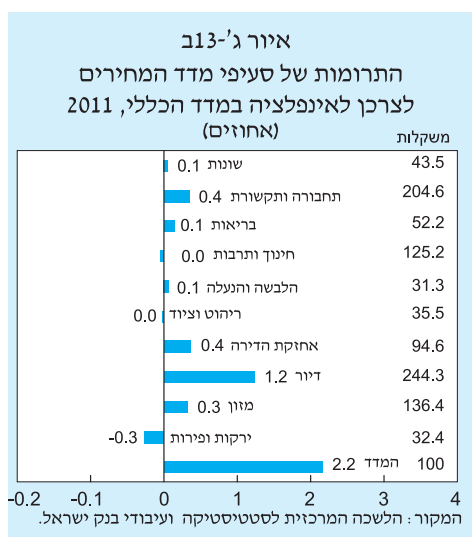
¹⁷ נתוני מדד המחירים לצרכן המנוכה מעונתיות מבוססים על עיבודי בנק ישראל. המדד מנוכה העונתיות של הלמ"ס נותן תוצאות כמעט זהות. להרחבה על הגישה לניכוי עונתיות בבנק ישראל ראו: ד' אלקיים וא' בנימיני (2011), "ניכוי עונתיות של האינפלציה במדד המחירים לצרכן בישראל", בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון 2011.10.

לוח ג'-4
התפתחות המחזיקים לפי רכיבים שונים, עד 2003

התקופה	המחזיקים לצרכן	ירקות ופירות	מוזן	דיוור	אחזקת דירה	וציור	הלבשה והנעלה	תרבות ובידור	בריאות	תחבורה ותקשורת	שונות	מדד	המודד ללא		המערך ממוזן	המערך ממוזן	המערך ממוזן	המערך ממוזן
2003	-1.9	4.2	0.3	-6.7	0.0	-2.6	-4.0	-0.5	-0.4	-0.6	-1.7	3.4	-2.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
2004	1.2	6.0	1.8	-2.5	5.6	-1.4	-4.2	-0.6	3.3	3.3	3.0	12.1	12.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
2005	2.4	-9.6	2.0	5.9	5.1	-1.4	-4.3	0.7	2.2	1.4	2.4	7.1	7.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
2006	-0.1	12.0	3.6	-6.1	-1.2	-0.3	-1.7	1.2	1.8	0.0	2.0	-2.0	-2.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
2007	3.4	7.0	6.3	1.9	6.1	0.6	-0.7	1.5	1.9	4.2	1.3	14.4	14.4	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
2008	3.8	-2.0	9.1	12.1	3.9	-2.5	-3.0	1.6	1.8	-2.0	2.2	-9.5	-9.5	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
2009	9.3	8.4	1.1	6.5	2.5	-1.2	-4.4	1.4	2.5	6.5	4.5	13.0	13.0	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
2010	7.2	16.0	2.0	9.4	2.1-	-2.8	4.5	1.5	0.6	2.0	3.2	-0.4	-0.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
2011	2.2	-8.1	2.3	1.5	9.3	-0.4	2.1	-0.3	2.6	1.7	1.3	9.2	9.2	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
(שיעורי השינוי החודשיים, אחוזים)																		
2011	0.2	-0.8	0.8	0.4	-0.3	1.5	-6.4	-0.4	0.2	1.5	0.6	4.0	-0.2	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ינואר	0.2	-0.8	0.8	0.4	-0.3	1.5	-6.4	-0.4	0.2	1.5	0.6	4.0	-0.2	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
פברואר	0.3	0.6	1.2	0.4	0.3	0.2	-5.1	0.0	0.4	0.4	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
מארץ	0.2	-4.0	0.6	0.5	0.1	0.0	-2.1	0.6	0.2	0.2	-0.3	1.5	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0
אפריל	0.6	0.2	0.6	0.7	0.3	-0.8	5.4	0.7	0.2	0.6	0.0	0.8	0.6	0.0	0.0	0.6	0.6	-0.1
מאי	0.5	-1.6	0.4	1.1	0.4	-0.1	2.8	0.0	-0.1	0.2	0.5	1.7	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
יוני	0.4	-2.1	0.8	0.5	0.2	0.1	8.6	0.2	-0.1	0.3	0.0	-1.4	0.5	-1.4	0.5	0.5	0.3	0.3
יולי	-0.3	-0.6	-0.6	0.4	-0.7	-0.2	-8.1	0.3	2.1	-0.2	0.0	-1.8	-0.1	-1.8	-0.1	-0.1	-0.6	-0.6
אוגוסט	0.5	1.2	-0.2	1.3	1.4	-0.3	-5.7	0.7	-0.2	0.5	0.5	1.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ספטמבר	-0.2	-5.3	-1.3	0.9	0.7	-0.5	0.7	-0.9	0.2	-0.2	-0.3	1.9	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.2
אוקטובר	0.1	0.0	0.3	-0.3	0.2	-0.1	5.8	-0.8	0.5	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
נובמבר	-0.1	3.5	0.2	-0.7	1.2	-0.2	3.0	-0.4	0.0	-0.8	-0.1	1.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	0.2
דצמבר	0.0	0.9	-0.4	-0.1	0.1	0.0	4.9	-0.3	-0.8	-0.4	-0.1	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

(1) רכיב האנרגיה כולל דלק ושמונים לרכב וחשמל, גז וסולר לצרכיה ברתה.
(2) כפי שמחושב בחטיבת המחקר בבנק ישראל (ראו תיבה 1 בדרך האנפולציה לרביעי הראשון של 2010).

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



יותר מהמדד הכללי¹⁸. סעיף התחבורה עלה ב-2.3 אחוזים ותרם למדד הכללי 0.4 אחוז. עליית מחירי התחבורה נבעה, בין היתר, מעליית מחירי האנרגיה - בין במישור, דרך סעיף הדלק והשמנים לרכב, ובין בעקיפין, דרך ההשפעה על עלויות הייצור של שירותי התחבורה. מחירי האנרגיה השפיעו גם על סעיף אחזקת הדירה, שעיקרו חשמל, גז, סולר ונפט, והוא עלה ב-3.9 אחוזים. משקל סעיף אחזקת הדירה במדד הוא 9.5 אחוזים, והשנה הוא תרם למדד הכללי 0.4 אחוז.

כנגד זאת ירד סעיף הפירות והירקות השנה ב-8.1 אחוזים, ומפני משקלו הנמוך במדד הכללי הייתה תרומתו למדד -0.3 אחוז בלבד.

ב. גורמי הרקע להתפתחות המחירים

הגורמים העיקריים שהשפיעו על התפתחות המחירים השנה הם: שינוי המגמה של הפעילות הכלכלית במשק, עצירת מגמת הייסוף של שער החליפין, תפנית בהתפתחות מחירי הסחורות והאנרגיה, המחאה החברתית, ההתפתחויות בשוק העבודה ועלות העבודה, וכן תגובת המדיניות המונית על התפתחויות אלה ועל ההתפתחויות הצפויות.

(1) צד הביקוש והמחאה החברתית

התפתחות המחירים השנה תאמה את ההתפתחויות בצד הריאלי של המשק. השילוב של צמיחה מהירה מסוף 2009 עד הרביע הראשון של השנה וירידת שיעור האבטלה לשפל של מספר עשורים מעיד שהמשק התקרב לשיא מחזור העסקים, ועל כן נוצר, מצד הביקושים, לחץ לעליית המחירים. התמתנות הצמיחה החל מהרביע השני, ירידה בקצב ההתרחבות של הצריכה הפרטית השוטפת, נסיגה ברכישת מוצרים בני קיימא וירידה של מדדי אמון הצרכנים - כל אלה מעידות על התמתנות הביקושים, בין היתר על רקע ההתפתחויות בעולם, התמתנות אשר התבטאה בירידה של האינפלציה. עם זאת נראה שהתמתנות סביבת האינפלציה כבר ברביע השני הקדימה את התפנית ברמת הפעילות הכלכלית, שכן ברביעים השני והשלישי המשק צמח עדיין בסביבת הקצב ארוך הטווח

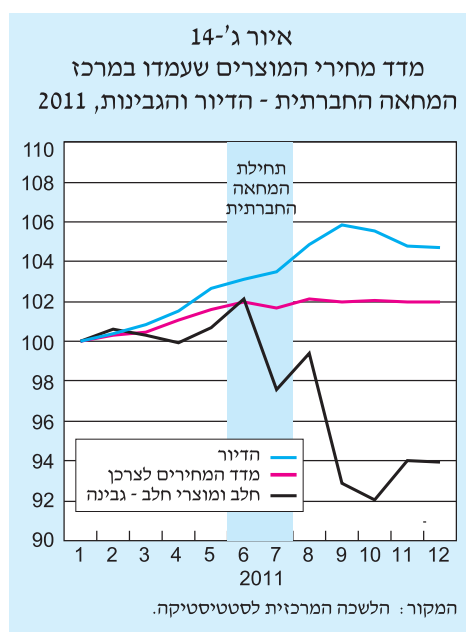
¹⁸ לדיון בהתפתחות מחירי הדיור ראו סעיף ד' בחלק המדיניות המונית בפרק זה.

הצמיחה המהירה
מסוף 2009 עד הרביע
הראשון של השנה
השתקפה באינפלציה
גבוהה בתחילת השנה;
התמתנות הצמיחה
בהמשך לוותה
בהתמתנות האינפלציה.

שלו, על אף התמתנות הצמיחה. ייתכן אפוא שבתקופה זו צמיחת התוצר הפוטנציאלי הייתה מהירה מהצמיחה בפועל, ולפיכך פחתו הלחצים האינפלציוניים¹⁹. בהשערה זו תומך קצב ההתרחבות של ההשקעות בנכסים קבועים, בפרט במכונות וציוד, שנשאר גבוה גם ברביעים השני והשלישי.

גורם נוסף להתמתנות רמת המחירים מצד הביקושים הוא המחאה החברתית נגד יוקר המחיה, שהתפרצה ברביע השלישי של השנה. המחאה המחיישה כי כוחם של הצרכנים במשק אינו מבוטל, ויש ביכולתם לכפות הורדת מחירים של מוצרים ספציפיים, גם אם בטווח הקצר. אם ההתארגנות הצרכנית תצליח לשמור על כוחה לאורך זמן היא עשויה להביא להתגברות התחרות במשק; על כן היא תביא לא רק לירידה של רמת המחירים אלא גם להגדלת הייצור והתעסוקה בענפים ריכוזיים, שכן ברמת מחירים נמוכה יותר תגדל הכמות המבוקשת, וגידולה ייענה בהגדלת התפוקה, ולו בשולי רווח נמוכים יותר. עם זאת, בטווח הקצר סביר שהפעלת הכוח הצרכני דרך חרם צרכנים, כפי שקרה בקיץ האחרון, תביא לצמצום הייצור, והשפעתה המרחיבה של המחאה, אם תצליח, תיראה רק בטווח הארוך יותר.

אף כי המחאה כוונה נגד יוקר המחיה באופן כללי, שני ענפים תפסו את מרכז תשומת הלב הציבורית - הדיור ומוצרי החלב. ענפים אלה שונים זה מזה מבחינת הריכוזיות: שוק הדיור הוא תחרותי מאוד הן בתחום הדירות למכירה, שבו פועלים קבלנים ובעלי דירות רבים²⁰, והן בתחום הדירות להשכרה, ואילו בענף שיווק החלב פועלים שחקנים מעטים.



נראה כי בשווקים הריכוזיים הפוטנציאל להצלחה גבוה יותר, כפי שאכן אירע, לעת עתה, במוצרי החלב, כי שם לא רק שיש ליצרנים שולי רווח נגוס בהם; הם גם הקובעים את המחיר בשוק, ועל כן יכולים להיענות במהירות יחסית לדרישות הצרכנים. לעומת זאת בשווקים תחרותיים תזוזת המחיר נגזרת מעסקאות נפרדות רבות ולא מהחלטות של שחקנים ספורים²¹. השוני בהתפתחות בין מחירי הדיור (שכר הדירה) למחירי הגבינה במהלך השנה משקף את ההבדלים בין הענפים: מחירי הדיור המשיכו לעלות, בעוד שמחירי הגבינה ירדו (איור ג'-14). יש לציין שאף כי שוק הדירות הוא תחרותי מאוד, שוק הקרקעות הוא ריכוזי, ועל כן לחץ ציבורי להגדלת ההיצע, אם יצליח, יביא גם להוזלת מחירי הקרקע לדירות.

המחאה החברתית
מיתנה ביקושים ותרמה
להתמתנות רמת
המחירים.

סביר שמחאה צרכנית
תהיה אפקטיבית יותר
בענפים ריכוזיים,
כדוגמת שיווק החלב,
ופחות אפקטיבית
בשווקים תחרותיים כגון
הדיור.

¹⁹ לדיון בהתפתחות התוצר הפוטנציאלי ראו תיבה ב' 2- בדוח זה.

²⁰ הדירות החדשות מהוות כ-22 אחוזים משוק הדירות; ב-2010, לדוגמה, נמכרו כ-23 אלף דירות חדשות מתוך סך של כ-104 אלף עסקאות בדירות. מתוך הדירות החדשות, הבנייה הציבורית תופסת את נתח השוק הגדול ביותר, כ-13 אחוזים. הקבלנים הפרטיים קטנים יותר, וכל אחת מחברות הבנייה הגדולות ביותר בנתה ב-2010 כ-7 עד 8 אחוזים בלבד מסך יחידות הדיור שבבנייה פעילה.

²¹ מעניין שבשווקים הריכוזיים כדוגמת שוק החלב ומוצרי צריכה אחרים דרישות המוחים הן להסרת חסמים ולהגברת התחרותיות, ואילו בשוק תחרותי כמו הדיור הדרישה היא להתערבות הממשלה בשוק החופשי.

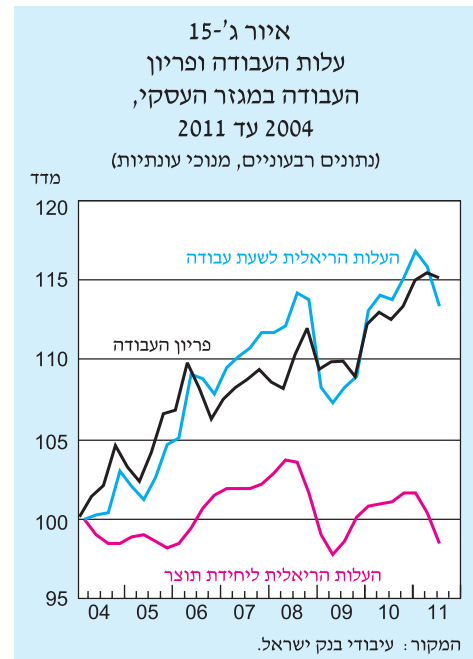
במחצית השנייה של השנה מחירי הדירות אמנם החלו לרדת, אך קשה לייחס זאת למחאה חברתית, שכן סביר שהם היו יורדים, או לפחות מתייצבים, גם בלעדיה. ראיות לכך הן ירידת מספר העסקאות, שהחלה עוד ברביע הראשון של השנה (איור ג'-8) והתמתנות קצב העלייה של מחירי הדירות, שהחלה עוד קודם לכן. סביר כי התמתנות המחירים נבעה מהגעתם לשיא המחזור ומצעדי המדיניות שנקטו בנק ישראל והממשלה בשוק הדיור, אך לא מן הנמנע שהמחאה האיצה את ההתרחשויות בשוק.

(2) צד ההיצע

מצד ההיצע, מחירי התשומות, כגון השכר וחומרי הגלם, משפיעים על עלויות הייצור, ועל כן גם על המחיר שדורשים היצרנים. גידול של עלויות הייצור מעבר לתרומתם של גורמי הייצור לתפוקה יוצר לחץ לעליית המחירים.

בשווקים תחרותיים התמורה הריאלית לעבודה שווה לתפוקתה השולית. לפיכך התפתחות פריון העבודה, כלומר התוצר הריאלי לשעת עבודה, היא אינדיקציה להתפתחות התפוקה השולית. ככלל הפריון גדל על פני זמן. כך, למשל, מאז היציאה מהמיתון של תחילת העשור הקודם צמח הפריון בקצב שנתי ממוצע של כשני אחוזים (איור ג'-15). התמורה הריאלית לעבודה גדלה בתקופה זו בשיעור דומה²², ועל כן לא ניכרו במהלך העשור האחרון קשיחויות שהיו יוצרות חוסר איזון מתמשך בשוק העבודה. עם זאת בתדירות של מחזורי העסקים נוצרות סטיות, אף כי לא גדולות, של התמורה לעבודה מהפריון, ואלה יכולות, בהמשך, ללחוץ לאינפלציה גבוהה או נמוכה משיעורה ארוך הטווח, בהתאם לכיוון. כך, למשל, בתקופת הגאות שקדמה למשבר של סוף 2008 התמורה לעבודה הייתה גבוהה מהפריון, ובסוף תקופה זו האינפלציה בפועל חרגה מהיעד; בזמן המשבר הפריון היה גבוה מהתמורה לעבודה ובמקביל האינפלציה התמתנה מאוד; ולבסוף, בזמן ההתאוששות מהמשבר שוב עלתה התמורה לעבודה על הפריון, ואיתה גברו הלחצים האינפלציוניים²³. במהלך שנת 2011 נסגר הפער בין התמורה לעבודה לפריון. על כן נראה שחלק מעליית המחירים בתחילתה נבע מלחצים משוק העבודה, ואלה דעכו במהלכה.

התפתחות מחירי הסחורות על פני השנה לא הייתה אחידה (איור ג'-16): בתחילת השנה הם עלו, בהמשך למגמתם בעשור האחרון, מגמה שנפסקה זמנית במחצית השנייה של 2008, מפני המשבר

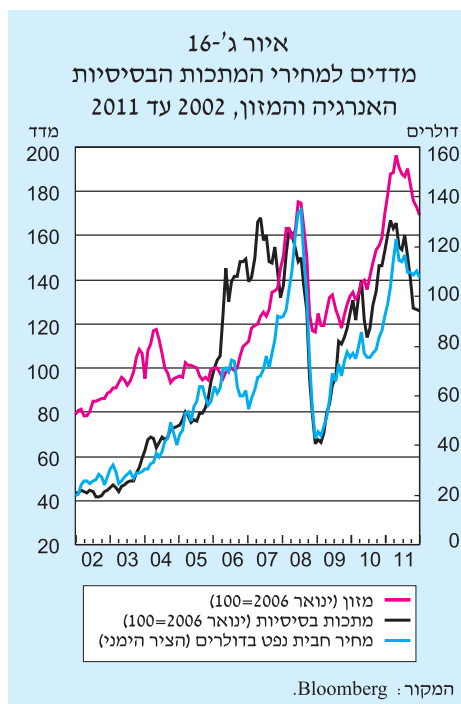


²² יש לציין שלמרות מגמת העלייה של התמורה הריאלית לעבודה, השכר הריאלי במונחי המחירים לצרכן נשאר כמעט ללא שינוי זה עשור. ההבדל נובע בעיקר מהאצת המחירים לצרכן יחסית למחירי התוצר בעיקר החל מ-2007.

²³ לגבי רמת פריון העבודה לעומת רמת התמורה לה הונח שבתחילת 2004 הלחצים לאינפלציה משוק העבודה היו מאוזנים. הנחה זו סבירה, מפני שבנקודה זו המשק היה מצוי בין המיתון של שנות האינפלציה לצמיחה שבאה אחריה. בחירת נקודת איזון אחרת תשנה מעט את עיתוי נקודות המפגש בין שתי הסדרות, אך לא את מגמת הפער ביניהן.

התפתחות פריון
העבודה יחסית לתמורה
הריאלית לעבודה נותנת
אינדיקציה ללחצים
אינפלציוניים. במהלך
השנה התמתנו הלחצים
לעליית מחירים מכיוון
שוק העבודה.

התפתחות מחירי
הסחורות בעולם במהלך
השנה – עלייה בתחילתה
וירידה בסופה – היו בין
הגורמים להתפתחות
דומה של האינפלציה
המקומית.



העולמי. ככלל, מגמת העלייה ארוכת הטווח מונעת על ידי צמיחה חזקה של השווקים המתעוררים הגדולים - בעיקר ברזיל, רוסיה, הודו וסין. הצמיחה במשקים אלה מגדילה את הביקוש העולמי לחומרי גלם, אנרגיה ומזון, ועל כן דוחפת את מחירי הסחורות בעולם כלפי מעלה. במחצית השנייה של השנה, עם התגברות החששות למיתון עולמי נוסף, ירדו מחירי הסחורות. אף שמוקד המשבר הוא באירופה, ירידת הביקושים במערב עלולה להביא להאטת הצמיחה של המשקים המתפתחים, משום שחלק נכבד מהייצור בהם מופנה לשוקי המערב²⁴. על כן הצפי להתמתנות הפעילות הכלכלית במערב היה בין הגורמים להתמתנות מחירי הסחורות בעולם. יצוין שמחירי האנרגיה הושפעו השנה מאוד גם מההתפתחויות הפוליטיות במזרח התיכון. התפתחות מחירי הסחורות בעולם במהלך השנה - עלייתם

בתחילתה וירידתם בסופה - היו בין הגורמים להתפתחות דומה של האינפלציה המקומית. שער החליפין משפיע על האינפלציה דרך השפעתו על מחירי המוצרים המיובאים, שכן מחירי היבוא נקובים לרוב במטבע חוץ. תנודות בשער החליפין משפיעות על המחיר השקלי העומד בפני היבואנים, ומחיר זה מתגלגל אל הצרכן הסופי דרך השפעתו הישירה על מחיר המוצר או דרך השפעתו על עלויות הייצור²⁵. במחצית הראשונה של השנה עלו המחירים הדולריים של מוצרי היבוא בכל שימושיהם - הצריכה, ההשקעה והתשומות לייצור (לוח ג'-5). עלייה זו קווצה על ידי ייסוף השקל מול הדולר, וברביע השני המחירים השקליים של היבוא, למעט מחירי הדלקים, אף ירדו כתוצאה מהייסוף. בהמשך השנה ירדו המחירים הדולריים של היבוא, על רקע ירידת מחירי הסחורות בעולם, אך היחלשות השקל בתקופה זו, בעוצמה חזקה יותר, הביאה לעליית מחירי היבוא. תרומתם הישירה של מחירי מוצרי הצריכה המיובאים למדד המחירים לצרכן במהלך 2011 נאמדה בחטיבת המחקר של בנק ישראל בכ-1.2 אחוזים.

התפתחות שער החליפין
קיזזה השנה את
השפעת מחירי היבוא על
המחירים.

(3) המדיניות המוניטרית

הריבית המוניטרית משפיעה על האינפלציה דרך מספר ערוצים - הריבית הריאלית, שער החליפין והציפיות לאינפלציה. העלאה של הריבית מעלה את הריבית הריאלית, בפועל והצפויה, ועל כן מצמצמת את הביקושים ואת הלחץ שהם יוצרים לעליית מחירים. העלאת הריבית המקומית יוצרת לחצים לייסוף, ועל כן - לירידת מחירי היבוא בטווח

המדיניות המוניטרית
משפיעה על האינפלציה
דרך השפעתה על הריבית
הריאלית, שער החליפין
והציפיות לאינפלציה.

²⁴ שיעור היצוא מהתוצר בסין וברוסיה היה ב-2010 כ-30 אחוזים, בהודו 22 אחוזים, וברזיל הוא היה נמוך יחסית, כ-11 אחוזים בלבד.

²⁵ תנודות בשער החליפין יכולות להשפיע על המחירים המקומיים בעקיפין גם מצד הביקוש, אם אלה מתבטאות גם בשער החליפין הריאלי. כך, למשל, ייסוף ריאלי מויל באופן יחסי את היבוא ועל כן מסיט ביקוש מקומי לעבר מוצרים מיובאים, ירידת הביקוש למוצרים מקומיים תלחץ את מחירים היחסי מטה תוך שחיקת הייסוף הריאלי הראשוני.

לוח ג'-5

מחירי היבוא, שער החליפין והמחירים לצרכן, 2005 עד 2011

(שיעורי השינוי באחוזים)

מדר	מחירי היבוא בשקלים ¹					מחירי היבוא בדולרים				
	התשומות לייצור	מוצרי	מוצרי	ההשקעה	שער	התשומות לייצור	מוצרי	מוצרי	התקופה	
לצרכן	דלק	ללא דלק	ההשקעה	הצריכה	הדולר	דלק	ללא דלק	ההשקעה	הצריכה	
(לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)										
2005	1.3	37.3	3.1	-2.3	1.1	0.1	36.7	3.0	-2.4	1.0
2006	2.1	16.5	2.9	-1.8	0.7	-0.7	17.6	3.7	-1.2	1.4
2007	0.5	3.9	0.3	-4.4	-4.6	-7.8	13.1	8.7	3.7	3.4
2008	4.6	24.4	-3.3	-10.4	-5.0	-12.7	43.1	10.8	2.7	8.8
2009	3.3	-31.2	-3.5	7.3	5.7	9.6	-37.4	-12.0	-2.1	-3.5
2010	2.7	19.5	-1.1	-6.2	-2.2	-5.1	25.4	4.2	-1.2	3.0
2011	3.5	33.5	4.9	-1.0	3.0	-4.1	39.3	9.4	3.3	7.5
(לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרביע האחרון)										
2005	2.6	32.3	3.6	-0.5	3.3	5.5	25.4	-1.8	-5.7	-2.1
2006	-0.2	-5.4	-0.1	-6.0	-4.3	-8.3	3.2	9.0	2.5	4.4
2007	2.8	37.2	2.0	-3.2	-3.1	-7.4	48.1	10.2	4.5	4.7
2008	4.6	-24.0	-1.0	-5.7	2.1	-3.2	-21.5	2.3	-2.5	5.5
2009	3.6	7.0	-7.1	1.6	-2.9	-1.3	8.5	-5.9	3.0	-1.6
2010	2.5	10.6	0.5	-4.9	0.9	-3.9	15.0	4.6	-1.1	4.9
2011	2.5	33.0	7.6	2.9	5.4	2.8	29.3	4.6	0.1	2.5
(לעומת הרביע הקודם)										
										2010
-0.7	3.0	-1.4	-2.8	-0.5	-0.8	3.8	-0.6	-2.0	0.3	I
1.2	3.3	1.1	-1.1	0.4	1.3	1.9	-0.2	-2.3	-0.9	II
1.2	-0.9	1.3	1.6	2.1	0.3	-1.2	1.0	1.3	1.8	III
0.8	4.9	-0.4	-2.6	-1.1	-4.6	10.0	4.4	2.1	3.7	IV
										2011
0.7	18.9	2.7	0.3	2.0	-0.5	19.5	3.3	0.8	2.6	I
1.3	9.3	-0.6	-2.1	-1.7	-4.4	14.4	4.0	2.5	2.8	II
0.4	1.1	2.5	2.2	2.8	3.1	-1.9	-0.5	-0.8	-0.3	III
0.1	1.1	2.8	2.5	2.3	4.9	-3.6	-2.0	-2.3	-2.5	IV

(1) מחירי היבוא בדולרים מוכפלים בשער החליפין של השקל מול הדולר.

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הקצר. לבסוף, העלאה של הריבית יוצרת ציפיות להתמתנות המחירים בעתיד, ולכן מניעה לדחיית רכישות של מוצרים בני קיימא ומרסנת את הביקושים להם בטווח הקצר; כמו כן היא ממתנת דרישות שכר, ועמן - את ההתייקרות של עלויות הייצור. אומדני חטיבת המחקר, המתקבלים ממספר מודלים, מראים ששינויים של הריבית המוניטרית משפיעים על האינפלציה בפועל בעיקר במהלך השנה שלאחר השינוי, ושיא ההשפעה הוא כרביע עד שניים אחריו²⁶. ככלל, כשיתר הגורמים קבועים, העלאת הריבית בנקודת אחוז מורידה את האינפלציה במהלך השנה שלאחר ההעלאה בכמה ציט נקודת האחוז.

בתחילת השנה, מפברואר עד יוני, העלה בנק ישראל את הריבית ב-1.25 אחוזים במצטבר. על כן נראה שהמדיניות המוניטרית תרמה להתמתנות האינפלציה במהלך השנה, נוסף על הגורמים שצינו לעיל. ההשפעה של הורדת הריבית ברביע האחרון של השנה על האינפלציה תורגש בעיקר במחצית הראשונה של 2012, אולם צפוי שהשפעתה תתקזז במידה מסוימת עם הגורמים להורדתה, שעיקרם התמתנות הפעילות במשק ובעולם.

העלאת הריבית בתחילת השנה תרמה להתמתנות האינפלציה בהמשכה.

3. מצרפי הכסף

במשטר מוניטרי שבו משתנה המדיניות המרכזי הוא הריבית הנומינלית היצע הכסף גמיש לחלוטין, וכמות הכסף נקבעת על פי הביקוש של הציבור לנזילות, בהתאם לריבית ולתנאי השוק.

הורדתה החריגה של הריבית בשל המשבר העולמי, בסוף 2008, ניכרת היטב בהתפתחות מצרפי הכסף הצרים (איור ג'-17). המצרף M1, הכולל את המזומן שבידי הציבור ואת פיקדונות העו"ש, גדל במהלך 2009 בכ-52 אחוזים (ממוצע דצמבר 2009 לעומת ממוצע דצמבר 2008). עלייה זו נבעה בעיקר מגידול של פיקדונות העו"ש, ופחות מהתרחבות היקף המזומן שבידי הציבור, תוצאת השימוש בפיקדונות העו"ש כאמצעי חיסכון בגלל הריבית הנמוכה בשווקים. גידולה של כמות הכסף נבע מהעדר אפיקי חיסכון אטרקטיביים, ולא מצורך חריג בנזילות לשם ביצוע עסקאות; לפיכך הגידול החד של כמות הכסף לא השתקף בעליית מחירים כללית בשיעור דומה, שכן הנזילות לא יועדה למימון ביקושים. על כך מעידה התפתחות כמות הכסף יחסית לתוצר במחירים קבועים. יחס זה עלה עם פרוץ המשבר עלייה חדה, אל מעבר למגמתו, ועל כן ניכר שגידולה של כמות הכסף לא חלחל אל הביקושים (איור ג'-18). השוואת התפתחות כמות הכסף יחסית לשימושים המקומיים - הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית וההשקעות - מעלה תמונה כמעט זהה. קצב הגידול של כמות הכסף היה השנה נמוך מאוד, המשיך למגמתו מהשנה הקודמת. ברביע האחרון של 2011 כמות הכסף הייתה גבוהה ב-1.9 אחוזים בלבד מרמתה שנה קודם לכן, קצב נמוך מזה של צמיחת התוצר. התרחבותה האיטית של כמות הכסף בשנתיים

הגידול החד של כמות הכסף עקב הורדתה החריגה של הריבית בסוף 2008 לא חלחל אל הביקושים, ולכן לא השתקף בעליית מחירים בשיעור דומה.

²⁶ ראו: א' אילק (2006), "מודל חודשי להערכת האינפלציה והמדיניות המוניטרית בישראל", בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, עיונים מוניטריים 2006.04.
י' גיברה וי' יכין (2010), "מגבלות מבניות במודל דינמי לחיזוי מקרו-כלכלי בישראל", בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת מאמרים לדיון 2010.11.
E. Argov, A. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam and I. Rozenstrot (2012). "A DSGE Model for Analysis of the Israeli Economy (MOISE)." Bank of Israel Discussion Paper (forthcoming).
במודל ה-DSGE עיקר ההשפעה של הריבית מתבטא מייד עם השינוי בה, שלא כבשני המודלים האחרים, שבהם השפעתה מגיעה לשיאה בפיגור של כרביע עד שניים.

לוח ג'-6

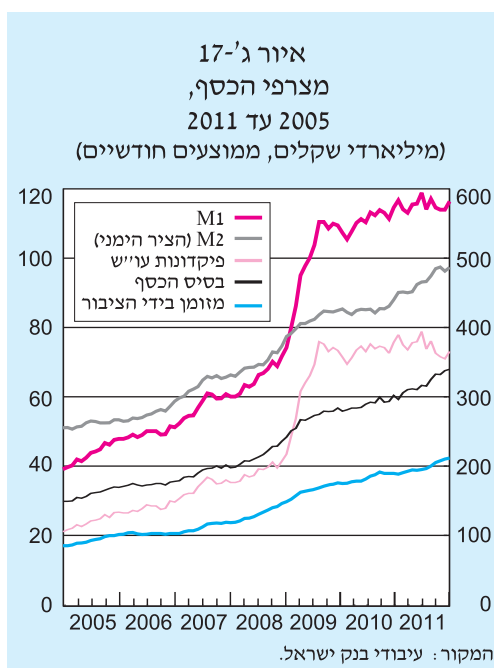
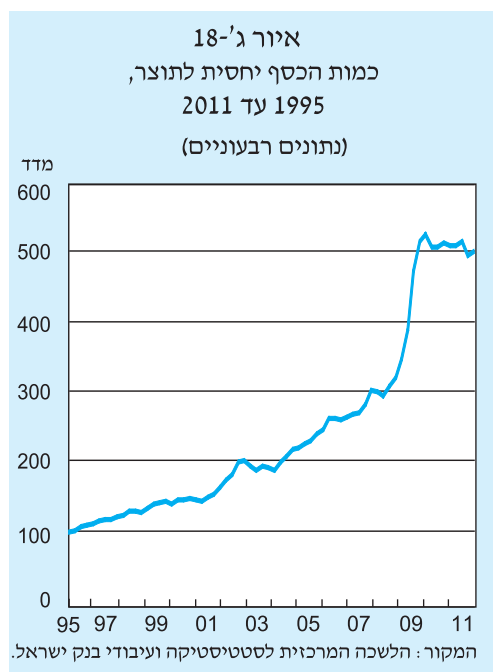
שיעורי השינוי במצרפי הכסף, 2005 עד 2011

(ממוצע החודש האחרון מול ממוצע החודש האחרון בתקופה הקודמת, השינוי באחוזים)

7=3+4+5+6	6	5	4	3=1+2	2	1	
² M2	פח"ק	פז"ק עד שנה	פז"ק עד 3 חודשים	¹ M1	מזומנים בידי פיקדונות עו"ש	הציבור	בסיס הכסף
5.3	8.3	-10.7	2.7	23.9	29.5	17.1	14.8
7.2	8.7	17.2	5.0	8.3	12.3	3.0	4.0
14.4	13.7	10.9	14.2	17.7	19.5	15.0	13.6
13.5	13.3	12.0	12.5	17.5	14.6	21.8	16.7
13.6	40.2	1.8	-4.4	52.1	75.3	19.6	19.9
3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.2	7.6	6.3
10.5	4.1	25.3	14.6	1.7	-3.2	11.5	12.3
2008							
11.4	8.9	6.9	12.4	12.8	12.0	14.1	9.7
8.7	1.8	-1.3	11.5	11.9	9.4	15.8	10.3
7.8	16.1	-3.6	6.2	11.8	9.4	15.4	12.5
13.5	13.3	12.0	12.5	17.5	14.6	21.8	16.7
2009							
18.3	50.6	10.6	4.2	40.8	49.2	28.6	25.0
19.2	51.7	12.0	-0.5	56.2	75.1	28.8	27.5
19.6	41.8	8.6	0.6	61.6	87.3	24.6	25.2
13.6	40.2	1.8	-4.4	52.1	75.3	19.6	19.9
2010							
5.1	2.4	-1.2	-1.2	24.8	32.1	12.6	11.3
3.9	-2.2	11.7	1.9	10.1	10.3	9.6	7.2
0.9	-6.3	26.3	-1.5	3.0	-0.9	11.4	7.0
3.6	-4.5	16.2	4.0	4.6	3.2	7.6	6.3
2011							
7.4	-2.6	27.6	9.1	4.8	3.0	8.2	9.2
9.3	-6.6	27.7	13.0	7.6	7.8	7.2	9.4
13.3	5.8	20.0	22.1	0.6	-2.7	7.0	10.9
10.5	4.1	25.3	14.6	1.7	-3.2	11.5	12.3

(1) M1=מזומן ופיקדונות עו"ש.

(2) M1=M2 + פח"ק + פיקדונות עד שנה בשקלים.
המקור: נתוני בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



האחרונות מבטאת את חזרתה לתוואי שלפני המשבר של 2008, שכן רמתה עדיין גבוהה יחסית למגמה ששררה לפניו. עם זאת הורדות הריבית האחרונות צפויות לעכב את התהליך.

4. המקורות לשינוי בבסיס הכסף

הכלי העיקרי של המדיניות המוניטרית הוא הריבית הנומינלית הקצרה. הריבית היא עלותה האלטרנטיבית של החזקת נזילות, ועל כן שינויים בריבית משפיעים על הביקוש לנזילות ועל כמותה בשווקים. חלק הנזילות שלבנק ישראל יש השפעה ישירה עליו הוא בסיס הכסף, המורכב מסך השטרות והמעות שבמחזור ומפיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל²⁷.

לבנק ישראל מספר כלים שבאמצעותם הוא סופג או מזרים נזילות לשווקים, ביניהם המכרזים המוניטריים לבנקים, הנפקת מק"ם ומסחר בנכסים שונים (למשל מט"ח ואג"ח). המכרזים המוניטריים מתוכננים כך שיתמכו בריבית שקבע הבנק; משמע שהיצע הנזילות הוא גמיש לחלוטין בגובה הריבית שנקבעה על ידי המדיניות המוניטרית.

גורם נוסף שמשפיע על בסיס הכסף הוא פעולות הממשלה. חשבונות הממשלה מנוהלים בבנק ישראל, וזאת על פי חוק בנק ישראל. כל משיכה או הפקדה של הממשלה בבנק משפיעה על בסיס הכסף. אם, כתוצאה מפעולות אלה, נוצרים בריבית הקיימת עודפי נזילות בשווקים, הם יחזרו לבנק ישראל דרך פיקדונות הבנקים המסחריים או דרך ספיגה של גידול הביקוש למק"ם. באופן דומה, מחסור בנזילות יתבטא במשיכה של הבנקים מפיקדונותיהם ובירידת הביקוש למק"ם.

התרחבותה האיטית של כמות הכסף בשנתיים האחרונות מבטאת את חזרתה לתוואי שלפני המשבר של 2008.

²⁷ גם פיקדונות העו"ש של הציבור הם חלק מהנזילות במשק, אך לבנק ישראל השפעה עקיפה בלבד על היקפם, באמצעות חובת הנזילות המוטלת על הבנקים המסחריים.

לוח ג'-7
 המקורות לשוניו בבסיס הכסף, עד 2006

2011										
IV	III	II	I	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
4,238	120	7,138	-13,638	-2,142	1,418	-14,195	-17,371	-10,809	-3,789	הזרמת הממשלה והטכנות
4,114	-125	7,059	-13,659	-2,611	598	-14,949	-18,470	-11,977	-5,236	מוזה: הממשלה
-21	525	7,212	8,185	15,901	43,064	78,216	43,034	-870	-1,141	המררת מטבע חוץ ¹
0	766	7,273	8,131	16,170	43,752	77,413	43,995	0	0	מוזה: בנק ישראל
4,217	645	14,350	-5,453	13,759	44,482	64,021	25,663	-11,679	-4,930	3. סך הכול (1+2)
-3,588	9,864	-13,826	56	-7,494	-32,962	-58,855	-17,305	15,694	3,798	הזרמת בנק ישראל
-740	740	0	0	0	-420	420	0	-7,500	7,470	4. מוזה: הלואאה מוניטרית
-1,417	4,592	7,764	5,712	16,651	-47,269	-13,040	8,847	23,729	-7,360	מק"ם
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	החלף
-2,435	3,605	-22,528	-6,277	-27,635	13,135	-63,189	-28,011	-300	3,560	פז"ק בנקים
873	777	775	469	2,894	1,253	420	11	20	133	ריבית ²
0	0	0	0	0	0	18,000	0	0	0	רכישות אג"ח
0	0	0	0	0	0	-2,009	1,974	-6	0	ריפז
505	10,481	525	-5,433	6,078	11,509	5,141	8,297	3,979	-1,176	5. סך כל השוניו בבסיס הכסף

(1) סעיף זה כולל, בין היתר, תמכילים ותשלומים של בנק ישראל והממשלה במטבע חוץ למגזר הפרטי, כגון תשלומי מיס הכנסה. תשלומים אלה אינם משנים את בסיס הכסף ומופיעים בסעיף הורמת הממשלה, ובסעיף הנגדי - בסעיף זה.
 (2) ללא מק"ם.
 המקור: נתוני חשבות בנק ישראל.

לוח ג'-8
הכלים המוניטריים¹ - פיקדונות מוניטריות ומק"ם, 2008 עד 2011
 (סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)

מק"ם		עלות		ניצול ההלוואות במכרז		עלות הפיקדונות במכרז		ניצול הפיקדונות במכרז		
		ההלוואות במכרז יומי				הפיקדונות במכרז יומי				

(1) פרט לכלים אלה ישנם כלים מוניטריים נוספים - חלון אשראי, חלון פיקדונות וריפון.
 המקור: בנק ישראל.

בנק ישראל ספג את
עודפי הנזילות שנוצרו
כתוצאה מרכישות
המט"ח.

עד המשבר ב-2008 פעילות הממשלה הייתה מהגורמים העיקריים שהשפיעו על בסיס הכסף, ובנק ישראל נדרש לקזום. בשנים 2008-2010, עם המעבר לרכישות מט"ח, וב-2009 גם כתוצאה מרכישות אג"ח ממשלתיות, נדרש הבנק לקזז גם את השפעות פעולותיו הוא על בסיס הכסף; זאת מפני שהרכישות הזרימו לשוק עשרות מיליארדי שקלים בכל שנה, וללא ספיגתם בחזרה היה נוצר לחץ על הריבית הקצרה, שהיה מוריד אותה לרמה נמוכה מזו אשר קבע בנק ישראל (לוח ג'-7). בשנת 2009 עיקר הספיגה נעשה באמצעות פיקדונות הבנקים: אלה גדלו במהלך 2009 בכ-80 מיליארדי שקלים, לעומת גידול של כ-5.5 מיליארדים בלבד ביתרת המק"ם. לעומת זאת בשנת 2010 ספיגת הנזילות התבצעה באמצעות הנפקת מק"ם: יתרת המק"ם גדלה בכ-51 מיליארדי שקלים, בעוד שפיקדונות הבנקים קטנו ב-9 מיליארדים (לוח ג'-8).

במחצית הראשונה של 2011 נמשכו רכישות המט"ח, אך היקפן הצטמצם מאוד; במחצית השנייה הן פסקו כמעט לחלוטין, ובמקביל פחתו יתרות המק"ם. תנועות אלה התבטאו בספיגת עודפי הנזילות דרך פיקדונות הבנקים, ואלה גדלו במהלך השנה בכ-30 מיליארדי שקלים.

