

פרק ג'

האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- ◆ מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2008 בשיעור של 3.8 אחוזים - שנה שנייה ברציפות של חריגה מעל גבולו העליון של יעד האינפלציה (1-3 אחוזים).
- ◆ התפתחות האינפלציה במהלך השנה לא הייתה אחידה: את המחצית הראשונה אפיינה אינפלציה גבוהה, המשך לשנה הקודמת, בהשפעת עליות חדות של מחירי האנרגיה והמזון בעולם ופעילות מקומית מואצת. במחצית השנייה ירדה סביבת האינפלציה ירידה חדה, עקב ירידות חדות של מחירי האנרגיה והסחורות בעולם והאטה בפעילות הריאלית המקומית, ועל רקע החרפת המשבר הפיננסי העולמי מאז חודש ספטמבר; האינפלציה הצפויה ל-12 החודשים הבאים אף ירדה ברביע הרביעי לשיעור שלילי. מגמת עלייה בסעיף הדיור מנעה ירידה משמעותית יותר של האינפלציה במחצית השנייה.
- ◆ המדיניות המוניטרית התנהלה השנה בצל משבר עולמי בקנה מידה היסטורי, שהחל בקיץ 2007 והחריף במהלך 2008. עד ספטמבר האינפלציה הייתה מעל תחום היעד, אך התפתחו חששות להתמתנות בפעילות הפיננסית והריאלית. תנאי רקע אלו הביאו למספר מפנים בכיוון הריבית, עקב שינויים בהערכת עומקם ועיתוים של הסיכונים הכלכליים: הריבית לינואר הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, לשיעור של 4.25 אחוזים, לכל אחד מהחודשים מארס ואפריל היא הופחתה בשיעור של 0.50 נקודות אחוז, והחל מיוני היא הועלתה בארבעה צעדים רצופים של 0.25 נקודת אחוז בכל חודש - חזרה לשיעור של 4.25 אחוזים.
- ◆ מאז ספטמבר, על רקע החרפת המשבר העולמי והתבססות סימני המפנה בפעילות הריאלית, התכנסו כל השיקולים לכדי תמיכה בתוואי ריבית יורד באופן חד, והריבית הופחתה לסביבה הנמוכה ביותר בכל הזמנים: בסוף השנה עמדה הריבית על 2.50 אחוזים. הפחתות הריבית נמשכו גם בתחילת 2009, והתקרבותה לאפס - גבולה התחתון - הצריכה שימוש בכלי מדיניות נוספים. לפיכך הודיע בנק ישראל בפברואר 2009 כי יחל לפעול בשוק המשני של האג"ח הממשלתיות במטרה להשפיע על הריבית לטווחים ארוכים.
- ◆ השנה, לאחר למעלה מעשר שנים ללא התערבות בשוק מטבע החוץ, החל בנק ישראל ברכישות, שנועדו להגדיל את יתרות המט"ח של המדינה. העיתוי להפעלת תוכנית הרכישות נבחר בשל הייסוף החד והמתמשך בערך השקל, שאיפשר את הגדלת היתרות באופן המתיישב עם מכלול יעדי המדיניות המוניטרית.
- ◆ נתונים מתחום האשראי והנזילות הצביעו על התפתחות של קשיי אשראי בחלק מהמגזרים, כצפוי על רקע ההאטה בפעילות הריאלית והעלייה בהערכת הסיכון במגזר הפיננסי. מאז אמצע ספטמבר נבלמה הפעילות בשוק הראשוני של האשראי החוץ-בנקאי, ולכן עלה היקף האשראי הבנקאי, אולם עלייה זו לא פיצתה על מלוא המחסור שנוצר. עם זאת, לא התפתחה בישראל בעיית נזילות בשוק הכספים, מהסוג ששרר במשקי ארה"ב ואירופה.

1. ההתפתחויות העיקריות

א. ההתפתחויות בפרספקטיבה רב-שנתית

האינפלציה בשנת 2008 חרגה מגבולו העליון של היעד, ועמדה על 3.8 אחוזים. כפי שממחיש איור ג'-3, התפתחות האינפלציה לא הייתה אחידה במהלך השנה: המחצית הראשונה התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה, המשך למגמה שהחלה בסוף השנה הקודמת, ואילו במחצית השנייה התמתנה סביבת האינפלציה. התפתחות זו הושפעה בעיקר מההתרחשויות הדרמטיות בשווקים הבין-לאומיים, והקיפה את העולם כולו.

בהסתכלות על השנה כולה כמקשה אחת, בלוח ג'-1, ניתן לראות כי האינפלציה השנה היא הגבוהה ביותר מאז נקבע יעד האינפלציה בתחום של 1-3 אחוזים (ב-2003), וכי תחזיות החזאים ושוק ההון לגבי האינפלציה הצפויה בטווחים השונים שבו ועלו השנה: בממוצע שנתי עלו תחזיות החזאים ל-2.4 אחוזים, לאחר חמש שנים שבהן הן נעו במרכז היעד. עוד ניתן לראות בלוח את הייסוף החד שהתפתח השנה, חרף שיעורי הריבית הנמוכים.

השפעת המדיניות המוניטרית על האינפלציה נשענת במידה רבה על הצלחת המדיניות לעגן את הציפיות לאינפלציה, שכן אלה משפיעות על האינפלציה בפועל דרך השפעתן על החלטות המתקבלות מראש. זוהי אחת הסיבות לנטייתם של בנקים מרכזיים, בשנים האחרונות, לנהל מדיניות של ייצוב סביבת המחירים הצפויה (forecast targeting). מדיניות כזאת פועלת על ידי ייצוב הציפיות בתחומי היעד ומחייבת את הבנק המרכזי לרכוש את אמון הציבור, ולפיכך הציפיות משמשות אינדיקציה מסוימת לאמינות שהציבור מייחס למדיניות המוניטרית. מובן שכדי לייצב את הציפיות נדרש הבנק המרכזי ממילא גם לייצב את האינפלציה בפועל עד כמה שניתן.

באור זה מעניין לבחון את התפתחות הציפיות לאינפלציה מאז התבססות היעד ב-2003¹. איור ג'-3 מלמד כי הציפיות לטווח של שנה התייצבו מהר מאוד בתחומי היעד, ונשארו בו רוב הזמן, גם כשהאינפלציה בפועל חרגה משמעותית מהיעד². הרביע האחרון של 2008 הוא בבחינת יוצא דופן: במהלכו ירדו הציפיות ירידה חדה מסביבת הגבול העליון של יעד האינפלציה, שאלה הן הגיעו לראשונה מאז 2003, וחרגו משמעותית כלפי מטה. עוד מלמד איור ג'-3 כי הציפיות הארוכות, לטווח של 10 שנים, נכנסו לתחומי היעד באופן הדרגתי יותר. מכאן ניתן ללמוד שבשנים הראשונות לאחר התייצבות היעד, האמון בהתמדתה של המדיניות האחראית נבנה בהדרגה. עם זאת, משנכנסו הציפיות הארוכות לתחומי היעד, התנודתיות שלהן הייתה נמוכה מזו של הציפיות לטווח של שנה, ובניגוד לאחרונות הן נמצאו דווקא בסביבת הגבול העליון של היעד גם ברביע האחרון של השנה הנסקרת.

האינפלציה בשנת 2008 חרגה מגבולו העליון של היעד, ועמדה על 3.8 אחוזים. המחצית הראשונה התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה, וזו התמתנה משמעותית במחצית השנייה.

ציפיות האינפלציה לטווח של שנה עלו במהלך המחצית הראשונה לסביבת הגבול העליון של היעד - לראשונה מאז 2003 - ולאחר מכן החלו לרדת; ירידתן החריפה בספטמבר, והן הגיעו לשיעורים שליליים.

¹ ראו גם תיבה 3 בדוח האינפלציה 21, למחצית השנייה של 2007: "ניתוח התפתחות האינפלציה הצפויה והאינפלציה בפועל בעשור האחרון".

² ברנע ולויתן דנים, באמצעות מודל תיאורטי ונאמד לישראל ולברזיל, בסטציונריות של אינפלציה לאחר תקופת ייצוב: A.. Barnea and N. Liviatan (2008). "The Chronic Inflation Process: A Model: and Evidence from Brazil and Israel", *Journal of Economic Policy Reforms* 11, No. 2, 151-162.

פרק ג': האינפלציה והמדיניות המוניטרית

לוח ג'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2003 עד 2008

2008										
IV	III	II	I	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
א. האינפלציה¹ (אחוזים)										
1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3	1. יעד האינפלציה
-0.6	2	2.2	0.1	3.8	3.4	-0.1	2.4	1.2	-1.9	2. האינפלציה בפועל
-0.2	2.6	2.8	2.5	1.9	1.4	1.8	2.0	1.6	2.0	3. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ²
3.3	3.0	3.0	2.8	3.0	2.5	2.5	2.5	3.5	4.6	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-10 שנים ²
1.2	3.0	3.0	2.5	2.4	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0	5. תחזיות החוזאים לאינפלציה לשנה ²
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)²										
3.2	4.0	3.3	4.1	3.7	4.0	5.3	3.7	4.2	7.5	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל
3.5	1.4	0.6	1.6	1.8	2.7	3.4	1.7	2.7	5.8	2. הריבית הריאלית הנגזרת ⁴
5.6	5.9	5.9	5.8	5.8	5.3	6.0	5.5	6.6	8.0	3. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ⁵
3.8	3.3	3.2	3.3	3.4	3.3	3.8	3.3	4.0	4.9	4. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות ⁵
ג. שיעור הפיחות (אחוזים)⁶										
2.9	0.6	-4.6	-7.2	-8.3	-1.4	-3.5	0.0	4.4	3.5	1. נומינלי אפקטיבי
11.1	2.1	-5.7	-7.6	-0.9	-7.1	-8.9	6.2	-1.2	-6.4	2. מול הדולר
6.0	-5.4	-5.9	-0.7	-8.4	2.4	1.5	-6.1	8.0	12.7	3. מול האירו
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)⁶										
-27.5	-15.6	5.2	-15.1	-45.7	21.7	7.9	35.5	17.8	44.4	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי)
-0.5	7.6	2.0	2.3	11.7	1.7	-3.8	3.8	-1.2	-5.2	2. מחירי הדירות
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁶										
5.2	6.6	4.6	0.1	17	17.4	8.3	23.8	17.9	7.7	1. אמצעי התשלום (M1)
2.4	2.0	2.1	-0.5	6.0	6.1	2.2	3.7	2.7	-3.0	2. סך האשראי הבנקאי (C3)
ו. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)										
				1.4	-1.0	0.3	1.1	3.2	6.1	1. הגירעון המקומי ללא מתן אשראי
				2.1	0.0	0.9	1.9	3.8	5.6	2. הגירעון הכולל ללא מתן אשראי
ז. נתוני רקע נוספים (אחוזים)										
6.3	5.9	6.0	6.2	6.0	7.3	8.4	9.0	10.3	10.8	1. שיעור האבטלה ²
-0.5	1.9	3.6	5.1	4.1	5.3	5.2	5.3	5.2	2.3	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁷
				76.3	78.5	84.5	93.5	97.6	99.2	3. משקל החוב הממשלתי הכולל בתוצר ⁸

(1) במדד המחירים לצרכן, במשך התקופה.

(2) ממוצע תקופתי.

(3) במונחים אפקטיביים.

(4) הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.

(5) שיעור התשואה ברוטו ממוצע שנתי לכל הטווחים. חודש אחרון בתקופה.

(6) ממוצע מול ממוצע חודש אחרון בתקופה הקודמת.

(7) הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

(8) סוף שנה.

המקור: בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ב. ההתפתחויות במהלך השנה

האינפלציה והמדיניות המוניטרית התפתחו השנה בצל משבר עולמי בקנה מידה היסטורי, שהחל בקיץ 2007 והחריף במהלך 2008 - בעיקר לאחר ספטמבר. משבר זה אינו מאופיין כעוד מפנה שגרתי במחזור העסקים, אלא כמשבר הגדול ביותר מאז "השפל הגדול" של שנות השלושים, וכבעל מספר מאפיינים משותפים אתו (לצד מאפיינים חדשים)³. בהשפעת האירועים הדרמטיים בכלכלה העולמית נחלקת שנת 2008 לשתי תקופות, שביניהן מפריד חודש ספטמבר, אשר במהלכו איפשר הממשל האמריקאי את קריסת בנק ההשקעות Lehman Brothers. בתקופה הראשונה נמשך המפנה במחזור העסקים הגלובלי, המפנה אשר החל עוד ב-2007, ושם קץ לתקופה של צמיחה מואצת, שממנה נהנה גם המשק הישראלי מאז 2003. את נקודת המפנה במחזור העסקים העולמי מקובל לראות בפריצת משבר ה-subprime, בקיץ 2007. ואולם, למרות המשבר הפיננסי העולמי ולמרות ההאטה שהסתמנה בצמיחה העולמית, סביבת האינפלציה בישראל (עד ספטמבר 2008) נותרה גבוהה, וזאת בהשפעת שני גורמים עיקריים: (1) למרות ההאטה הריאלית שהסתמנה, המשיכו מחירי האנרגיה לעלות בקצב מואץ, ומחירי התוצרת החקלאית נותרו גבוהים לאחר עלייה מתמשכת, עד אמצע השנה (איור ג'-4). (2) המפנה במשק הישראלי היה הדרגתי, ובמהלך המחצית הראשונה של השנה עוד נמשכה הצמיחה המואצת, שאפיינה את החלק העולה של מחזור העסקים. בתקופה השנייה, שהחלה בספטמבר 2008, החריף המשבר העולמי דרמטית. עוד קודם לכן היה ברור כי ממדיו חורגים מאלו של מפנה "טבעי" במחזור העסקים, אולם לאחר קריסת Lehman Brothers, באמצע ספטמבר 2008, הייתה החרפה, שטרם נראתה כמותה, ומעטים שיערו את עוצמתה מבעוד מועד. ההחרפה התבטאה בהתמוטטות מוסדות בנקאיים ופיננסיים בעולם ובמצוקת נזילות ואשראי בארה"ב ובאירופה, ואלה הובילו לירידות חדות של מחירי נכסים ריאליים ופיננסיים ברחבי העולם. על רקע זה החלה בספטמבר התמתנות משמעותית של שיעורי האינפלציה בישראל, והאינפלציה הצפויה לטווח של שנה אף ירדה במהירות לשיעורים שליליים (איור ג'-3). תמורה זו באינפלציה הצפויה נבעה מהחרפת המשבר הפיננסי העולמי, שכאמור השפיעה גם על ההתפתחויות הפיננסיות בארץ, מהתבססות הירידה של מחירי האנרגיה והתוצרת החקלאית בעולם ומהאטת הפעילות הריאלית המקומית החל מהרביע השלישי. בהשפעת התפתחויות אלה הפכה המדיניות בסוף ספטמבר 2008 ממדיניות של שינויים תכופים במגמת הריבית - כתוצאה משינויים תכופים בהערכת היקפם, עומקם ועיתוים של הסיכונים הכלכליים - למדיניות של תוואי ריבית יורד בחדות. איור ג'-2 מציג את ירידת האינפלציה הצפויה, וכן את ירידת הריבית המוניטרית, לרמות הנמוכות ביותר ששררו במשק בכל הזמנים. איור ג'-1 מציג את תוואי הריבית המוניטרית גם בארה"ב ובאירופה, ומלמד כי התפתחות זו של המדיניות המוניטרית לא הייתה ייחודית למשק הישראלי. המשבר, שהחל כמשבר פיננסי בארה"ב, התפשט ברחבי העולם דרך מספר ערוצים⁴. אולם ההשפעות הדומיננטיות על המשק הישראלי פעלו בעיקר דרך הערוץ הריאלי. התפתחות הריבית המוניטרית בישראל והמפנים בה במהלך שנת 2008 נבעו מהבדלים בעיתוי ובעוצמה בין ערוצי ההשפעה של המשבר העולמי על המשק הישראלי, ומפערים בין השפעות אלו להערכות המוקדמות של מנהלי המדיניות. ערוץ ראשון הוא הערוץ הישיר

בהשפעת האירועים הדרמטיים בכלכלה העולמית נחלקת שנת 2008 לשתי תקופות, שביניהן מפריד חודש ספטמבר.

³ ראו: D. Michael Bordo (2008). "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008", NBER Working Paper No. 14569.

⁴ ניתוח של ערוצים אלו מציע, בין היתר: Max Corden (2008). "The World Credit Crisis: Understanding It, and What To Do", Melbourne Institute Working Paper No. 25/08.

- גופים שהחזיקו נכסים פיננסיים מגובים במשכנתאות מסוג subprime נפגעו מהירידה בערך הנכסים האלה; השפעת המשבר על המשק הישראלי דרך ערוץ זה הייתה מוגבלת ביותר, משום שהחשיפה הישירה של מוסדות פיננסיים בישראל לנכסים מסוג זה הייתה נמוכה יחסית. ערוץ שני הוא השפעה פיננסית בעלת השלכות ריאליות: השפעת המשבר על מערכות פיננסיות בעולם התבטאה בירידת מחירי נכסים פיננסיים ובמצוקת אשראי ונזילות. במשק הישראלי היו תופעות אלה מוגבלות יחסית לעולם, לפחות לעת עתה, והתבטאו בעיקר בשוקי המניות והאג"ח (שבהם הייתה החרפה משמעותית מספטמבר), ואילו שוקי האשראי-הבנקאי והמסחר הבין-בנקאי המשיכו לתפקד תוך הפגנת איתנות וחסיונות. ירידת מחירי האג"ח הקונצרניות והמניות הובילה הן לירידה בתחושת העושר והן לפגיעה בביטחון התעסוקתי, ואלה הביאו לירידת הצריכה הפרטית וההשקעות. ערוץ שלישי הוא ערוץ ריאלי לחלוטין - ירידת הביקוש ליצוא מיישראל, הן בשל הצטמצמות הסחר העולמי והן בשל ייסוף השקל. השפעת המשבר דרך ערוץ זה הייתה הדרגתית ומאוחרת ביחס להערכות המוקדמות.

המפנה בפעילות
הריאלית במשק
הישראלי החל מאוחר
והיה הדרגתי מהצפוי.

הירידה של מחירי המניות והאג"ח הקונצרניות אמנם החלה עוד בקיץ 2007, ושיקפה ציפיות של הציבור כבר אז לירידה בפעילות וברווחיות, אך המפנה במשק הישראלי הגיע מאוחר יותר. המפנה בפעילות הריאלית היה הדרגתי ומאוחר מן הצפוי גם בהשוואה להערכות שנגזרו מהמודלים המשמשים בבנק ישראל לצורך ניתוח ותמיכה במדיניות המוניטרית. במודלים אלה מנותחים כמותיים חלק מהמנגנונים הפעילים בערוצים שתוארו לעיל - הפחתות הריבית בעולם, היקף הסחר העולמי ומחיריו. מנגנונים אחרים - השפעות רכוש, קשיי נזילות ואשראי, השפעות על תנועות הון, עלייה בתפיסת הסיכון, אפקט העדר וכיוצא באלה - לא מקבלים ביטוי במודלים, ולפיכך ניתנים לניתוח שיפוטי בלבד⁵. הן ההשפעות שנכללות במודלים והן ההשפעות שאינן נכללות בהם לחצו רוב השנה, וביתר שאת לאחר ספטמבר, לירידה של האינפלציה והריבית. מכל אלה נגזר מפנה בסביבת האינפלציה ובריבית עוד בתחילת השנה, מפנה חד ומוקדם מכפי שהתממש בפועל.

עד חודש ספטמבר
הושפעו החלטות
הריבית מדילמה, שנבעה
משילוב של אינפלציה
גבוהה בפועל עם ציפיות
להאטה, שתביא לירידת
האינפלציה בהמשך. על
רקע זה התרחשו כמה
מפנים בכיוון הריבית עד
ספטמבר.

החלטות הריבית בשנת 2008, עד חודש ספטמבר, הושפעו מדילמה, שנבעה משילוב של אינפלציה גבוהה בפועל עם ציפיות להאטה, שתביא לירידת האינפלציה. האינפלציה הגבוהה בפועל נבעה הן מגורמי היצע והן מגורמי ביקוש - המשך התייקרות התשומות המיובאות מזה והמשך האצת הביקושים לתוצר המקומי מזה. בשני גורמים אלו היה צפוי מפנה שיביא לירידה חדה של האינפלציה, אולם אי-ודאות אפפה את עיתויו של המפנה. (בפועל הוא היה הדרגתי ומאוחר בהשוואה להערכות המוקדמות). בשלושת הרביעים הראשונים של השנה, עד למפנה, אפיינה האינפלציה הגבוהה את מדד המחירים לצרכן, אולם המדד המנוכה מדלק ומזון עלה בהתאם ליעד האינפלציה; משמע שהתייקרות תשומות האנרגיה והמזון לא חלחלה לכלל סעיפי המדד⁶. מאחר שהשפעת המדיניות

⁵ קשיי האשראי ניתנים לניתוח מוגבל בלבד על ידי אחד המודלים, הכולל הבחנה בין ריבית הבנק המרכזי לריבית הח"ד.

⁶ עבודות שנכתבו בשנים האחרונות בבנק ישראל נוקטות עמדות מנוגדות בשאלה כיצד ראוי להגיב כאשר מתפתחת סטייה בין האינפלציה במדד הכללי לבין האינפלציה במדדים מנוכים. בייצוב האינפלציה המנוכה - ולו חלקית - מהשפעות שער החליפין או מחירי יבוא מצדדים נ' ווסמן ו' לביא (2007), "עקומת פיליפס בישראל", סקר בנק ישראל 80, 105-122; וכן

Z. Eckstein and G. Segal (forthcoming), "Monetary Policy in Response to Imported Price Shocks: The Israeli Case", Bank of Israel working paper,

לעומתם, בניהול מדיניות המגיבה לשינויים במדד הכולל מצדד נייר העמדה "יעד האינפלציה - חשיבה מחדש", בנק ישראל 2007.

ההרעה לאחר ספטמבר
הביאה לירידה דרמטית
של סביבת האינפלציה,
ובנק ישראל הוריד את
הריבית בשיעור חד.

הפחתות הריבית החדות
לאחר ספטמבר הגיבו
על ירידתה של סביבת
האינפלציה, אך גם על
קשיי האשראי שהחלו
להתפתח במשק.

אינה מיידית אלא פועלת בפיגור מסוים, התקבלו החלטות הריבית לנוכח המפנה הצפוי ובהתחשב באינפלציה גבוהה המוגבלת לסעיפים מסוימים ואינה מחלחלת לכלל סעיפי המדד. אולם לאחר מספר חודשים רצופים של הפתעות כלפי מעלה - הן במדדים והן בפעילות הריאלית - החלו תחזיות החזאים וציפיות שוק ההון לעלות לסביבת הגבול העליון של יעד האינפלציה, ואף למעלה ממנו. עליית הציפיות, כשלעצמה, איימה להביא להעלאות מחירים, שתבטאנה בהתפשטות האינפלציה הגבוהה לכלל סעיפי המדד, והניעה את בנק ישראל להעלות את הריבית. בספטמבר, משהגיעה התפנית, התבררו הממדים של השפעת המשבר העולמי, הן על מחירי התשומות והן על הביקושים לתוצר המקומי. כתוצאה מכך ירדה סביבת האינפלציה דרמטית, ובנק ישראל הוריד את הריבית בשיעור חד.

כמקובל וכמתבקש במשטר גמיש של יעד אינפלציה⁷, המדיניות המוניטרית פעלה במהלך השנה להשגת יציבות מחירים, אך תוך תמיכה בפעילות הפיננסית והריאלית⁸. לפיכך, החלטות הריבית במהלך השנה לא הושפעו רק מהתפתחות האינפלציה, אלא גם מההתפתחויות במערכת הפיננסית. כפי שמעידים מצרפי הכסף והאשראי, התפתחויות אלה לא ביטאו בעיית נזילות בשוק הכספים, כדוגמת זו שאפינה את המערכות הפיננסיות בארה"ב ובאירופה. עם זאת, נתוני המערכת הפיננסיות, בעיקר לאחר אירועי ספטמבר, העידו על התפתחות קשיי אשראי בחלק ממגזרי הפעילות, קשיים המאפיינים משק במעבר משלב הצמיחה לשלב ההאטה של מחזור העסקים: נבלמה הפעילות בשוק הראשוני של האשראי החוץ-בנקאי, עלו מירווחי הריבית במגזר השקלי, והחמירו קשיי המימון בכל ענפי המשק. (ראו פרק ד', המערכת הפיננסית.) עליית המירווחים התבטאה הן בעלייה דרמטית של פערי התשואה בין אג"ח קונצרניות לאג"ח ממשלתיות - החרפת המגמה שהחלה עם פרוץ משבר ה-subprime בקיץ 2007 (פרק ד') - והן בעליית הפער בין ריבית החח"ד לריבית בנק ישראל (לוח ג'-2). לוח ג'-2 מראה כי מאז קיץ 2007 נעו מירווחים אלו בתחום 5.6-6.2 נקודות אחוז, מעט גבוה בהשוואה לתחום 5.1-5.6 אחוזים, שבו הם נעו לפני כן. התפתחות המירווחים, כפי שמוצג בלוח, מלמדת גם על התפתחות הערכת הסיכונים בבנקים המסחריים: במהלך השנתיים האחרונות עלה המירווח בין ריבית החח"ד לבין ריבית בנק ישראל שלוש פעמים - מייד לאחר פרוץ משבר ה-subprime בקיץ 2007 (ופרשת "חפציבה" שהתפוצצה אז⁹), לאחר קריסת בנק ההשקעות Bearn Stearns, במארס 2008, שהעלתה חששות להחרפת המשבר העולמי, ולאחר קריסת Lehman Brothers בספטמבר 2008. בכל אחד משלושת המקרים האלה - כך מוצג בלוח ג'-2 - עליית המירווחים, וכן ירידתם, היו הדרגתיות, והם הוסיפו לנוע בסביבה גבוהה מזו שבה נעו לפני קיץ 2007. עליית המירווח כשלעצמה - שגם תאמה את ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים בעולם - מוסברת כחלק מפעילות מחודשת של הערכת סיכונים ותמחורם, ואולי גם בניצול מצב השוק על ידי הבנקים, שמעמדם התחזק לנוכח הדלדלות מקורות האשראי החוץ-בנקאי. הפחתות הריבית שננקטו לאחר אירועי ספטמבר נבעו, בין היתר, מהכוונה להפחית את מחיר האשראי לציבור, על רקע התפתחויות אלה בשוק האשראי.

⁷ ראו בדוח בנק ישראל לשנת 2006, תיבה ג'-1, הדנה במשטר גמיש של יעד אינפלציה.

⁸ ההתפתחויות הצפויות של הפעילות הריאלית רלוונטיות לדיון על המדיניות המוניטרית עקב השפעתן על האינפלציה, אך גם בזכות עצמן - מפני היותן מושפעות מהמדיניות המוניטרית ומפני חשיבותן לכלכלת ישראל. לדיון בשאלה אם נכון להציב בפני הבנק המרכזי יעדי פעילות, נוסף על יעד האינפלציה, ראו: א' צוקרמן (2008), "האם יש להציב לבנק ישראל יעדי צמיחה? שיקולים ועקרונות לדיון שיטתי", סקר בנק ישראל 81, 93-113.

⁹ ראו בנק ישראל, ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 119, לתקופה אפריל-ספטמבר 2007.

התייחסות זו לשיקולים של יציבות פיננסית מובילה באופן טבעי לשאלה: האם ככלל החלטות הריבית צריכות להביא בחשבון גם שיקולים של יציבות פיננסית? כמו בנושאים אחרים, גם בנושא זה המציאות מקדימה את הספרות האקדמית. הנטייה של בנקים מרכזיים בעולם, ובכלל זה של בנק ישראל, היא להביא בחשבון שיקולי יציבות פיננסית. גישה זו נשענת, בין היתר, על תובנות לגבי מנגנוני התמסורת של המדיניות המוניטרית, שדרכם משפיעה המדיניות גם על פרמיות הסיכון בשוק (ולא רק על מחיר האשראי חסר הסיכון)¹⁰: ריבית נמוכה יותר מעלה את ערך הנכסים והתזרים המהווך של פירמות ומשקי בית, ולפיכך מעלה את ערך ביטחונותיהם - מה שבהמשך מפחית את פרמיית הסיכון שלהם. הפחתות הריבית של בנק ישראל ברביע האחרון אכן הושפעו במידה רבה מהתפתחות קשיי אשראי בחלק מהמגזרים.

לאחר כעשר שנים ללא התערבות של הבנק המרכזי בשוק מטבע החוץ¹¹, החל בנק ישראל השנה לרכוש מט"ח בשוק החופשי, במטרה להגדיל את יתרות המט"ח של המדינה. עיתוי הרכישות נקבע לנוכח ההתחזקות הניכרת של השקל.

2. המדיניות המוניטרית

משנת 2003 פועלת המדיניות המוניטרית במסגרת של יעד אינפלציה רציף בתחום של 1 עד 3 אחוזים, המוגדר כיעד יציבות מחירים. יעד רב-שנתי מגדיל את השקיפות של המדיניות המוניטרית ואת אמינותה, ומסייע לעגן את הציפיות לאינפלציה בגבולותיו, וכך גם מקל על השגתו. הכלי המרכזי שבאמצעותו פועל בנק ישראל להשגת היעד הוא הריבית המוניטרית, אשר משפיעה על התפתחות האינפלציה דרך השפעתה על הביקושים לצריכה פרטית ולהשקעות, על עלות האשראי, על הציפיות לאינפלציה ועל שער החליפין. לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים, בהם ההתפתחויות בשוקי ההון, הכספים והמט"ח והפעילות הריאלית. כן הוא משתמש במודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה ולהערכת הריבית הדרושה לשם השגת יעד האינפלציה, לפי תרחישים שונים של ההתפתחויות הכלכליות. מעקב אחר מכלול ההתפתחות מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים והשלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את מינון הריבית המתאים, להערכתו, להשגת יעד האינפלציה לשנה-שנתיים הקרובות תוך שמירה על יציבות השווקים הפיננסיים והריאליים. המשמעת הפיסקלית של השנים האחרונות, המתבטאת בין היתר בהקטנת יחס החוב לתוצר, הפחיתה את לחצי הריבית ואת הלחצים האינפלציוניים במשק. אולם, כפי שמוצג בפרק ו' על המגזר הציבורי, במחצית הראשונה של 2009 - עד אישור התקציב המחודש לאחר הבחירות הכלליות לכנסת והקמת הממשלה - המדיניות הפיסקלית צפויה להיות מצמצמת, למרות ההאטה הריאלית, ולפיכך להגדיל את הנטל על המדיניות המוניטרית, שממילא מתקרבת למגבלה התחתונה של הריבית הנומינלית.

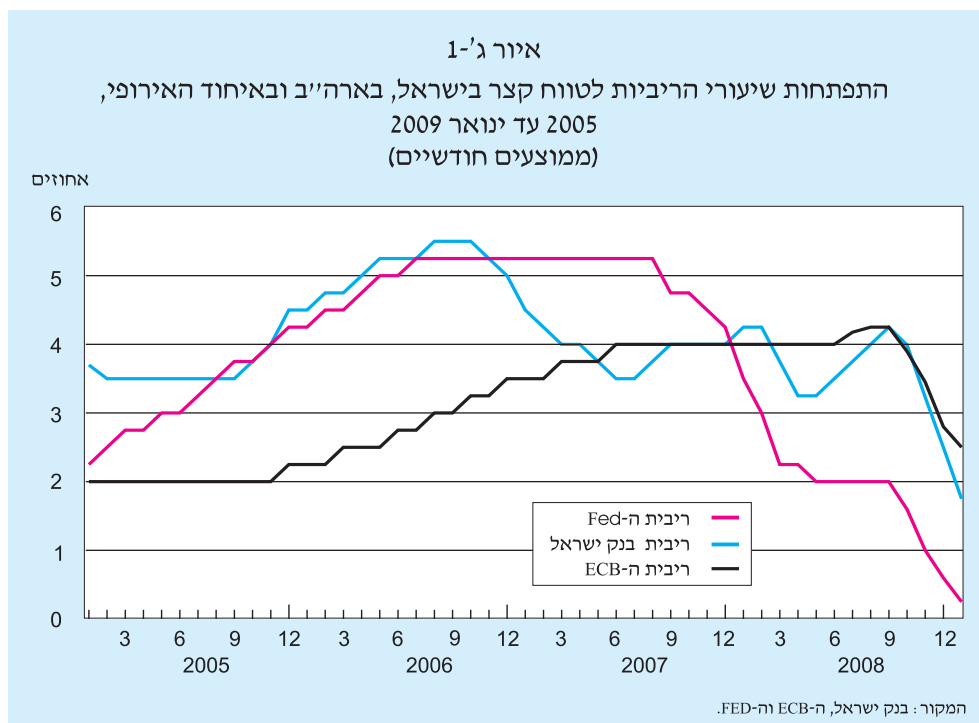
¹⁰ ראו:

Ben Bernanke (2007). "The Financial Accelerator and the Credit Channel", Speech at "The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century" conference, at the Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, June 15, 2007.

¹¹ ב-1997 הושלם המעבר ממשטר של שער חליפין מנהל למשטר של יעד אינפלציה עם שער חליפין נייד לחלוטין.

המדיניות הגיבה בעיקר על התפתחויות שמקורן בזעזועים גלובליים.

במהלך 2008 הגיבה המדיניות המוניטרית בעיקר על התפתחויות ששיקפו זעזועים גלובליים - עליית מחירי הנפט והתוצרת החקלאית בעולם והשפעות המשבר העולמי. כפי שיוסבר להלן בסעיף על המחירים, האינפלציה השנה - למעט סעיף הדיור - כמעט לא הושפעה מגורמים מקומיים משמעותיים, למרות הירידה בשיעור האבטלה, שקרובה את המשק לתעסוקה מלאה במחצית הראשונה, ולמרות ההאטה במחצית השנייה. עקב האינטגרציה של המשק עם הכלכלה הגלובלית, ועקב תנועות ההון החופשיות אל המשק וממנו, התחשב בנק ישראל גם בהשלכות ההתפתחות הצפויה של שיעורי



הריבית בחו"ל. עליית ריבית בחו"ל מגדילה את האטרקטיביות של נכסים זרים; הרצון לעבור לנכסים זרים פועל להעלאת שער החליפין, ולפיכך - ללחצים אינפלציוניים. ירידת ריביות בעולם פועלת בכיוון ההפוך. לפיכך מגיב בנק ישראל בכלי הריבית גם על התפתחויות של הריביות בעולם (איור ג'-1). בארה"ב - מקור המשבר - הופחתה הריבית בשל המשבר ולמרות האינפלציה הגבוהה, באירופה היא נותרה ללא שינוי עד ספטמבר והופחתה בהמשך, ובשווקים המתעוררים הייתה מגמה מעורבת עם נטייה להעלאות ריבית עד ספטמבר והפחתות לאחר מכן.

החלטות הריבית במהלך השנה התקבלו בצל הסיכון שהמשבר העולמי יגיע לישראל דרך מספר ערוצים¹², ובעוצמה גבוהה. אולם האינדיקטורים השונים במהלך השנה העידו כי סיכון זה מתממש באופן חלקי והדרגתי מהצפוי עד ספטמבר, ובאופן דרמטי יותר אחריו. עד מאי הופחתה הריבית מתוך הערכה כי התמתנות הפעילות והאינפלציה תהיה מהירה וחזקה מכפי שהיה בפועל (לוח ג'-2). כפי שמוצג בפרק ב', על התוצר לענפיו, ההאטה

¹² שנסקרו בסעיף הקודם - "ההתפתחויות העיקריות".

לוח ג'-2
הריכוזיות - הנומנליות והריאליזם - הציפיות לאינפלציה ועלויות המזון, עד 2008
(ממוצעים תקופתיים, אחוזים)

ממד המזון לצרכן	התשואה הריאלית לפריון על	התשואה הריאלית לפריון על	הריכוזיות הריאלית הנומנלית על	הציפיות לאינפלציה לשנה	בין הפער בין ריכוזיות לריכוזיות	ריכוזיות עלויות	הריכוזיות המוצגות	הריכוזיות המוצגות	התקופה
האינפלציה	איגרות החוב	איגרות החוב	מקורות בנק	ממוצע	משוק	האפקטיביות	של בנק	של בנק	
12-החדשים	הצמודות למדד 5	הצמודות למדד 5	ישראל ⁴	החזאים	החוק ³	ישראל	אפקטיביות	ישראל ²	
האחוזים	ל-10 שנים	למדד לשנה ⁵							
0.6	3.3	2.9	2.7	1.9	1.4	5.7	9.9	4.01	3.94
0.1	3.4	3.5	3.5	1.7	1.1	5.1	10.0	4.59	4.50
-0.8	3.2	3.0	2.9	1.9	1.4	5.3	9.9	4.33	4.25
-0.9	3.3	2.9	2.7	2.0	1.3	5.4	9.7	4.07	4.00
-1.2	3.1	3.4	3.6	1.7	0.5	5.3	9.6	4.07	4.00
-1.2	2.9	2.9	3.1	1.2	0.7	5.6	9.7	3.82	3.75
-0.6	3.1	2.0	1.7	1.9	1.9	5.7	9.4	3.56	3.50
0.4	3.3	2.1	1.6	2.7	2.0	6.0	9.8	3.56	3.50
1.1	3.7	2.8	2.1	2.6	1.7	6.0	10.1	3.82	3.75
1.4	3.7	3.3	2.9	1.7	1.2	6.0	10.3	4.07	4.00
2.2	3.4	3.1	2.8	1.6	1.2	5.9	10.2	4.07	4.00
2.8	3.4	3.0	2.7	1.9	1.4	5.8	10.1	4.07	4.00
3.4	3.5	2.6	2.2	2.4	1.9	5.8	9.8	4.07	4.00

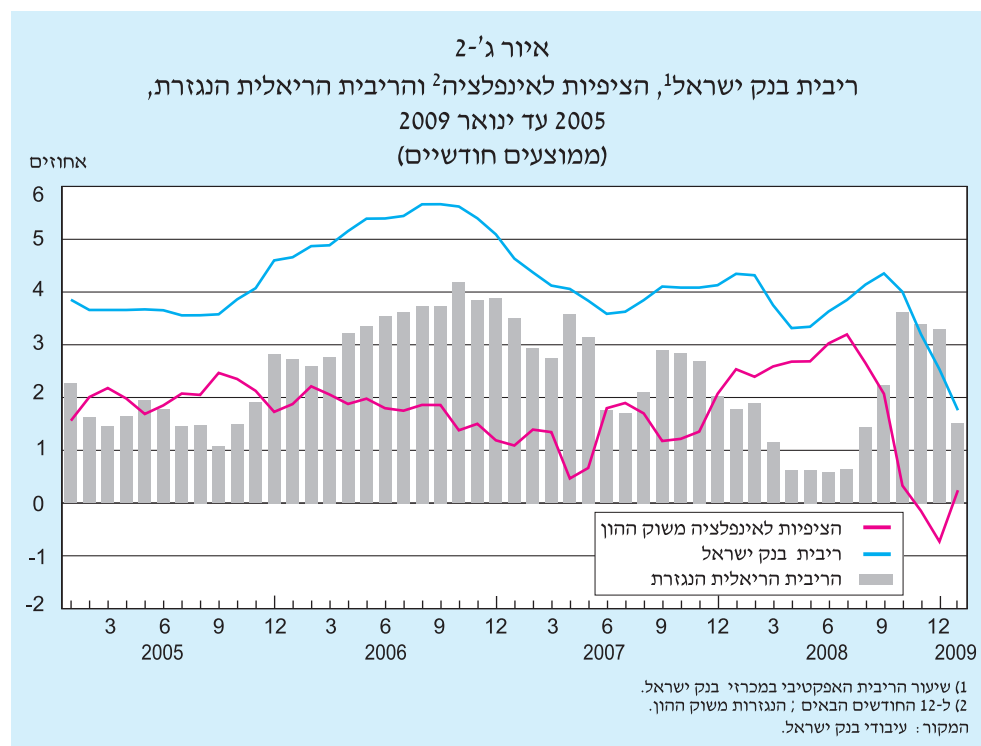
לוח ג'-2 (המשך)
הריביות - הנומנליות והריאליות - הצפויות לאינפלציה ועליית המחירים, עד 2007
(ממוצעים תקופתיים, אחוזים)

ממד המחירים לצרכן	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות החוב	התשואה הריאלית לפדיון על איגרות החוב	הריבית הריאלית הנגזרת על הריבית על איגרות החוב	הצפיות לאינפלציה לשנה	הפער בין ריבית החח"ד לריבית	ריבית חח"ד וער"ש חובה, עלות של בנק	הריבית המוצהרת של בנק ישראל ²	הריבית המוצהרת של בנק ישראל ²	2008
4.6	3.4	1.9	1.8	2.5	1.9	5.9	9.8	3.73	3.65
3.5	3.5	2.3	1.8	2.6	2.5	5.8	10.4	4.33	4.25
3.6	3.2	1.9	1.9	2.4	2.4	5.9	10.5	4.33	4.25
3.7	3.1	1.1	1.1	2.6	2.6	6.0	9.9	3.82	3.75
4.7	3.2	1.0	0.6	2.8	2.7	6.1	9.7	3.30	3.25
5.4	3.2	1.4	0.6	3.2	2.7	5.7	9.2	3.30	3.25
4.8	3.2	1.3	0.6	3.1	3.0	5.7	9.5	3.56	3.50
4.8	3.3	1.2	0.6	3.1	3.2	5.6	9.7	3.82	3.75
5.0	3.3	1.7	1.4	3.0	2.7	5.9	10.2	4.07	4.00
5.5	3.4	2.2	2.2	2.8	2.1	5.8	10.4	4.33	4.25
5.5	3.9	3.1	3.6	2.0	0.3	5.9	10.1	4.06	3.75
4.5	4.1	3.2	3.4	1.3	-0.1	6.0	9.4	3.32	3.25
3.8	3.4	2.8	3.3	0.5	-0.7	6.2	8.9	2.53	2.50

(1) לפי חודש נילול.
(2) הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.
(3) מחשבות על פי התשואות ברוטו.
(4) הריבית הנומנלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.
(5) על פי עקום מחולק של תשואות די"ל¹ - עקום אפסי.
המקור: חטיבת המחקר של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הריאלית ניכרה באופן מובהק רק בנתוני הרביע הרביעי. במשך הזמן התברר כי המפנה בפעילות המקומית הדרגתי יותר מאשר בארה"ב ובאירופה, כי התמתנות האינפלציה מתעכבת, וכי שיעור האינפלציה הצפוי מוסיף לעלות. לכן נאלץ בנק ישראל מאז חודש יוני לשוב ולהעלות את הריבית (לוח ג'-2). זאת גם כדי למנוע פגיעה באמינותה של המדיניות, פגיעה שהייתה עלולה להביא הן להתפרצות אינפלציונית והן להחרפת ההשפעות של המשבר העולמי. מספטמבר, ההחרפה הקיצונית במשבר העולמי, החמור ממילא, השפיעה על המערכת הפיננסית בארץ, כפי שמפורט בהרחבה בפרק ד'. לצד ההחרפה הפיננסית הופיעו ברביע האחרון גם נתונים המבשרים האטה ריאלית - הן על רקע החרפת המשבר הפיננסי והן על רקע תהליכים שהחלו לפני כן, אך השפעתם הייתה הדרגתית. כל זה הביא למפנה נוסף בתוואי הריבית: מאז ספטמבר ננקטו הפחתות ריבית חדות, ואליהן נוספו מספר צעדי מדיניות חריגים, שיידונו בהמשך.

אחד האינדיקטורים החשובים לצורך החלטות הריבית הוא ההתפתחות של שיעור האינפלציה הצפוי לטווח של שנה. במהלך המחצית הראשונה של 2008 עלו הציפיות לאינפלציה (הציפיות הנגזרות מנתוני שוק ההון לטווח של 12 החודשים הבאים) מרמה של 2.5 אחוזים, בתחום העליון של יעד האינפלציה, לרמה של 3.2 אחוזים, מעל גבולו העליון (לוח ג'-2). תחזיות החזאים הפרטיים התפתחו באופן דומה. על רקע זה התפתחו גם ציפיות לתוואי ריבית עולה. התפתחות זו של עליית האינפלציה הצפויה ושל הריבית הצפויה הושפעה מהעובדה שקצב ההתמתנות של הפעילות ושל האינפלציה היה איטי מכפי שהוערך במסגרת החלטות הריבית באותה התקופה; אפשר שהחלטות הריבית באותה התקופה לא נומקו לציבור בבירור מספקת, ולפיכך ייתכן שהיה כרוסום מסוים באמינות שהציבור ייחס למדיניות המוניטרית. באוגוסט התהפכה המגמה, והציפיות החלו



לרדת, בהשפעת ירידת מחירי האנרגיה והתוצרת החקלאית בעולם, ואולי גם בהשפעת ההעלאות של ריבית בנק ישראל. בעקבות אירועי ספטמבר התעצמה מגמת הירידה של הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים, והן צנחו בתוך זמן קצר ואף הגיעו לשיעורים שליליים¹³ (איור ג'-2 ואיור ג'-3). בד בבד התפתחו ציפיות למדיניות מוניטרית שתגיב על הירידה החדה בסביבת האינפלציה, וכן על ההתפתחויות בתחום הריאלי והפיננסי. ציפיות לתוואי ריבית יורד נגזרו אפוא במהלך הרביע האחרון של השנה הן מעקום המק"ם והן מתחזיות החזאים הפרטיים.

לאורך השנה, לנוכח התמורות של שיעור האינפלציה הצפוי, הריבית הריאלית הנגזרת על מקורות בנק ישראל לא התפתחה תמיד בהתאם לכוונת מנהלי המדיניות המוניטרית. לוח ג'-2 ואיור ג'-2 מראים שהריבית הריאלית הנגזרת ירדה לסביבה נמוכה לפני ספטמבר (עד 0.6 אחוז - הרמה הנמוכה ביותר בכל הזמנים) גם בתקופות של העלאות של הריבית המוניטרית; עוד מראים הלוח והאיור, שלאחר ספטמבר, כתוצאה מירידת האינפלציה הצפויה לשיעור שלילי, עלתה הריבית הריאלית הנגזרת עלייה חדה (ל-3.5 אחוזים), חרף ההפחתות החדות של הריבית המוניטרית. במקרים קיצוניים, כדוגמת המשבר הנוכחי, אפשר שמנהלי המדיניות יהיו מעוניינים בריבית ריאלית נמוכה במיוחד, ואולי אפילו שלילית. ריבית ריאלית שלילית מתקבלת כשיעור האינפלציה הצפוי גבוה משיעור הריבית הנומינלית. מאחר שהאחרונה לא יכולה להיות נמוכה מאפס, חיוני ששיעור האינפלציה הצפוי יהיה חיובי. אולם, כפי שממחיש איור ג'-2, יש תקופות שבהן שיעור האינפלציה הצפוי נמוך משמעותית מהגבול התחתון של היעד; הצורך להבטיח שגם במקרים קיצוניים כאלה שיעור האינפלציה יהיה חיובי הוא אחד מכמה נימוקים ליעד אינפלציה חיובי¹⁴.

מאז מארס 2008 החל בנק ישראל בביצוע תוכנית להגדלת יתרות המט"ח של המדינה באמצעות רכישות במהלך המסחר¹⁵. יתרות מטבע החוץ משמשות מקור נזילות לעת הצורך, והמשק מפיק תועלת גם מעצם החזקתן - הקטנת ההסתברות של משבר בשוק מטבע החוץ ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. הגדרת תפקידיהן של יתרות מטבע החוץ נגזרת מהשימושים האפשריים של הממשלה ובנק ישראל בהן או מהתועלות שיכולות לנבוע מהן, ואלו משמשים גם בסיס לקביעת רמתן הרצויה¹⁶. בתחילת שנת 2008, לאחר בחינה מעמיקה של רמת היתרות הרצויה, הוחלט להגדיל את יתרות מטבע החוץ של ישראל. זאת לנוכח צורכי המשק על רקע הצמיחה המהירה של התוצר בשנים האחרונות ועל רקע השתלבותנו ההולכת וגדלה בכלכלה העולמית ובמערכת הפיננסית הגלובלית. עיתוי הפעלתה של התוכנית נקבע על רקע הייסוסף החד והמתמשך של המטבע המקומי, שאיפשר רכישת מטבע חוץ המתיישבת עם מכלול יעדי המדיניות המוניטרית. מסוף מארס 2008 החל אפוא בנק ישראל ברכישת מטבע חוץ במהלך המסחר. כך נרכשו במהלך 2008,

להתפתחות הקיצונית של שיעור האינפלציה הצפוי הייתה השפעה ניכרת על הריבית הריאלית הנגזרת על מקורות בנק ישראל - לא תמיד באופן שהתיישב עם כוונתם של מנהלי המדיניות המוניטרית.

השנה החל בנק ישראל בביצוע תוכנית להגדלת יתרות מטבע החוץ של המדינה, באמצעות רכישות מטבע חוץ במהלך המסחר.

¹³ ייתכן שחלק מירידה זו ניתן לזקוף להבדלי סחירות בין אג"ח צמודות למדד לאג"ח לא-צמודות, אשר בגינם הבדלי תשואה בין שני סוגי האג"ח אינם מבטאים רק את האינפלציה הצפויה.

¹⁴ על נימוק זה ועל נימוקים נוספים ליעד אינפלציה נמוך אך חיובי, ראו: Roberto M. Billi and Kahn A. George (2008) "What is the Optimal Inflation Rate?", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic review, Second quarter*.

¹⁵ להפעלת התוכנית קדמה ההתערבות במהלך המסחר במהלך מארס 2008, טרם תחילתה של תוכנית הרכישות, וזאת בגלל התפתחותו החריגה של שער החליפין של השקל באותם ימים.

¹⁶ פירוט על מסגרת הניהול של יתרות מטבע החוץ בכלל ורמת היתרות הרצויה בפרט, ראו בדוחות של מחלקת מטבע חוץ משנים קודמות. על רמת היתרות הרצויה ראו בדוח ל-2007; הגדרות של השימושים האפשריים ביתרות - בדוח ל-2005.

במסגרת תוכנית הגדלתן של היתרות, 12.1 מיליארדי דולרים - מרביתם במחצית השנייה של השנה, שבה הגביר הבנק את קצב הרכישות מ-25 מיליון דולרים ביום ל-100 מיליונים. בסוף השנה הודיע בנק ישראל כי ימשיך לרכוש מטבע חוץ גם במהלך 2009, וכי בכוונתו לבחון את התוכנית מעת לעת לאור תנאי השוק המשתנים.

ההתפתחויות הכלכליות ב-2008 משקפות את תהליך ההתבגרות שעבר המשק הישראלי מאז יישום תוכנית הייצוב ב-1985 ועד היום¹⁷. בשנות השמונים והתשעים זעזועים חזקים בשווקים הפיננסיים הבינו-לאומיים - שהתבטאו בירידה חדה של תנועות ההון אל המשקיים המתעוררים ובהאטה משמעותית של צמיחת הפעילות והסחר הבינו-לאומי - אילצו את בנק ישראל לקיים מדיניות מוניטרית מרסנת, כדי לאון את השפעת העלייה בסיכון על היציבות הפיננסית ועל שער החליפין. הסיבה לכך הייתה תנאי היסוד של המשק, שפעלו להגברת ההשפעה של הזעזועים החיצוניים, והתמסורת הגבוהה משער החליפין למדד המחירים. כך היה בשני המשברים האחרונים שקדמו למשבר הנוכחי: משבר המטבעות של השווקים המתעוררים ב-1998 אירע זמן קצר בלבד לאחר שהמשק הישראלי עבר למשטר של שער חליפין ניד, והמיתון העולמי של ראשית העשור הביא ב-2002 לאובדן אמון במדיניות הפיסקלית, בשל התבססותה על תחזית לא מציאותית של הכנסות ממסים¹⁸. בשני מקרים אלה - של זעזועים חיצוניים שהשפעתם הוגברה בשל נסיבות מקומיות - נאלץ בנק ישראל להעלות את הריבית, ואיתה את המירווח מול הריביות בעולם, לנוכח "בריחת הון" ופיחות חד בשער השקל. לעומת זאת פקד המשבר הנוכחי את המשק הישראלי כשתנאי היסוד בו טובים - הן ביחס לעבר והן ביחס לשאר העולם - ואלה ריסנו את השפעת הזעזועים על המשק ואף הביאו ללחצי ייסוף; לפיכך, בניגוד למשברי העבר, שגם מקורם היה אקסוגני, במשבר הנוכחי נוקט בנק ישראל הפחתות ריבית תוך רכישות מט"ח. לא רק התפתחות הריבית מצביעה על שינוי ביחס למדיניות שנקטה במשברים קודמים; גם התפתחות המירווח ביחס לריביות בחו"ל מצביע על כך: איור ג'-1 מראה שריבית בנק ישראל התפתחה בעקבות המשבר באופן דומה לזו של ה-ECB, לאחר שהמירווח ביניהן הלך ונסגר עד סוף 2006; ההשוואה לארה"ב אמנם מציירת תמונה שונה - של גידול המירווח - אולם יש לזכור שמקור המשבר הוא ארה"ב, ועל רקע זה ננקטו שם הפחתות ריבית חדות. נוסף על השוני בגורמי המשבר ובמאפייניו, ונוסף על הירידה המשמעותית בתמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן, המדיניות המוניטרית הננקטת היום שונה מזו שנקטה בעבר גם הודות לסביבת האינפלציה הנמוכה במונחים היסטוריים, לעודף בחשבון השוטף, למשמעת הפיסקלית המתמשכת ולמגמת הירידה של יחס החוב לתוצר. העובדה שבמשבר הנוכחי המעבר לנכסים בטוחים התבטא בעליית הביקוש ל"שחר" ול"גליל"¹⁹, ונוסף על כך המשיך בנק ישראל ברכישות המט"ח, מבטאת אמון גבוה גם במדיניות המוניטרית; זאת בשונה מאשר בשנים קודמות, שבהן משברים הביאו דווקא לעליית הביקוש לנכסים זרים, וכתוצאה מכך - לפיחות חד.

המשבר הנוכחי פקד את המשק הישראלי כשתנאי היסוד בו טובים - הן ביחס לעבר והן ביחס למדינות אחרות.

¹⁷ ראו חיים ברקאי וניסן לויתן, *בנק ישראל: חמישים שנות חתימה לשליטה מוניטרית*. כרך א', *ההיסטוריה המוניטרית של ישראל - סקירה אנליטית*, בהוצאת בנק ישראל (2004).

¹⁸ ראו דוחות בנק ישראל לשנים 1998 ו-2002.

¹⁹ אג"ח ממשלתיות לא-צמודות וצמודות למדד, בהתאמה.

החלטות המדיניות בתקופה הראשונה (עד ספטמבר)

עד ספטמבר התרחשו שלושה מפנים בתוואי הריבית, החלה והסתיימה בשיעור ריבית של 4.25 אחוזים:

- לינואר הועלתה הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לשיעור של 4.25 אחוזים, ונותרה ללא שינוי לחודש פברואר. החלטות הריבית לחודשיים אלה הושפעו מהאינפלציה הגבוהה והמפתיעה בחודשים האחרונים של 2007 - תוצאת העלייה החדה של מחירי הנפט והסחורות בשוק העולמי - ומאינדיקציות לעודפי ביקוש במשק.
- לכל אחד מהחודשים מארס ואפריל הופחתה הריבית ב-0.50 נקודות אחוז, לשיעור של 3.25 אחוזים, למרות סביבת האינפלציה הגבוהה ששררה אז. ההפחתות הפתיעו את השווקים, והן נבעו משני שיקולים עיקריים. שיקול אחד היה החשש מהעמקת המשבר העולמי ומהשלכותיו האפשריות על המשק הישראלי. ההערכה הייתה שההאטה העולמית תביא למפנה במחירי הסחורות, ואלה - יחד עם האטה בישראל - יפחיתו את הלחצים האינפלציוניים. כל זה אמנם התרחש, אך מאוחר מן הצפוי. השיקול השני היה הייסוף החד והמתמשך בערך השקל. באמצע מארס התערב בנק ישראל במסחר בשוק המט"ח, לראשונה מזה כעשר שנים, לנוכח התפתחות חריגה של שער החליפין במהלך המסחר, שזוהתה ככשל שוק. בסוף אותו החודש החל הבנק ביישום תוכנית להגדלת יתרונות המט"ח באמצעות רכישות ישירות במהלך המסחר ועל רקע ייסוף השקל. תחילה הוחלט על רכישות בקצב יומי ממוצע של 25 מיליוני דולרים; ב-10 ביולי, על רקע התחזקות נוספת של השקל, עודכן קצב הרכישות היומי ל-100 מיליוני דולרים.
- למאי נותרה הריבית ללא שינוי, והחל מיוני היא הועלתה בארבעה צעדים רצופים של 0.25 נקודת אחוז בכל חודש, לשיעור של 4.25 אחוזים. בהעלאות הריבית תמכו שלושה שיקולים עיקריים: (1) עלייה חדה ומפתיעה של שיעורי האינפלציה בפועל, וכן של שיעור האינפלציה הצפוי לעתיד, בשל מחירי האנרגיה והסחורות. (2) הערכות שלפיהן המשבר העולמי יהיה פחות חמור מכפי שהוערך תחילה. (3) הערכות כי המשק מצוי בסביבת תעסוקה מלאה, וכי ההאטה תגיע מאוחר מכפי שהוערך קודם לכן.

החלטות המדיניות בתקופה השנייה (לאחר ספטמבר)

לאחר ספטמבר הופחתה הריבית בחדות, לשיעורים הנמוכים ביותר בכל הזמנים. החמרת המשבר העולמי עקב אירועי ספטמבר טלטלה את שוק ההון המקומי והביאה להתחזקות הסימנים לקשיי אשראי במגזרים מסוימים: עלו מירווחי הריבית במגזר השקלי, והחמירו קשיי המימון בכל ענפי המשק²⁰. עליית מירווחי הריבית תמכה בהפחתות ריבית בנק ישראל מאז אירועי ספטמבר 2008 - מתוך כוונה להוזיל את עלות האשראי למגזר העסקי ולמשקי הבית. נוסף על הפחתות הריבית הודיע בנק ישראל גם על שורת צעדים בכלים המוניטריים, במטרה להגביר את הנזילות במערכת הפיננסית. צעדים אלה, שעליהם הוחלט בסוף השנה, ויישומם החל ב-2009, מפורטים בסעיף האחרון של פרק זה - הסעיף הדין בכלי המדיניות המוניטרית.

²⁰ ראו סקר החברות והעסקים של בנק ישראל לרביע הרביעי של 2008.

בנק ישראל הוריד בתקופה זו את הריבית בשיעורים חדים, לרמה הנמוכה ביותר בכל הזמנים. מספטמבר עד דצמבר הופחתה הריבית בארבעה צעדים - שניים מהם בהחלטות שלא מן המניין - מ-4.25 אחוזים ל-2.50 אחוזים. מגמה זו נמשכה גם בתחילת 2009:

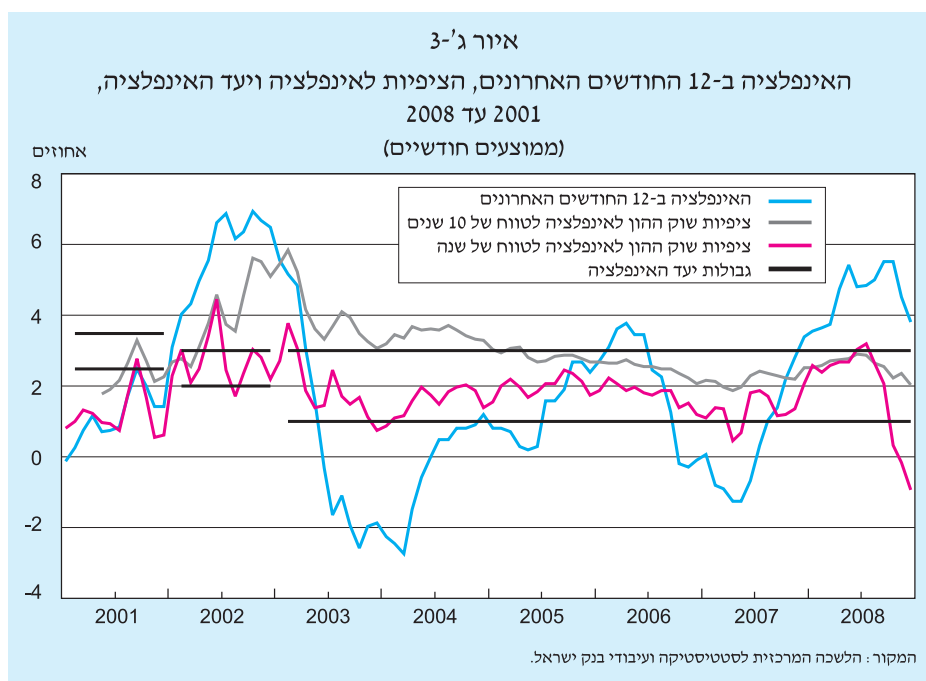
- ב-7 באוקטובר הוחלט - בהחלטה שלא מן המניין - על הפחתה של 0.50 נקודת אחוז, שתיושם החל מה-11 באותו החודש. למחרת אותו היום ננקטה פעולה מתואמת על ידי הבנקים המרכזיים המובילים בעולם - ה-Fed, ה-ECB, הבנק המרכזי של אנגליה ועוד - של הפחתת הריבית ב-0.50 נקודת אחוז.
- לנובמבר הוחלט על הפחתה של 0.25 נקודת אחוז.
- ב-11 בנובמבר הוחלט - בהחלטה שנייה שלא מן המניין - על הפחתה של 0.50 נקודת אחוז, שתיושם החל מה-14 באותו החודש.
- לדצמבר הוחלט על הפחתה של 0.50 נקודת אחוז, לשיעור של 2.50 אחוזים.
- בהמשך הוחלט על הפחתות נוספות לריבית הנמוכה ביותר בתולדות המשק: לינואר 2009 הופחתה הריבית ל-1.75 אחוזים, לפברואר היא הופחתה לאחוז אחד, ולמארס היא הופחתה ל-0.75 אחוז. התקרבות הריבית לגבולה התחתון - כלומר לשיעור של אפס - הצריכה שימוש בכלי מדיניות נוספים. לפיכך הודיע בנק ישראל ב-16 בפברואר 2009 כי יחל להתערב בשוק המשני של האג"ח ממשלתיות, כדי להשפיע גם על שיעורי הריבית לטווחים הארוכים.

אחדות מהחלטות
הריבית השנה הפתיעו
את הציבור - בעוצמה או
בעיתוי.

חלק מהפחתות הריבית השנה הפתיע את הציבור, בין בעוצמה ובין בעיתוי: הפחתות הריבית למארס ולאפריל - בשיעור של 0.50 נקודת אחוז - הפתיעו את השווקים בעוצמתן, ושתיים מההפחתות ברביע האחרון הפתיעו במועדן. החלטות מפתיעות יכולות להועיל, אך הן כרוכות בעלות. החלטות בעיתוי מפתיע עשויות לשדר נחישות, ולפיכך ביכולתן לשקם אמינות שנפגעה. אולם דווקא בתקופה של משבר ועלייה בסיכון הפתעה יכולה להביא לתחושה שיש גורמי סיכון הידועים למנהלי המדיניות, אך נעלמים מעיני הציבור - תחושה שעלולה להביא לעלייה בתפיסת הסיכון של הציבור, גם שלא לצורך. הפתעות גם עלולות לפגוע באמינות של עושה המדיניות, ולפגוע ביכולתו להשפיע על ציפיות הציבור, והרי ההשפעה על ציפיות הציבור היא אחד הכלים החשובים של הבנק המרכזי בניהול המדיניות המוניטרית. משיקולים אלה נמנע בנק ישראל, בדרך כלל, מנקיטת צעדים בלתי צפויים. הפחתות הריבית של מארס ואפריל 2008 נועדו למנוע ציפייה לירידת ריבית עתידית, ציפייה שיכלה לגרור המשך של הייסוף כתוצאה מיבוא הון. (הפחתות אלה נקטו לפני שהבנק החל ביישום התוכנית של רכישות המט"ח.) ברביע האחרון נבעו ההפחתות שמחוץ למועד המתוכנן מאירועים קיצוניים, אשר קצב התרחשותם חייב להגיב בדחיפות.

3. המחירים

האינפלציה בשנת 2008 חרגה מגבולו העליון של היעד, ועמדה על 3.8 אחוזים. ואולם, כפי שמוצג באיור ג'-3 ובלוח ג'-3, התפתחות האינפלציה במהלך השנה לא הייתה אחידה: המחצית הראשונה התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה, ואילו את המחצית השנייה אפיינה התמתנות משמעותית של סביבת האינפלציה. התפתחות זו הושפעה הן מההתרחשויות הגלובליות והן מגורמים מקומיים.



מאז 2003 מוגדר יעד האינפלציה כטווח של 1 ל-3 אחוזים, לאחר כעשר שנים של תהליך דיסאינפלציה, שכלל תוואי יורד של יעדים. איור ג'-3 מלמד שהאינפלציה מאז 2003, בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים, חרגה בדרך כלל מהיעד, ועל פי רוב כלפי מטה²¹. מאז 2003, החריגה המשמעותית הראשונה כלפי מעלה היא זו שהחלה בסוף 2007, והשילוב של זעזועים משמעותיים עם משטר יעד אינפלציה גמיש ובעל השפעה הדרגתית ימשיך כנראה להביא לחריגות של האינפלציה מעת לעת²². זאת ועוד, הגישה המקובלת בניהול מדיניות מוניטרית היא להימנע מייצוב האינפלציה באמצעות צעדי מדיניות חריפים, שכן תיקון סטייה של האינפלציה באמצעות יצירת סטייה הפוכה בחודש שלאחר מכן אינה מעשית ואינה רצויה. כפי שאין מתקנים נזקי סערה על ידי יצירת סערה דומה בכיוון ההפוך. לכן שואפים בנקים מרכזיים להגביר את הוודאות באשר לסביבת המחרים העתידית (forecast targeting) על ידי החזרה הדרגתית של האינפלציה אל היעד²³.

²¹ לפיכך, ולנוכח התפתחות האינפלציה בתקופת הדיסאינפלציה, נערכו מחקרים שביקשו להתמודד עם השאלה, אם חוסר סימטריה זה נובע מחוסר סימטריה בהעדפות של עושה המדיניות, או מחוסר סימטריה של הזעזועים האקסוגניים. לרתיעה מחריגות של האינפלציה כלפי מעלה התייחסו ע' ברנע וי' ג'יברה (2006), "שינויים במדיניות המוניטרית, במדיניות שער החליפין ובמנגנון התמסורת בישראל", סקר בנק ישראל 79, 138-87. לחוסר סימטריה בהעדפות התייחסו ו' נגר (2007), "אסימטריה במדיניות המוניטרית: פונקציית מטרה לא-סימטרית ומודל נא-קיינסיאני", בנק ישראל, מחלקת המחקר, מאמר לדיון 2007.02.

²² אף כי, על רקע היחלשות התמסורת משער החליפין למחירים, סביר להניח כי התנודתיות של האינפלציה - ואתה החריגות מתחום היעד - יפחתו בשנים הקרובות. על התמסורת בישראל, ועל היחלשותה, ראו: דוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ג', תיבה ג'-2, "התרופות הקשר משער הדולר למחירי הדיוור"; ותיבה ג'-3, "התמסורת משער החליפין לאינפלציה - השוואה למדיניות מתעוררות ומפותחות המקיימות יעד אינפלציה".

²³ לדיון מפורט בנושא "Forecast targeting", ראו: Lars E.O. Svensson (2003). "Monetary Policy and Real Stabilization", NBER Working Paper No. 9486.

התפתחותם של מחירי האנרגיה והתוצרת החקלאית בשוק העולמי הביאה לאינפלציה גבוהה במחצית הראשונה, ולהתמתנות האינפלציה במחצית השנייה.



אחד הגורמים האקסוגניים, שהשפעתו על התפתחות האינפלציה במהלך השנה הייתה ניכרת, הוא התפתחות מחירי האנרגיה והתוצרת החקלאית בשוק העולמי. איור ג'-4 מציג את מגמת עלייתם של מחירי האנרגיה והסחורות מאז תחילת מחזור העסקים האחרון ב-2003, לרבות ההאצה בעלייה זו מאז אמצע 2007, ועד המפנה שחל באמצע 2008. ניתן לראות כי העלויות החדות במהלך המחצית הראשונה קוּזְזוּ אך במעט כתוצאה מהתחזקות השקל בדולר באותה התקופה. עוד ממחיש האיור כי במחצית השנייה ירדו מחירים אלו ירידה חדה. במהלך המחצית הראשונה, למרות ההאטה שהסתמנה בפעילות הגלובלית, הוסיפו מחירי הנפט לעלות בשיעורים

חדים, והביאו לאינפלציה גבוהה בסעיפי האנרגיה בעולם כולו; בד בבד, בתחילת השנה אמנם נבלמה מגמת העלייה של מחירי הסחורות החקלאיות, אולם מחירי המזון הוסיפו לעלות - תגובה בפיגור על עליית מחירי התשומות קודם לכן. במחצית השנייה חל מפנה: ההאטה העולמית הביאה לירידות חדות של מחירי הנפט והסחורות החקלאיות, והחלה ירידה הדרגתית של סביבת האינפלציה בעולם כולו, ובכלל זה גם בישראל. למרות תרומתם המשמעותית של מחירי האנרגיה לאינפלציה הגבוהה במחצית הראשונה, השפעתם על האינפלציה השנתית הסתכמה בתרומה שלילית. לא כן מחירי המזון (ללא פירות וירקות), שכנראה מגיבים בפיגור ארוך יותר על התפתחות במחיריהם של חומרי הגלם, ולפיכך תרומתם לאינפלציה השנתית הייתה גבוהה מאוד, כפי שיפורט בהמשך.

לוח ג'-3 מציג את תרומת מחירי היבוא להתפתחות האינפלציה במהלך השנה הנסקרת. ניתן לראות בו כי במחצית הראשונה עלו מחירי התשומות המיובאות בקצב מהיר, ובמחצית השנייה הם ירדו בקצב מהיר אף יותר - התפתחות שהתבטאה בין היתר במחיר השקלי של הדלק, המוצג אף הוא בלוח. זאת בניגוד למחיר השקלי של מוצרי הצריכה המיובאים, אשר ירד במחצית הראשונה ועלה בשנייה, משום שמחירם הדולרי יציב יותר, ולפיכך מחירים השקלי הושפע בעיקר מהתפתחות שער החליפין הנומינלי. הלוח ממחיש את התרומה המשמעותית של הדלק לאינפלציה הגבוהה במחצית הראשונה ואת תרומתו החשובה למיתון האינפלציה במחצית השנייה; עם זאת, במחצית השנייה קוּזְזָה ירידת מחירי הדלק על ידי עליות חדות בסעיף הדיור.

את האינפלציה במדד המנוכה - מדלקים, דיור, פירות וירקות - ניתן לפרק לאינפלציה של שני רכיבים: מוצרי צריכה מיובאים ומוצרים המיוצרים בשוק המקומי (שלשם ייצורם משתמשים גם בתשומות מיובאות). על האינפלציה של שני רכיבים אלו אין תצפיות ישירות, אולם בלוח ג'-4 מוצג אומדן של התפתחותם בשנים האחרונות, המתבסס על מודל אקונומטרי שפותח בבנק ישראל²⁴. מאומדן זה ניתן ללמוד על המפנה בהתפתחות

²⁴ ראו תיבה ג'-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2006.

[illegible]

לוח נתונים: מדדים כלכליים וסביבתיים (2002-2007)															
שנה	מחזוריות				התפתחות				סביבה				כלכלה		
	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור	מחזור
2002	5.7	6.7	5.7	4.1	13.5	11.0	15.0	12.9	12.7	0.8	-1.1	2.1	0.5		
2003	0.5	9.2	0.7	0.9	7.6	3.5	0.7	0.4	-4.0	12.0	8.7	5.0	4.7		
2004	-0.7	8.9	-0.4	-1.0	27.2	6.6	0.7	2.8	-1.4	29.0	12.2	2.1	4.2		
2005	0.7	11.8	1.3	1.3	36.7	3.0	-2.4	1.0	0.2	36.7	10.8	-2.4	0.9		
2006	1.8	9.6	2.1	1.8	16.8	3.0	-1.8	0.8	-0.8	17.6	7.7	-1.1	1.4		
2007	0.4	2.0	0.5	-1.4	4.3	0.2	-4.5	-4.7	-7.7	12.5	9.1	3.7	3.7		
2008	4.4	6.7	1.6	-1.3	20.8	-2.3	-10.5	-4.7	-12.7	39.4	11.8	2.5	9.2		
לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרבע הראשון															
2002	6.5	16.4	6.7	5.1	38.4	13.1	15.7	12.0	10.6	25.4	5.6	4.7	1.4		
2003	-2.2	2.0	-2.1	-1.9	0.9	2.0	-2.2	0.3	-6.0	7.5	8.5	4.2	6.8		
2004	0.5	16.6	1.0	-0.6	44.4	7.5	0.1	1.8	-1.0	45.7	15.7	1.0	2.8		
2005	1.9	12.9	2.6	3.6	32.5	3.8	-0.3	3.5	5.7	25.4	4.9	-5.7	-2.2		
2006	0.0	-3.3	-0.2	0.6	-5.5	-0.2	-6.1	-4.3	-8.4	3.2	7.7	2.5	4.5		
2007	2.2	15.1	2.8	0.8	37.0	1.9	-3.4	-3.2	-7.4	45.7	17.0	4.5	5.7		
המשך															

לוח ג'-3 (המשך)
שער החליפין, מחירי היבוא, מחירי התוצר והמחירים לצרכן, 2002 עד 2008
(שיעור השינוי באחוזים)

	מחירי היבוא בדולרים				מחירי היבוא בשקלים ¹				מחירי מחירי		מדד המחירים לצרכן	
	מחירי מוצרי התוצרת לייצור	שער הדולר	צריכה	מוצרי מוצרי התוצרת לייצור	מוצרי מוצרי התוצרת לייצור	התשומות לייצור	התמ"ג	דלק	דלק	דלק	ללא דלק	ללא דלק
התקופה	צריכה	השקעה	ללא דלק	דלק	הדולר	צריכה	השקעה	ללא דלק	דלק	דלק	דלק	ללא דלק
(לעומת הרביע הקודם)												
2007												
I	0.3	1.8	1.2	-4.1	-1.0	-0.7	0.9	0.2	-5.0	-1.3	-0.3	-1.2
II	0.8	0.6	2.2	18.4	-3.1	-2.5	-2.8	-1.2	14.5	1.7	0.8	10.1
III	0.6	0.4	2.8	10.0	2.8	3.3	3.0	5.6	12.9	0.5	1.9	2.3
IV	2.9	1.7	3.6	18.6	-6.1	-3.2	-4.4	-2.6	11.6	-2.0	0.5	3.4
2008												
I	4.0	1.8	3.0	12.5	-8.1	-4.4	-6.4	-5.4	3.4	-0.3	0.5	0.4
II	2.8	1.4	5.0	21.5	-5.6	-2.9	-4.2	-0.8	14.8	0.6	2.1	7.3
III	0.5	-1.8	1.9	1.3	1.9	2.5	0.2	4.0	3.3	0.7	2.0	3.9
IV ²	-0.5	-4.2	-3.4	-52.0	9.6	9.0	5.0	5.8	-47.4	3.8	0.0	-16.4

(1) השינוי במחירי היבוא הדולרי של הצריכה (ללא דלקים) מוכפל בשער החליפין של השקל מול הדולר.
(2) מחירי היבוא לרביע הרביעי על פי אומדני חטיבת המחקר של בנק ישראל.
המקור : בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

המחיר המקומי של מוצרי הצריכה המיובאים - מירידה חדה בשלושת הרבעים הראשונים (כ-5 אחוזים) לעלייה חדה לאחר מכן (כ-4 אחוזים); התפתחות זו הושפעה, כאמור, בעיקר מהתפתחות שער החליפין הנומינלי. בבניית האומדן של שני הרכיבים כל אחד מהם הוא בבואה של משנהו, שכן האינפלציה הנצפית במדד המנוכה היא ממוצע משוקלל של שניהם; מכאן שמחיר הרכיב המקומי דווקא עלה בשלושת הרבעים הראשונים - בעיקר בשל התייקרות התשומות המיובאות, אך אולי גם כתוצאה מהפעילות הריאלית, שהייתה עדיין מואצת במחצית הראשונה - והואט לאחר מכן. יצוין כי אומדנים אלו אינם מביאים בחשבון ירידה אפשרית בתמסורת ממחירי היבוא, או משער החליפין, למחיר הסופי לצרכן; ירידה כזאת, אם אכן התרחשה, ניתן לייחס, בין היתר, לייסוף המתמשך של השקל מאז 2006, שאפשר כי הביא להאטת קצב העדכון של המחיר השקלי - לאור הערכה כי הייסוף החד הוא זמני²⁵.

התפתחות מחירי המוצרים המיוצרים בשוק המקומי במהלך השנה (לוח ג'-4) משקפת, כאמור, בעיקר את התפתחות מחירי התשומות המיובאות, אך במידה מסוימת ניתן לייחס אותה גם להתפתחות העלות הנומינלית של העבודה ליחידת תוצר. בלוח ג'-5 ניתן לראות שבמהלך שלושת הרבעים הראשונים הושפעה עלות זאת מעלויות שכר - הן במגזר העסקי והן בציבורי - שנבעו בין היתר ממיצוי תהליך העלייה בניצולת העבודה, אשר קירב את המשק לסביבה של תעסוקה מלאה בשוק העבודה (סגירת פער התוצר)²⁶. אולם בביקושים - שצמיחתם המואצת במחצית הראשונה הייתה בבסיס התפתחות זו - חל במחצית השנייה מפנה, ועלייתם הואטה. מפנה זה טרם מצא ביטוי בנתוני האבטלה הרשמיים עד סוף השנה²⁷, אולם נראה שהוא הביא למפנה בהתפתחות השכר, ואתו - להאטת העלייה בעלות העבודה ליחידת תוצר. התפתחות זו מתיישבת עם אומדן המחירים המקומיים, המוצג בלוח ג'-4, שעל פיו הואטה עלייתם במהלך המחצית השנייה.

התייקרות המוצרים המקומיים במחצית הראשונה הייתה בין הגורמים לייסוף החד בשער החליפין הריאלי האפקטיבי באותה התקופה, וזה היה אחד הכוחות שהביאו בהמשך להתמתנותם של מחירים אלה במחצית השנייה²⁸. עם זאת, גם לנוכח הוזלה של גורמי הייצור במחצית השנייה (הן התשומות המיובאות והן השכר ליחידת תוצר), אומדן מחירי המוצרים המיוצרים בשוק המקומי ירד רק בהדרגה, משום שמגולמת בו ההנחה כי חלק מהמחירים מתעדכנים בפיגור ותוך התאמה לאינפלציה מהעבר הקרוב. הנחה זו מקבלת תמיכה אמפירית במספר עבודות²⁹.

²⁵ עדות להשתנות התמסורת על פני זמן בישראל, ללא קשר לסוגיית סעיף הדיוור, מוצגת אצל: יואב סופר (2006), *התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט ברמת המיקרו*, בנק ישראל, סוגיות במטבע חוץ, 06/2.

²⁶ בשלושת הרבעים הראשונים המחסור בעובדים מקצועיים היה מגבלת ההיצע העיקרית, תופעה שנפסקה ברבע הרביעי. ראו פרק ה', הדן בשוק העבודה.

²⁷ כפי שמפורט בפרק ה', על שוק העבודה.

²⁸ מניתוח המוצג בפרק ב' (בתיבה ב'-2), עולה כי במהלך 2008 יוסף שער זה ייסוף יתר, שמשמעותו סטייה כלפי מטה מרמת שווי המשקל. סטייה כזאת מבטאת ירידה בכושר התחרות של היצרנים המקומיים, ויחד עם האטת הפעילות העולמית היא פעלה להקטנת הביקושים לתוצר המקומי.

²⁹ ראו:

Sigal Ribon (2004). *A New Phillips Curve for Israel*, Bank of Israel Research Department Discussion Paper 2004.11.

דוד אלקיים ואייל ארגוב (2006), *ניסוח ואמידה של מודל נאו-קיינסיאני למשק קטן ופתוח*, יישום למשק הישראלי, בנק ישראל, סדרת עיונים מוניטריים 2006.2. ואלון בנימיני (2007), "עקומת פיליפס נאו-קיינסיאנית למשק קטן ופתוח, פיתוח ואמידה למשק הישראלי", *סקר בנק ישראל* 80, 123-154.

לוח ג'-4

התפתחות הרכיב המקומי מול הרכיב המיובא במדד המחירים לצרכן, 2002 עד 2008

(שיעורי השינוי באחוזים)

התקופה	מדד המחירים לצרכן	מחירי הדיור	מחירי הדלקים	מחירי ופירות וירקות	למזון, דלקים	המוצרים המקומיים	אומדן מחירי המוצרים המקומיים	אומדן מחירי המוצרים המקומיים	מחירי היבוא העולמיים של מוצרי צריכה במונחי דולרים ²	שער החליפין הריאלי	שער שקל-דולר	האפקטיבי
(במהלך השנה)												
2002	6.6	9.5	16.4	5.7	0.8	13.4	1.3	10.6	12.6			
3002	-2.2	-7.3	2.0	-0.7	0.0	-1.8	6.8	-5.9	7.7			
2004	1.0	-1.7	16.6	1.4	-0.3	4.0	2.7	-1.0	5.7			
2005	2.6	3.6	12.9	1.2	0.7	1.9	-2.1	5.6	0.2			
2006	-0.2	-5.2	-3.3	1.0	2.7	-1.5	4.5	-8.6	-1.1			
2007	2.8	1.8	15.1	2.1	5.7	-3.5	4.7	-7.4	-1.3			
2008	4.6	9.7	-6.4	3.8	6.7	-0.8	6.8	-2.2	-9.8			
(לעומת הרביע הקודם)												
2006												
I	0.6	1.1	-0.2	0.7	0.0	1.7	1.0	0.4	2			
II	0.7	-1.6	6.4	0.7	1.3	-0.2	1.2	-3.6	-1.4			
III	-0.1	-2.0	2.0	0.1	0.8	-1.0	1.9	-2.5	-1.7			
IV	-1.4	-2.9	-9.5	-0.5	0.6	-2.1	0.3	-2.9	-0.8			
2007												
I	0.2	0.4	-0.1	0.2	1.1	-1.2	0.3	-1.0	0.7			
II	0.2	-0.7	8.0	0.1	1.3	-1.7	0.8	-3.1	-0.9			
III	1.9	4.2	2.6	0.9	1.3	0.4	0.6	2.5	2.5			
IV	0.4	-1.8	4.5	0.8	1.9	-0.9	2.9	-5.8	-2.2			
2008												
I	1.0	-1.1	1.4	1.4	2.8	-0.8	4.0	-8.0	-6.2			
II	1.5	0.7	5.0	1.6	4.9	-3.4	2.8	-5.7	-4.2			
III	2.1	4.5	4.3	1.1	2.3	-0.7	0.5	2.1	-1.4			
IV	-0.1	5.7	-14.4	-0.4	-3.2	4.1	-0.5	9.4	-1.0			

(1) מחירי הרכיב המקומי במדד המחירים לצרכן למעט דיור, דלקים ופירות וירקות. לשם ייצורם משתמשים בין היתר בתשומות מיובאות. אומדני חטיבת המחקר של בנק ישראל.

(2) מחירי רכיב היבוא במדד המחירים לצרכן למעט דיור, דלקים, ופירות וירקות. אומדני חטיבת המחקר של בנק ישראל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח ג'-5

עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר, שיעור האבטלה והמחירים, 2001 עד 2008
(שיעורי השינוי באחוזים)

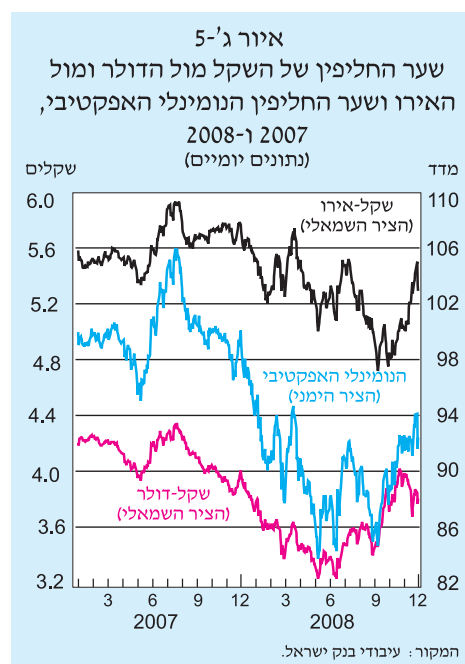
התקופה	השכר למשרת שכיר		עלות העבודה		שיעור האבטלה ²
	במגזר העסקי	במגזר הציבורי	התוצר העסקי	הנומינלית ליחידת תוצר במגזר העסקי ¹	מדד המחירים לצרכן
(לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)					
2001	4.4	3.7	-1.6	6.3	1.1
2002	-1.4	1.1	-2.4	0.7	5.7
2003	-1.8	-3.5	2.4	-5.2	0.7
2004	1.1	4.2	6.8	-3.5	-0.4
2005	3.7	1.8	6.1	1.5	1.3
2006	3.8	2.5	6.4	2.2	2.1
2007	1.9	2.8	6.2	1.0	0.5
2008	2.5	3.7	6.2	1.8	1.6
(לעומת התקופה המקבילה אשתקד)					
2005					
I	2.8	-5.2	6.1	0.5	0.8
II	3.4	8.1	6.3	1.5	0.3
III	4.5	7.6	4.9	3.8	1.7
IV	4.2	-2.4	7.1	0.3	2.6
2006					
I	4.8	1.5	6.8	2.7	3.1
II	4.0	4.7	9.0	-0.7	3.6
III	3.2	2.0	5.6	1.9	2.0
IV	3.4	1.6	4.3	5.0	-0.2
2007					
I	1.6	2.2	6.3	0.3	-0.6
II	2.4	2.6	4.3	3.2	-1.1
III	2.0	1.4	6.2	1.6	0.9
IV	1.4	5.1	8.1	-0.9	2.8
2008					
I	4.0	5.8	6.1	3.2	3.6
II	4.6	4.3	5.8	3.5	5.0
III	3.3	4.1	5.0	1.9	5.1
IV	2.3	1.6	1.2	1.7	4.6

(1) סך נתוני השכר למשרת שכיר כפי שהם מדווחים למוסד לביטוח לאומי, בניכוי התוצר (הריאלי).

(2) הממוצע במהלך התקופה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

במחצית הראשונה
התפתח ייסוף ריאלי,
הן כתוצאה משיעור
האבטלה הנמוך והן
כתוצאה מייסוף נומינלי,
על רקע תנועות ההון אל
המשק. במחצית השנייה
חל מפנה בגורמים אלו,
והייסוף הריאלי התמתן.



איור ג'-5 מציג את התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר, ומצביע על מגמת הייסוף במחצית הראשונה ועל מגמת הפיחות בשנייה - היפוכה של התפתחות האינפלציה בכלל ושל התפתחות הרכיב המקומי בפרט. השילוב של התפתחות האינפלציה מזה ושל התפתחות שער החליפין הנומינלי מזה התבטא בייסוף ריאלי במחצית הראשונה, שהתמתן במחצית השנייה (לוח ג'-4). בתיבה ב'-2 (בפרק ב', התוצר לענפיו) מוצגת טענה שלפיה אמנם היו כוחות ארוכי טווח שפעלו לייסוף ריאלי במחצית הראשונה, אולם הייסוף הריאלי בפועל היה ייסוף יתר, כתוצאה מפעולה של כוחות נוספים, קצרי טווח. הייסוף הריאלי במחצית הראשונה שיקף לחצים משני מקורות שונים: (1) הצמיחה המהירה של המשק ומיצוי תהליך גידולה של הניצולת,

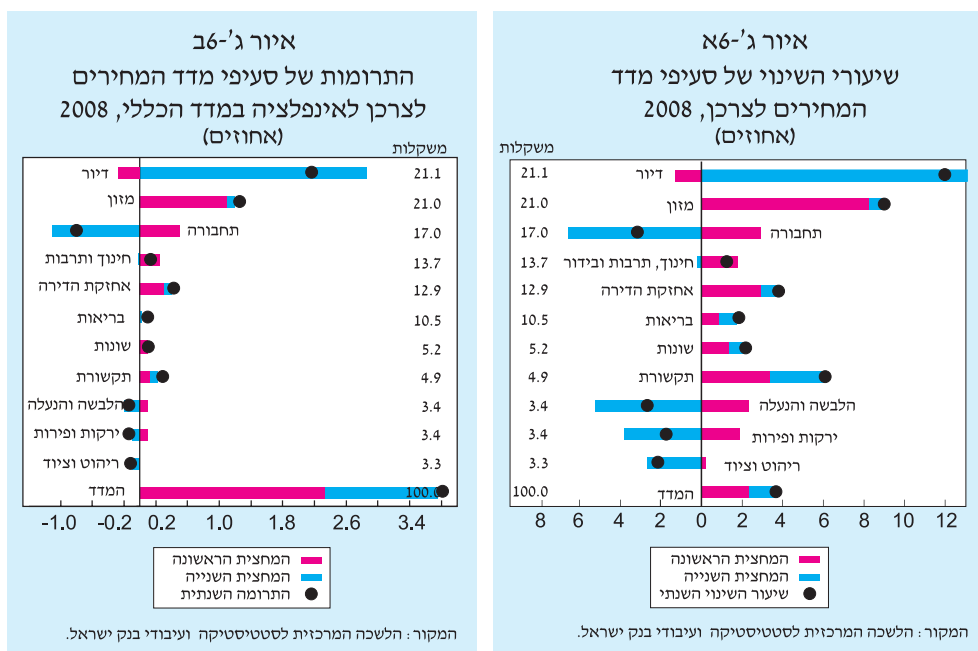
בד בבד עם תחילת ההאטה בעולם, יצרו לחצי ייסוף ריאלי; (2) תנועות ההון אל המשק - שמאז אמצע 2007 נתפס כאטרקטיבי, משום שהפגיעה בו הייתה מתונה בהשוואה בין-לאומית - הביאו לייסוף נומינלי חד, שבשילוב עם קשיחות מחירים פעל להחרפת הייסוף הריאלי³⁰. במחצית השנייה חל מפנה בכיווני ההתפתחות של כל המשתנים האמורים, וכתוצאה מכך התמתן הייסוף הריאלי.

האינפלציה הגבוהה
במהלך השנה ביטאה
בעיקר עליות בסעיפי
הדיר, המזון ואחזקת
הדירה.

בחלוקה טכנית לפי סעיפים ראשיים, שלושה סעיפים הם שתרמו לחריגת האינפלציה השנתית מהגבול העליון של היעד במהלך 2008 - הדיר, המזון ואחזקת הדירה. התייקרות יחסית של הסחורות והשירותים המרכיבים סעיפים אלו התבטאה בעליות גבוהות של מדדיהם לצד שינויים מתונים במדדי הסעיפים האחרים. לוח ג'-6 ואיור ג'-6 ממחישים כיצד העליות החדות של סעיפים אלו לא אוזנו בירידות מקבילות של סעיפים אחרים. לכן, בסופו של דבר, התבטאה התייקרותם היחסית בחריגת האינפלציה מהגבול העליון של היעד. ייתכן שבנק ישראל יכול היה לאפשר אותם שינויי מחיר יחסי בסביבת אינפלציה נמוכה יותר, אילו שאף לכך. אולם, במסגרת משטר גמיש של יעד אינפלציה, התגובה לאינפלציה שמקורה בזעזועי היצע עשויה להיות מתונה מהתגובה לאינפלציה שמקורה בזעזועי ביקוש, וזאת במטרה למתן את הפגיעה בפעילות. זהו אחד ההיבטים של גמישות משטר יעד האינפלציה - לתמוך ביעדים כלכליים נוספים לצד התכנסות הדרגתית ליעד הרשמי. זאת ועוד, בצפותו לירידה של מחירי האנרגיה והסחורות - שבסופו של דבר אכן התרחשה - העריך בנק ישראל שהאינפלציה תתכנס ליעדה בתוך חודשים ספורים, והשתדל להימנע מנקיטת צעדי ריסון, ומה גם שהשפעתם של צעדים אלה היא ממילא הדרגתית.

³⁰ על השילוב של שער חליפין נייך עם קשיחות מחירים כגורם המסביר את עליית השונו של ש"ח הריאלי במשקים קטנים ופתוחים שעברו למשטר של ש"ח נייך ראו:

T. Monacelli (2004). "Into The Mussa Puzzle: Monetary Policy Regimes and the Real Exchange Rate in a Small Open Economy", *Journal of International Economics* 62, 191-217.



משבר גלובלי, כדוגמת זה שאנו חווים כעת, מבליט את יתרונותיו של משטר גמיש של יעד אינפלציה: כשהאינפלציה חורגת מתחומי היעד, פועל בנק ישראל להחזרתה לתחומי בהדרגה, כדי לצמצם את הפגיעה האפשרית בפעילות הריאלית והפיננסית.

סעיף הדיור שמשקלו במדד 21 אחוזים, עלה השנה בשיעור של 12.1 אחוזים ותרם לעליית המדד הכללי 2.5 נקודות אחוז - התרומה המשמעותית ביותר (איור ג-6.2). עליות גבוהות בסעיף זה אמנם אפיינו את מרבית חודשי השנה, אך בלטו במיוחד במחציתה השנייה. בשל שיטת המדידה של סעיף זה, העליות בו משקפות התייקרות של שכר הדירה³¹. במהלך המחצית השנייה, קצב העלייה של סעיף הדיור היה גבוה מזה של מחירי הדירות. חלק מהעלייה של מחירי השכירות ניתן לייחס להיחלשות השקל מול הדולר ברביע הרביעי של השנה (איור ג-5), שהשפיעה על מחירי השכירות דרך מנגנוני ההצמדה לשער החליפין, אמנם הרבה פחות מאשר בעבר³². לכאורה, גם כשפועלים מנגנוני הצמדה לשער החליפין, לא צריכה להתקיים תמסורת משיעור הפיחות (בתקופה הרלוונטית) לחוזי שכירות מתחדשים (שהם חלק הארי של סעיף הדיור). הואיל ובנתונים יש מיתאם בין שער הדולר (בתקופה הרלוונטית) לבין סעיף הדירות בבעלות, ייתכן שהדבר משקף התמדה במחיר הנקוב במט"ח בעת חידוש חוזים, על פי "אופציה" הנקובה בדולרים או מסיבות אחרות. נוסף על השפעה אפשרית של פיחות השקל ביחס לדולר בתקופה הרלוונטית, ייתכן שעליית מחירי השכירות מבטאת הסטה של הביקושים, במהלך המחצית השנייה, מרכישת דירה למגורים בשכירות. הסטה כזאת יכולה לנבוע משלושה גורמי רקע: (1) ירידה בתחושת העושר של הציבור, עקב הירידה של מחירי הנכסים והפגיעה בתחושת

³¹ לדיון על שיטת המדידה של סעיף זה מאז 1999, ראו: זלמן שיפר (2001), "על סעיף הדיור בבעלות הדיירים במדד המחירים לצרכן", סקך בנק ישראל 73, 45-63.

³² בתיבה ג-2 בדוח בנק ישראל לשנת 2007 מתואר תהליך הירידה בשיעור ההצמדות לשער החליפין בשוק הדיור. על פי נתונים שמפרסמת הלמ"ס, עמד שיעור החוזים הצמודים לשער החליפין בסוף 2008 על 18 אחוזים מסך החוזים המתחדשים, ועל 33 אחוזים ממלאי החוזים כולו.

לוח ג' 6
התפתחות המחזורים לפי רכיבים שונים, 2001 עד 2008

ממד המחזורים	ממד המוצרים	הממד "ללא" המחזורים של תפוקות	תחבורה ותקשורת	בריאות	חינוך תרבות	הלבשה והנעלה	אחזקת דיור	דיוור	מוון	ינקות ופירות	ממד המחזורים לחרכן	התקופה
0.5	1.5	0.2	-0.5	6.0	-0.3	-5.7	0.9	5.2	1.1	6.9	1.4	2001
5.6	7.3	6.9	9.3	5.7	3.5	-3.5	10.7	8.2	4.9	-1.2	6.5	2002
2.9	-0.6	-0.3	-0.6	-0.4	-0.5	-4.0	0.0	-6.7	0.3	4.2	-1.9	2003
5.2	2.6	2.5	3.3	3.3	-0.6	-4.2	5.6	-2.5	1.8	6.0	1.2	2004
4.3	3.9	1.7	1.4	2.2	0.7	-4.3	5.1	5.9	2.0	-9.6	2.4	2005
7.9	0.3	1.4	0.0	1.8	1.2	-1.7	-1.2	-6.1	3.6	12.0	-0.1	2006
6.7	5.7	3.8	4.2	1.9	1.5	-0.7	6.1	1.9	6.3	7.0	3.4	2007
3.0	4.9	1.3	-2.0	1.8	1.6	-3.0	3.9	12.1	9.1	-2.0	3.8	2008
(שיעורי השינוי החודשיים, אחוזים)												
0.6	0.3	0.3	-0.3	0.4	0.0	-6.1	0.2	-1.1	1.2	7.2	0.0	2008
0.4	0.6	0.0	-1.0	0.3	-0.1	-7.3	1.1	-1.6	1.4	6.4	-0.2	ינואר
1.2	0.5	0.9	1.0	0.0	0.4	-4.9	0.1	0.4	1.6	-5.3	0.3	פברואר
1.4	1.1	1.2	2.0	-0.1	1.5	6.9	0.7	1.1	1.5	5.1	1.5	מרץ
1.1	0.6	0.8	0.7	-0.1	0.1	3.1	0.6	0.1	1.9	0.0	0.7	אפריל
0.5	0.4	0.3	0.7	0.4	-0.1	12.1	0.2	-0.2	0.4	-10.3	0.1	מאי
1.0	1.1	1.0	1.5	0.4	1.0	-8.0	1.7	2.4	0.8	3.8	1.1	יוני
0.4	0.6	0.1	-0.4	0.0	1.2	-8.6	1.2	3.7	-0.1	4.7	0.8	יולי
0.1	0.0	-0.4	-0.6	0.9	-1.5	-5.4	0.2	1.9	0.3	-0.9	0.0	אוגוסט
-0.5	0.1	-0.4	-1.1	0.1	-0.5	5.1	0.0	0.8	0.6	1.9	0.1	ספטמבר
-1.7	-0.6	-1.6	-3.5	-0.1	0.0	2.1	-1.5	2.5	-0.6	-4.4	-0.6	אוקטובר
-1.5	0.1	-0.9	-0.9	-0.4	-0.4	10.5	-0.5	1.7	-0.3	-8.2	-0.1	נובמבר
												דצמבר

(1) ללא דיוור, פירות וינקות, הלבשה והנעלה ומוצרים מבוקרים.

(2) ללא דלקים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הביטחון התעסוקתי; (2) עליית הריבית בחלק ממסלולי המשכנתאות וכן עלייה בדרישת ההון העצמי, בגלל עלייה בהערכת הסיכון של משקי הבית; (3) תגובה "טבעית" על ירידת התשואה של השקעה בדירה במחצית הראשונה, משום שעלייתם של מחירי הדירות הייתה מהירה מזו של מחירי השכירות.

סעיף המזון (ללא פירות וירקות), שמשקלו במדד 14 אחוזים, עלה השנה בשיעור של 9.1 אחוזים ותרם 1.3 נקודות אחוז לעליית המדד הכללי. העליות בסעיף זה החלו בסוף 2007, כתוצאה מעלייה חדה ומתמשכת של מחירי הסחורות החקלאיות בעולם. לוח ג'-6 ואיור ג'-6 ממחישים את העליות החדות בסעיף זה עד חודש מאי, ואת ההתמתנות והמעבר ההדרגתי לירידות לאחר מכן. בעבר נצפתה בענף המזון תמסורת נמוכה ממחירי התשומות (הסחורות החקלאיות) למחירי המוצר הסופי, ולאחרונה נראה כי תמסורת זו עלתה. אם נכון הדבר, אחד ההסברים האפשריים הוא שבעבר התאפיינו מחירי התוצרת החקלאית בתנודתיות גבוהה ובהעדר מגמה, ולפיכך שינויים תכופים בעלויות של התשומות לא תורגמו לשינויים במחיר הסופי; ואולם, מאז ראשית 2005 ועד 2008 ניכרה מגמה במחירי התוצרת החקלאית, וזו התבטאה גם במחירי המזון.

סעיף אחזקת הדירה, שמשקלו במדד 10 אחוזים, עלה השנה בשיעור של 3.9 אחוזים ותרם 0.4 נקודות אחוז לעליית המדד הכללי. סעיף זה - המורכב מחשמל, סולר ומים לצריכה פרטית - הושפע מהתייקרות תעריפי המוצרים והשירותים המרכיבים אותו, רובם בפיקוח ממשלתי. התייקרות שירותי האנרגיה ומוצריה הושפעה מהתפתחות המחירים של חומרי הגלם בשוק העולמי.

סעיף התחבורה³³, שמשקלו במדד 17 אחוזים, ירד השנה בשיעור של 3.8 אחוזים והשיל 0.6 נקודות אחוז מהמדד הכללי. אולם השינוי השנתי במדד זה לא משקף את תנודתיותו הגבוהה במהלך השנה (לוח ג'-6 ואיור ג'-6), בהתאם להתפתחות מחירי הנפט, שתוארה לעיל בהרחבה: במחצית הראשונה עלה סעיף התחבורה בקצב גבוה מיעד האינפלציה, ובמחצית השנייה ירד ירידה תלולה.

4. מצרפי הכסף והאשראי

במשטר של יעד אינפלציה, שבו העוגן הנומינלי הוא היעד, ומכשיר המדיניות להשגתו הוא הריבית, כמות הכסף במשק נקבעת על פי הביקוש של הציבור. לפיכך לא ייתכן מצב של חוסר שיווי משקל בשוק הכסף, המשפיע על שוקי המוצרים והעבודה. עם זאת, בנק ישראל, כמו בנקים מרכזיים במשקים אחרים שבהם שורר משטר של יעד אינפלציה, ממשיך לעקוב אחר התפתחותם של מצרפי הכסף, ובפרט אחר התפתחות אמצעי התשלום. זאת משום ששינוי גדול ולא מוסבר בכמות הכסף עשוי להצביע על צורך בבחינה-מחדש של המדיניות.

התפתחות מצרפי הכסף והאשראי במהלך שנת 2008 מתיישבת ככל הנראה עם ההתפתחויות הריאליות והפיננסיות, הנסקרות בהרחבה בשאר פרקי הדוח ומספקות לה הסבר סביר. לוח ג'-7 מלמד כי שיעורי הגידול של מצרפי הכסף בשנת 2008 היו דומים לאלה של קודמתה, וכי בשתיקה היה קצב הגידול גבוה מאשר בשנים הקודמות. בסיס הכסף עלה בשיעור של 16 אחוזים, המזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש בשקלים (M1) עלו בקצב של 17 אחוזים, ובתוספת הפיקדונות השקליים הלא-צמודים עד לטווח של שנה (M2) הם

בשנתיים האחרונות
עלו מצרפי הכסף בקצב
מהיר מזה של השנים
שקדמו להן. תרמו לכך
האינפלציה הגבוהה
והריבית הנמוכה
בשנתיים אלו.

³³ חלק מסעיף התחבורה והתקשורת, שמשקלו הכולל כ-21 אחוזים.

עלו בשיעור של 13 אחוזים. שיעורי העלייה הגבוהים בשנתיים האחרונות תואמים את האינפלציה הגבוהה בשנתיים אלו ואת הריבית הריאלית הנמוכה יחסית (לוח ג'-1). בחינה של כל אחד מהרביעים בנפרד (לוח ג'-7) מלמדת כי גם ברביע האחרון של השנה הנסקרת, למרות התמתנות האינפלציה בפועל ולמרות עלייתה של הריבית הריאלית (איור ג'-2), צמחו בסיס הכסף והמצרפים בשיעורים גבוהים אף למעלה מאשר בשלושת הרביעים הראשונים. בניגוד למשבר הנזילות החריף בארה"ב ובאירופה, עולה מהמצרפים תמונת תפקוד תקין של הבנקים המסחריים ושל המערכת הפיננסית בישראל במהלך 2008: בארה"ב ובאירופה ירד משמעותית היחס בין מצרפי הכסף השונים לבין בסיס הכסף, כתוצאה מהגדלה אגרסיבית של בסיס הכסף (תגובת מדיניות שיישמה את לקחי "השפל הגדול" משנות השלושים) ומעצירה מוחלטת של המסחר הבין-בנקאי בנזילות (תגובת השוק למשבר). לעומת זאת מלמד לוח ג'-7 כי בישראל קצב הגידול של המצרפים נותר דומה לזה של בסיס הכסף גם ברביע הרביעי. לפיכך, היחס בין M1 לבסיס הכסף נותר יציב ברמה של כ-1.5, שאפיינה אותו גם בשנים הקודמות - שלא כמו בארה"ב, שם הוא ירד ירידה חדה מכ-14 בשנים האחרונות ליחס נמוך מ-2 בנובמבר 2008.³⁴ ירידת היחס בארה"ב משקפת את בעיית הנזילות שם: למרות ההזרמות המסיביות של ה-Fed הבנקים מעדיפים הפקדות ב-Fed על מתן הלוואות בשוק. התפתחויות אלה מבליטות את האיתנות שהפגינה המערכת הבנקאית בישראל עד כה, אשר שורשיה נסקרים בפרק ד', העוסק במערכת הפיננסית. לאיתנות זו של הבנקים תרמו התנהלות שמרנית, רגולציה מקיפה ופיקוח הדוק, במיוחד מאז המשבר שפקד את מערכת הבנקאות ב-2002.³⁵ בארה"ב יש המצביעים על מדיניות מוניטרית מרחיבה מדי בשנים 2002-2005, כעל אחד מגורמי הרקע לעליית מחירי נכסים ריאליים ופיננסיים מעבר לערכם הכלכלי, שהביאה, בין היתר, לפגיעה הקשה במערכת הבנקאית שם³⁶; טענות מסוג זה אינן רלוונטיות למשק לישראל. בזכות איתנות זו נראה כי המשבר העולמי לא מאיים לעת עתה על יציבותה של מערכת הבנקאות הישראלית, ואחד הביטויים לכך הוא התפקוד התקין של המסחר הבין-בנקאי בנזילות.

שלא כמו מחיר האשראי, כמות האשראי הבנקאי - כפי שהיא באה לידי ביטוי במצרפי הכסף והאשראי - התפתחה בשונה מההתפתחויות הדרמטיות בו בעולם. האשראי הבנקאי עלה השנה בקצב גבוה במקצת מזה של השנים האחרונות: סך האשראי הבנקאי לציבור (C3) עלה בכ-5 אחוזים (לוח ג'-7). את התפתחות האשראי הבנקאי יש לראות כחלק מהתפתחות שוק האשראי כולו, התפתחות שכללה ירידה חדה של ערך האשראי והתמתנות ניכרת באשראי החדש שניתן³⁷. קצב גידול האשראי החוץ-בנקאי הלך וירד מאז פרץ משבר ה-sub-prime, בקיץ 2007. (לוח ג'-7, ראו הרחבה בפרק ד' על המערכת הפיננסית.) התדלדלות

³⁴ הנתונים על ארה"ב לקוחים מתוך, Monetary trends, Federal reserve Bank of St. Louis, February 2009. היחס הגבוה של 14 טרם המשבר נבע משיעור ההחזקות הגבוה של המטבע האמריקאי אצל תושבים מחוץ לאמריקה, על רקע המעמד העולמי של הדולר. הצניחה שם ליחס נמוך מ-2 נובעת מהגדלה דרמטית של בסיס הכסף, לעומת גידול מתון בלבד של M1.

³⁵ ראו בנק ישראל, המפקח על הבנקים, מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית 2002.

³⁶ ראו:

J. Taylor (2009). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of what Went Wrong, NBER Working Paper 14631.

³⁷ יצוין שהן האשראי הבנקאי והן האשראי החוץ-בנקאי מוצגים לאחר שיערוך, ולא במונחי החוב מנקודת ראות הלוויים: התפתחות החוב הסחיר חושבה על פי מחירי השוק, והתפתחות האשראי הבנקאי כוללת מחיקות והפרשה לחובות מסופקים. השנה חלק ניכר מהירידה בקצב גידולו של האשראי, כפי שמוצג בלוח ג'-7, משקף את הירידה החדה של מחירי האג"ח הקונצרניות ואת העלייה בהיקף המחיקות וההפרשות לחובות מסופקים במערכת הבנקאית.

התפקוד התקין של שוק
הכסף בישראל - בשונה
מתפקודם של שוקי
הכסף בעולם - מבטא את
האיתנות של המערכת
הבנקאית בישראל, אשר
לביסוסה תרמו הרגולציה,
התנהלות הבנקים
והמדיניות המוניטרית.

לוח ג'-7

שיעורי השינוי במצרפי הכסף והאשראי, 2003 עד 2008

(סוף תקופה, ממוצע חודשי, השינוי באחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד)
האשראי

התקופה	האשראי הבנקאי	האשראי השקלי	האשראי הבנקאי		סך האשראי הבנקאי	סך האשראי למגזר הפרטי	מצרפי הכסף		בסיס הכסף
			במט"ח והצמוד	למט"ח			מ1	מ2	
2003	-5.6	3.1	1.6	-4.9	-3.0	7.0	7.7	2.0	6.3
2004	-4.1	8.4	6.7	5.5	2.6	24.9	17.9	5.6	8.3
2005	2.0	11.0	-7.4	-1.6	3.7	31.4	23.8	5.3	14.7
2006	-4.3	14.2	7.2	-2.3	2.2	23.2	8.3	7.2	4.0
2007	2.8	15.2	6.8	-0.7	6.0	25.9	17.4	14.3	13.6
2008	0.6	17.1	4.2	3.3	5.4	-8.6	17.0	13.0	16.0
2005									
I	-4.6	10.3	3.8	-0.3	1.2	22.4	15.0	5.3	6.8
II	-3.6	9.4	0.7	-0.0	1.5	29.6	16.6	7.8	8.6
III	-0.7	10.8	-3.1	-2.2	2.4	32.7	14.9	5.1	9.6
IV	2.0	11.0	-7.4	-1.6	3.7	31.4	23.8	5.3	14.7
2006									
I	2.3	9.9	-0.6	7.6	6.8	35.3	19.3	4.7	14.9
II	1.3	12.7	3.7	3.4	5.8	22.7	15.1	2.8	9.3
III	-0.5	12.7	4.9	0.6	4.0	17.3	11.5	6.2	7.2
IV	-4.3	14.2	7.2	-2.3	2.2	23.2	8.3	7.2	4.0
2007									
I	-3.4	18.7	2.9	-7.8	1.2	19.2	11.3	13.1	6.4
II	-3.0	16.6	3.2	-3.5	2.4	29.5	15.7	16.2	10.6
III	0.4	13.8	5.7	-0.7	3.9	28.3	20.6	16.9	12.3
IV	2.8	15.2	6.8	-0.7	6.0	25.9	17.4	14.3	13.6
2008									
I	4.0	13.8	9.4	-8.6	3.8	17.6	12.7	11.4	9.7
II	4.1	17.5	8.9	-12.4	4.2	8.3	11.7	8.7	10.3
III	1.7	20.4	4.1	-9.7	5.2	1.6	11.8	7.9	12.5
IV	0.6	17.1	4.2	3.3	5.4	-8.6	17.0	13.0	16.0

(1) $M1 =$ מזומן ופיקדונות עו"ש.(2) $M2 = M1 +$ פח"ק + פיקדונות עד שנה בשקלים.

המקור: נתוני בנק ישראל.

במהלך השנה נבלמה הפעילות בשוק האשראי החוץ-בנקאי. כתוצאה מכך עלה קצב הגידול של האשראי הבנקאי, אולם לא במידה שהשלימה את המחסור שנוצר. לפיכך התמתן קצב גידולו של האשראי הכולל במשק.

מקורות האשראי החוץ-בנקאי היא שהביאה לעלייה משמעותית בנתח השוק של האשראי הבנקאי. למרות העלייה בקצב גידולו של האשראי הבנקאי, המערכת הבנקאית לא השלימה את כל המחסור שנוצר כתוצאה מהתייבשות שוק האשראי החוץ-בנקאי, ולפיכך קצב גידולו של האשראי הכולל במשק התמתן. התפתחות זו, כאמור, עולה בקנה אחד עם ההתפתחויות האחרות הנסקרות בדוח זה, והיא נובעת מציפיות להמשך ההאטה ולפגיעה ביכולת הפירעון של פירמות ושל משקי בית, ציפיות המקטינות הן את כמות האשראי המבוקשת והן את הכמות המוצעת. ברביע האחרון של השנה עלו מעט מירווחי הריבית במגזר השקלי (לוח ג'-2). לא ברור באיזו מידה הושפעה עלייה זו מעליית פרמיית הסיכון, ובאיזו מידה היא הושפעה מגידול כוח השוק של הבנקים - על רקע התייבשות מקורות האשראי החוץ-בנקאי. קשה להעריך גם את ההשפעה של מחזור העסקים, וכן של גורמים אחרים, על היצע האשראי ועל הביקוש לו. מכל מקום, עצם העלייה של המירווחים מרמזת כי הירידה בהיצע האשראי, ולא הירידה בביקוש לו, היא הדומיננטית בהשפעתה. אינדיקציה נוספת לכך היא החמרת מגבלת המימון בכל ענפי המשק ברביע האחרון³⁸.

ייתכן שחלק מהאטת קצב גידולו של האשראי השנה מוסבר בקצב הגידול הגבוה-במיוחד בשנים האחרונות, וההתפתחויות המתוארות לעיל פשוט שוחקות חלק מהאשראי העודף. כך גם באשר למירווח בין ריבית החח"ד לריבית המוניטרית: ייתכן שחלק מעלייתו ניתן לייחס למירווחים נמוכים מדי קודם לכן.

מלבד קצב הגידול של האשראי הבנקאי הכולל, נתוני האשראי הבנקאי בלוח ג'-7 מפרטים גם את קצב הגידול של רכיביו. הנתונים מצביעים על יציבות בשיעורי הגידול של האשראי השקלי הלא-צמוד (C1), שבשלוש השנים האחרונות גדל בקצב של כ-15 אחוזים לשנה. לעומתו, שיעורי הגידול של האשראי הצמוד למדד אמנם נסוגים בשנים האחרונות, אך התפתחותם הרבעונית מאז סוף 2007 מצביעה על האצת קצב גידולו עד הרביע השלישי ועל האטתו לאחר מכן - בדומה להתפתחות של האינפלציה בפועל ושל זו הצפויה, וסביר שגם בהשפעתן. האשראי הצמוד למט"ח ירד בכל אחד משלושת הרבעים הראשונים (במונחי שקלים) למרות העלייה הכללית של האשראי הבנקאי ועל רקע ייסוף השקל בתקופה זו; ייתכן שחלק מעלייה זו ניתן ליחס לכך שהייסוף המתמשך העלה חשש מפחותות חד ש"יתקן" אותו - למשל, כתוצאה מהפחתות ריבית או מרכישות המט"ח של בנק ישראל. בהסבר זה תומכים נתוני הרביע האחרון - עלייתו של האשראי הצמוד למט"ח (הן במונחי דולרים והן בשקלים) במקביל לפיחות השקל.

5. המקורות לשינוי בבסיס הכסף וכלי המדיניות המוניטרית

המטרה הראשית של המדיניות המוניטרית היא השגת יעד האינפלציה (תוך תמיכה בצמיחה, בתעסוקה וביציבות הפיננסית). מאז אמצע 1997 ועד מארס 2008, מועד תחילת רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל, אמצעי המדיניות הבלעדי היה קביעת שיעור הריבית שבו הוא מלווה לתאגידים הבנקאיים או לווה מהם. כך משפיעה ריבית בנק ישראל על ריביות השוק, וזו משפיעה על האינפלציה - דרך הפעילות הריאלית והפיננסית - וכן על כמות הכסף במשק. הכלים המוניטריים שבאמצעותם בנק ישראל מזרים או סופג את כמות

³⁸ כפי שעולה מסקר החברות של בנק ישראל לרביע הרביעי.

הנזילות הדרושה בשיעור הריבית שנקבע הם הלוואות/פיקדונות של התאגידים הבנקאיים וכן כלי שוק - מק"ם ו-Repo. פעילות זו מיועדת לקיוזו שינויים בכמות הנזילות, כתוצאה מהזרמות/ספיגות של הממשלה במסגרת ניהול המדיניות הפיסקלית וכתוצאה מהזרמות מט"ח (עקב הזרמות של הממשלה או רכישות בנק ישראל).

השנה, לראשונה מזה כעשר שנים, חזר בנק ישראל לפעול בשוק מטבע החוץ והחל בפעילות להגדלת יתרות מטבע החוץ של המדינה. רכישות אלה הזרימו נזילות לשוק, אולם זו נספגה באמצעות המכרזים המוניטריים ובאמצעות הנפקות מק"ם. לוח ג'8- מלמד שב-2008 הזרמת הכסף כתוצאה מרכישות המט"ח של בנק ישראל (כ-44 מיליארדי ש"ח), הייתה גבוהה מהספיגה שנוצרה מפעילות הממשלה (כ-17 מיליארדי ש"ח) בכ-27 מיליארדי ש"ח; אולם בסיס הכסף גדל רק בכ-8.3 מיליארדי ש"ח. את העודף - ההזרמה כתוצאה מרכישות המט"ח בניכוי של ספיגת הממשלה ושל הגידול המבוקש בבסיס הכסף - ספג בנק ישראל בחזרה, וכתוצאה מכך, כפי שמוצג בלוחות ג'9- וג'10, עבר במחצית השנייה מהזרמת נזילות (באמצעות הלוואות מוניטריות) לספיגת נזילות מהבנקים (באמצעות פיקדונות).

השנה, בעיקר במחצית השנייה, ההזרמה שנבעה מרכישות המט"ח התבטאה בעלייה הדרגתית של היקף פיקדונות הבנקים בבנק ישראל וירידה הדרגתית של היקף ההלוואות המוניטריות (לוחות ג'9- וג'10). דצמבר כבר היה חודש של פיקדונות בלבד. נוסף על כך הגדיל בנק ישראל את קצב הנפקות המק"ם, שתרם אף הוא להגדלת הספיגה. מעניין שהתפתחויות אלו עומדות בניגוד להתפתחויות בארה"ב ובאירופה; שם אותנו עלייות של הריביות בשוק הכסף על בעיית נזילות (כתוצאה מעצירת המסחר הבין-בנקאי

רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל התבטאו בעלייה הדרגתית של היקף פיקדונות הבנקים בבנק ישראל וירידה הדרגתית של היקף ההלוואות המוניטריות.

לוח ג'8-
המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2003 עד 2008
(מיליוני ש"ח)

2008										
IV	III	II	I	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
11,529	-10,860	-8,549	-9,491	-17,371	-10,809	-3,791	-1,452	1,600	3,479	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
11,182	-11,059	-8,773	-9,819	-18,470	-11,977	-5,235	-2,679	244	1,968	מזה: הממשלה
-311	-187	-178	-285	-961	-870	-1,141	-1,087	-1,751	-1,358	2. המרות מטבע חוץ ¹
18,958	18,338	4,282	2,416	43,995	0	0	0	0	0	מזה: חדר העסקאות
30,239	7,191	-4,447	-7,389	25,594	-11,679	-4,932	-2,539	-151	2,121	3. סך הכול (1+2)
-26,459	-4,162	5,657	7,665	-17,299	15,694	3,797	9,896	1,117	1,446	4. הזרמת בנק ישראל
-4,910	-5,576	5,486	5,000	0	-7,500	7,470	-756	152	-237	מזה: הלוואה מוניטרית
6,928	1,368	168	2,354	10,820	23,736	-7,362	-10,508	-17,986	-9,386	מק"ם
0	0	0	0	0	0	0	6,216	-53	379	החלף
-28,311	0	0	300	-28,011	-300	3,560	12,440	14,257	4,243	פז"ק בנקים
15	-4	-2	4	14	20	134	432	1,104	2,774	ריבית ²
3,780	3,029	1,210	276	8,295	4,015	-1,135	7,357	966	3,567	5. סך כל השינוי בבסיס הכסף

(1) סעיף זה כולל, בין היתר, תקבולים ותשלומים של בנק ישראל והממשלה במטבע חוץ למגזר הפרטי, כגון תשלומי מס הכנסה. תשלומים אלה אינם משנים את בסיס הכסף ומופיעים בסעיף הזרמת הממשלה, ובסימן הנגדי - בסעיף זה.

(2) ללא מק"ם.

המקור: מאזן בנק ישראל.

בנזילות); התפתחות זו הניעה בנקים מרכזיים להגדיל את מכרזי ההלוואות, ואף לבטל מכרזים ותחת זאת לספק את כל הכמות המבוקשת³⁹. תגובת מדיניות זאת למצוקת הנזילות בעולם היא בבחינת יישום לקחים מתקופת "השפל הגדול" משנות השלושים של המאה הקודמת. כאמור, משבר מסוג זה לא פקד את שוק הכסף בישראל.

במהלך 2008 חזר בנק ישראל להנפיק מק"ם לטווח של שלושה חודשים. הנפקות אלה החלו באוגוסט, והוגדלו לאחר אירועי ספטמבר. המניע לכך היה ביקוש רב להשקעה באמצעות הקרנות הכספיות שנכנסו לשוק בתחילת השנה - קרנות המשקיעות בנכסים לטווח קצר ובדירוג גבוה. קרנות אלו הופיעו כמענה לביקוש שנבע מרפורמות מבניות ומההתפתחויות הפיננסיות, והן יצרו ביקוש רב לנכסים קצרי טווח, כחלק ממגמה של קיצור טווחים והעדפת נכסים נזילים ובטוחים. הרחבה בנושא זה מופיעה בתיבה ד'-2 של פרק ד'.

לוח ג'-9

הכלים המוניטריים¹ - פיקדונות מוניטריים, הלוואות מוניטריות ומק"ם, דצמבר 2007 עד דצמבר 2008

(ממוצע חודשי, מיליוני ש"ח)

התקופה	פיקדונות		הלוואות		מק"ם		סך כל הפיקדונות, ההלוואות והמק"ם
	סך כל הפז"ק	יומי	שבועי	סך כל הלוואות יומי	שבועי	סך כל המק"ם	בידי הבנקים
2007							
דצמבר	500	500	0	-2,003	-2,003	75,666	8,038
2008							
ינואר	2,081	2,081	0	-4,480	-3,351	73,869	7,864
פברואר	0	0	0	-5,445	-4,479	74,984	6,853
מרס	495	495	0	-3,611	-3,611	74,389	6,398
אפריל	0	0	0	-4,617	-4,617	74,359	4,799
מאי	292	292	0	-7,664	-5,922	73,940	5,153
יוני	0	0	0	-12,249	-7,549	74,677	5,622
יולי	81	81	0	-5,663	-3,598	74,146	5,021
אוגוסט	0	0	0	-6,384	-5,255	75,920	5,750
ספטמבר	0	0	0	-3,931	-3,931	76,391	5,488
אוקטובר	1,030	1,030	0	-1,099	-1,099	75,977	5,541
נובמבר	1,143	1,143	0	-1,633	-1,633	78,850	4,550
דצמבר	5,880	5,880	0	0	0	78,928	4,984

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

³⁹ ראו, למשל:

"Liquidity Conditions and Monetary Policy Operations in the Period from 13 August to 11 November 2008", Box 3 in the ECB monthly Bulletin, December 2008.

בסוף השנה הוחלט על שינוי נוסף בהרכב אמצעי הספיגה. בנק ישראל הודיע כי ינקוט מספר צעדים לשם הגברת הנזילות במערכת הפיננסית⁴⁰: הקטנת הספיגה באמצעות מק"ם הגדלתה באמצעות הפיקדונות המוניטריים היומיים, וכן הקטנת המירווח בחלון האשראי עבור הבנקים המסחריים מאחוז אחד לחצי אחוז. לצד אלה הודיע בנק ישראל גם על הארכת טווח המקורות שהוא מעמיד, בין באמצעות הלוואות מוניטריות ובין באמצעות מכרזי ה-Repo. בדרך זו הוא מבקש להקל על הארכת טווח ההלוואות למגזר הפרטי, ובכך להפחית את הקשיים בגיוס האשראי.

עם הצטרפות מטבע השקל לסליקה בבנק CLS (Continuous Linked Settlement), במאי 2008, הושלם עוד חלק חשוב ביישום הרפורמה במערכות התשלומים בישראל, המאפשר המרות ש"ח-מט"ח בצורה בטוחה וסופית. ההצטרפות ל-CLS לא הייתה מתאפשרת לולא הושקה, ביולי 2007, מערכת זה"ב (זיכויים והתחייבויות בזמן-אמת)⁴¹, שבה התשלומים, במטבע המקומי, הם מידיים וסופיים. נראה כי הקמת מערכות התשלומים המתקדמות לפני החרפת המשבר הפיננסי הבין-לאומי בספטמבר 2008 תרמה לאיתנות המערכת הפיננסית בישראל, לאמון של משקיעים וסוחרים בביצוע תשלומים בישראל ולמניעת הדבקה ופגיעה משמעותית במערכת הפיננסית המקומית.

לוח ג'-10

הפיקדונות המוניטריים, ההלוואות המוניטריות ועלותם, 2006 עד 2008 (סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)

התקופה	ניצול הפיקדונות במכרז			עלות הפיקדונות במכרז			ניצול ההלוואות במכרז			עלות ההלוואות במכרז
	יומי	שבועי	סך הכול	יומי	שבועי	סך הכול	יומי	שבועי	סך הכול	
	(מיליוני שקלים)			(מיליוני שקלים)			(מיליוני שקלים)			(אחוזים)
2006										
I	3,500	376	3,876	4.78	4.60	2,310	4.82	4.88	2,761	4.82
II	3,559	452	4,011	5.30	5.39	839	5.41	---	839	5.41
III	1,949	0	1,949	5.56	---	2,036	5.61	---	2,036	5.61
IV	731	0	731	5.52	---	5,990	5.35	5.19	7,345	5.35
2007										
I	0	0	0	---	---	8,575	4.37	4.38	13,801	4.37
II	0	0	0	---	---	9,365	3.82	3.83	16,621	3.82
III	1,914	0	1,914	3.69	---	3,470	3.88	---	3,470	3.88
IV	630	0	1,914	4.08	---	2,165	4.10	---	2,165	4.10
2008										
I	859	0	859	4.12	---	3,814	4.11	4.35	4,512	4.11
II	97	0	97	3.30	---	5,943	3.43	3.53	8,091	3.43
III	27	0	27	3.82	---	4,261	4.11	3.95	5,326	4.11
IV	2,690	0	2,690	3.10	---	1,366	3.51	---	911	3.51

המקור: נתוני בנק ישראל.

⁴⁰ ראו הודעת בנק ישראל מ-24.12.2008.

⁴¹ בחו"ל מערכת זו מוכרת כ-RTGS - Real Time Gross Settlement.