

פרק ג'

האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- ◆ מדד המחירים לצרכן ירד במהלך שנת 2006 ב-0.1 אחוז, ובמרבית השנה חרגה התפתחות המחירים בפועל מהיעד - ברוב המחצית הראשונה כלפי מעלה וברביע האחרון כלפי מטה.
- ◆ השונות באינפלציה במהלך השנה נבעה בעיקר משונות בהתפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר - פיחות מאמצע 2005 עד פברואר 2006 וייסוף בהמשך השנה. שונות זו הושפעה גם מהשונות במחירי הדלקים והאנרגיה, שעלו מאוד בתחילת השנה וירדו ירידה חדה בסופה.
- ◆ בשנת 2006 נמשכה הצמיחה המהירה במשק, ובדומה לשנתיים הקודמות נשענה בעיקר על התרחבות הביקושים, דבר שפעל לעליית המחירים המקומיים במהלך השנה.
- ◆ בעקבות ההתפתחויות במחירים בפועל ולנוכח האינפלציה הצפויה העלה בנק ישראל את הריבית שלוש פעמים במהלך השליש הראשון של השנה בשיעור מצטבר של 0.75 נקודת האחוז, וב-0.25 נקודת אחוז נוספים בזמן המלחמה, בחודש אוגוסט. ברביע האחרון של השנה שונתה מגמה זו, והריבית הורדה פעמיים בשיעור מצטבר של 0.5 נקודת אחוז, וב-0.75 נקודת אחוז נוספת בחודשיים הראשונים של שנת 2007.
- ◆ הורדות הריבית בסוף 2006 ובתחילת 2007 הביאו לפער שלילי של נקודת אחוז בין ריבית בנק ישראל לריבית ה-Fed - פער ללא תקדים, שנתמך על ידי הגורמים הבסיסיים של המשק הישראלי, ובפרט על ידי עודף ניכר בחשבון השוטף של מאזן התשלומים.

1. ההתפתחויות העיקריות

מדד המחירים לצרכן ירד בשנת 2006 בשיעור מצטבר של 0.1 אחוז, אולם התפתחותו במהלך לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה חרגה האינפלציה מגבולו העליון של היעד, וברביע האחרון היא הייתה נמוכה מגבולו התחתון.

מדד המחירים לצרכן ירד במהלך שנת 2006 ב-0.1 אחוז, אולם התפתחותו במהלך השנה לא הייתה אחידה: ברוב המחצית הראשונה חרגה האינפלציה מגבולו העליון של יעד יציבות המחירים (תחום של 1-3 אחוזים), ברביע השלישי תאמה התפתחותה את גבולות היעד, ואילו ברביע האחרון היא הייתה נמוכה מגבולו התחתון (איור ג'-1). התפתחות זו של האינפלציה במהלך השנה מוסברת בעיקר בהתפתחות הלא-אחידה הן של שער החליפין של השקל מול הדולר, שפוחת בתחילת השנה ובהמשך יוסף בשיעור חד, והן של מחירי האנרגיה והדלקים - שעלו בתחילת השנה וירדו במחציתה השנייה, עד סופה.

בניגוד להשפעתם הלא אחידה של שער החליפין ומחירי הדלקים על התפתחותה של האינפלציה במהלך השנה, פעלה הצמיחה המואצת של המשק לעליית המחירים במהלך השנה כולה. צמיחה זו, שנתמכה על ידי עלייה בביקושים המקומיים, התרכזה

לוח ג'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2000 עד 2006

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
							א. האינפלציה ¹ (אחוזים)
1-3	1-3	1-3	1-3	2-3	2.5-3.5	3-4	1. יעד האינפלציה
-0.1	2.6	1.2	-1.9	6.5	1.4	0.0	2. האינפלציה בפועל
1.8	2.0	1.5	2.0	3.3	1.9	2.5	3. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה ²
2.6	3.0	3.6	4.2	4.2	2.3	3.0	4. הציפיות לאינפלציה משוק ההון ל-3-9 שנים בממוצע ²
1.9	2.1	2.1	2.0	2.6	2.2	3.1	5. תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה ²
							ב. שיעורי התשואה (אחוזים)
5.3	3.7	4.2	7.5	6.8	6.8	9.3	1. הריבית המוצהרת של בנק ישראל ²
5.3	3.8	4.4	7.8	7.3	7.1	9.8	2. הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראל ³
3.4	1.7	2.7	5.8	4.5	5.8	7.8	3. הריבית הריאלית הצפויה ⁴
							4. התשואה הנומינלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ⁵
6.0	5.5	6.6	8.0	9.2	6.8	8.5	5. התשואה הריאלית לפדיון על אג"ח ממשלתיות צמודות מדד ⁵
3.8	3.3	4.0	4.9	5.0	4.9	5.8	ג. שיעור הפיחות (אחוזים)
-5.8	1.6	1.8	-0.5	14.2	3.7	-6.3	1. מול הסל ⁶
-5.9	6.2	-1.2	-6.4	9.8	4.8	-2.7	2. מול הדולר ⁶
1.5	-6.1	8.0	12.7	25.5	4.2	-13.7	3. מול האירו ⁶
							ד. מחירי הנכסים (אחוזים)
7.9	35.5	17.8	44.4	-8.6	-15.4	6.9	1. שיעור התשואה הכולל במניות (נומינלי) ⁶
-2.7	3.8	-1.2	-5.2	4.4	-2.3	-8.2	2. מחירי הדירות ⁷
							ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי) ⁶
8.2	23.8	17.9	7.7	4.9	15.4	7.5	1. אמצעי התשלום (M1)
1.9	3.8	2.7	-3.0	9.6	8.0	10.5	2. סך האשראי (C3)
							ו. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)
0.3	1.1	3.1	5.9	3.4	3.4	0.5	1. הגירעון המקומי ללא מתן אשראי
0.9	1.9	3.7	5.4	3.6	4.2	0.7	2. הגירעון הכולל ללא מתן אשראי
							ז. נתוני רקע נוספים (אחוזים)
8.4	9.0	10.3	10.8	10.3	9.3	8.8	1. שיעור האבטלה ²
5.1	5.2	4.8	1.5	-0.9	-0.6	8.7	2. שיעור צמיחת התמ"ג ⁸
88	97	101	102	100	92	87	3. משקל החוב הממשלתי הכולל בתוצר ⁹

(1) מדד המחירים לצרכן, במשך השנה.

(2) ממוצע שנתי.

(3) במונחים אפקטיביים, ממוצע שנתי.

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

(5) ממוצע שנתי לכל הטוחים. עד 2002 (כולל) - שיעור התשואה ברוטו היחסי; מ-2003 - שיעור התשואה ברוטו.

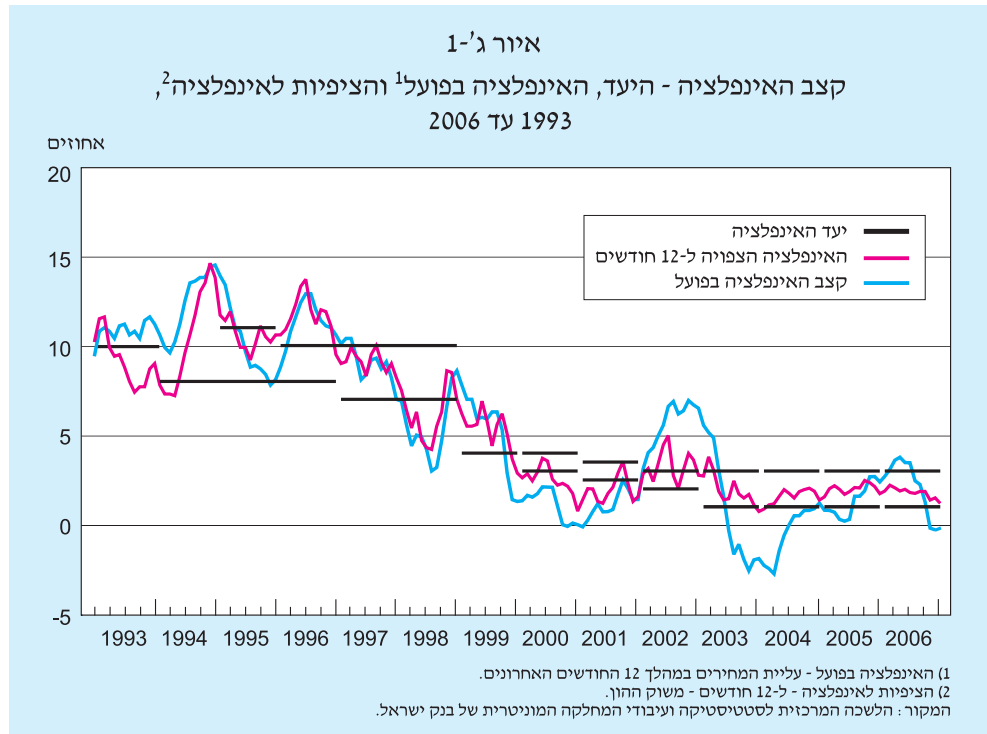
(6) ממוצע דצמבר בשנה הנסקרת מול ממוצע דצמבר של השנה הקודמת.

(7) לפי סקר מחירי דירות.

(8) הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

(9) סוף שנה.

המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל, משרד האוצר והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



בעיקר במחצית הראשונה של השנה והואטה זמנית בחודשים אוגוסט וספטמבר, בעקבות המלחמה בצפון הארץ, אולם התאוששות המשק מהזעזוע החיצוני הייתה מהירה, וברביע האחרון של השנה שבה הפעילות הכלכלית לרמה ששררה לפני המלחמה.

המדיניות המוניטרית פעלה במהלך השנה לשמירה על יציבות המחירים ולהחזרת האינפלציה הצפויה למרכז יעד היציבות, תוך שמירה על היציבות הפיננסית והפעילות הריאלית. (ראו תיבה ג'-1.) בחודשים הראשונים של השנה הכוחות הכלכליים המרכזיים שהשפיעו על המחירים פעלו באותו כיוון: הפיחות בשער החליפין, העלייה במחירי הדלקים והאנרגיה, והצמיחה הכלכלית המואצת (ראו פרק ב') הגבירו את הלחצים לעליית המחירים ועוררו חשש לחריגה כלפי מעלה מיעד היציבות. בעקבות זאת העלה בנק ישראל את הריבית שלוש פעמים במהלך חמשת החודשים הראשונים של השנה, בשיעור של 0.25 נקודת אחוז בכל פעם. בחודש אוגוסט, על רקע חשש - שלא התממש - מעליית סיכונים ופגיעה ביציבות הפיננסית בשל המלחמה בצפון, אשר יכלו להביא לעליית מחירים, הועלתה הריבית פעם נוספת באותו שיעור. לאחר המלחמה התמתנו חלק מהכוחות שלחצו כלפי מעלה על המחירים: התבססה ואף התעצמה מגמת הייסוף בשער החליפין, שהחלה ברביע השני, מגמת העלייה של מחירי האנרגיה נעצרה, והם החלו לרדת. לעומת זאת נמשך הלחץ לעליית מחירים מצד הביקושים המקומיים, לאחר התאוששות הפעילות מהשפעות המלחמה. כך, במהלך הרביע האחרון של השנה פעלו כוחות כלכליים חזקים שהשפיעו על המחירים בכיוונים מנוגדים, והיה קשה לקבוע בוודאות אילו כוחות יגברו. במהלך הרביע התברר כי השפעתם של הכוחות לירידת מחירים היא הדומיננטית, וכי נדרשת הורדת ריבית כדי לשמור על יעד היציבות. בנובמבר הוחל אפוא

בתחילת 2006 הפיחות בשער החליפין, העלייה במחירי הדלקים והצמיחה המואצת עוררו חשש לחריגה כלפי מעלה מיעד האינפלציה.

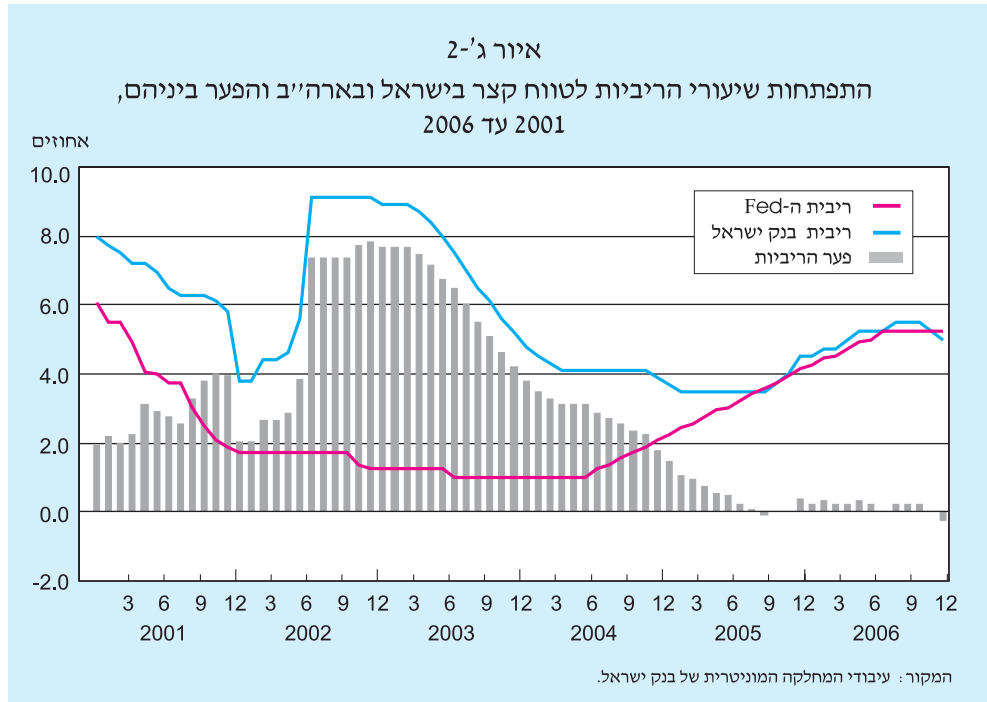
ברביע האחרון של 2006 פעלו כוחות חזקים, ובכללם ייסוף בשער החליפין, לירידת מחירים, ולכן הפחית בנק ישראל את שיעור הריבית.

לוח ג'-2

הריביות - הנומינלית והריאלית - הציפיות לאינפלציה ועליית המחירים, 2005 עד 2006

התקופה	הריבית המוצהרת של בנק ישראל	הריבית הנומינלית הנמוכה בנק ישראל ¹	הציפיות לאינפלציה לשנה		התשואה הריאלית לפדיון על איגרות		מדד המחירים לצרכן
			ההון ²	משוק ממוצע החזאים	הריבית הריאלית החוב הצמודות למדד ⁴	השינוי במהלך השינוי התקופה ⁵	
(ממוצעים תקופתיים, אחוזים)							
(אחוזים)							
2005							
ינואר	3.7	3.9	1.6	2.0	2.3	3.6	0.8
פברואר	3.5	3.7	2.0	2.2	1.6	3.2	0.8
מארס	3.5	3.7	2.2	2.1	1.5	3.1	0.7
אפריל	3.5	3.7	2.0	2.1	1.6	3.2	0.3
מאי	3.5	3.7	1.7	2.2	2.0	3.2	0.2
יוני	3.5	3.7	1.9	1.9	1.8	3.2	0.3
יולי	3.5	3.6	2.1	2.3	1.5	3.2	1.6
אוגוסט	3.5	3.6	2.1	2.1	1.5	3.0	1.6
ספטמבר	3.5	3.6	2.5	2.0	1.1	2.8	1.9
אוקטובר	3.75	3.9	2.4	2.2	1.5	3.0	2.7
נובמבר	4.0	4.1	2.1	2.2	1.9	3.3	2.7
דצמבר	4.5	4.6	1.8	1.8	2.8	3.6	2.4
2006							
ינואר	4.5	4.7	1.9	1.7	2.7	3.5	2.7
פברואר	4.8	4.9	2.2	2.1	2.6	3.6	3.1
מארס	4.8	4.9	2.1	2.2	2.8	3.7	3.6
אפריל	5.0	5.2	1.9	2.2	3.2	3.8	3.8
מאי	5.3	5.4	2.0	1.9	3.3	3.8	3.5
יוני	5.3	5.4	1.8	1.8	3.5	3.9	3.5
יולי	5.3	5.4	1.8	2.2	3.6	3.9	2.4
אוגוסט	5.5	5.7	1.9	2.1	3.7	3.9	2.2
ספטמבר	5.5	5.7	1.9	1.9	3.7	3.9	1.3
אוקטובר	5.5	5.6	1.4	1.4	4.2	3.8	-0.2
נובמבר	5.3	5.4	1.5	1.7	3.8	3.6	-0.3
דצמבר	5.0	5.1	1.2	1.7	3.9	3.7	-0.1

(1) הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.
 (2) עד שנת 2002 הציפיות חושבו על פי התשואות ברוטו יחסי. מ-2003 הן חושבו על פי התשואות ברוטו.
 (3) הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.
 (4) הממוצע בכל הטווחים, עד שנת 2002 (כולל) - ברוטו יחסי, ומשנת 2003 - ברוטו.
 (5) השינוי לעומת החודש המקביל אשתקד.
 (6) במונחים שנתיים.
 המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



בתהליך של הפחתת הריבית, ועד פברואר 2007 היא הורדה בשיעור מצטבר של 1.25 נקודת אחוז, והגיעה לרמה נמוכה מזו של תחילת שנת 2006.

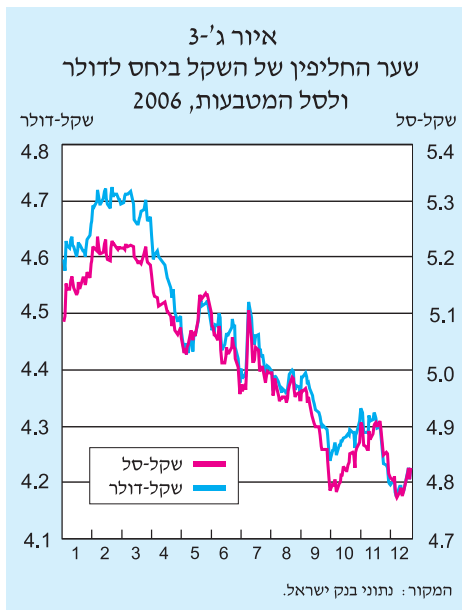
ההתפתחויות בשער החליפין של הדולר והתנאים הבסיסיים הטובים במשק אפשרו השנה שמירה על פער ריביות נמוך מול ארצות הברית, ואף את צמצומו לקראת סוף השנה והפיכתו לשלילי - מצב ללא תקדים במשק הישראלי. עד חודש אוגוסט הועלתה הריבית בארץ ארבע פעמים בשיעור מצטבר של נקודת אחוז והגיעה לרמה של 5.5 אחוזים, במקביל לארבע העלאות של ריבית ה-Fed בשיעורים זהים עד לרמה של 5.25 אחוזים. כך נשמר ברוב שמונת החודשים הראשונים של השנה פער ריביות נמוך של 0.25 נקודת אחוז בין המשקים. אולם ברביע האחרון של השנה נוצרו תנאים להורדת הריבית המקומית, בעוד שבארצות הברית, בשל היחלשות באינדיקטורים הריאליים, נעצרה מגמת העלאות הריבית. התפתחויות אלו היו צפויות לאפס את פער הריביות בין המשקים, ואף להפכו לשלילי, תופעה ללא תקדים. פער כזה היה עשוי לגרום, בטווח הקצר, ליצוא הון מהמשק, ואף הייתה אז הערכה כי הוא לא יוכל להתמיד. ואולם, הצורך הממשי להוריד את הריבית בישראל, תוצאת הייסוף המתמשך בשער החליפין וירידת האינפלציה הצפויה, ותנאי הרקע הבסיסיים הטובים של המשק, ובפרט השקעות ריאליות בו, אפשרו ריבית מקומית שווה לזו של ארצות הברית ואף נמוכה ממנה. כך, לאחר שתי הורדות ריבית בחודשיים האחרונים של השנה, עמד פער הריביות על -0.25 נקודת אחוז, ולאחר שתי הורדות ריבית נוספות בתחילת 2007 הוא עמד על מינוס נקודת אחוז (איור ג'-2).

לאחר שבמרבית 2006
 פער הריביות בין ישראל
 לארה"ב עמד על 0.25
 נקודת אחוז, נפתח בסוף
 השנה, לראשונה, פער
 ריביות שלילי.

2. הסביבה הכלכלית וגורמי הרקע למדיניות המוניטרית

הגורם המרכזי שהשפיע על התפתחות המחירים בשנת 2006 היה שער החליפין של השקל מול הדולר, שהתפתחותו לא הייתה אחידה במהלך השנה, ובסיכומה הוא יוסף בכ-9 אחוזים (איור ג'-3). בחודשיים הראשונים של השנה פחת שער השקל מול הדולר ב-2.7 אחוזים, ונותר ברמתו המופחתת עד סוף הרביע הראשון - מועד הבחירות לכנסת. פחות זה בא בהמשך להיחלשותו של השקל מול הדולר מאמצע שנת 2005, על רקע עליית הסיכונים של המשק הישראלי - בתחילת המחצית עקב אי-הוודאות שאפפה את תכנית ההתנתקות, וברביע האחרון של שנת 2005 ובתחילת 2006 על רקע אי-הוודאות הפוליטית-מדינית, בין היתר בגלל אשפוז ראש הממשלה, הקדמת הבחירות לכנסת והבחירות ברשות הפלסטינית. פחותו של השקל מול הדולר עמד בניגוד למגמת היחלשותו של הדולר מול המטבעות של משקים מתעוררים¹. החל מהרביע השני של השנה, עם סיום הבחירות לכנסת והתפוגגות אי-הוודאות סביבן, ובפרט ההכרה כי הממשלה החדשה תמשיך ותפעל לשמירת מדיניות מקרו-כלכלית אחראית, השתנתה המגמה בשוק המט"ח. מחודש אפריל עד סוף השנה יוסף שער השקל מול הדולר ב-9.4 אחוזים, ומגמת הייסוף נמשכה ברוב התקופה, למעט מספר אירועים בודדים של פחות שקוּזו - במאי עקב יציאה של משקיעים ממשקים מתעוררים בעקבות עליית הסיכון בהם, וביולי בעקבות המלחמה. ייסוף השקל ברביעים השני והשלישי של השנה הובל על ידי גורמים מקומיים, אך נתמך גם על ידי היחלשותו של הדולר בעולם. עם הגורמים המקומיים נמנים התנאים הבסיסיים החיוביים במשק, ובפרט התבססות הצמיחה, עודף ניכר בחשבון השוּטף וכן אמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, שבאו לידי ביטוי הן בהשקעות ריאליות גדולות

מחודש אפריל עד סוף השנה יוסף שער השקל מול הדולר ב-9.4 אחוזים, בין היתר על רקע עודף ניכר בחשבון השוּטף.



במשק, והן בהאצת ההשקעות של תושבי חוץ בשוק ההון המקומי; זו גברה לקראת סוף השנה גם בעקבות רפורמת עושי השוק בשוק איגרות החוב. להאצת מגמת הייסוף פעלו גם השפעות מקומיות בעלות אופי קצר טווח: האטה בביקוש המבני למטבע חוץ לצורך תהליך התאמת התיקים של המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית, בעקבות הרפורמה במס, וברביע האחרון - בעיקר היחלשותו של הדולר בעולם. שינוי המגמה של שער החליפין במהלך השנה היה אחד הגורמים המרכזיים לשונות באינפלציה, ולפיכך - לקושי בשמירה על יעד יציבות המחירים. במשק קטן כדוגמת המשק הישראלי, הפתוח לסחר בין-לאומי, מנגנון התמסורת משער החליפין למחירים פועל במספר ערוצים - בהם מחירי המוצרים

¹ ניתוח ארוך טווח של השינויים בשערי החליפין של מטבעות שונים בעולם מול הדולר מגלה שקבוצת הייחוס של השקל מורכבת ממספר מטבעות של משקים מתעוררים, ועל פי השינויים בהם מול הדולר ניתן להעריך באיזו מידה השינוי בשער השקל-דולר נבע מגורמים גלובליים, ובאיזו מידה - מגורמים מקומיים. להסבר שיטה זו ראו תיבה II-א-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2004, הפרק שוק שקל מטבע-חוץ.

הסחירים המיובאים, מחירי המוצרים הלא-סחירים שייצורם נשען על תשומות וחומרי גלם מיובאים ואף חלק ממחירי השירותים הלא-סחירים - לרוב בפיגור. נוסף על אלו יש לשער השקל ביחס לדולר השפעה נוספת על המחירים - דרך סעיף הדיור, למרות היותו רכיב לא-סחיר. מחירי הדיור בארץ נקובים לרוב בדולרים², ולכן שינוי בשער החליפין מתבטא מייד³ וכמעט במלואו במדד הדיור, שמשקלו במדד הכללי קרוב ל-20 אחוזים. לפיכך השפעתו של שער החליפין על המחירים במשק הישראלי חזקה יותר מאשר במשקים קטנים ומפותחים אחרים. בעקבות פחותו של שער השקל מול הדולר בתחילת השנה עלה מדד הדיור ב-1.4 אחוז בחודשים פברואר ומארס. בכך הוא תרם עלייה של 0.3 אחוז במדד הכללי, וכן תרם לחריגה כלפי מעלה מהתוואי העונתי לחודשים אלו. לעומת זאת ביתרת השנה, בעקבות הייסוף הגבוה, ירד מדד הדיור ירידה חדה. בשנת 2006 כולה הוא ירד ב-6.1 אחוזים, ותרם ירידה של 1.2 אחוזים במדד הכללי - כך שהמדד ללא רכיב הדיור עלה ב-1.3 אחוזים, בתחום יעד היציבות וסמוך לגבול התחתון.

בניכוי מדד הדיור,
המושפע באופן ישיר
משער החליפין, מדד
המחירים לצרכן עלה
השנה ב-1.3 אחוזים.

התופעה של תנודות גדולות במדד הכללי של המחירים לצרכן בעקבות תנודות בשער החליפין אינה ייחודית לשנה זו; היא ניכרה למשל בשנים 2002 ו-2003, שבהן תרם רכיב הדיור, בעקבות פחות חד וייסוף בהמשך, עלייה של כ-2.5 אחוזים במדד הכללי וירידה בחזרה בשיעור דומה, ובכך היה גורם מרכזי לחריגות מהיעד כלפי מעלה בשנת 2002 וכלפי מטה ב-2003.

התפתחויות אלו במדד הדיור בעקבות השינויים בשער החליפין והשפעתם על המחירים מבטאות את הבעייתיות הקיימת כיום במחירי הדיור בארץ, הצמודים לדולר. כתוצאה משיטת התמחור ה"לא-כלכלית" של שכר הדירה ומחלקו הגדול של רכיב הדיור במדד המחירים לצרכן, כ-20 אחוזים, הרי כאשר מתחוללות תנודות בשער החליפין, נגרמות תנודות גדולות במדד המחירים גם אם אין שינוי בביקושים הריאליים לצריכת שירותי דיור. הצמדה זו היא שריד מתקופת האינפלציה הגבוהה ששררה לפני כשני עשורים, והיא חושפת את כל הצדדים בעסקות הדיור לסיכוני מטבע, הנובעים משינויים בשער החליפין, ללא כל קשר לביקוש לשירותי דיור. עם התבססות האינפלציה בשיעורים נמוכים בעשור האחרון יש לצפות שמנהג זה ייפסק, והתמדתו היא בבחינת תעלומה.

על אף מנגנון התמסורת הישיר והמהיר משער החליפין למחירים נוקט בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים רבים בעולם, מדיניות של התאמה הדרגתית בריבית. (ראו תיבה ג'-1). זאת כדי להקטין עד כמה שניתן את הפגיעה שעלולה להיגרם בשווקים הפיננסיים ובשווקים הריאליים עקב שינויים גדולים או שינויי כיוון תכופים בריבית. כתוצאה מהדרגתיות זו במדיניות הריבית גם החזרה של האינפלציה ליעד היא הדרגתית. ההתפתחויות הכלכליות בשנת 2006 מחדדות תמונה זו: השונות בהתפתחות שער החליפין במהלך השנה תרמה לחריגה כלפי מעלה מהיעד בתחילת השנה וכלפי מטה בסופה, ולפיכך נוצר צורך לעבור מהעלאות ריבית בתחילת השנה להורדות ריבית לקראת סופה. צורך זה, על רקע הפיגור בהשפעת הריבית על המחירים, מבליט את חשיבותה של ההדרגתיות במדיניות הריבית, ומה עוד שינוי הכיוון בריבית נדרש זמן קצר יחסית לאחר ההעלאות. על כן גם לא החל בנק ישראל במגמה של הורדת הריבית אלא כאשר נראה היה כי הייסוף הנומינלי והריאלי

בנק ישראל נוקט
מדיניות של התאמה
הדרגתית בריבית, ולכן
החזרה של האינפלציה
ליעד היא הדרגתית.

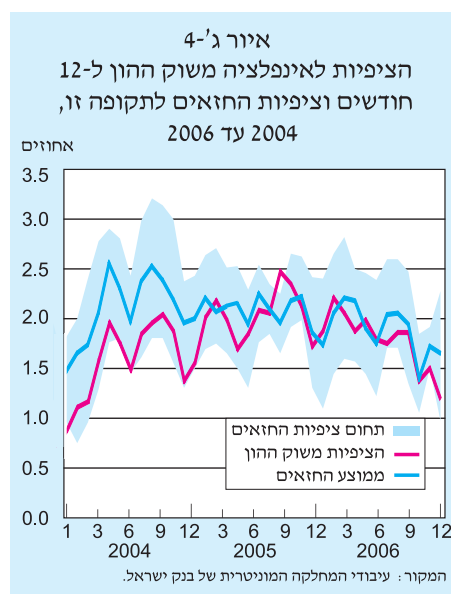
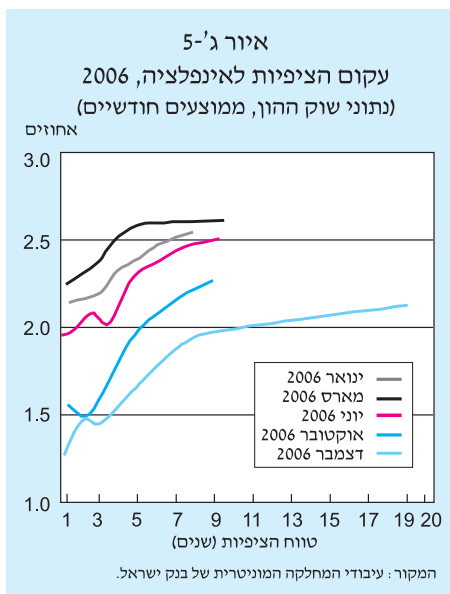
² ההצמדה לדולר נהוגה הן במחירי הדירות והן במחירי שכר הדירה, לרבות חוזים מתחדשים. בשנת 1999 שונתה השיטה של חישוב מדד הדיור: מאז הוא מתבסס בעיקרו של שכר הדירה במקום על מחירי הדירות.

³ שינוי במחיר הדולרי מתרחש לרוב כעבור זמן ורק עם התבססות השינוי בשער החליפין.

מתמיד, וכי השפעתו על המחירים גוברת על הלחץ שפעל במהלך השנה לעלייתם מצד הביקושים. כתוצאה ממדיניות זו גם תהליך החזרה של האינפלציה ליעד יהיה הדרגתי. נשאלת השאלה אם חזרה הדרגתית של האינפלציה ליעד בעקבות תגובה הדרגתית של המדיניות עלולה לפגוע באמינות של המדיניות בעיני הציבור. ניסיון העבר מראה כי לרוב, הקווים שהנחו את המדיניות, ובהם שמירה על היציבות בשווקים, התקבלו בהבנה בציבור, ולא פגעו באמינותה. בשנת 2006 התבטאה האמינות הגבוהה של המדיניות המוניטרית גם בציפיות לאינפלציה, שנתרו לאורך רוב השנה סמוך למרכז יעד יציבות המחירים, על אף השונות במחירים במהלך השנה. אולם ברביע האחרון שלה ניכרה ירידת מדרגה בציפיות לכיוון גבולו התחתון של היעד, ירידה שיכולה להעיד כי להערכת הציבור, מינון הורדות הריבית אינו מספיק, או שעיתוין התאחר.

הציפיות לאינפלציה נותרו לאורך מרבית השנה סמוך למרכז תחום היעד – דבר המבטא אמון גבוה במדיניות המוניטרית.

הציפיות לאינפלציה משוק ההון⁴ לשנה נמצאו, כאמור, במהלך השנה בתחומי היעד, וברובה אף סמוך למרכזו - בתחילתה תוך ציפיות לעליית הריבית ובסופה תוך ציפיות לירידתה - ובכך שיקפו את אמון הציבור בהשגת היעד על ידי המדיניות המוניטרית. ברביע האחרון של השנה ירדו הציפיות לאינפלציה לרמה ממוצעת של 1.4 אחוזים, ואף הגיעו בחודש דצמבר ל-1.2 אחוזים, וביטאו בכך הערכה כי הריבית ששררה באותה עת גבוהה מהנדרשת להשגת היעד. תמונה דומה עולה מהערכות החזאים הפרטיים לגבי התפתחות האינפלציה, שירדו ברביע האחרון של השנה ל-1.6 אחוזים בממוצע (איור ג'-4). גם הציפיות לטווחים הארוכים היו במהלך השנה בתחומי היעד ארוך הטווח, וברביע האחרון של השנה התעצמה ירידתן, עקב ירידת התשואות הנומינליות. בדצמבר הן הגיעו לכאחוז בטווחים הקצרים עד 2.1 אחוזים בטווחים הארוכים (עד 20 שנה) והעידו בכך על אמינות גבוהה של המדיניות המוניטרית בטווח הארוך, בפרט משום שציפיות אלו מגלמות פרמיית סיכון אינפלציה, שהיא לרוב חיובית (איור ג'-5).



⁴ הציפיות לאינפלציה משוק ההון נמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא-צמודים (לטווח של שנה מק"ם ולטווחים ארוכים יותר איגרות חוב ממשלתיות) לבין איגרות חוב צמודות למדד ("גליל"), וכוללות פרמיית סיכון אינפלציה.

לוח ג'-3

שער החליפין, מחירי היבוא, מחירי התוצר והמחירים לצרכן, 2000 עד 2006

מדד המחירים לצרכן			מחירי היבוא				מחירי היבוא בדולרים ¹					
ללא דלק			מחירי	של מוצרי	שערי	התשומות לייצור	התקופה הצריכה ההשקעה ללא דלק					
ולד	דלק	סה"כ	התמ"ג	צריכה	בשקלים ¹	הדולר	דלק	ללא דלק	ההשקעה	ללא דלק		
(העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)												
1.6	-2.1	13.3	1.1	0.6	-5.7	-1.5	54.5	1.0	-5.1	-4.3	2000	
0.5	3.8	-3.3	1.1	0.8	1.4	3.0	-11.3	-0.6	-1.3	-1.6	2001	
4.2	11.5	6.7	5.7	4.3	13.1	12.7	0.8	-1.4	2.1	0.3	2002	
2.1	-4.8	9.2	0.7	0.5	0.4	-4.0	12.0	7.9	5.0	4.7	2003	
-0.1	-2.7	8.9	-0.4	-0.8	2.7	-1.4	29.0	8.0	2.1	4.2	2004	
1.0	-1.0	11.8	1.3	0.9	1.1	0.2	36.7	3.1	-2.4	0.9	2005	
1.9	1.2	9.6	2.1	1.5	2.4	-0.8	23.1	1.9	-2.3	0.5	² 2006	
(העלייה או הירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הרביע האחרון)												
1.0	-4.3	6.2	0.0	-0.5	-8.7	-3.0	32.4	-0.5	-6.5	-5.8	2000	
0.8	5.8	-7.2	1.6	1.0	4.2	4.3	-30.2	-1.6	0.9	-0.1	2001	
5.7	9.5	16.4	6.7	5.3	12.2	10.6	25.4	2.4	4.7	1.4	2002	
-0.7	-7.3	2.0	-2.1	-2.3	0.4	-6.0	7.5	8.7	4.2	6.8	2003	
1.1	-1.7	16.6	1.0	-0.5	1.8	-1.0	45.7	8.6	1.0	2.8	2004	
1.2	3.6	12.9	2.6	3.2	3.4	5.7	25.4	-1.9	-5.7	-2.2	2005	
1.3	-5.2	-3.3	-0.2	-1.0	-0.4	-8.4	12.2	7.3	-0.4	3.0	³ 2006	
(העלייה או הירידה לעומת הרביע הקודם)												
											2005	
-0.2	-2.6	-3.8	-0.5	0.2	-0.0	-0.9	-0.9	2.1	0.1	0.9	I	
0.6	0.5	7.3	0.9	1.6	-0.2	1.2	13.6	-1.0	-2.8	-1.4	II	
0.3	4.2	7.6	1.4	-0.2	2.2	2.8	17.7	-2.9	-0.8	-0.6	III	
0.5	1.6	1.6	0.8	1.6	1.3	2.5	-5.3	0.0	-2.3	-1.2	IV	
											2006	
0.1	0.0	-1.3	0.0	0.3	1.6	0.4	4.9	1.2	0.5	1.1	I	
1.5	-1.4	8.6	1.3	0.5	-2.5	-3.6	9.1	3.2	1.5	1.1	II	
-0.1	-0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.6	-2.5	3.6	2.7	0.0	1.9	III	
-0.3	-3.1	-11.2	-1.4	-1.2		-2.9					IV	

(1) השינוי במחירי היבוא הדולרי של הצריכה (ללא דלקים) מוכפל בשער החליפין.
 (2) מחירי היבוא הם ממוצע של שלושת הרבועים הראשונים.
 (3) מחירי היבוא הם לרביע השלישי של 2006 לעומת מקבילו ב-2005.
 המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



להתפתחותה הלא-אחידה של האינפלציה במהלך השנה תרמו גם התפתחותם של מחירי הדלקים והאנרגיה: מחירי הנפט הוסיפו ועלו בחודשים הראשונים של השנה, המשך לעלייתם בשלוש השנים הקודמות. עד אוגוסט נרשמה עלייה של כ-30 אחוזים במחירה הדולרי של חבית נפט, אולם ביתרת השנה ירד מחירה בכ-20 אחוזים (איור ג'-6). תנודות אלו, יחד עם הפיחות בשער החליפין בתחילת השנה וייסופו בהמשכה, הגבירו את התנודתיות של מחירי האנרגיה בערכים שקליים, ומכאן - גם את התנודתיות במדד המחירים לצרכן. כך תרם רכיב האנרגיה בשקלים 0.6 אחוז לעלייתו של המדד הכללי עד אוגוסט

עליית מחיר הנפט בעולם בתחילת השנה וירידתו בהמשכה תרמו להתפתחות הלא-אחידה של האינפלציה.

ו-0.8 אחוז לירידתו ביתרת השנה - כשליש עד מחצית מסך השינוי במדד הכללי בתקופות אלו. ירידתם החדה של מחירי האנרגיה בסוף השנה תרמה גם לירידת האינפלציה במדינות רבות בעולם.

מדד המחירים המנוכה מסעיפי הדיור, הדלקים, הירקות והפירות עלה השנה ב-1.1 אחוזים. מדד זה מושפע הן מכוחות מקומיים והן מכוחות חיצוניים, אולם חלוקתו לרכיב מקומי⁵ ולרכיב מיבוא אינה ניתנת למדידה ישירה ומתבצעת באמצעות שימוש במודלים אקונומטריים שפותחו בבנק ישראל. (ראו תיבה ג'-2). מניתוח זה עולה כי שיעור העלייה של המדד המנוכה במהלך 2006 מורכב משני גורמים מנוגדים: מחד גיסא ירידה ברכיב היבוא, הנובעת ברובה מייסוף השקל מול הדולר, ומאידך עלייה במחירי הרכיב המקומי, התואמת את גידול הביקוש לתוצר. זאת בניגוד לשנים 2001 עד 2005, שבהן המיתון בביקושים הביא לאינפלציה מקומית ממותנת ואף שלילית (לוח ג'-4).

העלייה ברכיב המקומי של האינפלציה תואמת את גידול הביקוש לתוצר.

בניגוד לשונות בהתפתחותם של שער החליפין ומחירי האנרגיה במהלך שנת 2006 והשפעתם על שונות האינפלציה, נמשכה במהלך השנה ההתרחבות המואצת של הפעילות במשק, על אף ירידה זמנית בעטייה של המלחמה בצפון בחודשים יולי ואוגוסט. בדומה לשנתיים הקודמות נשענה הצמיחה המואצת, בין היתר, על התרחבות הביקושים המקומיים, דבר שתרם לעליית המחירים במהלך השנה כולה. (ראו פרק ב').

במחצית הראשונה של השנה נמשכה ואף הואצה ההתרחבות של הפעילות הריאלית, ובאה לידי ביטוי בצמיחה גבוהה של התוצר המקומי הגולמי ושל התוצר העסקי, תוך האצה בצמיחת תוצר התעשייה והשירותים והאצה ניכרת ביצוא. התבססות הצמיחה השתקפה בשיפור ניכר של כל האינדיקטורים ובמרבית הענפים במשק, ובלטה במיוחד בענף השירותים. הפעילות הכלכלית בתקופה זו נשענה על המשך הצמיחה של הסחר העולמי, ונתמכה על ידי רגיעה יחסית במצב הביטחוני, וכן על ידי תמהיל של מדיניות מקרו-כלכלית המסייע לצמיחה. הכוח העיקרי שהניע את המשך הצמיחה העולמית היה הצמיחה הגבוהה של כלכלת ארצות הברית, וזאת על אף הגירעון הגדול במאזן התשלומים שלה והמדיניות המוניטרית המרסנת שנקט ה-Fed. צמיחת הסחר העולמי

⁵ מוצרים ושירותים המיוצרים בשוק המקומי.

לוח ג'-4

התפתחות הרכיב המקומי מול הרכיב המיובא במדד המחירים לצרכן, 2000 עד 2006

התקופה	מדד המחירים לצרכן	מחירי הדיור	מחירי הדלקים	מדד המחירים לצרכן למעט		מחירי היבוא		
				מחירי דיור, דלקים ופירות וירקות	מחירי המזון והמקומיים ¹	העולמיים של מוצרי	שער החליפין שקל-דולר	
(העלייה או הירידה במהלך השנה)								
2000	0.1	-4.3	6.4	1.1	6.5	-7.0	-6.0	-3.0
2001	1.7	5.7	-6.8	0.8	-0.6	2.9	0.0	4.2
2002	6.6	9.4	15.9	5.7	0.5	13.6	1.6	10.6
2003	-2.1	-7.5	2.2	-0.7	0.0	-1.8	6.8	-5.9
2004	0.9	-1.8	15.7	1.4	-0.4	4.1	2.9	-1.0
2005	2.5	3.6	12.7	1.2	0.6	2.1	-2.2	5.6
2006	-0.2	-5.3	-2.4	1.0	2.8	-1.6	4.0	-8.6
(העלייה או הירידה לעומת הרביע הקודם)								
2004								
I	0.2	-0.9	6.2	0.4	-0.5	1.8	1.4	0.5
II	0.6	1.8	2.7	0.5	-0.5	2.0	-0.8	2.0
III	0.0	-0.7	0.5	0.2	0.0	0.5	0.3	-0.9
IV	0.2	-2.0	6.3	0.3	0.7	-0.2	2.0	-2.4
2005								
I	0.0	-2.0	-0.5	0.0	0.2	-0.3	0.8	-0.9
II	0.1	0.5	3.0	0.1	0.0	0.2	-0.6	1.2
III	1.4	3.2	6.5	0.6	0.3	1.0	-1.0	2.8
IV	1.0	1.8	3.7	0.6	0.1	1.3	-1.4	2.5
2006								
I	0.6	0.9	2.1	0.6	0.0	1.4	0.9	0.4
II	0.6	-1.3	4.3	0.4	0.8	0.0	2.0	-3.6
III	-0.2	-2.0	0.3	0.2	0.9	-0.7	1.5	-2.5
IV	-1.2	-2.8	-9.1	-0.2	1.1	-2.2	-0.4	-2.9

(1) מחירי הרכיב המקומי במדד המחירים לצרכן למעט דיור ודלקים. אומדני המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

(2) מחירי רכיב היבוא במדד המחירים לצרכן למעט דיור ודלקים. אומדני המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

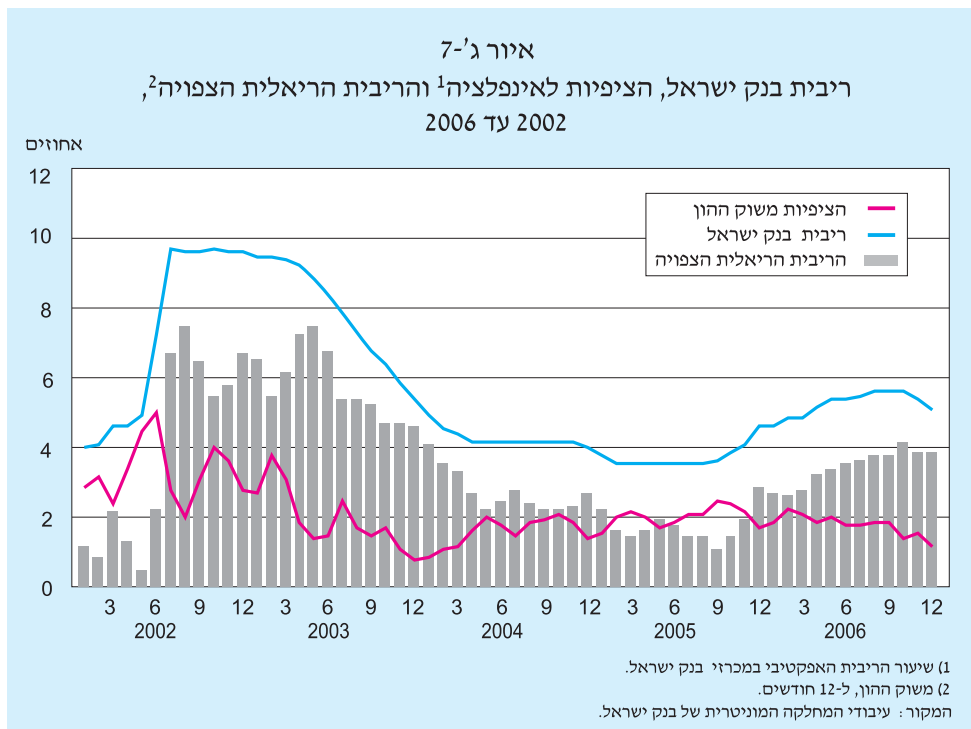
באה לידי ביטוי גם בהתרחבות הפעילות הכלכלית באירופה וביפן, ובשיעורי צמיחה גבוהים מהצפוי גם במשקים המתעוררים, ובפרט בסין ובהודו, וכל אלה התבטאו בעלייה חדה של מחירי התשומות והסחורות העולמיים. עלייה זו של מחירי המוצרים והתשומות המיובאים משפיעה על המחירים המקומיים במישרין, וכן בעקיפין - בין היתר, דרך הערוץ של יצוא הסחורות והשירותים. בדומה לשנתיים הקודמות נשענה הצמיחה המהירה על התרחבות הביקושים המקומיים, דבר שהשליך על עליית המחירים במהלך השנה כולה. אלו הגדילו את הלחצים האינפלציוניים דרך עדכון מחירים מצד הפירמות, וזאת על אף לחצים מתונים מצד עלויות הייצור בשוק העבודה, שבאו לידי ביטוי בעלייה מתונה של עלות העבודה ליחידת תוצר, תוך עלייה של פריון העבודה.

בתחילת המחצית השנייה של השנה, בשל המלחמה בצפון, ניכרה האטה מסוימת בפעילות הכלכלית, אולם זו הצטמצמה בעיקר לרביע השלישי של השנה, וברביע הרביעי שבה הפעילות ועלתה לרמה שאפיינה אותה לפני פרוץ המלחמה. בעקבות זעזוע חיצוני זה התמתנה העלייה בצריכה הפרטית, וירדו יצוא השירותים והיצוא התעשייתי. כנגד זאת עלתה הצריכה הציבורית עלייה חדה, בעקבות עלייה בהוצאות הביטחוניות בעטייה של המלחמה, וכן בהוצאות האזרחיות, בהן תשלומי הפיצויים. כן נמשך גידול היקף ההשקעה, בפרט בנכסים קבועים. הפעילות הריאלית במחצית זו, וכן במחצית שקדמה לה, נתמכה על ידי שיעור הצמיחה העולמי הגבוה, בפרט בגוש האירו, ביפן ובמשקים המתעוררים, אף שבארצות הברית ניכרו סימנים ראשונים להאטה בפעילות. גם במחצית זו השפעתה של הפעילות הריאלית המקומית הייתה לכיוון עליית המחירים, אמנם פחות מאשר במחצית הראשונה, אולם השפעת הכוחות שפעלו לירידת המחירים במחצית השנייה, ובפרט הירידה של מחירי האנרגיה והייסוס בשער החליפין, היא שגברה.

במקביל לצמיחה המהירה במשק עלתה הריבית הריאלית הצפויה עד אוגוסט באחוז, לרמה של 3.7 אחוזים, בעיקר עקב ההעלאה של ריבית בנק ישראל. ברביע האחרון של השנה נותרה הריבית הריאלית כמעט ללא שינוי, על אף הורדה של ריבית בנק ישראל, וזאת בעקבות ירידה בציפיות לאינפלציה. רמה זו של הריבית הריאלית גבוהה מהרמה ששררה במשק בשנתיים הקודמות, ובכך היא מבטאת את התאמת הריבית לעלייה בפעילות הכלכלית (לוח ג'-2 ואיור ג'-7).

בשנת 2006 נמשכה הירידה החדה של החוב הממשלתי ביחס לתוצר, ואמינות הממשלה הוסיפה והתבססה. זאת גם בזכות עמידתה בשני היעדים שהציבה לעצמה - תקרת הגירעון ויעד ההוצאה הממשלתית. (ראו פרק ו'). בכך תרמה המדיניות הפיסקלית במהלך השנה לשמירה על היציבות הפיננסית ותמכה ביציבות המחירים. הגירעון הממשלתי הנמוך מבטא עלייה חדה של ההכנסות ממסים, תוצאת ההאצה בצמיחה, וזאת על אף גידול ההוצאות הציבוריות בעקבות המלחמה בצפון. הירידה החדה של הגירעון הממשלתי הקטינה את צורכי גיוס ההון של הממשלה ותמכה בירידה החדה של תשואות איגרות החוב במחצית השנייה של השנה, במקביל לירידת התשואות בעולם, וזאת לאחר עלייתן במחצית הראשונה. בירידת התשואות תמכה גם רפורמת עושי השוק בשוק איגרות החוב, שנכנסה לתוקפה בספטמבר. ירידת התשואות סייעה לירידת עלויות המימון עבור הממשלה, והתנאים הנוחים בשוק היוו קרקע נוחה להארכת טווח החוב השקלי (הלא-צמוד) שהיא מגייסת מ-10 ל-20 שנה. בכך תרמה הממשלה להארכת הטווחים בשוק הריביות השקליות. הוזלת עלויות המימון לממשלה הוזילה את המימון גם למגזר הפרטי, שהתשואות על איגרות החוב הממשלתיות משמשות לו סמן. צמצום מקורות המימון על ידי הממשלה גם פינה מקורות למגזר העסקי, ואף האיץ את התפתחות מקורות האשראי החוץ-בנקאיים למימונו.

המדיניות הפיסקלית
עמדה ביעדי הגירעון
וההוצאות, ובכך תרמה
ליציבות הפיננסית
וליציבות המחירים.



פתיחת המשק המקומי לחו"ל באמצעות תהליכי הליברליזציה והרפורמות המבניות של השנים האחרונות הגבירו את רגישותו להתפתחויות העולמיות. כך, למשל, התנהלותו החופשית של שוק המט"ח תוך תנועות הון חופשיות לחלוטין מגבירה את רגישותו של שער החליפין המקומי למגמות העולמיות בשערי החליפין ולזרמי הון לשווקים מתעוררים. גם התפתחות התשואות בשווקים המקומיים, לרבות שוקי המניות ואיגרות החוב, קשורה קשר הדוק למגמת התשואות בשווקים הבין-לאומיים, אולם על אף הגברת הקשר והתלות בשווקים העולמיים, השווקים המקומיים מושפעים בראש ובראשונה מאמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית, המשפיעה בין היתר על פרמיית הסיכון של המשק, ודרכה - על תנועות ההון אליו. התבססות האמינות בשנים האחרונות אפשרה את צמצום פערי הריביות בין המשק לחו"ל לשיעורים שלא נודעו כמותם בעבר, ביטוי לירידת הסיכון של המשק.

האמינות הגבוהה של המדיניות המקרו-כלכלית, יחד עם תנאי הרקע הטובים של המשק, באה לידי ביטוי גם באיתנות שגילו השווקים הפיננסיים ושוק המט"ח בתקופת מלחמת לבנון השנייה. הפיחות החד של השקל בימים הראשונים ללחימה, תוך עלייה בסיכון שער החליפין, במקביל לעליית התשואות בשוקי איגרות החוב, היה בבחינת תגובה מיידית שקוזה לאחר מספר ימים, עוד לפני סיום המלחמה. זאת גם בהשפעת ההערכות בשווקים כי הלחימה תסתיים מהר יחסית, וכי המשק יתאושש ויחזור במהרה לרמת הפעילות הקודמת. היציבות המרשימה של שוק המט"ח נתמכה על ידי פעילות מתונה של תושבי חוץ, שלא מימשו השקעות במשק, ואף המשיכו להשקיע בו ישירות, במקביל לפעילות מתונה של משקי הבית הישראליים, אשר לא רכשו מט"ח בהיקפים ניכרים, בניגוד לתגובתם על זעזועים בעבר. תנאי הפתיחה הטובים של המשק והאמינות הגבוהה של המדיניות - הן המוניטרית והן הפיסקלית - סייעו לו לעבור את המשבר בקלות ובמהירות יחסית, תוך פגיעה מתונה בלבד בפעילות הריאלית והפיננסית.

היציבות של השווקים
 הפיננסיים ושל שוק
 המט"ח נשמרה גם
 בתקופת מלחמת לבנון
 השנייה.

תיבה ג'-1: מדיניות גמישה של יעד אינפלציה

מאפיין מרכזי של המדיניות המוניטרית במשטר של יעד אינפלציה הוא הפעלת מדיניות גמישה של יעד אינפלציה. להלן נתאר בקצרה את הרקע והמשמעות של מדיניות זו.

המטלה המרכזית של המדיניות המוניטרית היא לספק עוגן לאינפלציה, וזאת באמצעות הגדרת יעד אינפלציה וחתימה מתמדת להשגתו. כלי המדיניות המשמש את הבנק המרכזי להשגת מטרה זו הוא הריבית¹. הבעיה האופרטיבית של המדיניות המוניטרית היא להעריך באופן שוטף מהו שיעור הריבית התואם את השגת יעד האינפלציה, במגבלות שתפורטנה להלן.

עצם העובדה שעל הבנקים המרכזיים בעולם המערבי בכלל, ועל בנק ישראל בפרט, הוטל להשיג את יעד האינפלציה באמצעות כלי הריבית, משמעותה שהממשלות בעולם המערבי מעריכות כי באמצעות התאמות של הריבית ניתן לייצב את האינפלציה. לביסוסה של הערכה זו תרם פיתוחה של מסגרת תיאורטית, שהתגבשה במהלך 20 השנים האחרונות. מסגרת זו - התיאוריה הניאו-קיינסיאנית - מתארת את הקשרים המרכזיים המאפיינים את מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית, כלומר את המנגנון המקשר בין שינויים בריבית לבין שיעור האינפלציה².

אלה עקרונותיה החשובים ביותר של תיאוריה זו לגבי משק קטן ופתוח:

1. המשתנים המרכזיים החיוניים לתיאור והבנה של מנגנון התמסורת במשק כזה הם האינפלציה, פער התוצר³, שער החליפין והריבית.

2. שינוי מחירים של מוצרים ושירותים על ידי הפירמות כרוך בעלות. לכך שני ביטויים: (א) המחירים (והשכר) מאופיינים בקשיחות זמנית; (ב) השינויים במחירים מושפעים גם מהציפיות השוררות בשוק לגבי האינפלציה העתידית. משמע שהאינפלציה בהווה מושפעת מאוד מהציפיות השוררות בשוק לגבי שיעורה בעתיד, ואלו מושפעות כמובן במידה רבה ממידת האמון שהציבור רוחש לקובעי המדיניות המוניטרית⁴.

3. בגלל קשיחות זמנית של המחירים והשכר, שינויים בריבית הנומינלית מתבטאים בטווח הקצר בשינויים בריבית הריאלית, ואלה מחוללים סטייה זמנית של משתנים ריאליים ממגמתם. סטייה זו משפיעה על קצב האינפלציה, בפיגור.

¹ הריבית על ההלוואה המוניטרית לבנקים או על פיקדונות הבנקים בבנק ישראל.

² להצגה מפורטת של תיאוריה זו ראו: L.E.O. Svensson. (2000). "Open economy inflation targeting", *Journal of international economics* 50 155-183. C. Walsh (2003). *Monetary theory and policy*, MIT press, Cambridge MA, Second edition.

³ פער התוצר הוא הפער באחוזים בין התוצר בפועל לתוצר הפוטנציאלי. התוצר הפוטנציאלי הוא, בהקשר הנוכחי, מושג תיאורטי: התוצר שהיה נקבע במצב של גמישות מחירים.

⁴ השפעת הציפיות לאינפלציה בעתיד על האינפלציה בהווה נובעת מכך שכאשר היצרנים מחליטים לשנות מחיר הם מביאים בחשבון שבעתיד, למשך תקופה מסוימת, הם ייאלצו להימנע מלשנות (עקב עלויות התאמה). לכן מידת השינוי של המחירים, בעת השינוי, מושפעת גם מהעלייה הצפויה של המחירים בתקופות שבהן הפירמות תיאלצנה - להערכתן - להימנע משינוי המחיר. שיקולים אלה מובילים לקשר (שמחקרים רבים מאששים אותו בנתונים) בין האינפלציה בהווה לאינפלציה הצפויה בתקופות הבאות.

4. לשינויים בריבית אין השלכה על המגמה של המשתנים הריאליים, כגון הריבית הריאלית, שער החליפין הריאלי, הפעילות והתעסוקה.

5. הכלכלה (והאינפלציה בפרט) חשופה לזעזועים לא-צפויים. באמצעות התאמה מתמדת של הריבית, בתגובה על זעזועים אלה, ניתן להשיג ייצוב יחסי של קצב האינפלציה (כלומר להקטין את הסטיות של האינפלציה מהיעד, לאורך זמן).

6. המדיניות המוניטרית היא הגורם הבלעדי הקובע בסופו של דבר את קצב האינפלציה⁵.

נניח, למשל, שהתרחש זעזוע בצד העלויות, אשר הביא לעליית האינפלציה מעל טווח היעד. כדי להחזיר את האינפלציה ליעדה נדרשת העלאה זמנית של הריבית. העלאה של הריבית הנומינלית תביא לעלייה זמנית של הריבית הריאלית; זו תפעל לירידה זמנית של הפעילות הריאלית ושל שער החליפין הריאלי, ואלה יפעלו לירידה פרמנטית של האינפלציה (שתאפשר בהמשך גם את הפחתת הריבית הנומינלית). מכאן שלהפחתת האינפלציה (החזרת האינפלציה לתוואי היעד) יש, בטווח הקצר, מחיר ריאלי במונחי הפעילות והתעסוקה: אלה יהיו, לזמן מה, נמוכים מרמותיהם הפוטנציאליות. אולם, כאמור, הפגיעה בפעילות ובתעסוקה היא זמנית, ואילו הירידה באינפלציה היא פרמנטית.

הפגיעה הזמנית בפעילות ובתעסוקה, שמחוללת העלאת הריבית, משמעותה תחלופה בטווח הקצר בין סטיות האינפלציה מהיעד לסטיות של התוצר מרמתו הפוטנציאלית. במילים אחרות: הקטנת הסטייה של האינפלציה מהיעד באה במחיר הפחתה זמנית של התוצר והפעילות ביחס למגמותיהן. מפני תחלופה זו, ננקטת ברוב המדינות מדיניות גמישה של יעד אינפלציה. במדיניות גמישה הכוונה לשאיפתם של קובעי המדיניות לשלב ולאזן בין המטרה של הקטנת סטיות האינפלציה מהיעד למטרה של הקטנת הסטיות של התוצר מרמתו הפוטנציאלית. לרוב יש לקובעי המדיניות מטרה נוספת - למתן את התנודות בריבית, מחשש לפגיעה ביציבות הפיננסית, וגם בשל אי-וודאות מסוימת לגבי מצב המשק, הקיימת תמיד. מניע נוסף למיתון התנודות בריבית הוא החשש מהיווצרות מצב של "חוסר יציבות בכלים" (instrument instability). איזון בין המטרות (או המגבלות) דלעיל מחייב שתגובת הריבית על זעזועים המחוללים סטייה של האינפלציה מהיעד תהיה הדרגתית, ולכן גם החזרה של האינפלציה לתוואי היעד תהיה הדרגתית. הביטוי העיקרי של מדיניות זו הוא תופעה המכונה "החלקת ריבית" (interest rate smoothing), שעיקרה התאמה הדרגתית של הריבית.

⁵ זאת בתנאי שלא מתפתח מצב של דומיננטיות פיסקלית. במקרה כזה העלאת הריבית עלולה לפעול דווקא לעלייה באינפלציה. מצב כזה, שמבטא למעשה אובדן שליטה של המדיניות המוניטרית, עלול להיווצר במקרה של עלייה משמעותית של יחס החוב הממשלתי לתוצר ו/או של משקל החוב במט"ח בסך החוב. ראו למשל

O. Blanchard, (2004). *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil* NBER Working paper No. 10389 (March).

בישראל, מאז תוכנית הייצוב של שנת 1985, בעקבות חקיקת חוק אי ההדפסה והפחתה משמעותית N. Liviatan, (ומתמדת) של גירעון הממשלה, הסבירות של התפתחות כזאת נמוכה. ראו למשל: (2003). *Fiscal dominance and monetary policy dominance in the Israeli monetary experience*, Discussion paper 03.17 (November), Bank of Israel, Research Department.

⁶ ראו למשל: R.S. Holbrook (1972), "Optimal Economic Policy and the Problem of Instrument Instability", *American Economic Review*, 62, 57-65.

בצד היתרון האמור של גישה זו - מיתון הפגיעה הזמנית בפעילות - יש לה גם חסרון: הואיל והחזרה של האינפלציה לתוואי היעד היא הדרגתית, נמצא קצב האינפלציה מעל היעד במשך תקופה ארוכה⁷, דבר העלול לפגוע באמינות. לפיכך יש מתח בין התאמה הדרגתית של הריבית ובין החשש לאבדן אמינות, שיחייב בסופו של דבר תיקון דרסטי בריבית. מכאן שהיכולת לנהל מדיניות גמישה תלויה במידה רבה באמינות שהושגה בעבר.

גם בישראל ננקטה בשנים האחרונות, רוב הזמן, מדיניות גמישה, עם דגש ביציבות הפיננסית. מפני הרצון להימנע משינויים גדולים בריבית והישענות על מסגרת הצופה לעתיד, הרי שבתקופות מסוימות סתתה האינפלציה הצפויה לטווח הקצר (למשל לשנה) מהיעד, ובכל זאת השינויים בריבית היו בדרך כלל מתונים. (מכלל זה יצאו ההעלאה הדרסטית של הריבית בנובמבר 1998 - העלאה מצטברת של 4 נקודות אחוז - בעקבות העלייה הדרסטית באינפלציה הצפויה, תוצאת הפיחות החד שהיה אז, והפחתת הריבית ב-2 נקודות אחוז בשבוע האחרון של 2001).

גם בשנת 2006 ננקטה מדיניות התאמה הדרגתית של הריבית. בחמשת החודשים הראשונים של השנה, לנוכח ההערכה כי האינפלציה הצפויה לשנה הקרובה חורגת כלפי מעלה מהיעד, הועלתה הריבית שלוש העלאות מתונות של 0.25 נקודת אחוז כל אחת. ברביע האחרון של השנה, עם התגברות הסימנים לשינוי מגמה באינפלציה הצפויה, בעיקר עקב הייסוף בשער החליפין, ובפרט לנוכח האפשרות כי האינפלציה תחרוג כלפי מעלה מהיעד, נוצר צורך להוריד את הריבית. גם הורדות הריבית בוצעו בזהירות ובהדרגה, במיוחד משום ששינוי המגמה בריבית נדרש זמן קצר יחסית לאחר ההעלאות, ומפני השלכתו האפשרית על השווקים הפיננסיים והריאליים.

⁷ יחסית לתקופה שהייתה עוברת לו ננקטה מדיניות קשיחה יותר של יעד אינפלציה.

3. המדיניות המוניטרית בשנת 2006

משנת 2003 פועלת המדיניות המוניטרית במסגרת של יעד יציבות מחירים רציף בתחום של 1 עד 3 אחוזים. יעד רב-שנתי מגדיל את השקיפות של המדיניות המוניטרית ואת אמינותה, מסייע לעגן את הציפיות לאינפלציה בגבולותיו, וכך גם מקל על השגתו. הכלי המרכזי שבאמצעותו פועל בנק ישראל להשגת היעד הוא הריבית המוניטרית, המשפיעה על התפתחות האינפלציה דרך הביקוש המצרפי, הציפיות לאינפלציה ושער 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, הבוחנים את התפתחות המחירים לפי תרחישים שונים של המדיניות המוניטרית וההתפתחויות הכלכליות. מעקב אחר מכלול ההתפתחות והאינדיקטורים מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את מינון הריבית המתאים,

להערכתו, להשגת יעד יציבות המחירים לשנה-שנתיים הקרובות תוך שמירה על יציבותם של השווקים הפיננסיים.

בארבעת החודשים הראשונים של השנה ניכר היה כי פועלים כוחות לעליות מחירים החורגות מגבולו העליון של יעד יציבות המחירים. אלה באו לידי ביטוי בהתפתחות המחירים בפועל: בחודשים אלו עלו המחירים ב-1.5 אחוזים, שיעור גבוה מהתוואי העונתי של יעד יציבות המחירים לתקופה זו (0.5 אחוז - 1.2 אחוזים). זאת בהמשך לעליות מחירים של 1.8 אחוזים במחצית השנייה של שנת 2005, שחרגו אף הן מהתוואי העונתי. יתר על כן, האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים, שעל פיה נבחנת עמידה ביעד יציבות המחירים הרציף, עלתה ונכנסה אל תחומי היעד במחצית השנייה של 2005, אך הוסיפה לעלות וחרגה מגבולו העליון החל מפברואר 2006.

בתחילת 2006 חרגה האינפלציה מגבולו העליון של היעד.

ההתפתחות החריגה של המחירים לוותה גם בעליית האינפלציה הצפויה: הציפיות לאינפלציה משוק ההון עלו בחודשיים הראשונים של השנה בחצי נקודת אחוז, ל-2.2 אחוזים, ותחזיות החזאים הפרטיים עלו ברביע הראשון בשיעור דומה, אף הן ל-2.2 אחוזים. אמנם רמותיהן של הציפיות והתחזיות נעו סמוך למרכז יעד היציבות, אולם שיעורי השינוי בהן היו גדולים, יחסית לפרק הזמן הקצר, וכן הייתה גלומה בהן עלייה של הריבית במהלך השנה.

עליית המחירים בפועל והאינפלציה הצפויה במהלך השליש הראשון של 2006 הן תוצאה של מספר כוחות כלכליים, שהחלו לפעול בסוף שנת 2005 והתחזקו בתחילת 2006 - בהם התרחבות הביקושים, ובעיקר הצריכה הפרטית, עלייה של מחירי הסחורות המיובאות והאנרגיה והפיחות הנומינלי של השקל מול הדולר.

היחלשותו של השקל מול הדולר, בניגוד למגמה ששררה במשקים המתעוררים, נבעה בעיקר מעליית אי-הוודאות הפוליטית-מדינית בעקבות מספר אירועים מקומיים - בהם אשפויו של ראש הממשלה, הקדמת הבחירות לכנסת, תוך חשש משינוי המדיניות הכלכלית של הממשלה, וכן הבחירות לרשות הפלסטינית וחשש להחרפת המצב הביטחוני בעקבותיהן. נוסף על כך לוותה עליית שער החליפין בהצטמצמות פערי הריביות מול העולם, ובצפי להמשכה, בעקבות העלאות הריבית במשקים הגדולים. בתקופה זו עלו גם תשואותיהן של איגרות החוב הנומינליות והריאליות, הן על רקע התגברות אי-הוודאות המקומית, והן עקב עליות משמעותיות של התשואות בארצות הברית.

בעקבות התפתחויות אלה, וכדי לשמור על האינפלציה הצפויה בתחומי יעד היציבות, העלה בנק ישראל את הריבית על מקורותיו בשיעור של 0.25 נקודת אחוז לכל אחד מהחודשים פברואר, אפריל ומאי. זאת בהמשך להעלאת ריבית מצטברת של נקודת אחוז ברביע האחרון של שנת 2005. כך הגיעה הריבית במאי 2006 לרמה של 5.25 אחוזים, לעומת 4.5 אחוזים בתחילת השנה ו-3.5 אחוזים בתום הרביע השלישי של 2005.

החל מחודש מאי נראה היה כי ההערכות לגבי האינפלציה הצפויה התמתנו. אף שהאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים הוסיפה להיות גבוהה מ-3 אחוז, מדדי המחירים בפועל היו נמוכים מהתוואי העונתי, ושיעור עלייתם המצטבר מתחילת השנה חזר אל התוואי המתיישב עם יציבות מחירים. כן ירדו מעט הציפיות וההערכות לגבי האינפלציה בשנה הקרובה למרכז יעד היציבות ואף מתחתיו, תוך ציפייה להעלאת ריבית של עד חצי אחוז עד סוף השנה, ומהמודלים האקונומטריים התקבלה תמונה דומה של אינפלציה סביב אמצע היעד.

בתקופה זו הוסיפו ופעלו כוחות לעליית המחירים מצד הביקושים: נמשכה הצמיחה המואצת והגבוהה מהצפוי של התוצר, ולוותה בשיפור בשוק העבודה - ירידה של שיעור

מתחילת 2006 ועד חודש מאי העלה בנק ישראל את הריבית שלוש פעמים במנות של 0.25 נקודת אחוז.

האבטלה ועלייה של מספר המועסקים במגזר העסקי יחד עם עליות שכר. עם זאת, עליית השכר לוותה בעלייה תלולה של הפריזון, שקיזזה חלק מהכוחות לעליית המחירים (לוח ג-5). לקיזוז עליות המחירים תרמו שני כוחות נוספים - התחזקות השקל מול הדולר, שמאפריל עד אמצע יולי, ערב המלחמה, הצטברה לכ-6.5 אחוזים - ושמירה על המסגרת התקציבית. צפי להמשך מדיניות פיסקלית אחראית היה עוד לפני אישור התקציב, ונסמך על המדיניות המוצהרת של הממשלה החדשה. מלבד זאת הביאה העלייה בפעילות לעליית ההכנסות ממסים, והעדר תקציב מאושר מיתן את ההוצאות. בתחילת חודש יוני אושר התקציב לשנת 2006, ונקבע כי יעד הגירעון לשנת 2007 יהיה 2 אחוזי תוצר, תוך חתירה לאיזון התקציב עד 2009. הדבר ביטא את מחויבותה של הממשלה להפחתת נטל החוב בתוצר, ותרם לצפי החיובי לגבי המשק מצד משקיעים מקומיים וזרים.

בעקבות מכלול הכוחות, שחלקם פעלו לעליית מחירים וחלקם קיזוזה, נראה היה כי האינפלציה הצפויה לשנה-שנתיים הקרובות מתכנסת בסביבת מרכז יעד היציבות. לפיכך הותיר בנק ישראל את הריבית לחדשים יוני ויולי ללא שינוי.

מאמצע חודש יולי, בשל המלחמה בצפון הארץ, גברה הערכת הסיכון של המשק הישראלי. עלייה בסיכון פועלת לרוב להקטנת יבוא ההון למשק, ולפיכך הייתה צפויה להקטין את הכוחות שפעלו להתחזקות השקל; ואכן, מגמה זו נפסקה, ואף התהפכה, ובתוך מספר ימים פוחת השקל בכ-3 אחוזים מול הדולר ומול האירו. עליית הסיכון באמצע חודש יולי באה לידי ביטוי בעלייה חדה של סטיית התקן הגלומה באופציות מט"ח, בעליית התשואות בשוקי איגרות החוב והמק"ם ובירידות בשוק המניות. התפתחויות אלו העלו חשש כי הפיחות בשער החליפין יגבר, ויעצים את עליית המחירים ששררה במחצית הראשונה של השנה. זאת במיוחד על רקע הכוחות העיקריים שפעלו לעליית המחירים באותה מחצית, בהם הצטמצמות פער התוצר והעלייה של מחירי האנרגיה ושל מחירי היבוא האחרים; אלה אמנם קוזזו חלקית ברביע השני של השנה בעקבות התחזקות השקל, אך לחצם לעליות המחירים לא פג לחלוטין. לנוכח אי-הוודאות ששררה בשוק והחששות מעלייה בסיכון ומהשלכותיה העלה בנק ישראל את הריבית לחודש אוגוסט ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 5.5 אחוזים.

בחודש אוגוסט העלה בנק ישראל את הריבית מחשש לעלייה בסיכון המשק כתוצאה מהמלחמה בצפון.

כבר במהלך חודש אוגוסט נראה היה כי העלייה בסיכון של המשק הישראלי בעקבות המלחמה היא מתונה וזמנית בלבד, וכי שוקי ההון והמטבע מפגינים איתנות גבוהה יחסית למרות הזעזוע שפקד את המשק. השינויים בהם קוזזו בתוך ימים ספורים בלבד, ועוד בתחילת חודש אוגוסט, טרם סיום העימות, שבו תשואותיהם של איגרות החוב והמק"ם, וכן שערי החליפין ושערי המניות, לרמות שאפיינו אותם לפני העימות. במהלך חודש אוגוסט אף הצטמצמה פרמיית הסיכון של ישראל (הנמדדת על ידי מירווח ה-CDS ל-5 שנים) וחזרה לרמה של ערב המלחמה (איור ג-8).

יציבות זו שיקפה את התנאים הבסיסיים הטובים של המשק לפני פרוץ העימות ואת



לוח ג'-5

עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר, שיעור האבטלה והמחירים, 2000 עד 2006

התקופה	עלות העבודה			השכר למשרת שכיר		
	שיעור האבטלה	מדד המחירים לצרכן	הנומינלית ליחידת תוצר במגזר העסקי ¹	התוצר העסקי	במגזר הציבורי	
(העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)						
2000	8.8	1.1	0.5	11.1	6.6	7.8
2001	9.3	1.1	6.5	-1.9	3.7	4.4
2002	10.3	5.7	1.0	-2.7	1.1	-1.4
2003	10.7	0.7	-4.3	2.2	-3.5	-1.8
2004	10.3	-0.4	-3.1	6.8	4.2	1.1
2005	9.0	1.3	1.0	7.0	1.8	3.7
2006	8.4	2.1	2.2	6.3	3.4	3.9
(העלייה או הירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד)						
2003						
I	10.8	5.2	-3.1	1.1	-2.0	-1.5
II	10.4	1.4	-5.2	0.5	-7.8	-4.3
III	10.9	-1.6	-5.7	4.7	-2.5	-0.7
IV	10.9	-2.1	-3.4	2.4	-1.3	-0.6
2004						
I	10.9	-2.5	-4.1	6.4	8.7	1.2
II	10.5	-0.7	-2.4	6.0	0.3	1.0
III	10.1	0.6	-3.5	6.6	0.2	0.3
IV	9.9	1.0	-2.4	8.2	7.6	1.9
2005						
I	9.2	0.8	0.0	7.0	-5.2	2.8
II	9.0	0.3	1.0	7.2	8.1	3.4
III	8.9	1.7	3.3	5.7	7.6	4.5
IV	8.9	2.6	-0.3	8.2	-2.4	4.2
2006						
I	8.8	3.1	2.8	7.0	2.6	4.8
II	8.8	3.6	-0.4	8.8	5.6	4.0
III	8.3	2.0	2.2	5.4	2.8	3.3
IV	7.7	-0.2	4.5	4.3	2.5	3.6

(1) סך נתוני השכר למשרת שכיר כפי שהם מדווחים למוסד לביטוח לאומי, בניכוי התוצר (הריאלי). המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

האמון כי המדיניות המקרו-כלכלית תישמר. כמו כן גברה ההערכה כי השפעות הלחימה על המשק יהיו מתונות יחסית וכי צפויה התאוששות מהירה בפעילות, כך שהפגיעה בצמיחה תהיה זמנית ותתרכז בעיקר ברביע השלישי של השנה. הירידה בפעילות של ענפי התעשייה, המסחר, השירותים ובפרט התיירות קוזה חלקית על ידי עלייה של הצריכה הציבורית, בפרט של ההוצאות הביטחוניות, במהלך הלחימה ואחריה, וכן של ההוצאות על פיצויים.

היציבות היחסית של האינפלציה הצפויה היא עדות נוספת לאמון של הציבור במדיניות המקרו-כלכלית, ולהערכתו כי השלכות הלחימה על שוקי ההון והכספים הן זמניות בלבד. במהלך החודשים אוגוסט וספטמבר נותרו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות החזאים סמוך למרכז יעד יציבות המחירים, תוך ציפייה ליציבות או לעלייה קלה בלבד של הריבית במהלך המחצית השנייה של השנה. תמונה דומה עלתה גם מהמודלים האקונומטריים של בנק ישראל. גם התפתחות האינפלציה בפועל תמכה בהערכות אלו: בתקופה זו התפרסמו מדדי המחירים לחודשים יולי ואוגוסט, שעלו במידה מתונה בלבד ונמוכה מהתוואי המתיישב עם יעד יציבות המחירים. כמו כן ירדה האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים ונכנסה לתחומי היעד, לראשונה מאז תחילת השנה⁶.

מכלול ההערכות והאינדיקטורים הכלכליים העידו כי המשק השיל מעליו את המשקעים האחרונים שהותירה בו הלחימה בצפון, וכי הוא מצוי בעיצומו של תהליך חזרה למסלול שאפיין אותו ערב פרוץ הלחימה. לנוכח התפתחויות אלו הותיר בנק ישראל את הריבית לחודשים ספטמבר ואוקטובר ללא שינוי.

ברביע האחרון של השנה ירדו הן האינפלציה בפועל והן הציפיות להתפתחותה העתידית ירידה חדה; מדדי המחירים שהתפרסמו ברביע האחרון של השנה (מדדי ספטמבר-נובמבר) היו שליליים, והצטברו ל-1.7 אחוזים, מתחת לתוואי העונתי ולתחזיות המוקדמות לגביהם. כמו כן ירדה האינפלציה בפועל בשנים עשר החודשים האחרונים אל מתחת לתחום היעד, ואף הגיעה לשיעור שלילי. בד בבד עם התפתחות המחירים בפועל ירדו ברביע האחרון של השנה גם הציפיות והערכות האינפלציה לשנים עשר חודשים לרמה ממוצעת של 1.4 אחוזים, תוך ציפיות לירידת הריבית, וזאת לאחר שבמשך מרבית השנה ומרבית השנה הקודמת הן נעו סביב 2 אחוזים.

התפתחות המחירים הממותנת ברביע האחרון של השנה היא תוצאה של ירידה חדה במחירי הנפט בעולם וכן של ייסוף חד בשער השקל, שנבע מכוחות מקומיים וגלובליים גם יחד: מתחילת המחצית השנייה עד אוקטובר הואץ זרם ההשקעות של תושבי חוץ במשק, על רקע התנאים הבסיסיים הטובים בו ואמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית; התפתחות זו, ועמה עודף גבוה בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, היו הרקע להתחזקות השקל. בחודשיים האחרונים של השנה נבעה התחזקות השקל בעיקר מגורמים גלובליים, בהם היחלשות הדולר בעולם.

תנועות ההון אל המשק, בשילוב עם תנאי הרקע החיוביים, הביא גם לירידה של תשואות איגרות החוב הנומינליות והריאליות, במקביל לירידת הסיכון של המשק. אלו נתמכו על ידי המשך הרמה הנמוכה של גיוס ההון הממשלתי, תוצאת העמידה ביעד הגירעון, ועל ידי יישום רפורמה שבמסגרתה החלו לפעול בשוק איגרות החוב הממשלתיות עושי שוק מקומיים וזרים.

ברביע האחרון של השנה ירדה האינפלציה ירידה חדה, כתוצאה מייסוף שער החליפין ומהירידה של מחירי הנפט בעולם.

⁶ זאת גם עקב יציאת המדד הגבוה של יולי 2005 מהמדד.

מכלול התפתחויות אלו הביא להערכה כי קצב האינפלציה מצוי בחלק התחתון של תחום היעד, ואולי אף מתחתיו. אף שאינדיקטורים לפעילות הריאלית של המשק הצביעו על התאוששות מהירה וגבוהה מהצפוי מהלחימה בצפון, ההערכה ששררה הייתה כי אין לחצים אינפלציוניים גבוהים משוק העבודה, הודות לגידול המהיר של פרויקט העבודה. לנוכח ההתפתחויות וההערכות האלה החל בנק ישראל בתהליך הורדה הדרגתית של הריבית, במטרה להחזיר את קצב האינפלציה לסביבת מרכז היעד בהדרגה, בלי לחולל זעזועים בשווקים הפיננסיים. הריבית לכל אחד מהחודשים נובמבר ודצמבר הורדה ב-0.25 נקודת אחוז, ורמתה בסוף השנה עמדה על 5 אחוזים; הורדות נוספות בשיעור מצטבר של 0.75 נקודת אחוז לחודשים ינואר ופברואר 2007, הביאו את רמת הריבית ל-4.25 אחוזים - מתחת לרמתה בתחילת 2006.

4. המחירים

א. התפתחות המחירים

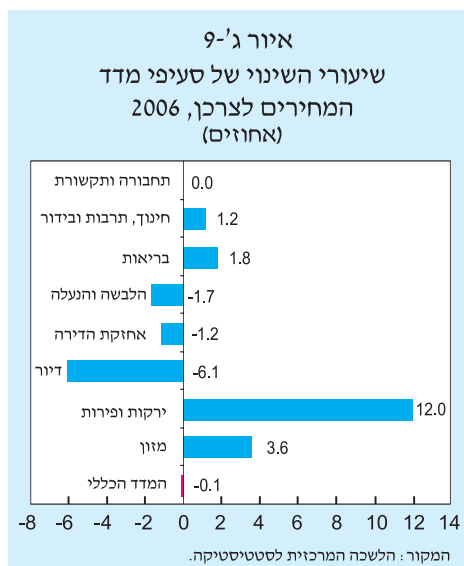
מדד המחירים לצרכן ירד בשנת 2006 ב-0.1 אחוז, ורק בארבעה חודשים במהלך השנה הייתה האינפלציה השנתית בפועל בתחומי יעד יציבות המחירים. התפתחות מדדי המחירים החודשיים לא הייתה אחידה במהלך השנה: בשליש הראשון שלה עלה המדד ב-1.5 אחוזים, וחרג מהתוואי העונתי⁷ המתיישב עם יעד היציבות (1.2-0.5 אחוז); בשליש השני נבלמה העלייה החדה של המדד, והוא עלה ב-0.2 אחוז בלבד, לעומת תוואי עלייה של 0.5-1.2 אחוזים, ואילו בשליש האחרון של השנה התגברו הסטיות מהתוואי העונתי, ומדד המחירים ירד בשיעור מצטבר של 1.7 אחוזים, נמוך בהרבה מהתוואי העונתי (0.1-0.6 אחוז).

העלייה החדה של המחירים בשליש הראשון של השנה והתמתנותם ואף ירידתם בהמשכה אפיינו רכיבים מרכזיים במדד - ביניהם כאלה המושפעים מהתפתחות המחירים בעולם או משער החליפין, כגון מחירי הדלקים והאנרגיה ומחירי הדיור - וגם רכיבים מקומיים לא-דולריים, כמחירי המזון והפירות והירקות. בסיכום השנה תרמו הרכיבים המקומיים, ובפרט סעיפי המזון והפירות והירקות, לעליית המדד, ואילו הרכיבים המושפעים יותר מההתפתחויות הגלובליות או מהשינויים בשער החליפין - בעיקר רכיב הדיור, וכן האנרגיה - תרמו לירידתו (לוח ג'-6 ואיור ג'-9).

בעוד שהמדד הכללי ירד בשנת 2006 ב-0.1 אחוז, המדד למעט רכיב הדיור עלה ב-1.3 אחוזים, והמדד למעט רכיבי הדיור והאנרגיה עלה ב-1.7 אחוזים. אלו מלמדים על תרומתו הגבוהה של רכיב הדיור לחריגה כלפי מטה מיעד האינפלציה, וכן על תרומתם של רכיבי האנרגיה לירידתה. שני רכיבים אלו הושפעו מהיסוס בשער החליפין, והאחרון - גם מירידה של מחירי האנרגיה בעולם. התפתחויות אלו הן בבואה של התפתחות המחירים בשנה הקודמת, שבה עלה המדד הכללי ב-2.4 אחוזים, בעוד שבניכוי מחירי הדיור והאנרגיה הייתה עלייתו מתונה - 0.2 אחוז בלבד.

⁷ התוואי העונתי של מדד המחירים לצרכן המחושב על ידי הלמ"ס משקף את שיעור השינוי במדד החודשי התואם יציבות מחירים. תוואי זה משמש כלי להערכת התפתחותו של מדד המחירים החודשי ביחס ליעד.

מדד הדיור הוא אחד הרכיבים המרכזיים בממד המחירים לצרכן, משתי סיבות: ראשית, משקלו הוא הגבוה ביותר בין רכיבי הממד - כ-20 אחוזים - ושנית, יש קשר ישיר בינו לבין התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר; זאת משום שסעיף הדיור בבעלות, שהוא חלק הארי של מדד הדיור (וכ-16 אחוזים מהמדד הכללי), נמדד על פי חוזי שכר דירה מתחדשים, המתורגמים לשקלים על פי השינוי בשער החליפין (בחודשיים שקדמו לחודש הממד), ובכך מושפעים ישירות מהשינוי בשער החליפין.



בשנת 2006 ירד מדד הדיור ב-6.1 אחוזים, ובכך תרם ירידה של 1.2 אחוזים בממד הכללי. נוסף על כך פעלה התפתחותו הלא-אחידה של רכיב הדיור

במהלך השנה להגברת התנודות בהתפתחותו של הממד הכללי ובהערכות האינפלציה במהלך השנה: בחודשים פברואר ומארס, בעקבות פיחות בשער השקל מול הדולר בסוף שנת 2005 ובתחילת שנת 2006, עלה מדד הדיור בשיעור מצטבר של 1.4 אחוזים, ובכך תרם עלייה של 0.3 אחוז בממד המחירים לצרכן בתקופה זו; לעומת זאת בחודשים אפריל עד דצמבר, בעקבות ייסוף מתמשך, ירד מדד הדיור ב-6.4 אחוזים, ותרם ירידה של כאחוז בממד. התפתחותו של מדד הדיור והשפעתו על הממד הכללי השנה מדגישה את הבעייתיות בשמירה על יציבות מחירים במשק קטן ופתוח, הנתון לתנודות שער החליפין, ויש בו קשר ישיר, שאינו "כלכלי טהור", בין התפתחות שער החליפין למחירים.

רכיבי האנרגיה בממד המחירים לצרכן (שמנים ודלק לרכב, נפט וסולר, חשמל וגז) הושפעו בעיקר ממחיריהם העולמיים, וכן מהתנודות בשער החליפין. התפתחותם במהלך השנה לא הייתה אחידה, דבר שהגדיל את השונות בהתפתחות הממד הכללי: עד חודש אוגוסט עלו רכיבי הדלקים והנפט (במונחי שקלים) בכ-17-18 אחוזים, במקביל לעליית מחירה של חבית נפט בעולם בכ-30 אחוזים, בעוד שרכיב החשמל ירד, ובסך הכול תרמו הדלקים 0.6 אחוז לעלייתו של הממד הכללי; לעומת זאת בשליש האחרון של השנה ירדו המחירים-בשקלים של כל רכיבי האנרגיה, ובפרט מחירי הדלקים והנפט, בכ-7-14 אחוזים, במקביל לירידת מחירה של חבית נפט בעולם וייסוף בשער החליפין, וכל אלה תרמו ירידה של 0.8 אחוז בממד. בסיכומו של דבר תרם רכיב האנרגיה ירידה של 0.2 אחוז בממד המחירים הכללי בשנת 2006.

רכיב המזון עלה במחצית הראשונה של השנה ב-3.5 אחוזים, רכיב הפירות והירקות עלה בחמשת החודשים הראשונים ב-12.1 אחוזים, ואלו תרמו 0.5 אחוז ו-0.4 אחוז לעלייתו של הממד בתקופות אלו; ביתרת השנה הם נותרו כמעט ללא שינוי, ולפיכך כמעט לא השפיעו על הממד הכללי.

לוח ג'-6
התפתחות המחירים לפי רכיבים שונים, עד 2006

שנה	מחירים											
	מחיר המוצרים הטעונים	מחיר המוצרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²	מחיר המבוקרים של תפוקת התעשייה ²
2000	0.8	2.9	0.6	1.1	3.2	-1.4	-0.1	3.1	-2.4	3.3	-5.9	0.0
2001	0.5	1.5	0.2	-0.5	6.0	-0.3	-5.7	0.9	5.2	1.1	6.9	1.4
2002	5.6	7.3	6.9	9.3	5.7	3.5	-3.5	10.7	8.2	4.9	-1.2	6.5
2003	2.9	-0.6	-0.3	-0.6	-0.4	-0.5	-4.0	0.0	-6.7	0.3	4.2	-1.9
2004	5.2	2.6	2.5	3.3	3.3	-0.6	-4.2	5.6	-2.5	1.8	6.0	1.2
2005	4.3	3.9	1.7	1.4	2.2	0.7	-4.3	5.1	5.9	2.0	-9.6	2.4
2006	2.7	0.3	1.4	0.0	1.8	1.2	-1.7	-1.2	-6.1	3.6	12.0	-0.1
2006	(שיעורי שינוי חודשיים, אחוזים)											
ינואר	0.1	-1.0	0.4	0.1	0.2	-0.2	-5.0	-1.9	-1.0	0.7	2.7	-0.3
פברואר	0.9	0.5	0.9	1.6	0.5	0.1	-6.4	0.4	0.2	0.9	1.1	0.6
מרץ	1.0	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.7	-4.4	0.2	1.2	0.8	0.5	0.3
אפריל	0.4	0.3	1.1	1.9	0.5	0.9	4.1	0.1	-0.6	0.7	5.8	0.9
מאי	0.6	0.2	0.4	0.7	0.1	0.3	3.8	0.2	-2.1	-0.2	1.6	0.0
יוני	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	-0.2	11.5	0.5	-0.5	0.4	-5.4	0.1
יולי	-0.7	0.0	0.3	0.4	0.1	0.5	-5.4	0.3	0.6	0.0	-0.4	0.1
אוגוסט	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2	1.0	-7.3	0.0	-0.2	0.1	0.6	0.0
ספטמבר	0.4	0.4	-1.1	-2.1	0.2	-1.1	-4.4	0.3	-0.8	0.1	-0.4	-0.9
אוקטובר	0.3	-0.3	-0.9	-1.9	0.0	-0.4	3.6	-1.0	-1.8	0.4	2.5	-0.7
נובמבר	-0.2	-0.2	-0.4	-0.7	0.1	-0.2	4.8	-0.2	-1.0	-0.5	4.0	-0.2
דצמבר	-0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	5.5	0.0	-0.1	0.1	-0.7	0.0

1) ללא דיוור, פיירות וירקות, הלבשה והנעלה ומוצרים מבוקרים.

2) ללא דלקים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מדד המחירים הסיטוניים של תפוקת התעשייה (ללא דלקים)⁸ עלה השנה ב-2.7 אחוזים, שיעור נמוך מזה של השנתיים הקודמות - 4.3 אחוזים ו-5.2 אחוזים, בהתאמה. מדד המחירים הסיטוניים מייצג למעשה את המחיר המתקבל במגזרים היצרניים על התפוקה המשווקת ליעדים מקומיים. כיוון שהמחירים במגזרים היצרניים משפיעים על המחירים לצרכן, יכול מדד המחירים הסיטוניים לשמש גם אינדיקטור מוביל למדד המחירים לצרכן: עלייה גבוהה של מדד זה אמורה להתבטא בעלייה עתידית של מדד המחירים לצרכן, ולהפך. שיעורי השינוי הנמוכים יחסית במדד המחירים הסיטוניים של תפוקת התעשייה מעידים על עלות לא גבוהה יחסית למגזרים היצרניים השנה, שייתכן כי חלקה נבע מירידת שער החליפין, אשר הוזילה את חומרי הגלם המיובאים (בשקלים). עלות נמוכה זו באה לידי ביטוי גם ביציבותו של מדד המחירים לצרכן השנה; זאת לעומת השנתיים הקודמות, שאופיינו בעלויות גבוהות יותר של מדד המחירים הסיטוניים, במקביל לעלויות במחירים המקומיים.

מדד המחירים הסיטוניים עלה השנה ב-2.7 אחוזים, שיעור נמוך מזה של השנתיים הקודמות.

ב. השונות של מדד המחירים לצרכן

בבואנו להעריך יציבות מחירים של משק, חשובה גם שונותו של מדד המחירים לצרכן, וזאת משום שיציבות נבחנת גם על פי ההתפלגות והתנודתיות של המחירים, לא רק על פי שיעורי השינוי שלהם על פני תקופה מסוימת. אחת הדרכים לבחון את מידת התנודתיות של המדד היא חישוב התנודתיות הבין-חודשית שלו - כלומר שונותו על פני זמן. סטיית התקן של השינויים במדד הכללי מנוכה עונתיות עמדה בשנת 2006 על 0.34 אחוז, בדומה לרמתה בשנה הקודמת. בחינת התנודתיות על פני זמן מעידה כי סטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן לא ירדה משמעותית מתחילת שנות התשעים, על אף ירידת המדרגה בסביבת האינפלציה. סטיית התקן של שינויי המחירים במשק הישראלי גבוהה יותר מאשר במדינות רבות בעולם: רמתה בישראל⁹ משנת 2000 ואילך היא 0.51 אחוז בממוצע, גבוהה מאשר במדינות מפותחות כאנגליה, קנדה, ארה"ב ושוודיה, ומאשר במדינות מתפתחות כצ'ילה, מקסיקו, פולין וקוריאה, שבהן סטיית התקן בתקופה המקבילה נעה בין 0.30 ל-0.43 אחוז. בחינת התנודתיות של רכיבי המדד מגלה כי נוסף על התנודתיות הגבוהה המאפיינת את הרכיבים העונתיים, בהם ירקות ופירות והלבשה והנעלה, גם רכיב הדיור ורכיב התחבורה והתקשורת (הכולל את סעיפי האנרגיה) מאופיינים בתנודתיות גבוהה. התנודתיות של מחירי הדלק בעולם וכן התפתחותו של שער החליפין משפיעים אפוא לא רק על השינויים במדד המחירים אלא גם על תנודתיותו של המדד.

התנודתיות של מדד המחירים בישראל גבוהה ביחס לעולם.

⁸ מדד זה אינו חלק מקבוצות התצרוכת במדד המחירים לצרכן, אולם הוא משמש אינדיקציה להתפתחות המחירים.

⁹ השוואה זו נערכה על בסיס המדד הכללי ללא ניכוי עונתיות; לפיכך סטיית התקן המתקבלת גבוהה מעט מזו של המדד מנוכה העונתיות.

5. מצרפי הכסף והאשראי

א. אמצעי התשלום (M1)

במהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 הוסיפו וגדלו אמצעי התשלום בשיעורים שנתיים של כ-15-20 אחוזים, אולם ברביע האחרון של השנה נרשמה ירידת מדרגה בשיעור השינוי השנתי של מצרף זה, ובסיכום השנה הוא התרחב ב-8.2 אחוזים בלבד (לוח ג'-7). גם השנה היה קצב הגידול של רכיב העו"ש באמצעי התשלום מהיר יותר, והוא עלה במהלך השנה ב-12.2 אחוזים, בעוד שרכיב המזומן עלה ב-2.9 אחוזים בלבד. במהלך השנה, בדומה לשנתיים הקודמות, עלה קצב הגידול של אמצעי התשלום במידה ניכרת על זה של התוצר בתוספת עליית המחירים - ככל הנראה תגובה על ירידת הריבית, על הרפורמה במס ועל המשך ההתרחבות של הפעילות בבורסה.

ראוי להזכיר כי במשטר של יעד אינפלציה, שבו העוגן הנומינלי הוא היעד ומכשיר המדיניות להשגתו הוא הריבית, אין חשיבות ישירה לאמצעי התשלום, משום שכמות הכסף במשק נקבעת על פי הביקוש של הציבור. אולם כמות הכסף יכולה לשמש אינדיקטור מוביל לעליית המחירים הצפויה. לכן 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 כדי לאבחן התמדה של שיעורי הגידול במצרף ללא הסבר סביר, התפתחות שיכולה להעיד על אי יציבות בביקושים ו/או על התערעות הקשרים המקרו-כלכליים המנחים את קביעת הריבית.

ב. מצרף הכסף הרחב (M2)

מצרף זה, הכולל נוסף על אמצעי התשלום גם את הפיקדונות השקליים הלא-צמודים לזמן קצוב (עד שנה), התרחב השנה בקצב של כ-7.1 אחוזים, גבוה במקצת מאשר בשנתיים הקודמות (לוח ג'-7). במהלך השנה גדל משקלם של הפיקדונות לטווחים הבינוניים (3 חודשים עד שנה) בכנקודת אחוז, על חשבון משקלו של הרכיב הקצר (עד 3 חודשים), שירד. עם זאת הרכיב הקצר הוא חלק הארי של מצרף הכסף הרחב - כ-90 אחוזים.

ג. האשראי הבנקאי הכולל (C3)

האשראי הבנקאי הכולל גדל השנה בשיעור מתון של 1.9 אחוזים, לעומת 3.8 אחוזים ו-2.7 אחוזים בשנתיים הקודמות (לוח ג'-7). הגידול המתון של יתרת האשראי הבנקאי בשנים האחרונות בולט על רקע שיעורי הצמיחה המהירים של התוצר בתקופה זו, וכן על רקע קצבי הגידול המהירים של מצרף זה במשך רוב שנות התשעים. כן בולטת ההתרחבות המתונה של המצרף על רקע הרווחיות הגבוהה של הבנקים בשנים האחרונות, אשר הביאה לשיפור בהלימות ההון שלהם ויצרה אצלם עודפי מקורות.

קצבי הגידול המתונים של המצרף מוסברים בין היתר בהתפתחותן של חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאות. חלופות אלו - בעיקר הנפקות של איגרות חוב פרטיות בבורסה ומחוצה לה - התרחבו מאוד בשנים האחרונות, על רקע סביבת הריביות הנמוכה יחסית, יישומן של רפורמות מבניות, בהן הרפורמה בפנסיה, והקלות בתקנות ההשקעה של גופים מוסדיים. גם ההגבלות האפקטיביות של הפיקוח על הבנקים על לווה בודד או קבוצת לווים תרמו להתפתחות חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאית והניעו לווים גדולים למצוא

לוח ג'-7

שיעורי השינוי במצרפים המוניטריים, 2000 עד 2006

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

בסיס הכסף	מצרפי הכסף		האשראי במט"ח והצמוד למט"ח		האשראי השקלי הלא-צמוד		סך האשראי לציבור	התקופה
	² M2	¹ M1	במונחי שקלים	במונחי דולרים	צמוד C1	למדר	C3	
11.5	19.2	7.5	5.7	8.6	28.9	2.9	10.1	2000
16.1	17.0	15.4	9.9	4.9	11.1	6.7	9.0	2001
4.3	-4.9	4.9	18.6	8.1	5.5	6.2	9.8	2002
6.3	2.0	7.7	-4.9	1.6	3.1	-5.6	-3.0	2003
8.3	5.6	17.9	5.4	6.6	8.4	-4.1	2.7	2004
14.7	5.3	23.8	-0.9	-6.7	11.0	2.0	3.8	2005
4.0	7.1	8.2	-4.1	5.2	14.2	-4.3	1.9	2006
								2003
2.7	2.1	-4.8	9.0	6.3	5.2	3.4	5.8	I
-2.3	0.6	-6.8	-9.5	2.1	7.4	-0.7	-1.6	II
4.1	1.9	3.4	-4.7	1.9	4.0	-4.2	-2.2	III
6.3	2.0	7.7	-4.9	1.6	3.1	-5.6	-3.0	IV
								2004
4.8	3.5	14.1	-2.5	3.6	5.5	-6.0	-1.6	I
11.0	5.4	21.0	8.5	5.2	3.6	-4.5	2.1	II
10.6	4.7	22.8	7.2	6.4	7.3	-4.6	2.8	III
8.3	5.6	17.9	5.4	6.6	8.4	-4.1	2.7	IV
								2005
6.8	5.3	15.0	-0.3	3.7	10.3	-4.6	1.2	I
8.6	7.8	16.6	0.0	0.7	9.4	-3.6	1.5	II
9.6	5.1	14.9	-2.3	-3.1	10.8	-0.7	2.2	III
14.7	5.3	23.8	-0.9	-6.7	11.0	2.0	3.8	IV
								2006
14.9	4.7	19.3	8.3	-0.1	9.9	2.3	6.7	I
9.3	2.8	15.1	4.0	4.2	12.7	1.3	5.8	II
7.2	6.2	11.5	1.4	5.7	12.7	-0.5	4.5	III
4.0	7.1	8.2	-4.1	5.2	14.2	-4.3	1.9	IV

(1) M1 = מזומן ופיקדונות עו"ש.

(2) M2 = M1 + פח"ק + פז"ק בש"ח + פיקדונות עד שנה בשקלים.

המקור: המחלקה המוניטרית והמחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

חלופות מימון מחוץ לה. התפתחויות אלו תורמות להקטנת הדומיננטיות של הבנקים במימון המגזר העסקי, תוך הגדלת התחרויות וירידת עלויות המימון של הפירמות. בסוף שנת 2006 הגיע חלקו של האשראי החוץ-בנקאי (כולל מתושבי חוץ) במימון המגזר העסקי לכ- 43 אחוזים, לעומת כ-23 אחוזים בלבד בשנת 2001 (ראו פרק ד').

6. המקורות לשינוי בבסיס הכסף וכלי המדיניות המוניטרית

בכל חודש מצהיר בנק ישראל על הריבית המוניטרית, וממנה נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף¹⁰. בנק ישראל מספק ביקוש זה באמצעות הכלים העומדים לרשותו - מכרזים על הלוואות מוניטריות לבנקים, מכרזים על פיקדונות של הבנקים בבנק ישראל ומק"ם. השינוי בבסיס הכסף נובע משלושה מקורות - הזרמת ההמשלה, המרות מטבע החוץ של הציבור והזרמת בנק ישראל. בנק ישראל לא התערב במסחר במטבע חוץ מאמצע שנת 1997, למעט מספר ימים בודדים בתחילת שנת 1998, ולכן, מאז, סעיף המרות מטבע החוץ בחדר העסקאות לא תורם לשינוי בבסיס הכסף. לפיכך, בהינתן ההזרמה/הספיגה של המשלה קובע בנק ישראל את היקף ההזרמה/הספיגה שלו כך שהתוספת המבוקשת על ידי הציבור לבסיס הכסף תסופק ברמת הריבית שקבע.

בשנת 2006 ירד בסיס הכסף ב-1.2 מיליארדי ש"ח - תוצאה של ספיגת המשלה והמוסדות הלאומיים בסך של כ-4.9 מיליארדי ש"ח והזרמה של בנק ישראל בסך 3.8 מיליארדים (לוח ג'-8). הזרמת בנק ישראל בוצעה באמצעות הקטנת היקפם של מכרזי הפיקדונות במהלך השנה, עם המעבר למכרזי הלוואות המוניטריות, שהושלם לקראת סופה, וזאת במקביל להמשך הגדלת הספיגה באמצעות המק"ם (לוחות ג'-9 ו ג'-10).

המשך הגדלת הספיגה באמצעות המק"ם היה בין הגורמים שהביאו את הבנקים המסחריים למצב של גירעון נזילות בסיסי, ולפיכך מציע להם בנק ישראל, מאז נובמבר 2006, הלוואות במכרז. זאת בניגוד למצב הקודם - כשהבנקים היו בעודף נזילות בסיסי, ובנק ישראל קיבל מהם פיקדונות. קביעת הריבית במשק באמצעות הלוואות, ולא באמצעות פיקדונות, היא הדרך המקובלת לניהול המדיניות המוניטרית במדינות המפותחות בעולם.

כאמור, בנק ישראל הוסיף והגדיל את היקף הנפקות המק"ם גם השנה, כך שבסופה הגיעה יתרת המק"ם ל-94.9 מיליארדי ש"ח, לעומת 81.3 מיליארדים בסוף 2005. התפתחות זו היא תוצאה של ביטול תקרת המק"ם בתחילת 2002, שאפשרה לבנק ישראל לעבור בהדרגה לניהול מדיניותו באמצעות כלי שוק, הנגיש לכלל הציבור, במקום באמצעות פיקדונות, הנגישים רק לבנקים. הרחבת השימוש במק"ם במקום בפיקדונות מגדילה את הסחירות בבורסה, מאפשרת למידע חדש לבוא לידי ביטוי בשווקים ביתר מהירות וביעילות, ובכך יכולה לסייע למדיניות המוניטרית להשיג את יעדיה תוך תנודות קטנות יותר בריבית.

¹⁰ בסיס הכסף מורכב מנכסים נזילים - מזומן בידי הציבור ועתודות הבנקים, הכוללות מזומן בכספות הבנקים ופיקדונות של הבנקים בבנק ישראל המוגדרים כנזילים.

לוח ג'-8
המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2000 עד 2006
 (מיליוני ש"ח)

2006											
IV	III	II	I	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
(1,610)	104	(1,137)	(2,288)	(4,931)	(2,539)	(150)	2,121	(7,813)	(3,334)	(2,443)	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
(1,588)	67	(1,311)	(2,402)	(5,234)	(2,679)	244	1,968	(7,634)	(4,341)	(3,493)	מזה: הממשלה
2,239	1,729	309	(523)	3,754	9,896	1,117	1,446	9,251	7,697	2,754	2. הזרמת בנק ישראל
4,000	3,500	0	(30)	7,470	(756)	152	(237)	68	21	(3)	מזה: הלוואה מוניטרית
(1,795)	(1,794)	(1,722)	(2,051)	(7,362)	(10,508)	(17,986)	(9,386)	(8,566)	(4,866)	(4,855)	מק"ם
0	0	0	0	0	6,216	(53)	379	(573)	(252)	145	החלף
0	0	2,040	1,520	3,560	12,440	14,257	4,243	10,500	5,500	(1,800)	פו"ק בנקים
10	27	51	46	134	432	1,104	2,774	2,679	3,411	4,492	ריבית ¹
629	1,833	(828)	(2,811)	(1,177)	7,357	967	3,567	1,437	4,363	311	3. סך כל השינוי בבסיס הכסף

(1) ללא מק"ם.
 המקור: מאזן בנק ישראל.

לוח ג'-9
הכלים המוניטריים¹ - פיקדונות מוניטריים, הלוואות מוניטריות ומק"ם,
דצמבר 2005 עד דצמבר 2006
 (ממוצע חודשי, מיליוני ש"ח)

סך כל הפיקדונות, ההלוואות והמק"ם	מק"ם		הלוואות		פיקדונות		סך הכל הפז"ק	התקופה
	בידי הבנקים	סך כל המק"ם	שבועי	יומי	שבועי	יומי		
87,248	12,293	81,328	0	0	1,806	4,114	5,920	2005 דצמבר
87,615	13,476	82,606	0	-820	1,129	4,700	5,829	2006 ינואר
82,878	12,890	80,750	0	-1,980	0	4,108	4,108	פברואר
78,832	11,646	82,624	-1,355	-4,129	0	1,692	1,692	מארס
92,251	12,119	86,227	0	0	0	6,024	6,024	אפריל
89,133	12,959	86,184	0	-1,200	1,355	2,794	4,149	מאי
89,063	13,331	88,520	0	-1,317	0	1,860	1,860	יוני
90,920	11,839	89,228	0	-1,138	0	2,830	2,830	יולי
88,929	10,981	90,217	0	-2,758	0	1,470	1,470	אוגוסט
90,809	10,408	91,474	0	-2,213	0	1,548	1,548	ספטמבר
89,685	9,240	92,015	0	-3,313	0	983	983	אוקטובר
86,779	8,102	91,936	0	-6,367	0	1,210	1,210	נובמבר
82,579	9,569	94,934	-4,065	-8,290	0	0	0	דצמבר

(1) פרט לכלים אלה ישנם כלים מוניטריים נוספים - חלון אשראי וחלון פיקדונות.
 המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח ג'-10

הפיקדונות המוניטריים וההלוואות המוניטריות ועלותם, 2004 עד 2006
(סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)

עלות ההלוואות במכרז		ניצול ההלוואות במכרז			עלות הפיקדונות במכרז		ניצול הפיקדונות במכרז			התקופה
שבועי	יומי	סך הכול	שבועי	יומי	שבועי	יומי	סך הכול	שבועי	יומי	
(אחוזים)		(מיליוני שקלים)			(אחוזים)		(מיליוני שקלים)			
2004										
4.71	4.71	26,247	15,688	10,559	4.71	4.71	26,247	15,688	10,559	I
4.28	4.29	19,545	9,783	9,762	4.28	4.29	19,545	9,783	9,762	II
4.28	4.29	21,213	11,829	9,383	4.28	4.29	21,213	11,829	9,383	III
4.19	4.20	17,005	7,568	9,437	4.19	4.20	17,005	7,568	9,437	IV
2005										
3.71	3.71	12,662	5,121	7,541	3.71	3.71	12,662	5,121	7,541	I
3.66	3.66	8,349	2,352	5,997	3.66	3.66	8,349	2,352	5,997	II
3.56	3.57	9,921	2,336	7,585	3.56	3.57	9,921	2,336	7,585	III
4.34	4.18	6,435	602	5,833	4.34	4.18	6,435	602	5,833	IV
2006										
4.88	4.82	2,761	452	2,310	4.60	4.78	3,876	376	3,500	I
---	5.41	839	0	839	5.39	5.30	4,011	452	3,559	II
---	5.61	2,036	0	2,036	---	5.56	1,949	0	1,949	III
5.19	5.35	7,345	1,355	5,990	---	5.52	731	0	731	IV

המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

תיבה ג'-2: הרכיב המקומי ורכיב היבוא של מדרד המחירים לצרכן

בניתוח האינפלציה והמדיניות המוניטרית במשק קטן ופתוח, מקובל להבחין, במדרד המחירים לצרכן, בין שני רכיבים עיקריים - רכיב יבוא ורכיב ייצור מקומי¹. התייחסות זו מבטאת את ההנחה שמחירי רכיב היבוא מושפעים בעיקרם משינויים במחיר העולמי של המוצרים ומשינויים בשער החליפין הרלוונטי, ואילו מחירי הרכיב המקומי מושפעים בעיקר מגורמים מקומיים - הביקושים ועלויות הייצור. חלוקה זו מאפשרת לנתח את התפתחות האינפלציה על פי הגורמים הבסיסיים

¹ ראו למשל L.E.O. Svensson, (2000). "Open-Economy Inflation Targeting". *Journal of International Economics* 50, 155-183.

הקובעים אותה: התנודות בשער החליפין בולטות מאוד בהתפתחות קצרת הטווח של האינפלציה דרך השפעתן על רכיב היבוא;² לעומת זאת הגורמים המשפיעים על המחירים המקומיים מכילים תנודות מתונות יותר, אך מתמידות יותר, ועל כן התפתחות הרכיב המקומי של האינפלציה מכילה מידע על כוחות שקובעים את האינפלציה בטווח הבינוני.

חלוקה זו של המדד אינה ניתנת למדידה ישירה. נתוני מדד המחירים לצרכן מחולקים לפי ענף המוצרים (מזון, דיור, תחבורה וכו'), לא לפי מקורם או אופיים (מייצור מקומי או מיבוא). יתירה מזאת, ניסיון לבצע חלוקה כזאת כרוך בקושי מושגי, שכן מוצרים רבים הם שילוב של רכיב יבוא ורכיב מקומי.³ בתיבה זו נציג שיטה שפותחה בבנק ישראל לאמידה של פירוק האינפלציה לרכיביה, שיטה המבוססת על אחד המודלים המוניטריים המשמש את בנק ישראל.

השיטה מפרידה את מדד המחירים לצרכן - למעט דיור, דלקים, פירות וירקות⁴ - לרכיב המקומי ורכיב היבוא, בעזרת שתי משוואות (מתוך מודל מקרו-כלכלי שלם, המתאר, בין היתר, את היקבעות האינפלציה⁵). ערכי המדדים בכל משוואה מתקבלים מאמידה מצרפית של המודל, המנוסח במונחי משתנים הניתנים למדידה. במשוואה הראשונה שיעור השינוי במחירו של רכיב היבוא במדד המחירים לצרכן (dpf) תלוי בשינוי במחיר העולמי של מוצרי הצריכה המיובאים (dp*) ובשינוי בשער החליפין (de), אולם התמסורת אינה מיידיית אלא הדרגתית: בעקבות פחות (או שינוי במחיר העולמי) מחירי היבוא לצרכן מתעדכנים במלואם רק כעבור שני רבעים. משמע שמניחים את המשוואה⁶:

$$dpf_t = 0.45 (dp^*_t + de_t) + 0.35 (dp^*_{t-1} + de_{t-1}) + 0.20 (dp^*_{t-2} + de_{t-2}) \quad (1)$$

מאחר שנתוני המחיר העולמי של מוצרי הצריכה ונתוני שער החליפין ידועים⁷, ניתן לאמוד באמצעות משוואה זו את השינוי במחירי רכיב היבוא במדד המחירים לצרכן.

במשוואה השנייה השינוי במדד המחירים לצרכן למעט דיור, דלקים, פירות וירקות (dp^{ex}) הוא ממוצע משוקלל של השינוי במחיר רכיב היבוא (dpf) והשינוי ברכיב המקומי (dph). המשקלות מבטאים את חלקו (הנאמד) של כל רכיב בסך הצריכה:

$$dp^{ex}_t = 0.6 dph_t + 0.4 dpf_t \quad (2)$$

² בישראל סעיף הדיור במדד מושפע מאוד משינויים בשער החליפין שקל-דולר - בשל הנוהג לנקוב את מחירי הדיור בדולרים - אף על פי שאין בו רכיב יבוא, והוא אף אינו סחיר.

³ לדוגמה, ברכישת מוצר חשמל המיוצר בחו"ל המוצר עצמו מיובא, אך השירות המלווה את מכירתו הוא מקומי.

⁴ השמטת מדד הדיור נעשתה בשל הקשר החזק שלו עם שער החליפין אף שאינו רכיב יבוא. מחירי הפירות והירקות מאופיינים בתנודות חזקות ולא סדירות, המבטאות הפרעות זמניות בהיצע, ומחירי הדלקים מעודכנים על פי נוסחאות קבועות, המביאות בחשבון שינויים במחירי הנפט בעולם ובשער החליפין, כך שאין בהם מקום רב לגורמי ביקוש והיצע מקומיים.

⁵ ראו: ד' אלקיים, א' ארגוב, א' בנימיני וע' רוזנשטרומ, מודל מקרו-כלכלי לסייע בתכנון המדיניות המוניטרית בישראל, בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דצמבר 2006.

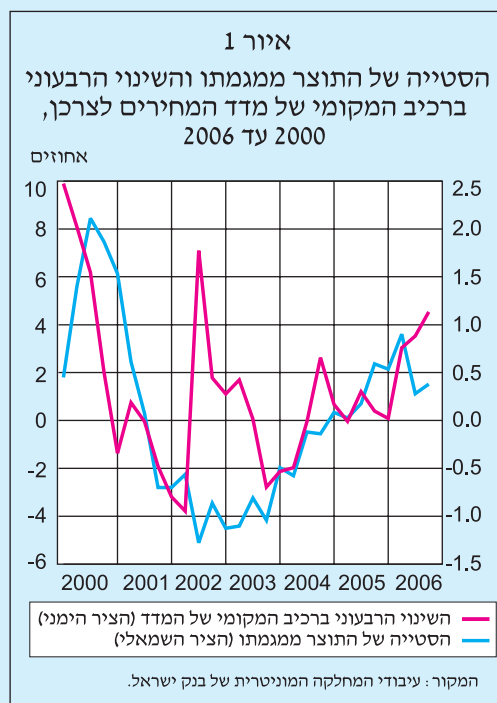
⁶ אורך הפיגורים ומקדמי הפיגורים נאמדו אמפירית.

⁷ הלשכה המרכזית לסטיסטיקה מפרסמת אחת לרבע את מדד למחירי היבוא (הדולריים) של מוצרי התצרוכה, כחלק ממערכת מחירי סחר החוץ.

מאחר שנתוני מדד המחירים לצרכן ידועים, ומחירי רכיב היבוא מחושבים במשוואה (1), ניתן לחלץ באופן שאריתי את הרכיב המקומי. האומדן המתקבל במקרה זה הוא, למעשה מדד מחירים לצרכן המנוכה מאומדן השפעותיהם של המחירים בעולם ושל שער החליפין.

את תוצאות ההפרדה לגבי התקופה 2000 עד 2006 ניתן לראות בלוח ג'-4. באיור 1 מוצג השינוי הרבעוני של מחירי הרכיב המקומי לצד הסטייה של התוצר העסקי ממגמתו⁸. כפי שניתן לראות, יש מיתאם גבוה בין הסטייה של התוצר ממגמתו לבין השינוי במחירי הרכיב המקומי (סטייה שלא שימשה באופן ישיר לחישוב מחירי הרכיב המקומי). מהלוח ומהאיור עולה כי בשנת 2000, שאופיינה בפער תוצר חיובי ניכר (המשקף עודפי ביקוש ולחץ על המחירים המקומיים), מחירי הרכיב המקומי אכן עלו בקצב מהיר של 6.5 אחוזים, ואילו המדד הכללי נותר כמעט ללא שינוי; לעומת זאת מ-2001, עם תחילת המיתון במשק, בעקבות התפרצות

האינתיפאדה והמשבר בענפי הטכנולוגיה העילית, התמתנו השינויים במחירים המקומיים; בתקופה זו הם אף היו בתחום השלילי במשך מספר שנים - ביניהן אפילו שנת 2002, שבה הפיחות בשער החליפין הביא לעליית המדד הכללי ביותר מ-6.0 אחוזים. באיור ניתן גם לראות כי בשנת 2003 החל המשק לצאת מן המיתון - בין היתר על רקע התוכנית הכלכלית של הממשלה וסיום המתקפה של האמריקנים בעיראק - וכי מאז שנת 2005 התוצר אף גבוה ממגמתו. בתקופה זו ניתן להבחין במגמת עלייה של האינפלציה המקומית, ובמהלך שנת 2006 היא הגיעה לשיעור של 2.8 אחוזים⁹, בעוד שהמדד הכללי ירד ב-0.1 אחוז, על רקע הייסוף המתמשך בשער החליפין.



⁸ המגמה חושבה בשיטת Hodrick-Prescott (HP) Filter. הסטייה של התוצר ממגמתו משמשת קירוב ל"פער התוצר" במודל המקרו-כלכלי. שיטה זו לאמידת מגמות מקובלת מאוד בבניית מודלים המשרתים בנקים מרכזיים בעולם בחשיבה על המדיניות המוניטרית.

⁹ כיוון שמחירי סחר החוץ לרביע הרביעי של 2006 טרם התפרסמו, הושלמו הנתונים לרביע זה באמצעות תחזית.

