



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2005

המחצית השנייה

שבט התשס"ו — ינואר 2006

17



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114106017/3

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 2005¹ מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה שקובעת הממשלה. הדוח הוכן במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בבנק ישראל, בראשות הנגיד - הפורום שבמסגרתו מקבל הנגיד את החלטות הריבית.

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית השנייה של 2005 בשיעור של 1.9 אחוזים (3.8 אחוזים במונחים שנתיים), לאחר עלייה של חצי אחוז במחצית הראשונה (אחוז אחד במונחים שנתיים). במשך השנה כולה עלה המדד ב-2.4 אחוזים - בתוך יעד יציבות המחירים הרב-שנתי שקבעה הממשלה (1 עד 3 אחוזים).

הגורמים העיקריים לעליית המחירים בשנת 2005 הם עלייה מהירה יחסית של שער השקל ביחס לדולר של ארה"ב במהלך 2005, 6.8 אחוזים; עלייה זו התרחשה בעיקרה במחצית השנייה של השנה - בין היתר, על רקע הצטמצמות פער הריביות בין ישראל לארה"ב ועליית מחירי הנפט בעולם. עליית שער החליפין פעלה להתייקרות של הדיוור וכן של המוצרים המיובאים במדד המחירים לצרכן - שקצב העלייה של מחיריהם היה מהיר מזה של המחירים המקומיים. ההתפתחות המתונה יחסית של המחירים הלא-סחירים (למעט דיוור) תומכת בהערכה שב-2005 לא פעל לחץ לעליית המחירים מצד גורמים מקומיים - ביקושים ועלויות שכר - אף כי השפעתם המרסנת של גורמים אלו, שאפינה את השנים 2003 ו-2004, חלפה. למתונות של עליית השכר והמחירים תורם גם התהליך הנמשך של הגלובליזציה: תחרות פוטנציאלית מחו"ל בולמת העלאות שכר ומחירים בחלק מענפי המשק. ואולם, המעבר מירידת מחירים בשיעור של 1.9 אחוזים ב-2003 לעלויות של 1.4 אחוזים ב-2004 ו-2.5 אחוזים ב-2005, למרות ההשפעה הנמשכת של הגלובליזציה, מעיד שהתהליך המחזורי של יציאת המשק מהמיתון הוא גורם חשוב המשפיע על המחירים בטווח הבינוני. בפרט, נראה שעודף כושר הייצור אשר אפיין את השנים הקודמות, ופעל לירידת המחירים, המשיך להצטמצם בשנת 2005.

אשר למדיניות המוניטרית במהלך שנת 2005 - לאחר שבתחילת השנה נמשכה הפחתת הריבית, שהחלה עוד ב-2003 ונמשכה גם ב-2004, השאיר בנק ישראל את הריבית ברמה נמוכה של 3.5 אחוזים, מחודש מארס עד אוקטובר; זאת בהעדר עדות ברורה להיווצרות לחץ אינפלציוני. התמונה השתנתה ברביע האחרון של השנה: על רקע הערכות של בנק ישראל בדבר סבירות לסטיית האינפלציה מהגבול העליון של היעד במהלך 2006, הוחל בהעלאת הריבית - עד ל-4.75 אחוזים לפברואר 2006.

על רקע זה, המשך הצמיחה של התוצר והביקושים ב-2006, שיתבטא בצמצום נוסף של פער התוצר, צפוי להביא להעלאה נוספת של הריבית בישראל. תמונה זו מתקבלת מההערכות המתגבשות בשוק ההון ובקרב החוזאים המקצועיים: אמנם הערכות האינפלציה ל-12 חודשים מצביעות על חזרה למרכז תחום היעד, אך זאת תוך הערכות כי תידרש העלאה נוספת של ריבית בנק ישראל במהלך 2006.

המשך העמידה ביעדים הפיסקליים - הגבלת הרחבתן של הוצאות הממשלה לאחוז אחד, שמירה על גירעון תקציבי נמוך כמתוכנן והמשך ההפחתה של יחס החוב הממשלתי לתוצר - יתרום לשמירה על סביבה פיננסית נוחה, כפי שהייתה ב-2005. כן נודעת חשיבות להמשך הביצוע של רפורמות מבניות מתוכננות, ובכללן השינויים במיסוי בהתאם להחלטות שכבר התקבלו בממשלה, הרפורמות במערכת הפיננסית - הכוללות את אימוץ השיטה של עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות, השקת עסקות מכר חוזר ועסקות איגוח - וכן הרפורמה במערכות התשלומים במשק (RTGS).

¹ מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום (M1), בהתאם לסעיף 35 בחוק בנק ישראל תשי"ד (1985); זאת משום שבכל אחד מהחודשים יולי עד דצמבר 2005 עלו אמצעי התשלום ב-12 החודשים שקדמו לו ביותר מ-15 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום נדונה בסעיף 3.ג.2 להלן.

גורמים פוטנציאליים עיקריים לסטיות מהתחזית המרכזית דלעיל הם סיכוי לתחילת היחלשות של תהליך הצמיחה בארה"ב ו/או במזרח אסיה, עם השלכות מרסנות גם על הצמיחה בישראל, שינוי בסביבה הפיננסית בעולם, שיביא למשיכת הון ממשקים מתעוררים, ובכללם מישראל, וההשלכות הכלכליות של החמרה אפשרית במצב הגיאו-פוליטי. לעומת זאת גבוהה הסבירות להמשך כניסת הון ארוך טווח לארץ בהיקף משמעותי - אם הצמיחה בענפי הטכנולוגיה העילית תימשך ברמה גבוהה.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשק ולפעול להשגת יציבות מחירים, לתמיכה בצמיחה ובתעסוקה לאורך זמן ולשמירת היציבות הפיננסית.

□ בברכה,

ס. נ'ער

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

תקציר

7

I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית

8

א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים

8

ב. התפתחות המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת

9

תיבה 1 : המשטר המוניטרי שבמסגרתו פועל בנק ישראל

10

II. הסביבה הכלכלית והפיננסית

13

א. הפעילות המשקית

14

תיבה 2 : שיעור הריבית הריאלית בשיווי משקל מתמיד - שיעור הריבית הטבעית

15

ב. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

21

ב.1. ההתפתחויות בשער החליפין וברמת סיכונן

21

תיבה 3 : הקשר בין המדיניות המוניטרית בישראל למדיניות המוניטרית בארצות הברית

22

ב.2. ניתוח הפעילות של המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

23

ג. אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות והפיננסיות

25

ג.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

25

ג.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

27

ג.3. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

29

תיבה 4 : שינויים שבוצעו בכלים המוניטריים במחצית השנייה של השנה

30

ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

32

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

33

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

33

א.1. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

33

א.2. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

34

א.3. ההתפתחויות הצפויות בעולם

35

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

36

ב.1. הערכות האינפלציה העתידית

36

ב.2. מאזן סיכוני האינפלציה

37

	לוח נ"1 : האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים
38	לצרכן, מחירי הדיור ושער החליפין, 1996 עד 2005
39	לוח נ"2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית
	לוח נ"3 : הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב
40	הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2005
	לוח נ"4 : הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל,
41	2002 עד 2005
42	לוח נ"5 : שיעור האינפלציה הצפוי

תקציר

- מדד המחירים לצרכן עלה במחצית השנייה של 2005 בשיעור מצטבר של 1.9 אחוזים (3.8 אחוזים במונחים שנתיים) – שיעור הגבוה במידה ניכרת מאשר במחצית הראשונה (חצי נקודת אחוז ; נקודת אחוז אחת במונחים שנתיים). כך במהלך שנת 2005 עלה המדד בשיעור של 2.4 אחוזים, שיעור הנמצא בחלק העליון של תחום יעד האינפלציה (עלייה של 1 עד 3 אחוזים).
- התחזקות הדולר האמריקאי כנגד שאר המטבעות העיקריים, ובפרט כנגד האירו, ועלייתם המתמשכת של מחירי הנפט היו הגורמים המיידיים העיקריים לעלייתו של מדד המחירים לצרכן בישראל בתקופה הנסקרת.
- המשך התהליך של יציאת המשק מהמיתון, המתבטא בצמיחה חזקה, זו השנה השלישית ברציפות, נותן את אותותיו במחירים: פירמות נמנעות מספיגת התייקרויות בעלויות הייצור ושומרות על רווחיות גבוהה. ואולם, עודף כושר ייצור, המצוי עדיין במשק חרף צמצומו, מממן את עליית השכר, וכך מונע לחץ מקומי לעליית מחירים.
- בחודשיים הראשונים של השנה המשיך בנק ישראל בתהליך הפחתת הריבית עד לחודש פברואר. אז הופסק התהליך, ועד ספטמבר עמדה הריבית על שיעור נמוך של 3.5 אחוזים. זאת על רקע ההערכות כי בריבית זו האינפלציה בטווח של שנה צפויה להימצא במרכז תחום יעד יציבות המחירים.
- במהלך הרביע השלישי של השנה ניכרו סימנים להיווצרותם של כוחות הלוחצים לעליית המחירים, שהתרבו והתחזקו ברביע האחרון. שער החליפין של השקל פוחת, וניכרו סימנים להמשך הצמיחה המהירה. הציפיות והתחזיות לאינפלציה אמנם נמצאו סמוך למרכז תחום היעד, אך הן לוו בציפיות להעלאת הריבית, במועד שהלך וקרוב וביעורים שהלכו וגדלו. כן גברה הסבירות לתהליך של עליית האינפלציה בעולם, עקב עליית מחירי האנרגיה והסחורות. התפתחויות אלו תמכו בהעלאת הריבית, כך שבסוף השנה עמד שיעור עמדה על 4.5 אחוזים.
- המדיניות הפיסקלית תמכה השנה ביציבות המחירים הן דרך העלייה המתונה בהוצאות הממשלה, תוך שמירה על רמת גירעון שאפשרה את הירידה בחוב הציבורי והן דרך השפעתה הישירה של הפחתת שיעורי מס הערך המוסף על מחירי התצרוכת.
- התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר בתקופה הנסקרת הושפעה בין היתר מהמגמות הגלובליות של שערי החליפין ושל תנועות ההון למשקים מתעוררים. כן הושפע שער החליפין משורה של גורמים מקומיים, שחלקם תמכו בהיחלשותו של השקל, וחלקם – בהתחזקותו. הגורמים המרכזיים שתמכו בהיחלשות השקל הם המשך הצמצום בפער הריביות והשוואת שיעורי המס על השקעות בחו"ל, שתמכו בהמשך יצוא ההון על ידי תושבי ישראל. הגורמים המרכזיים שפעלו להתחזקותו של השקל הם העודף בחשבון השוטף, ההפרטה והאטרקטיביות של ההשקעות בתעשיות הטכנולוגיה העילית בישראל, שתמכו בהמשך ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בחברות ישראליות.

I. האינפלציה והמדיניות המוניטרית

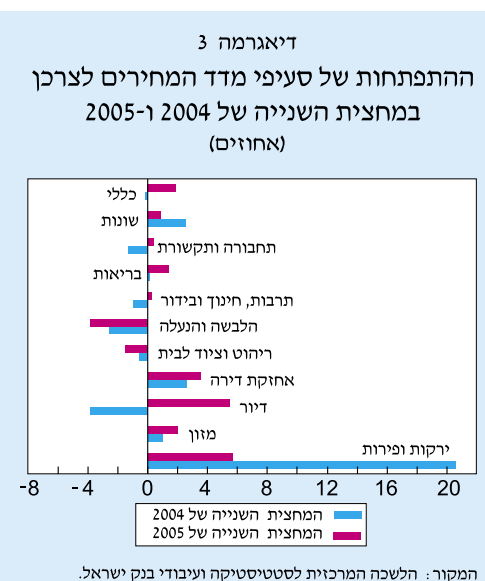
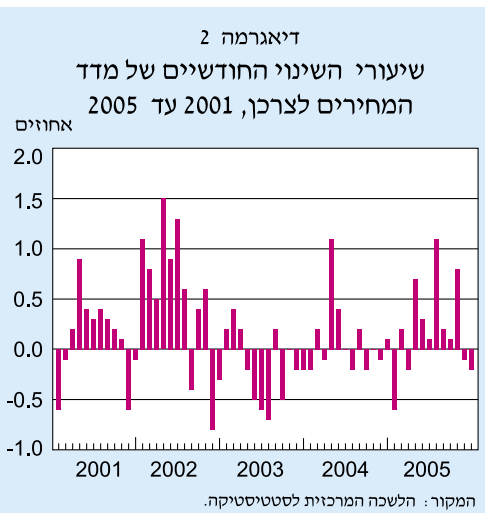
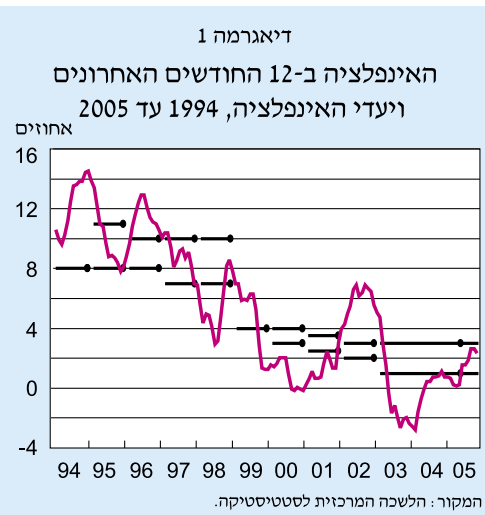
א. התפתחות מדד המחירים לצרכן וגורמיה העיקריים

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית השנייה של 2005 (להלן: התקופה הנסקרת) בשיעור מצטבר של כ-1.9 אחוזים (3.8 אחוזים במונחים שנתיים) - שיעור הגבוה במידה ניכרת מאשר במחצית הראשונה (חצי נקודת אחוז; נקודת אחוז אחת במונחים שנתיים). כך במהלך כל 2005 כולה עלה המדד בשיעור של 2.4 אחוזים, מעל לאמצע תחום יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים, דיאגרמה 1). גם מדדי המחירים המנוכים מסעיפים תנודתיים (כגון הלבשה והנעלה, פירות וירקות) עלו בתקופה הנסקרת, ובמהלך 2005 כולה, בשיעורים הנמצאים בתחום העליון של יעד האינפלציה (לוח נ-1). בשיעורי השינוי החודשיים נמשכה התנודתיות הגבוהה יחסית במדד המחירים לצרכן, אך מסתמנת ירידה באינרציה החודשית של האינפלציה (דיאגרמה 2). מבין רכיבי המדד בלטו במחצית השנייה (דיאגרמה 3) העלייה של מחירי הדיור (שתרמה כ-1.2 אחוזים לעליית המדד), של מחירי הפירות והירקות (שתרמה כ-2 עשיריות אחוז) ושל מחירי אחזקת הדירה (שתרם כ-3 עשיריות אחוז). כנגד זאת בלטה גם השנה ירידת מחירי הלבשה והנעלה (שתרמה כעשירית אחוז לירידה במדד). העלייה במדד אחזקת הדירה ובמדדי התחבורה והתקשורת במהלך 2005 משקפת גם את העלייה החדה של מחירי הנפט בשוקי העולם¹. העלייה באינפלציה ב-2005 מתבטאת בעלייה של המחירים לצרכן במיגוון רחב של ענפי משק (פרט לתוצרת חקלאית), בחלקם אף לשיעורים הגבוהים מ-2 אחוזים (דיאגרמה 4), והשתקפה גם בעלייה גבוהה יחסית (כ-5.2 אחוזים) של מדד המוצרים הסיטוניים². עליית האינפלציה ב-2005 באה לאחר עלייה מתונה אשתקד ואף ירידה ב-2003.

השינוי בקצב עליית המחירים הוא תוצאה של מספר גורמים - בעיקר עליית שער החליפין של השקל מול הדולר האמריקאי, התייקרות מוצרי הדלק והאנרגיה בעולם ובישראל (דיאגרמה 5) והמשך התהליך של יציאת המשק הישראלי מהמיתון ששרר בו בשנים האחרונות. העלייה בשער החליפין של השקל ביחס לדולר (ב-6.8 אחוזים ב-2005, רובה ככולה החל מחודש מאי, דיאגרמה 6) - ששיקפה בחלקה את התחזקות הדולר ביחס לאירו - פעלה לייקור של המוצרים המיובאים ושל הדיור. היציאה מהמיתון, הנמשכת זו השנה השלישית ברציפות, אך טרם באה לידי מיצוי, נותנת את אותותיה במחירים בשני היבטים: מחד גיסא, הצמצום בעודף כושר הייצור מאפשר לפרימות להימנע מספיגת התייקרויות בעלויות הייצור, ובמידת האפשר להתאים את התמורה להון תוך העלאת המחירים; מאידך, עודף כושר

¹ התרומה הישירה של עליית מחירי הנפט בעולם (בכ-45 אחוזים) - כפי שמשקפת בסעיפי הדלקים, החשמל והגז - הסתכמה במהלך 2005 בעלייה של כ-6 עשיריות אחוז במדד המחירים לצרכן.

² המוצרים הסיטוניים הם המוצרים שפירמות מוכרות לשימושים המקומיים בשלבי הייצור השונים, ומחיריהם הם רכיב משמעותי בקביעת המחירים לצרכן.



הייצור - שעדיין מצוי, חרף צמצומו - מונע העלאת מחירים בשיעורים גבוהים יותר, כפי שמשתקף הן בעלייה מתונה של מדד מחירי התוצר (כאחוז אחד ביחס לרביע השלישי אשתקד, דיאגרמה 7), והן בעלויות השכר המתונות במגזר העסקי. לשמירת יציבותם של המחירים המשיכו לפעול בתקופה הנסקרת כוחות נוספים: (1) המדיניות הפיסקלית - הן דרך עלייה מתונה בלבד בהוצאות הממשלה, תוך שמירה על רמת גירעון שאיפשרה להפחית את החוב הציבורי, והן דרך השפעתה הישירה של הפחתת שיעורי מס הערך המוסף על מחירי התצרוכת. להפחתת מסים זו יש גם השפעת הכנסה מרחיבה העשויה, בשלב מאוחר יותר, לפעול לעליית מחירים; (2) עודף המוכר (mark-up) שגובים היצרנים והיבואנים מעבר לעלות השולית הוא פרו-מחזורי, ולכן בתקופה זו, כשהמשק יוצא מהמיתון, הוא פועל לעליית מחירים. ברם ההשפעה המתמשכת של תהליכי הגלובליזציה והליברליזציה³ - המשתקפת בעליית חלקם של המוצרים הסחירים בסל התצרוכת שמחירי מוצריו מרכיבים את מדד המחירים לצרכן⁴ - המשיכה ופעלה גם השנה להגברת התחרותיות בשווקים בישראל⁵, ובכך מיתנה לחצים אלה לעליית המחירים.

המדיניות המוניטרית (המתוארת להלן) פעלה בתקופה הנסקרת באמצעות הריבית, על רקע הכוחות המצוינים לעיל, להשגת יעד האינפלציה - שמרה על שיעור הריבית הנמוך של 3.5 אחוזים בתחילת התקופה הנסקרת, לאחר הורדתה בשלהי 2004 ובתחילת 2005, והעלתה אותה ברביע האחרון עד ל-4.5 אחוזים; זאת בתגובה על התהליכים המתוארים, שהשתקפו בעליית הציפיות לאינפלציה.

ב. התפתחות המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת

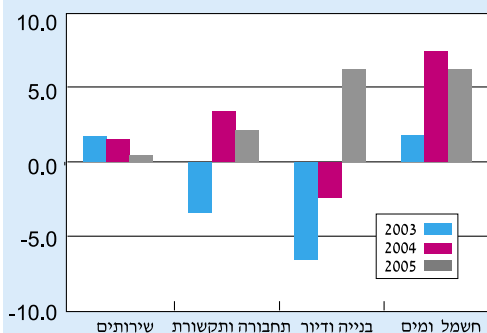
המדיניות המוניטרית פעלה במחצית הנסקרת על רקע שינויי מגמות בסביבה הכלכלית: קצב האינפלציה בפועל עלה אל קרבת התחום העליון של יעד יציבות המחירים, לאחר שבתחילת המחצית הוא נמצא מתחת לגבול התחתון; הציפיות לאינפלציה התייצבו במרבית התקופה בסמוך למרכז היעד בגלמן העלאות ריבית במועד ההולך וקרוב ובשיעורים הולכים וגדלים; הריבית הריאלית הצפויה ירדה לשיעור נמוך, במקביל להמשך ההתרחבות של הפעילות הריאלית תוך סגירתו של פער התוצר, ושער החליפין פוחת, לאחר מגמה של ייסוף מאמצע שנת 2004. על רקע

³ שחשפו בפני הצרכן הישראלי עוד בעשור הקודם מיגוון רחב של מוצרי יבוא המיוצרים בעלויות נמוכות יחסית, בפרט מארצות אסיה ובראשן סין. חלקו של היבוא לישראל מאסיה גדל כמעט פי שניים ביחס לחלקו בתחילת שנות התשעים, ובשיעור דומה גדל גם חלקו של היבוא מארצות מזרח אירופה לישראל.

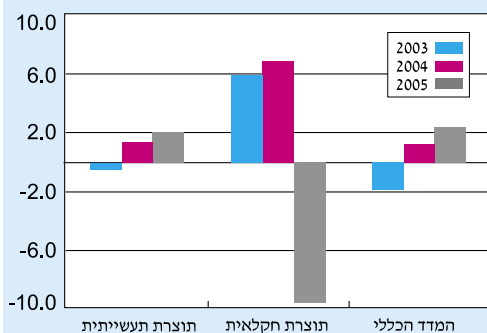
⁴ משקל המוצרים הסחירים בסל התצרוכת המשמש להרכבת מדד המחירים לצרכן עלה ב-2005 מ-37.63 אחוזים ל-38.33 אחוזים.

⁵ הרווחיות להון בענף התעשייה אמנם גדלה בשנתיים האחרונות (לכ-10 אחוזים) ביחס ל-2001-2003, אך היא נמוכה משיעורה הממוצע שנרשם בשנות התשעים (כ-13 אחוזים).

דיאגרמה 4
האינפלציה במחירי המוצרים לפי
ענפי המשק, 2003 עד 2005
(אחוזים)

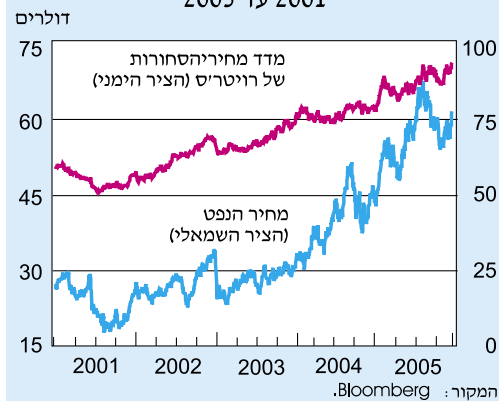


דיאגרמה 4 (המשך)
האינפלציה במחירי המוצרים לפי
ענפי המשק, 2003 עד 2005
(אחוזים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

דיאגרמה 5
מדד מחירי הסחורות ומחירי הנפט,
2001 עד 2005



המקור: Bloomberg.

התפתחויות אלה התגברו במהלך המחצית הנסקרת ההערכות בדבר היווצרותם של כוחות הלוחצים לעליית המחירים.

לאחר תהליך של הפחתות ריבית שנקט בנק ישראל בשנים האחרונות, אשר במהלכו הופחתה הריבית מ-9.1 אחוזים בסוף 2002 לשיעור נמוך של 3.5 אחוזים בפברואר 2005, הופסקו ההפחתות, ושיעור זה נשמר עד ספטמבר. לקראת הרביע האחרון של השנה, משנתחזקו ההערכות בדבר

תיבה 1 : המשטר המוניטרי שבמסגרתו פועל בנק ישראל

בנקים מרכזיים הפועלים במסגרת משטר של יעדי אינפלציה מפרסמים דוחות אינפלציה תקופתיים כאמצעי מרכזי להקניית שקיפות למדיניות. הקשר שבין השינויים בריבית הבנק המרכזי לבין האינפלציה מאופיין בפיגורי זמן ניכרים, ולפיכך, ללא הסברים נאותים של צעדי המדיניות, הציבור עלול להתקשות בהבנת הסיבות לצעדים אלו. מכאן שדוח האינפלציה אינו סקירה גרידא של ההתפתחויות התקופתיות אלא חלק אינטגרלי מהמשטר המוניטרי. כל דוח אינפלציה צריך אפוא לכלול מידע על המשטר שאליו הוא מתייחס - או להפנות את קוראיו לפרסומים הכוללים מידע זה. בתיבה קצרה זו אנו חוזרים ומתארים את עיקרי המשטר המוניטרי השורר בישראל כיום; בדוחות האינפלציה הבאים תופיע תמצית של תיאור המשטר עם ההפניות המתאימות.

מאז שנת 1992 קובע בנק ישראל את המדיניות המוניטרית במסגרת של יעדי אינפלציה, הנקבעים בידי הממשלה. ההחלטה על יעדי האינפלציה אינה מעוגנת בחוק, והיעדים נקבעים בהחלטות ממשלה. מ-1992 עד 2000 נקבעו יעדי האינפלציה בכל שנה, בדרך כלל לקראת סופה, לשנה קלנדרית אחת בלבד, בשיעורים שהלכו ופחתו. כך יעד האינפלציה לשנת 1992 נקבע ל-14.5 אחוזים, ולשנת 2000 - בתחום של 3 עד 4 אחוזים. באוגוסט 2000 החליטה הממשלה לראשונה לקבוע יעד ארוך טווח. כחלק מאסטרטגיה זו הוחלט על יעדי האינפלציה לשנים 2001 ו-2002, ונקבע כי משנת 2003 ואילך יעד האינפלציה יהיה בין אחוז אחד לשלושה אחוזים לשנה, טווח שהוגדר כיציבות מחירים. יעד זה איננו יעד קלנדרי לתקופה מסוימת, אלא יעד קבוע ורציף. לפיכך המדיניות פועלת, בכל נקודת זמן, להשגתו בטווח של 12 החודשים הבאים, תוך התרת סטיות זמניות, לטווחים קצרים, לשני הכיוונים, כדי למזער את התנודות בריבית.

כלי המדיניות המשמש את בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה הוא הריבית המוניטרית, שעליה הוא מצהיר בכל חודש. מריבית זו נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף, ובנק ישראל מספק את הביקוש באמצעות הכלים המוניטריים העומדים לרשותו. בין היתר, זו הריבית שבנק ישראל משלם לבנקים המסחריים על פיקדונותיהם אצלו.¹

ברקע המדיניות המוניטרית שער חליפין של השקל נייד לחלוטין מול סל המטבעות. זאת לאחר ביטולה של רצועת הנייד² ביוני 2005 בהחלטה משותפת של משרד ראש הממשלה, משרד האוצר ובנק ישראל. למעשה, מאז אמצע 1997, להוציא ימים מספר בתחילת 1998, בנק ישראל לא נאלץ להתערב ישירות במסחר במטבע חוץ כדי להגן על הרצועה, כך שבפועל שער החליפין התנהל באופן חופשי.

במסגרת חוק בנק ישראל החדש, שאת עקרונותיו קיבלה הממשלה, יוגדרו מטרותיו של בנק ישראל כך שהיעד המרכזי שלו יהיה שמירה על יציבות מחירים לאורך זמן, ותחום יציבות המחירים ייקבע על ידי הממשלה בהתייעצות עם נגיד הבנק. מטרות נוספות של הבנק הן תמיכה בפעילות הסדירה של המערכת הפיננסית וביציבותה וכן תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה, במיוחד בצמיחה ובתעסוקה, בתנאי שלא תהיה בכך פגיעה בהשגת המטרות בתחומי היציבות המוניטרית והפיננסית.

¹ הפקדות אלו מבוצעות בשיטת מכרז בין הבנקים, לתקופות של יום ושבוע.

² לתיאור של רצועת הנייד והשינויים שחלו במאפייניה במהלך השנים ראו תיבה 3 בדוח האינפלציה 16.



התגברות הכוחות הפועלים לעלייתה של האינפלציה הצפויה, הועלתה הריבית בכל אחד מהחודשים אוקטובר ונובמבר ב-0.25 נקודת אחוז, ובחודש דצמבר ב-0.5 נקודת אחוז נוספת, כך שבסוף השנה היא הגיעה לשיעור של 4.5 אחוזים.

ההתפתחויות במשק הישראלי השנה, ובפרט במחצית הנסקרת, הושפעו רבות גם מההתפתחויות בשווקים העולמיים - בהן העלאות הריבית בארה"ב וצפי להמשך העלאתה בעקבות העלייה באינפלציה שם; התחזקותו של הדולר מול מטבעות שונים בעולם; עליית התשואות הארוכות בארה"ב והעלייה החדה והמתמשכת של מחירי הסחורות המיובאות, ביניהן האנרגיה.

בתקופה הנסקרת המשיכה המדיניות המוניטרית לפעול להשגת יציבות מחירים במסגרת של יעד יציבות המחירים, שנקבע בהחלטת ממשלה כאינפלציה של 1 עד 3 אחוזים. המדיניות המוניטרית פעלה לצד מדיניות פיסקלית שחתרה לעמידה ביעדי הגירעון, תוך עלייה מתונה יחסית בהוצאות הממשלה, ובכך הקלה על בנק ישראל לשמור על שיעור ריבית נמוך לטווח הקצר, דבר שתמך בהמשך הצמיחה. הגירעון הממשלתי היה במהלך השנה נמוך במיוחד, ולנוכח ההפרטה שבוצעה, צורכי גיוס ההון של הממשלה פחתו מאוד. התפתחות זו, על רקע התחזקות האמינות של המדיניות הפיסקלית, תמכה בירידת התשואות על איגרות החוב.

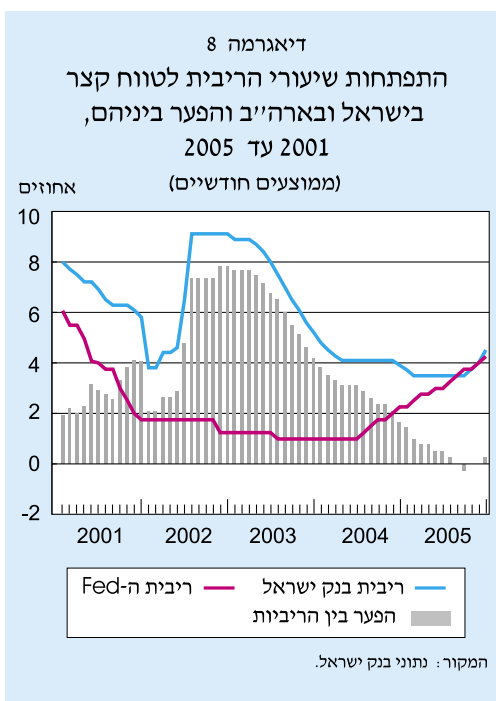
המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת הושפעה, בין היתר, מההתפתחויות במשק בסוף שנת 2004 ובתחילת 2005, וביניהן ההתפתחות המתונה של המחירים בפועל תוך התבססותן של הציפיות והתחזיות לאינפלציה לשנה עד השנתיים הקרובות סמוך למרכז היעד, יציבות בשוק מטבע החוץ, הערכות כי ההתרחבות בפעילות הריאלית עדיין לא טומנת בחובה לחצים אינפלציוניים וירידה בתשואות המק"ם וכן בתשואות הנומינליות והריאליות לכל הטווחים. לאור התפתחויות אלו הפחית בנק ישראל את הריבית בתקופה זו, כך שבפברואר היא הגיעה לרמה של 3.5 אחוזים. על רקע המשך היציבות בשוקי ההון והכספים ברביע השני של השנה הותר בנק ישראל את הריבית לחודשים מארס עד יוני ללא שינוי.

בחלק מההתפתחויות שאפיינו את מרבית המחצית הראשונה החל שינוי לקראת סופה. שער החליפין של השקל פחת מול הדולר בכ-4.7 אחוזים, וסיכוני השער, כפי שהם נגזרים משוק האופציות, עלו. התפתחויות אלו בשוק מטבע החוץ החלו בעיקר על רקע התחזקות הדולר בעולם והתעצמו עם התגברות החששות לקשיים בביצוע תכנית ההתנתקות. בעקבות הפיחות, לקראת תום המחצית, עלו הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים אל מעט מעל מרכז תחום היעד, ואילו הציפיות לטווחים הארוכים יותר נותרו יציבות. על אף השינויים העריך בנק ישראל כי האינפלציה צפויה להימצא בתחומי היעד, ולכן לא שינה את הריבית לחודש יולי. במהלך חודש יולי ניכר שיפור מסוים בשווקים: שער החליפין יוסף בכאחוז מול הדולר, אך המדדים לסיכוני השער הוסיפו ועלו; הציפיות והתחזיות לאינפלציה לשנה התייצבו במרכז תחום היעד, והתשואות של איגרות החוב

הנומינליות והריאליות התייצבו ברמתן הנמוכה. כל אלה לוו בהערכה כי קצב ההתרחבות של הפעילות הריאלית עדיין אינו טומן בחובו לחצים אינפלציוניים המסכנים את העמידה ביעד יציבות המחירים. אמנם עדיין אפפה אי-וודאות את השלכותיהן הכלכליות של ההתפתחויות הגיאו-פוליטיות האפשריות עם התקרבות מועד היישום של תכנית ההתנתקות, אך נראה היה כי לא צפויים בה שינויים מהותיים, וההתקרבות לתאריך היישום כשלעצמה לא הביאה לשינוי בהערכות האינפלציה בעתיד. גם ההתפתחויות בשווקים העולמיים, ובתוכן השינויים הצפויים בשיעורי הריבית והעלייה החדה של מחירי הנפט, לא באו לידי ביטוי בעלייתה של האינפלציה הצפויה. לנוכח מכלול הגורמים האלה השאיר בנק ישראל גם את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי.

בחודש אוגוסט ניכרו כמה סימנים שהצביעו על האפשרות של היווצרות כוחות לעליית קצב האינפלציה: הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווח של שנה עלו במקביל לעליית המחירים בפועל בחודש יולי, שהייתה גבוהה מהצפוי. נוסף על כך, רמת הפעילות הריאלית התבררה כגבוהה במידה ניכרת מזו שנאמדה קודם לכן, וביטאה עלייה בביקושים המקומיים. בחששות לעלייתה של האינפלציה העתידית תמכו גם ההתפתחויות בשווקים העולמיים, וביניהן התגברות ההערכות כי הריבית בארה"ב תמשיך ותעלה לרמות גבוהות מאלו שנחזו קודם לכן והמשך העלויות של מחירי הנפט. כנגד זאת ניכרה יציבות בשוק ההון המקומי, תשואות המק"ם נותרו ללא שינוי, ותשואותיהן של איגרות החוב אף ירדו מעט. לאור כל אלה, עדיין היה מוקדם להעריך שאכן החל תהליך של התגברות האינפלציה, ולכן החליט בנק ישראל להותיר את הריבית לחודש ספטמבר ללא שינוי.

בחודשים ספטמבר ואוקטובר התרחבו והתחזקו הסימנים להיווצרותם של כוחות הלוחצים על המחירים: הציפיות לאינפלציה משוק ההון נמצאו מעל אמצע תחום היעד, והערכות החזאים עלו גם הן, תוך התרחבות טווח התחזיות המעיד על עלייה באי-וודאות האינפלציונית. חשוב לציין כי ציפיות ותחזיות אלו לגבי האינפלציה גילמו בתוכן ציפיות להעלאות הריבית בשיעור מצטבר של כאחוז במהלך השנה הקרובה, מתוכן כ-0.5 נקודת אחוז כבר ברביע הקרוב. פערי הריבית קצרת הטווח מול ארה"ב הצטמצמו ואף הפכו שליליים (דיאגרמה 8), ושער החליפין של השקל פוחת מול הדולר בכ-3 אחוזים, דבר שהיה עלול לתרום לעלייה בקצב האינפלציה. יתר על כן, גברה הסבירות לתהליך של עליית האינפלציה בעולם עקב עליית מחירי האנרגיה והסחורות, ולפיכך - להתאמת הריביות שם כלפי מעלה. בהערכה זו בדבר קיומם של לחצים אינפלציוניים תמכה גם רמתה של הריבית הריאלית לטווח הקצר: זו ירדה ל-1.1 אחוזים - מתחת לשיעור המתיישב עם קצב הצמיחה במשק, שהואץ לאחרונה, תוך תהליך הדרגתי של סגירת פער התוצר. מסיבה זו, בין היתר, הראו גם המודלים של בנק ישראל כי נדרשת העלאה של הריבית כדי לשמור על יציבות המחירים. כל אלה הניעו את בנק ישראל להעלות את הריבית המוניטרית, ובכל אחד מהחודשים אוקטובר ונובמבר היא הועלתה ב-0.25 נקודת אחוז, עד לשיעור של 4.0 אחוזים.



למרות שתי העלאות הריבית, שהצטברו ל-0.5 נקודת אחוז, ועם התגברות אי-הוודאות הפוליטית-כלכלית על רקע הקדמת הבחירות, הראו האינדיקטורים השונים בחודש נובמבר כי האינפלציה במהלך השנה הקרובה צפויה להימצא בקרבת הגבול העליון של יעד יציבות המחירים ואף לחרוג ממנו כלפי מעלה. הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון והערכות החזאים הפרטיים אמנם ירדו מעט, אך הוסיפו וגילמו בתוכן ציפיות להמשך העלאות הריבית בשיעורים דומים לאלו של החודש הקודם; שער החליפין של השקל פחת מול הדולר בכ-2 אחוזים נוספים, בין היתר, על רקע התחזקותו של הדולר בעולם; תשואותיהן של איגרות החוב הצמודות והלא-צמודות, שירדו לאורך מרבית התקופה הנסקרת, עלו עלייה גדולה בכל הטווחים (ב-0.5 וב-0.3 נקודת אחוז בממוצע, בהתאמה); הריבית הריאלית הצפויה אמנם עלתה מעט, אך נותרה בשיעור נמוך של 1.9 אחוזים; זאת יחד עם נתונים ריאליים לרביע השלישי של השנה שהמשיכו להצביע על צמיחה מואצת של המשק. גם מהמודלים המשמשים את בנק ישראל עלתה ההערכה כי מתחייבת העלאה של הריבית כדי להשיג את יעד יציבות המחירים בטווח של שנה. לנוכח מכלול גורמים אלה, ועל רקע המשך העלאת הריבית הצפויה בחו"ל, החליט בנק ישראל להעלות את הריבית לחודש דצמבר ב-0.5 נקודת אחוז, לרמה של 4.5 אחוזים.

לאחר העלאת הריבית ניכרה רגיעה בשווקים. שער החליפין של השקל יוסף בכ-2 אחוזים - בין היתר, על רקע היחלשות הדולר בעולם - ובמקביל ירדו הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה אל מתחת למרכז תחום היעד. נוסף על כך השתקפו הירידה של מחירי האנרגיה והצפי להמשך ירידתם במדד חודש נובמבר ובעדכון כלפי מטה של התחזיות למדדים בחודשים הקרובים. לאור התפתחויות אלו הותיר בנק ישראל את הריבית לינואר ללא שינוי.

II. הסביבה הכלכלית והפיננסית

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחות הפעילות הריאלית במשק ואחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים ומטבע החוץ, וכן משתמש במודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה, הבוחנים את התפתחות המחירים לפי תרחישים שונים לגבי המדיניות המוניטרית וההתפתחויות הכלכליות. מעקב אחר ההתפתחות של מכלול אינדיקטורים אלה מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את רמת הריבית המתאימה, להערכתו, להשגת יעד יציבות המחירים לשנה-שנתיים הקרובות תוך שמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים.

להלן פירוט האינדיקטורים השונים ותיאור התפתחותם במהלך המחצית השנייה של השנה.

א. הפעילות המשקית

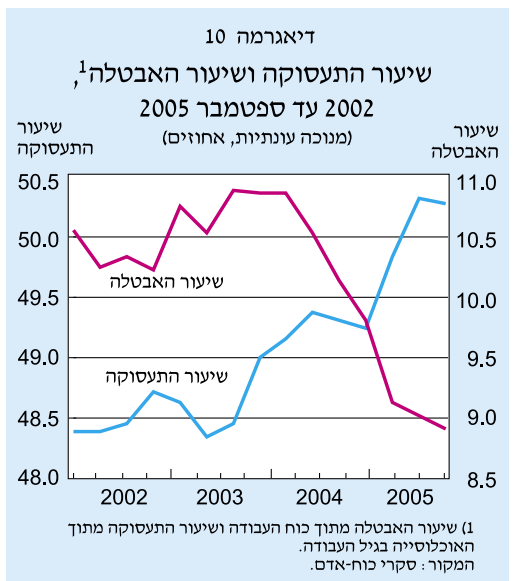
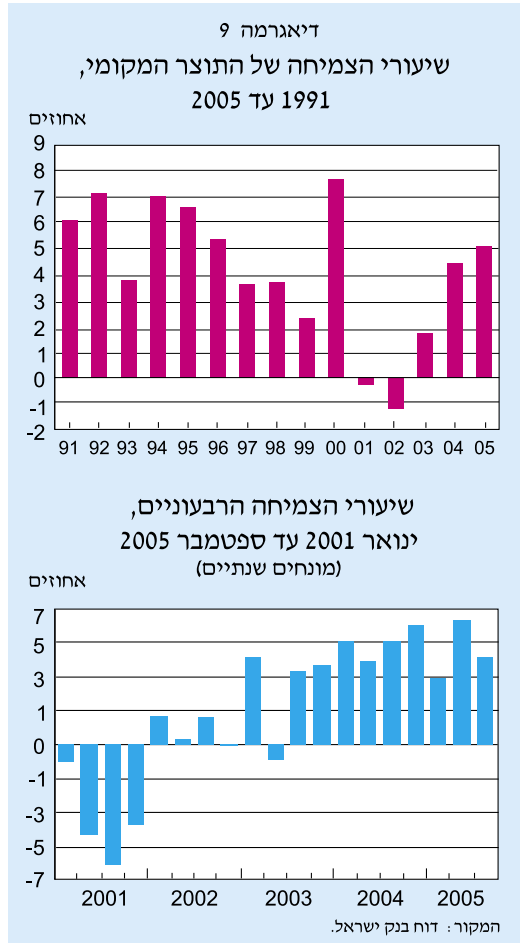
ההתפתחות בפעילות המשקית משפיעה על **האינפלציה במחירי התוצר** בשלושה ערוצים עיקריים: דרך הביקושים למוצרים השונים, כפי שהם משתקפים בפער התוצר⁶; דרך עלויות הייצור, כפי שהן משתקפות בעלות העבודה ליחידת תוצר; ודרך העלויות של התשומות המיובאות לייצור, הבאות לידי ביטוי באינפלציה בחו"ל ובהתפתחות שער החליפין. האינפלציה במחירי התוצר (המופנה לשימושים המקומיים) בשילוב עם מחירי המוצרים המיובאים (בשקלים) משקללים **לאינפלציה במדד המחירים לצרכן**. בשנה הנסקרת, כאמור, העלייה של שער החליפין (הנדונה בפרק הבא) הייתה דומיננטית בהשפעה על האינפלציה הן דרך מחירי התשומות המיובאות והן דרך מחירי המוצרים המיובאים (בשקלים).

פער התוצר העסקי אופיין במהלך התקופה הנסקרת ומאז המחצית השנייה של 2003⁷ במגמת הצטמצמות, המשקפת את תהליך היציאה מהמיתון השורר במשק הישראלי (דיאגרמה 9). התפתחות זו של פער התוצר ב-2005 מקורה בעלייה של כ-2.5 עד 3 אחוזים בתוצר העסקי מעבר לצמיחה של התוצר הפוטנציאלי, והיא תרמה (על פי אומדן) עלייה של כחצי נקודת אחוז במדד מחירי התוצר השנה ביחס לאשתקד. אכן ניתן להבחין בדיאגרמה 7 כי בסוף הרביעי הראשון של 2005 עדיין נרשמה במדד מחירי התוצר **ירידה**, שהצטברה במשך 12 החודשים האחרונים לכשני אחוזים – התפתחות שאפיינה מדד זה גם ב-2003 ובחלק מ-2004. אך בהמשך שנת 2005 נבלמה הירידה של המדד, והוא אף עלה מעט. היציאה מהמיתון משתקפת גם בנתוני האבטלה, שירדה במהלך 2005 לכ-8.9 אחוזים (לעומת 9.8 אחוזים בסוף 2004, דיאגרמה 10).

בתהליך יציאה מהמיתון, כשהביקושים מתרחבים, היצרנים נוהגים תחילה שלא ליזום העלאת מחירים (התאמת הרווחיות), אך מפסיקים לספוג התייקרויות בעלויות הייצור; רק בשלב מאוחר יותר הם מעדכנים את מחירי מוצריהם, וזאת הן בהתאם לעלייה בביקושים והן על חשבון ההתייקרויות מהעבר; בשלב זה מתקבלת אפוא עליית מחירים הגבוהה אף מזו המתחייבת מגידול הביקושים. מהעלייה המתונה יחסית במדד מחירי התוצר ב-2005 ניתן להסיק כי הפירמות במרבית הענפים טרם הגיעו לשלב שבו הן מעדכנות את התמורה להן. עם זאת ניכרה כבר בחלק מענפי המשק האצה בקצב עליית המחירים לצרכן (דיאגרמה 4), התפתחות

⁶ פער התוצר הוא הפער (באחוזים) בין התוצר של המגזר העסקי בפועל לבין תוצרו הפוטנציאלי. פער שלילי מבטא מצב של התמתנות ורפיון בפעילות המשקית. התוצר הפוטנציאלי מחושב על פי הפעילות המשקית בהעדר קשיחויות מחירים ושכר.

⁷ במודל מקרר-כלכלי שנאמד בבנק ישראל (A. Barnea and J. Djivre (2004). Changes in Monetary Exchange Rate Policies and the Transmission Mechanism in Israel, 1989/IV-2002/I, Discussion Paper 04.13, Bank of Israel, Research Department. נמצא כי בממוצע מאז תחילת שנות התשעים פער תוצר של אחוז אחד מביא (בפיגור של 1-2 רבעים) להתמתנות של כ-2 עשירות אחוז באינפלציה השנתית של מדד מחירי התוצר.



תיבה 2: שיעור הריבית הריאלית בשיווי משקל מתמיד – שיעור הריבית הטבעית

שיעורי הריבית הריאליים במשק נקבעים על ידי מכלול של גורמים – בהם שינויים טכנולוגיים המשפיעים על פריון הייצור, שינויים דמוגרפיים, שינויים בהעדפות הציבור בין צריכה בהווה לצריכה בעתיד ושיעורי הריבית בשווקים בחו"ל. כן תלויה הריבית במדיניות המקרו-כלכלית – הפיסקלית והמוניטרית. במסגרת המדיניות המוניטרית פועל בנק ישראל בתגובה על סטיות של האינפלציה והציפיות לה מהאינפלציה של הטווח הארוך (יעד יציבות המחירים). בהתאם לסטיות אלה נקבעת הריבית של הטווח הקצר כסטייה מהריבית של הטווח הארוך, כלומר "הריבית הטבעית" – זו המתקיימת עם יעד יציבות המחירים בטווח הארוך. מכאן שכדי להשיג את מטרות המדיניות המוניטרית על בנק ישראל להביא בחשבון – במסגרת מכלול של אינדיקטורים – את השינויים ב"ריבית הטבעית". לגבי מהותה ומאפייניה של ריבית טבעית זו, המשמשת, כאמור, עוגן לריבית המוניטרית, ישנן גרסאות שונות. אחת מהן היא הריבית הריאלית הארוכה של שיווי משקל מתמיד (steady state) – שיווי המשקל של הטווח הארוך, המאופיין בתעסוקה מלאה ובקצבי גידול ריאליים מתמידים. תיבה זו דנה בהיבטים עיוניים ואמפיריים הקשורים בריבית זו.

מרבית האינדיקטורים לפעילות המשק מראים כי המשק הישראלי נמצא במסלול של יציאה מהמיתון ששרר בו עד אמצע 2003, והוא צומח במהירות. לפיכך, בהנחת העדר זעזועים חריפים, צפוי המשק להגיע למצב של תעסוקה מלאה עם צמיחה בת-קיימא. לנוכח התפתחויות אלה נשאלות שתי שאלות – מהי רמת הריבית הריאלית (הטבעית) שהמשק צפוי להגיע אליה בהתכנסותו לשיווי משקל זה, ועד כמה הריבית כיום רחוקה מאותו שיעור.

המשק הישראלי הוא משק קטן ופתוח, עם שוקי כספים והון משוכללים, ללא מגבלות אדמיניסטרטיביות על תנועות הון הבין-לאומיות ועם משטר של שער חליפין נייב. במסגרת זו המשקיעים בארץ ובחו"ל, בבחירת תיק נכסיהם, משווים בין התשואות על השקעות פיננסיות בשווקים בחו"ל לבין התשואות על השקעות בארץ. שוק פיננסי שהתשואה על השקעה בו נמצאה עדיפה מושך אליו תנועות הון עד שעדיפות ההשקעה בו נעלמת. כיוון שתשואות אלה תלויות, בטווח הקצר, בשיעורי הריבית על הנכסים הפיננסיים, הפער בין הריבית המקומית לריבית בשווקים בחו"ל מקבל בעת האחרונה משקל רב הן בהחלטות המשקיעים והן בהחלטותיהם של מעצבי המדיניות המוניטרית. בטווח הקצר התמדתו של פער הריבית בשווקים תלויה בהבדלים בין המדינות בשיעורי האינפלציה, בשינויים הצפויים בשער החליפין ובמידת היציבות הכלכלית של כל מדינה, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית הסיכון הנדרשת ממנה. אולם בשיווי משקל מתמיד – שבו שער החליפין הריאלי נשאר בממוצע (בתוחלת) קבוע¹, הפרש האינפלציות בין המדינות משתווה לשיעור השינוי הצפוי בשער החליפין². מתקבל אפוא שבשיווי משקל זה יתקיים העיקרון שלפיו הריבית הריאלית בשיווי משקל מתמיד במשק הישראלי תשתווה לריבית בשווקים הפיננסיים בחו"ל בתוספת פרמיית הסיכון בגין הסיכון הכרוך בהשקעה במשק הישראלי. כל סטייה משוויון זה תניע משקיעים מקומיים וזרים להגיב באופן שיחזיר את הריביות לשוויון. הריבית המקומית, r , תקיים, בשיווי משקל מתמיד, את השוויון הבא עם הריבית הריאלית ארוכה של הטווח בחו"ל, r^* :

¹ במשק בעל יתרון טכנולוגי בתחום המגזר הסחיר בהשוואה לזה הלא-סחיר עשוי להתקיים במשך תקופה ארוכה תהליך של ייסוף בשער החליפין הריאלי. על פי אומדן שערכו

J. Djivire and S. Ribon (2000). Monetary Policy, the Output Gap and Inflation: a Closer Look at the Monetary Policy Transmission Mechanism in Israel, 1989-1999, Discussion Paper 00.09, Bank of Israel, Research Department.

נמצא כי יתרון טכנולוגי כזה אמנם מאפיין את המשק הישראלי מאז שנות התשעים ומתבטא בייסוף ריאלי שנתי בשיעור של 0.7 אחוז.

² על עיקרון זה התבססה מדיניות שער החליפין של רצועת הנייד האלכסונית, שהונהגה בישראל ב-1992.

$$(1) \quad r = r^f + pr,$$

כאשר pr היא פרמיית הסיכון.

פרמיית הסיכון אמנם משתנה מעת לעת, אך בהיבט של הטווח הארוך, ובפרט בשיווי משקל מתמיד, ניתן להניח שהיא נשארת קבועה. לפי נתוני פרמיית הביטוח הנדרשת ממדינת ישראל בשווקים הבין-לאומיים לגידור של סיכונים אשראי ל-10 שנים, עומדת פרמיה זו, בשנתיים האחרונות, על כ-0.7 נקודת אחוז בממוצע³. לפיכך, לצורך החישובים להלן, הנחנו כי $pr = 0.7$.

בהיות המשק הישראלי משק קטן, סביר להניח שההחלטות על תנועות ההון לישראל ומישראל אינן משפיעות כלל על שיעור הריבית, r^f , בשווקים בחו"ל, ולכן ריבית זו משמשת עוגן לריבית המקומית, r .

כדי לבחון את שיעורי הריביות לטווח ארוך בחו"ל, מובאות בדיאגרמה 1 התשואות הריאליות על אג"ח ל-10 שנים בארה"ב, באנגליה ובישראל מ-1992 ועד היום. ניתן להבחין כי התשואות הריאליות לטווח ארוך במשקים האמריקאי והאנגלי ירדו מדרגה ב-1999. באנגליה ירדו התשואות ל-10 שנים מרמה ממוצעת של כ-3.5 אחוזים בשנים עד 1998 לכ-2.2 אחוזים לאחר מכן. בארה"ב נרשמה ירידת מדרגה בתשואות הריאליות⁴ ל-10 שנים מממוצע של כ-4.4 אחוזים עד 1998 לרמה ממוצעת של 3 אחוזים עד 2002, וירידה נוספת לרמה ממוצעת של כ-2 אחוזים מ-2003 ועד עתה. לעומת זאת בישראל נרשמה בתשואות הריאליות על ה"גליל" ל-10 שנים מגמות עלייה – מכ-3 אחוזים בתחילת 1992 ועד לכ-5-6 אחוזים ב-1998. לאחר מכן ניכרה התייצבות ברמה ממוצעת של כ-5 אחוזים, ובשנה האחרונה הסתמנה מגמת ירידה.

תמונה דומה להתפתחויות אלה בתשואות לטווח ארוך באנגליה ובישראל ניתן לזהות גם בתשואות העתידיות ל-5 שנים הצפויות לשרור בעוד 5 שנים, אשר נגזרות מהתשואות ל-5 ול-10 שנים (דיאגרמה 2). הואיל ותשואות אלה רגישות פחות להשפעות של הטווח הקצר ולמדיניות המוניטרית, ניתן להסיק שההתפתחויות בתשואות הארוכות מקורן בעיקר בקצה הארוך של המבנה העיתי (כלומר בהתפתחויות או בהערכות הציבור ביחס לטווחים הבינוניים והארוך יותר מאשר בהתפתחויות של הטווח הקצר או במדיניות המוניטרית השוטפת באנגליה ובישראל). הבחנה זו חשובה לזיהוי התשואות שיתמידו בשיווי משקל של הטווח הארוך ולנטרול הירידה ברמת התשואות שמקורה בגורמים של הטווח הקצר. עם זאת, מאז 2001 ועד 2003 ניכר רפיון במשקים האנגלי והאמריקאי, כפי שהתבטא בירידה של שיעורי הצמיחה במשקים אלה, וייתכן שרפיון זה הוא שהביא לירידת התשואות ארוכות הטווח. לאור ממצאים אלה בחרנו את התשואות בטווח השנים 1999-2001 כמייצגות את התשואות שאמורות לשרור במשקים אלה בשיווי משקל מתמיד. לפיכך התשואות הריאליות לטווח הארוך הצפויות בשיווי משקל מתמיד בישראל (בהתאם למשוואה 1) הן בין 2.9 ל-3.7 (לאחר הוספת פרמיית סיכון בשיעור של 0.7 נקודת אחוז).

כיוון שתנועות ההון הבין-לאומיות רגישות מאוד למצב הגיאופוליטי בישראל, קיימת סבירות – אמנם נמוכה, אך לא זניחה – שאי-ודאות גבוהה ביחס להשקעה במשק הישראלי תמנע באופן מלא או חלקי מתנועות ההון לישראל לאזן בין שיעורי הריבית בארץ ובחו"ל. נשאלת אפוא השאלה: מה תהיה רמת הריבית בשיווי משקל מתמיד בסביבה כלכלית שבה הריבית בחו"ל אינה מהווה עוגן לריבית המקומית? במקרה זה ייקבעו הריבית

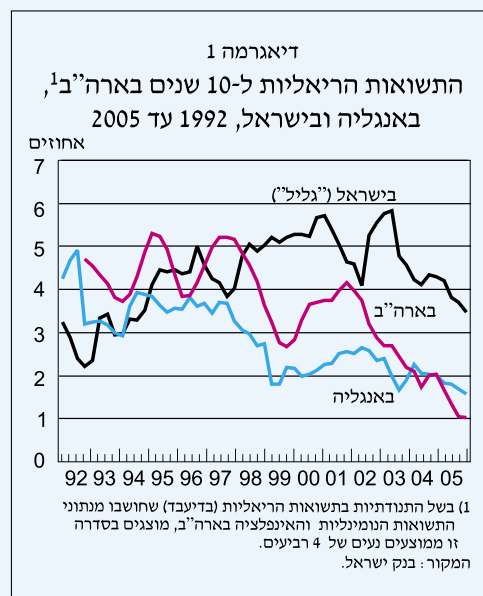
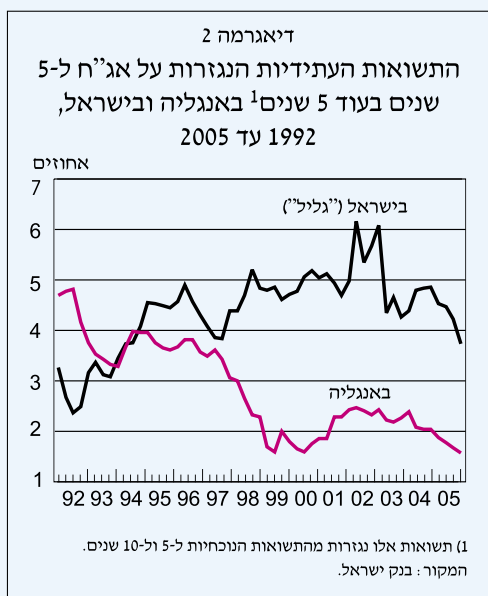
³ מתחילת 2004 פרמיית סיכון זו נעה בין חצי נקודת אחוז לאחוז שלם.

⁴ התשואות הריאליות בארה"ב חושבו מנתוני התשואות הנומינליות והאינפלציה שם.

⁵ על פי המודל הניאו-קלאסי של Solow מתקבל במקרה זה שיווי משקל שבו הריבית מושפעת באופן חיובי מהגידול של הפריון ושל היצע העבודה ובאופן שלילי מגידולו של שיעור החיסכון.

ומלאי ההון כך שהריבית תשתווה לתפוקה השולית של ההון ולשיעור העדפת הזמן של הצרכנים בין צריכה בהווה לצריכה בעתיד⁵. כיוון שבמקרה זה המגבלה על תנועות ההון היא אפקטיבית, היא מצמצמת את היצע ההון העומד לרשות המשק ופועלת להעלאת התפוקה השולית של ההון (יחסית למצב של תנועות הון חופשיות). לכן גם הריבית הריאלית תהיה במקרה זה גבוהה מזו שנמצאה לעיל⁶.

בסיכום, ניתן להעריך כי שיעור הריבית הריאלית לטווח ארוך בשיווי משקל מתמיד הוא בטווח של 2.9 עד 3.7 אחוזים, ואם תתקיימנה מגבלות על תנועות ההון הבין-לאומיות הריבית תעלה לשיעורים גבוהים יותר. גם פרמיית סיכון גבוהה מזו שהונחה לעיל על ההשקעה בישראל תתבטא בריבית ריאלית גבוהה יותר. הריבית הריאלית הנגזרת ל-5-10 שנים במשק הישראלי עמדה בסוף 2005 על 3.8 אחוזים (דיאגרמה 2) – השיעור העליון בתחום התשואות שמתקבל בשיווי משקל מתמיד. בהנחה שהאינפלציה הצפויה בישראל תתמיד בשיעורה באמצע תחום יעד האינפלציה (2 אחוזים), תהיה הריבית הנומינלית של הטווח הארוך בשיעור של 4.9 עד 5.7 אחוזים. הריבית הנומינלית לטווח קצר, כולל ריבית בנק ישראל, הנגזרת מריבית נומינלית זו תלויה במבנה העתי של התשואות במשק (הקושר בין הריבית הארוכה לריבית הקצרה) – מבנה המשתנה בהשפעת גורמים של הטווח הקצר.



⁶ חישובנו את הריבית הריאלית בשיווי משקל מתמיד עבור משק עם תנועות ההון מוגבלות בהנחות הניאו-קלאסיות על פונקציית הייצור ותוך שימוש בערכים ממוצעים שנמצאו במשקים המערביים ובישראל עבור שיעור החיסכון, שיעור הפחת, קצב הגידול בהיצע העבודה וקצב הגידול של פריין העבודה. מחישוב זה התקבל כי שיעור הריבית הריאלית ארוכת הטווח הוא 5.4 אחוזים.

שמקורה הן בעליית מחירי היבוא בדולרים (בכ-2.8 אחוזים ב-2005) והן בעליית שער החליפין. התפתחות זו אכן מעידה כי לנוכח עליית הביקושים נמנעו היצרנים כבר השנה מלספוג את ההתייקרויות בעלויות הייצור.

התפתחויות אלו של הטווח הקצר בפער התוצר ובאבטלה שיקפו את קצב הצמיחה המהיר יחסית של **התמ"ג** ושל **התוצר העסקי** בשנתיים וחצי האחרונות (דיאגרמה 9). להוציא את הרביע הראשון של השנה, נרשמו כבר 8 רבועים רצופים של שיעורי גידול גבוהים של כ-6-9 אחוזים בתוצר העסקי. כך גם במחצית השנייה של 2005 נרשמה עלייה בתמ"ג ובתוצר העסקי בשיעורים של 5 אחוזים ו-6.7 אחוזים, בהתאמה. הצמיחה השנה, בשונה מאשתקד, נשענת נוסף ליצוא גם על גידול השימושים המקומיים, וככל שגידול הפעילות המשקית מתבטא יותר בשימושים המקומיים, הלחץ של הביקושים על המחירים חזק יותר. בהעדר התפתחויות מקרו-כלכליות שליליות בשווקים בחו"ל, ועל רקע הצלחת תהליך ההינתקות והרגיעה הביטחונית היחסית, שמאפיינת את התקופה האחרונה ומשתקפת, בין השאר, בגידול משמעותי של התיירות הנכנסת לישראל⁸, כך מתבסס תהליך היציאה מהמיתון וההתכנסות לשיווי משקל של תעסוקה מלאה. גם **מסקר החברות** לרביע האחרון של 2005 מתקבל כי ברביע האחרון השנה נמשכה העלייה בפעילות המגזר העסקי (בקצב גבוה אך מתון יותר מאשר ברביע השלישי). גם מדדים אחרים מסקר החברות מצביעים ברובם על המשך ההתרחבות בפעילות בקצב מהיר: **בתעשייה** מדווחות החברות על המשך העלייה בתפוקה ברביע האחרון של 2005 ועל עלייה בהזמנות לשוק המקומי וליצוא ברביע הראשון של 2006; **בשירותים העסקיים** – על המשך העליות במכירת שירותים בארץ ובשווקים בחו"ל; ציפיות אופטימיות לרביע הראשון של 2006 נסבות גם על מספר הלינות של תיירים בבתי המלון וההזמנות למכירת שירותים **בתחבורה ובתקשורת** (חרף ההתמתנות במכירת השירותים בענף זה בסוף 2005). **המדד המוביל** מסקר החברות מצביע על תחזית לגידול הפעילות של המגזר העסקי ברביע הראשון של 2006.

מנתוני **התוצר העסקי** מתקבלת צמיחה מהירה במחצית השנייה של 2005 (בדומה למחצית הראשונה), ובולטת צמיחת התוצר של הענפים הפיננסיים והשירותים העסקיים. ייתכן שממצאים אלה מצביעים על שינוי מבני במשק הישראלי - גידול חלקם של השירותים בתוצר העסקי. מגמה זו משתקפת בנתוני היצוא של אשתקד, שלפיהם עיקר הגידול נבע מגידולו של יצוא השירותים, ובמידה פחותה גם השנה. באותו כיוון מעידה גם העובדה שהצמיחה המהירה של התוצר העסקי השנה אינה מלווה בגידול משמעותי של היבוא, שכן השימוש של ענפי השירותים ביבוא של תשומות לייצור הוא מצומצם יחסית. **במדד הייצור התעשייתי** נרשמה עלייה משמעותית (כ-6.3 אחוזים) ברביע השלישי של 2005 לאחר התמתנות

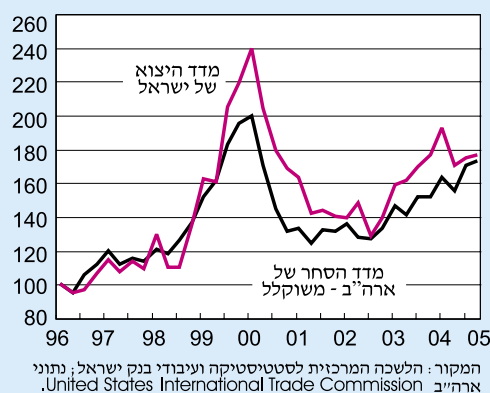
⁸ בעשרת החודשים הראשונים של 2005 נרשמה עלייה של 12 אחוזים במספר הלינות (ביחס לאשתקד); בלינות של ישראלים נרשמה יציבות, ואילו בלינות של זרים - עלייה של 42 אחוזים.

במחצית הראשונה של השנה. ההתאוששות במשק לא חלחלה עדיין במידה משמעותית לענף **הבנייה**. הביקוש לשירותי דיור המשיך להצטמצם השנה, אך זאת בעיקר בשל הירידה החדה בבנייה שביזומה ציבורית, בעוד שבבנייה הפרטית ניכרה התאוששות. תוצאות סקר החברות מצביעות על ירידה בפעילות הענף ברביע האחרון של 2005 ועל ציפיות להמשך הירידה גם ברביע הראשון של 2006. גם מספר התחלות הבנייה עדיין נמוך מן הנגזר מקצב הגידול של מספר משקי הבית. כנגד זאת מסתמנות מאז תחילת השנה עלייה בקצב הגידול של מספר הדירות החדשות שנמכרו וירידה במלאי הדירות שנותרו למכירה. בנתוני ההשקעה בדיור נרשמה בתקופה הנסקרת ירידה של כ-0.4 נקודת אחוז (בדומה למחצית הראשונה של השנה) לאחר ירידה חדה אשתקד. להתפתחות בענף זה השפעה רבה על האינפלציה בטווח הקצר, שכן רכיב הדיור הוא בעל משקל גבוה (כ-20 אחוזים) במדד המחירים לצרכן. העלייה המסתמנת השנה בביקוש לשירותי דיור לצד הירידה בהיצע הדירות החדשות למכירה (בשל ההאטה בקצב הבנייה) עלולות להאיץ בתקופה הקרובה את עליית המחירים של שירותי הדיור ושל הדירות עצמן, עלייה שהייתה עד כה מתונה יחסית בשל המיתון בפעילות המשקית. השפעת השינוי בשער החליפין על מחירי שירותי הדיור הייתה בתקופה הנסקרת דומיננטית בהשפעתו של סעיף הדיור על מדד המחירים לצרכן.

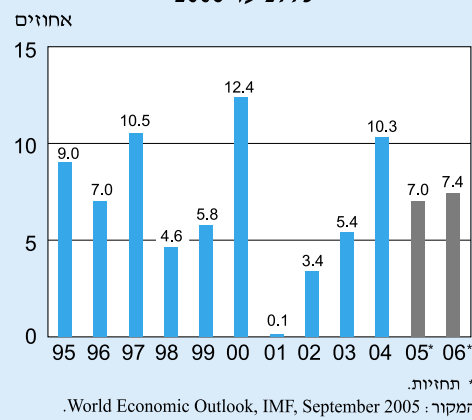
בשימושים המקומיים⁹ נרשם גידול של כ-3 אחוזים במחצית השנייה של 2005, לאחר גידול של 4.7 אחוזים במחצית הראשונה. **בצריכה הפרטית** נרשמה האצה במחצית השנייה ביחס למחצית הראשונה (כ-4.7 אחוזים לעומת כ-4.2 אחוזים). למרות הביצוע של תכנית ההינתקות התמתנה העלייה **בצריכה הציבורית המקומית** בתקופה הנסקרת - גידול של 2.3 אחוזים (לעומת 2.6 אחוזים במחצית הראשונה של 2005). **ההשקעה המקומית הגולמית** עלתה בתקופה הנסקרת בשיעור של כ-5.6 אחוזים – עלייה המשקפת בעיקר את גידול ההשקעה במלאים, בעוד שההשקעה בנכסים קבועים עלתה בתקופה זו בשיעור מתון בלבד. ההשקעה בענפי המשק עלתה במחצית השנייה של 2005 בכ-6.1 אחוזים, בהמשך לעלייה של 2.6 במחצית הראשונה. בנתוני **היצוא**, שגידולו התמתן ב-2005 ביחס ל-2004, אשר בה הוא הוביל את תהליך הצמיחה במשק – נרשם בתקופה הנסקרת גידול של כ-4.1 אחוזים. התפתחות זו ביצוא של ישראל בשנת 2005 כולה מתיישבת עם המגמה בנתוני הסחר של ארה"ב במוצרי אלקטרוניקה (דיאגרמה 11) - נתונים המצביעים השנה על המשך מגמת הגידול של אשתקד; עם זאת, ייתכן שההתמתנות אצלנו משקפת גם את התמתנות גידולו של הסחר העולמי ב-2005 (דיאגרמה 12).

האינפלציה מושפעת, כאמור, גם מעלויות הייצור במשק, ואלה מושפעות במידה רבה מעלויות השכר, התלויות בהתפתחויות בשוק העבודה. בדומה

דיאגרמה 11
ענף האלקטרוניקה: היצוא מישראל
והסחר של ארה"ב,
1996 עד 2005



דיאגרמה 12
שיעור הגידול הכמותי של הסחר העולמי,
1995 עד 2006

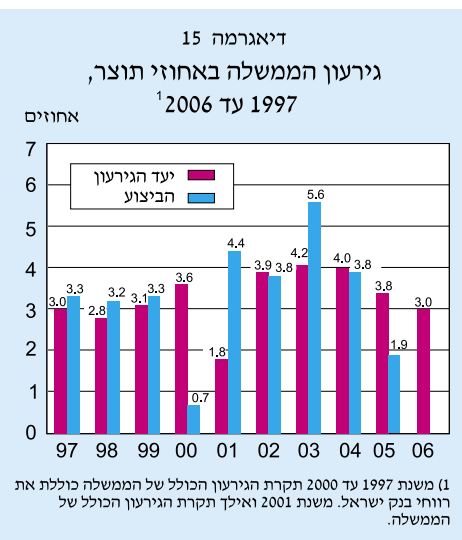
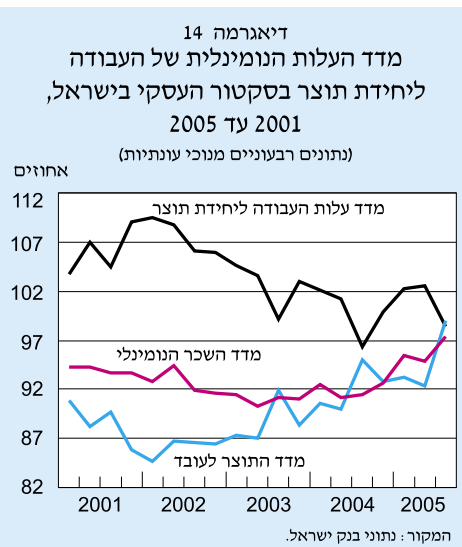
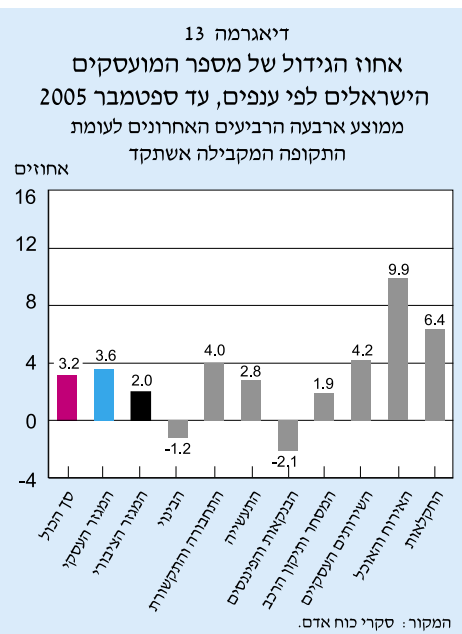


⁹ שיעורי השינוי בפיסקה זו מובאים במונחים שנתיים.

לאשתקד, גם השנה מצאה הצמיחה המהירה ביטוי בולט גם בנתוני **שוק העבודה**. שוק זה התאפיין בתקופה הנסקרת בגידול מספר המועסקים, תוך עלייה חדה של שיעור המועסקים במשרה מלאה. סך כל המועסקים הישראלים עלה ב-3.9 אחוזים (לאחר עלייה דומה במחצית הראשונה של השנה). גדל גם סך העובדים מהשטחים במגזר העסקי, ולעומתם הצטמצם ברביע השלישי מספר העובדים הזרים. במקביל עלה שיעור התעסוקה ועבר את 50 האחוזים (דיאגרמה 13), תוך ירידה בשיעור האבטלה. לאחר עלייתו של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה במחצית הראשונה של 2005 – המאפיינת תקופה של יציאה ממתון – שבעקבותיה התמתן מעט קצב הירידה של שיעור האבטלה, התייצב שיעור ההשתתפות במחצית הנסקרת ברמה של כ-55.1 אחוזים מכוח העבודה האזרחי. כ-60 אחוזים מהעובדים החדשים ב-2005 נקלטו במגזר העסקי, ולמעלה משני שלישים מאלו – בענפי השירותים והמסחר. גם בשירותים הציבוריים התרחבה התעסוקה, לאחר צמצום אשתקד (דיאגרמה 13). במקביל עלה השכר הריאלי למשרת שכיר ב-2.1 אחוזים ביחס לאשתקד (בכ-1.6 אחוז בשירותים הציבוריים ובכ-2.3 אחוזים במגזר העסקי). התפתחויות אלה, לצד גידולו של פריון העבודה, השתקפו ב-2005 בהתייצבות של עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר (דיאגרמה 14), לאחר מגמת ירידה בשנתיים הקודמות. מדד הפריון (התוצר למשרת שכיר) עלה בשלושת הרבעים הראשונים של 2005 בכ-6.6 אחוזים, ואילו השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה באותה תקופה בכ-5.1 אחוזים בלבד. לכן הוצאות השכר (בניכוי הפריון) לא לחצו עדיין, בתקופה הנסקרת, לעליית האינפלציה, אך בניגוד לשנים האחרונות הן גם לא ירדו במידה משמעותית.

המדיניות הפיסקלית: למרות ההוצאות בגין ההתנתקות וההפחתה הסטטוטורית של שיעורי המס בישראל, ניהלה הממשלה בשנתיים האחרונות מדיניות פיסקלית מרסנת (שנועדה להביא להקטנה הדרגתית של משקל המגזר הציבורי בתוצר), תוך דבקות במגבלה של אחוז גידול אחד בהוצאות הריאליות של המגזר הציבורי ותיחום הגירעון בתקציב. מדיניות זו תומכת ביציבות המחרים במישור – באמצעות מיתון הצריכה הציבורית וריסון צורכי גיוס ההון של הממשלה (הפועלים לירידת התשואות בטווח הקצר), ובעקיפין – דרך הפחתת החוב הציבורי (הפועלת לירידת הריבית לטווח הארוך). ביצוע התקציב השנה מתיישב עם גירעון שנתי של 1.9 אחוזי תוצר (מתחת ליעד של 3.4 אחוזים, דיאגרמה 15). כדי לבחון את השפעת ההתפתחות בגירעון המגזר הציבורי על הריבית לטווח הארוך, ודרכה על האינפלציה, יש לנכות מהגירעון את השינויים בו הנובעים ממחזורי העסקים¹⁰, שינויים שהם זמניים בטבעם. הריסון הפיסקלי אכן השתקף בירידת הגירעון מנוכה המחזור של המגזר הציבורי השנה לכ-0.3 נקודות אחוז של התוצר הפוטנציאלי (לעומת כ-1.4 אחוזים אשתקד וכ-1.7 אחוזים ב-2003). ההוצאות המקומיות (ללא אשראי)

¹⁰ דוגמה לשינויים כאלה היא ירידת ההכנסות ממסים בתקופות של מיתון ועלייתן בתקופות גאות.



נמוכות מהתוואי העונתי של הוצאות התקציב שתוכננו ל-2005, אך גבוהות ריאלית בכ-2 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. בזכות ההאצה בגביית המסים ברביע השלישי של 2005 עמדה הממשלה בתחזית ההכנסות ממסים; זאת תוך עלייה מעבר לתחזית של ההכנסות ממסי עבודה וירידה של ההכנסות ממסי תצרוכת (כולל ההשפעות של ההפחתות הסטטוטוריות במסים). בסך ההכנסות נרשמה עלייה אף מעבר לתחזית.

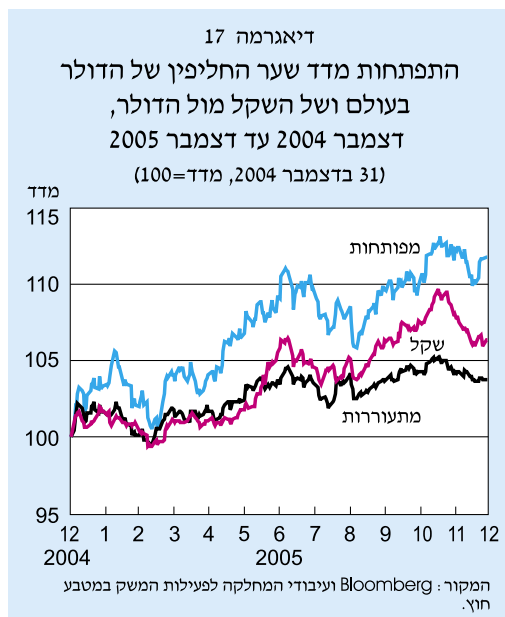
בהתאם להתפתחויות אלה נדרש מימון מקומי הנמוך בכ-9.5 מיליארדי ש"ח מהחזוי בתקציב, כך שגיוס ההון המקומי נטו ב-2005 היה שלילי. בהקשר זה נציין גם את העודף של כ-4.5 מיליארדי ש"ח בתקבולי ההפרטה (של "בזק", "בנק דיסקונט", ו"בנק לאומי") ביחס לתחזית התקציב, עודף שנוצל להפחתת החוב הציבורי השנה. מדיניות תקציב זו פעלה השנה בנחישות להשגת יעדי המדיניות, ובזכותה יפחת השנה החוב הציבורי לכ-101.6 אחוזי תוצר (לעומת כ-105.2 אחוזים אשתקד, ו-106.2 אחוזים ב-2003). החוב הממשלתי ירד אף הוא מ-103 אחוזי תוצר אשתקד ל-99.6 אחוזים בלבד בסוף 2005. כך נשמרת אמינותה של המדיניות, אשר משתקפת בירידת התשואה העתידית על איגרות החוב לטווחים שבין 5 ל 9 שנים, הנגזרת מהתשואות על איגרות החוב הצמודות לאותן תקופות (דיאגרמה 16).

ב. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

1. ההתפתחויות בשער החליפין וברמת סיכנו

בתקופה הנסקרת פוחת שער החליפין של השקל בשיעור של כ-0.7 אחוז מול הדולר ויוסף בשיעור של כ-0.4 אחוז מול סל המטבעות (דיאגרמה 6). התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר על פני התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה והושפעה בעיקר מהמגמות הגלובליות של שערי החליפין: היחלשות הדולר בעולם החלישה אותו גם מול השקל, והתחזקות הדולר בעולם חיזקה אותו גם מול השקל (דיאגרמה 17). התחזקות הדולר בעולם בחודשים ספטמבר-נובמבר הושפעה, בין היתר, מעליית התשואות הארוכות בארה"ב, שבמקביל לירידה בנזילות הגלובלית הביאה להאטה בזרמי ההשקעות של משקיעים בין-לאומיים במשקים מתעוררים. התפתחות זו התבטאה בהאטה ניכרת בהשקעות של תושבי חוץ במניות הנסחרות בבורסה המקומית, וזאת לאחר שבמחצית הראשונה הסתכמו השקעות אלו בהיקף חסר תקדים.

מלבד מגמות אלו הושפע שער החליפין בתקופה הנסקרת משורה של גורמים מקומיים, שחלקם תמכו בהיחלשות השקל וחלקם - בהתחזקותו. הגורמים המרכזיים שתמכו בהיחלשות השקל הם המשך הצמצום של פער הריביות (דיאגרמה 18) והרפורמה במס, שתמכו בהמשך יצוא ההון על ידי תושבי ישראל, וגורמי אי-וודאות קצרי טווח, ובראשם אי-הוודאות שאפפה את תוכנית ההתנתקות - שעיקר השפעתה התרכזה



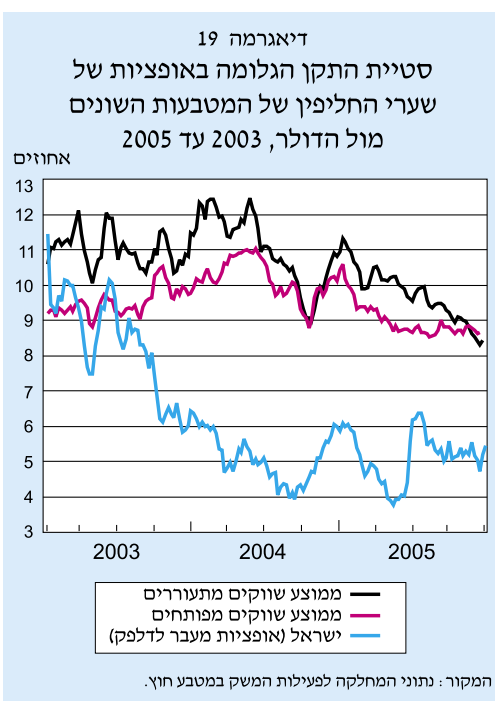
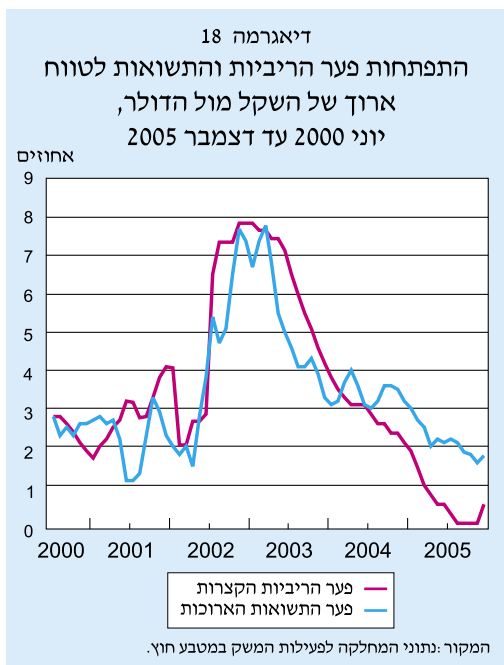
תיבה 3 : הקשר בין המדיניות המוניטרית בישראל למדיניות המוניטרית בארצות הברית

האם המדיניות המוניטרית במשק הישראלי - שהוא משק קטן ופתוח בעל משטר שער חליפין נייד עם היקפים גדולים של תנועות הון ותמסורת גבוהה בין שער החליפין לאינפלציה - יכולה להתנהל במנותק מהמדיניות המוניטרית בארה"ב? סוגיה זו מקבלת משנה חשיבות בימים אלו, על רקע המיתאם שקיים בעת האחרונה בין הריבית המקומית לריבית האמריקאית. התמקדות הדיון בריבית האמריקאית אינה מקרית; מקורה במעמדו הדומיננטי של הדולר בתנועות ההון אל המשק וממנו, ובעוצמת השפעתו על המחירים במשק.

המיתאם שקיים בעת האחרונה בין הריבית המקומית לריבית בארה"ב הוא, בין היתר, פועל יוצא של המיתאם הגבוה יחסית במיקומם הנוכחי של שני המשקים על מחזור העסקים. על רקע התפתחויות אלו יש הטוענים כי הריבית האמריקאית צריכה לשמש עוגן בקביעת הריבית במשק, ואם כן פוחתת לכאורה החשיבות של ניהול מדיניות מוניטרית עצמאית. דעה זו אמנם רווחת בקרב כלכלנים רבים, אך היא שגויה ממספר היבטים. ראשית, על אף המיתאם הגבוה יחסית כיום במיקומם של שני המשקים על מחזור העסקים, ייתכנו נסיבות שבהן תידרש מדיניות מוניטרית שונה משל ארה"ב - וזאת מפני מאפייניו הייחודיים של המשק הישראלי, ובפרט התמסורת הגבוהה בין שער החליפין לאינפלציה. כך, לדוגמה, במקרה של ייסוף חד בשער השקל - למשל עקב התגברות זרמי ההשקעות של תושבי חוץ בבורסה המקומית על רקע מגמה גלובלית של השקעות במשקים מתעוררים - ייתכן כי תידרש הורדת ריבית במשק כדי להשיג את יעד יציבות המחירים, גם אם במשק האמריקאי יימשכו העלאות הריבית. שנית, המשך קיומו של המיתאם במחזור העסקים אינו הכרחי, ולכן חשוב מאוד לשמור על היכולת לנהל מדיניות מוניטרית עצמאית, שתידרש במקרה שהמיתאם לא יתקיים. עם זאת, במקרה של אי התאמה במיקומם של שני המשקים על מחזור העסקים עלול להיווצר קושי מסוים בניהול מדיניות מוניטרית שונה, וזאת בעיקר בשל האילוצים הנובעים מתנועות ההון. כך, למשל, ייתכן מצב של האטה בפעילות הריאלית במשק הישראלי - שתחייב הורדת ריבית, במקביל למגמת התרחבות של הפעילות הריאלית בארה"ב, אשר בעקבותיה ה-Fed מעלה את הריבית. מצד אחד, מדיניות מוניטרית מרחיבה במקרה זה מגבירה את החשש ליצוא הון מוגבר, ובעקבותיו לפיחות מואץ על רקע הצטמצמות פער הריביות - חשש הגובר ככל שהפער נמוך יותר - וזאת בתקופה שבה המשק הישראלי אינו נהנה מיבוא הון ארוך טווח, בגלל האטרקטיביות הנמוכה של שוק ההון המקומי. מהצד האחר, מדיניות מוניטרית מרסנת כרוכה במחיר כלכלי כבד, משום שהיא עלולה להביא להעמקת המיתון במשק. זאת ועוד, פיחות נומינלי של השקל בתרחיש כזה עשוי לסייע בהשגת יעד יציבות המחירים.

מעבר לסוגיית המיתאם בין שני המשקים בכיוון המדיניות המוניטרית, רמת הפער בין הריבית המקומית לריבית האמריקאית צריכה להתאים לרמת הסיכון היחסי של המשק הישראלי. לאורך העשור האחרון ראינו כיצד רמות דומות של פערי ריביות הובילו בתקופות שונות להיקפים ואף לכיוונים שונים של זרמי הון, ובעקבותיהן - להתפתחויות שונות של שער החליפין. ההסבר המרכזי להבדלים בעוצמת ההשפעה של פער הריביות נעוץ בהתפתחות השונה של גורמי הסיכון במשק בתקופות השונות, הקשורים בעיקרם למצב הגיאוגרפי-פוליטי, למידת האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית ולהתאמתה לתנאי הרקע. ההתפתחות בגורמים אלו משפיעה על הערכת הסיכון של המשק הישראלי על ידי המשקיעים הזרים, שהיא - לצד האטרקטיביות היחסית של שוק ההון המקומי - מהווה שיקול מרכזי בנכונותם להשקיע בחברות ישראליות. ניסיון העבר במשק הישראלי ובמשקים מתעוררים אחרים מראה כי רמה גבוהה של השקעות אלו מאפשרת לקיים רמה נמוכה יחסית של פער ריביות בלי שייוצרו לחצים לפיחות מואץ בשער החליפין. יתר על כן, העמקת מעורבותם של גופים פיננסיים בין-לאומיים בשוק מטבע החוץ ובשוקים הפיננסיים המקומיים בשנים האחרונות הובילה לעלייה בהשפעתן היחסית של ההתפתחויות הגלובליות בשערי החליפין ובשוקים הפיננסיים על התנהלות שער החליפין של השקל. כך, למשל, התפתחות לא אחידה במהלך 2005 במגמת ההשקעות של משקיעים בין-לאומיים במשקים מתעוררים הובילה להתפתחות לא אחידה על פני השנה בהשקעות של תושבי חוץ בשוק ההון המקומי, וזאת אף על פי שהמשתנים הבסיסיים במשק לא השתנו מהותית במהלך התקופה. לכן, מלבד התאמת רמתו של פער הריביות לגורמי הסיכון במשק נדרשת התאמתו לתנאי הרקע בשוקים הפיננסיים הגלובליים.

לסיכום, המדיניות המוניטרית בישראל אינה יכולה להתנהל במנותק מהמדיניות המוניטרית בארה"ב, אבל לא חייבת להיות צמודה אליה.



בתחילת המחצית. הגורמים המרכזיים שפעלו להתחזקות השקל הם העודף בחשבון השוטף ושורה של התפתחויות בעלות השלכות ארוכות טווח, שתמכו בהמשך ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בחברות ישראליות, ובכללן: התרחבות הפעילות הריאלית במשק, שהתבטאה, בין היתר, בשיפור בדוחות הכספיים של הפירמות; השיפור במצב הביטחוני; התבססות האמון בניהול המדיניות המקרו-כלכלית, על רקע התמדת הממשלה בנחישותה לשמור על תוואי גרעון יורד ובביצוע רפורמות ושינויים מבניים בשוק ההון, ואמינותה של המדיניות המוניטרית; עודף נכסי החוב החיצוני והרכבם היציב. התמדתן של ההשקעות הישירות לצד העודף בחשבון השוטף מיתנו את התהליכים שתמכו ביצוא ההון על ידי תושבי ישראל.

התפתחות הסיכון של שער החליפין, הנמדד באמצעות סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר הנסחרות מעבר לדלפק ובבורסה, לא הייתה אחידה על פני המחצית הנסקרת (דיאגרמה 19): בתחילתה נמשכה מגמת העלייה של סיכון זה, שהחלה בתחילת מאי, על רקע התגברות אי-הוודאות שאפפה את תוכנית ההתנתקות. העלייה של רמת הסיכון, שאפיינה את כל השווקים הפיננסיים המקומיים, התבטאה בעיקר בחוזים שנקשרו לטווח קצר - ומכאן שהפעילים בשוק ראו את אי-הוודאות כגורם קצר טווח. עם התפוגגות אי-הוודאות ירד סיכון שער החליפין בשיעורים מתונים והתייצב ברמה ממוצעת של כ-5.5 אחוזים. התייצבות סיכון שער החליפין של השקל ברמה נמוכה יחסית למטבעות אחרים בולטת על רקע השינויים המבניים שחלו בשנים האחרונות בשוק מטבע החוץ - בעיקר הגמשת משטר שער החליפין והשלמת תהליך הליברליזציה - שינויים התומכים בעליית הסיכון ובהתקרבותו לרמות השורות במדינות מפותחות.

ב.2. ניתוח הפעילות של המגזרים השונים בשוק מטבע החוץ

ניתוח הפעילות בשוק מטבע החוץ מבוסס על פילוח הפעילים בשוק למגזרים על פי מאפייני פעילותם ושיקולים שניתן ליחס להם. כך, לדוגמה, ניתן לשער שתושבי חוץ המנהלים תיקי השקעה עולמיים מגיבים על התפתחויות פיננסיות גלובליות ביתר מהירות ועוצמה מאשר תושבי ישראל. הערכת הכוחות השונים הפועלים על שער החליפין מסייעת להבנת התפתחותו, ומכאן - להערכת השפעתו על האינפלציה.

הפעילות של **תושבי ישראל** בשוק מטבע החוץ בתקופה הנסקרת הושפעה ממספר גורמים מקומיים מרכזיים: הצטמצמות פער הריביות, הרפורמה במס וגורמי אי-וודאות קצרי טווח, ובראשם אי-הוודאות סביב תוכנית ההתנתקות.

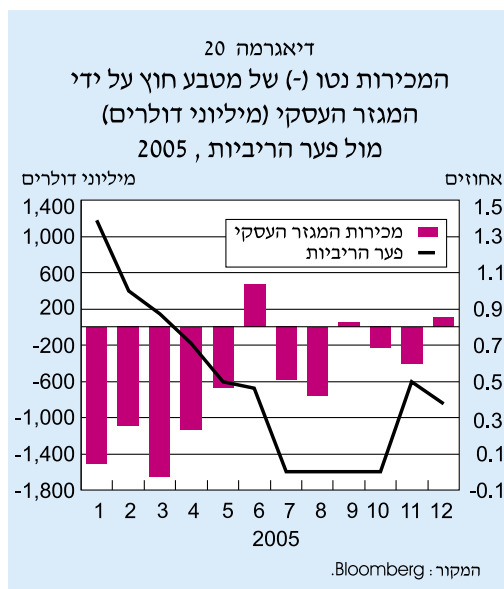
תהליך הצמצום של פער הריביות, שהחל ב-2003, השפיע בעיקר על המגזר העסקי, שלאורך התהליך הגדיל במידה ניכרת את עודף נכסיו במטבע חוץ, בעיקר באמצעות פירעונות אשראי וצבירה בפקדונות מטבע חוץ. ניתוח דפוס הפעילות של מגזר זה לאורך זמן מלמד כי כאשר נוצרים

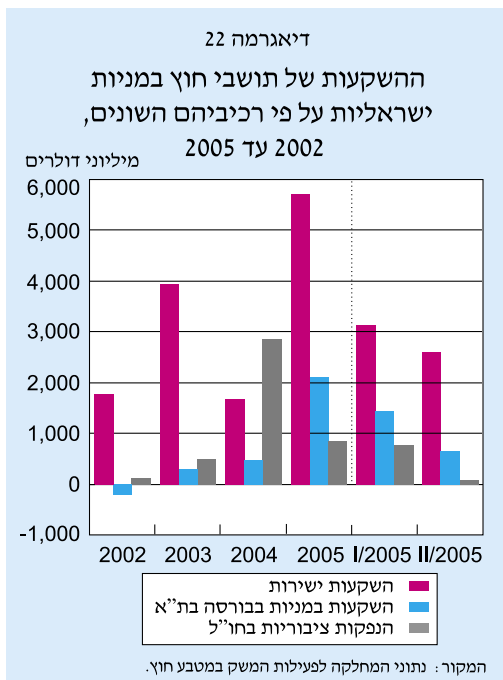
בשוק לחצים ניכרים לפיחות השקל מצד מגזרים אחרים, המגזר העסקי מתנהג כגורם מייצב בשוק בספקו את מרבית הביקושים למטבע חוץ תוך עליית שער החליפין. עדות לכך ניתן לראות גם בהתנהגות המגזר במהלך 2005: היקף רכישות מטבע החוץ על ידו בחודשים יוני-דצמבר, שבהם השקל נסחר בדרך כלל במגמה של פיחות, היה נמוך במידה ניכרת מאשר בחודשים ינואר-מאי, שבהם השקל נסחר ללא מגמה ובתחום תנודה צר; בחלק מחודשים אלו הוא אף עבר למכירת מטבע חוץ אף על פי שפער הריביות נותר ברמה נמוכה (דיאגרמה 20).

בתחילת השנה הושו תנאי המיסוי של השקעה בחו"ל ובארץ – למשקי הבית, לקרנות הנאמנות ולמשקיעים מוסדיים נוספים: קופות גמל וקרנות פנסיה. צעד זה, שהיה אמור להניע משקיעים אלה להגביר את קצב השקעותיהם בחו"ל, השפיע בעיקר על המשקיעים המוסדיים: הם הגדילו את שיעור השקעותיהם בנכסים זרים בכ-3.5 נקודות אחוז מתחילת השנה, כחלק מאסטרטגיה ארוכת טווח של הרחבת הפיזור הבין-לאומי של תיק ההשקעות (דיאגרמה 21). עם זאת, שיעור ההשקעה של המוסדיים בחו"ל, העומד כיום על כ-7.2 אחוזים, הוא עדיין נמוך מן השיעורים הנהוגים במדינות מפותחות, גם בהתחשב בגורם הנטייה להשקעה מקומית (home bias) - דבר המצביע על הפוטנציאל להמשך התהליך בעתיד. קצב ההשקעות של המוסדיים בחו"ל לא היה אחיד על פני השנה, והוא הושפע משורה של גורמים, וביניהם האטרקטיביות של שוק ההון המקומי יחסית לשווקים הזרים, הערכות לגבי התפתחות שער החליפין והתקדמות בהיערכות התפעולית להשקעות בחו"ל.

משקי הבית, שבחודשים הראשונים של השנה הגיבו על הצטמצמות פער הריביות ועל הרפורמה במס באופן מתון, האיצו את קצב הרכישות של מטבע חוץ החל מחודש יוני. המניעים לרכישות השתנו במהלך התקופה הנסקרת, כפי שניתן להסיק מהמכשירים שבאמצעותם הם פעלו: בחודש יוני הם הגבירו את רכישות מטבע החוץ בעיקר באמצעות צבירה בקרנות נאמנות המתמחות בגידור סיכון שער החליפין ובפיקדונות במטבע חוץ; זאת כנראה על רקע אי-הוודאות שאפפה את תוכנית ההתנתקות והערכות בדבר היחלשות השקל, על רקע התחזקות הדולר בעולם. בהמשך התקופה הנסקרת הם הגדילו בעיקר את הצבירה בקרנות נאמנות המתמחות במניות זרות תוך מימושים בקרנות המתמחות בגידור סיכון שער החליפין - וזאת ככל הנראה לשם הרחבת הפיזור הבין-לאומי של תיקי ההשקעות, על רקע הרפורמה במס, שהגדילה את הכדאיות היחסית של השקעה בניירות ערך זרים.

הפעילות של **תושבי חוץ** התמקדה השנה במכשירים ארוכי הטווח, בעוד שפעילותם במכשירים קצרי הטווח הייתה מתונה יחסית לשנים קודמות. ככלל, רמתן של ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ התמתנה בהשוואה למחצית הראשונה: ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ הסתכמו במחצית השנייה בכ-3.8 מיליארדי דולרים, לעומת כ-5 מיליארדים בראשונה. עם זאת, ההתפתחות ברכיבי ההשקעות לא הייתה





אחידה (דיאגרמה 22): מחד גיסא, על רקע תנאי הרקע המשופרים במשק נמשכה מגמת ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בחברות ישראליות, השקעות שהסתכמו השנה בהיקף ללא תקדים, למרות מספר עסקאות של מימושים בהיקפים גדולים. כנגד זאת, על רקע ההאטה בזרמי ההשקעות של משקיעים בין-לאומיים במשק מתעוררים, הסתמנה ירידה, ובחלק מהתקופה אף מימושים, בהשקעות של תושבי חוץ בבורסה המקומית.

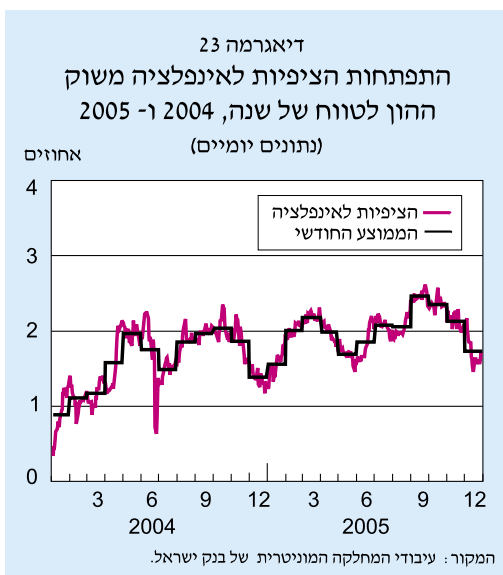
בסיכום - הירידה ביבוא ההון ארוך הטווח למשק, שהיה אחד הגורמים המרכזיים ליציבות היחסית בשער החליפין של השקל במחצית הראשונה, הביאה לעלייה בהשפעתם היחסית של הגורמים קצרי הטווח על התפתחות שער החליפין, ובראשם הצטמצמות פער הריביות והמגמות הגלובליות בשערי החליפין הצולבים של הדולר.

ג. אינדיקטורים להתפתחויות המוניטריות והפיננסיות

ג.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

האינפלציה הצפויה היא משתנה חשוב ומרכזי בניהול המדיניות המוניטרית, וזאת משני טעמים עיקריים: האחד - האינפלציה הצפויה משפיעה על התפתחות המחירים בפועל דרך מנגנוני עדכון המחירים על ידי הפירמות וקביעת השכר בשוק העבודה. הואיל ושינוי המחירים על ידי ספקי המוצרים והשירותים כרוך בעלות, הם אינם מעדכנים את המחירים באופן רציף. לפיכך, בעת העדכון הם מביאים בחשבון גם את עליית המחירים הצפויה בעתיד, בתקופה שבה הם יימנעו מהתאמת מחירים; הטעם השני הוא שהשפעת הריבית המוניטרית על התפתחות המחירים מתבטאת בחלקה בפיגור, ולכן החלטות הריבית נקבעות מתוך הסתכלות לעתיד, כלומר מביאות בחשבון את הציפיות והתחזיות השונות לגבי האינפלציה העתידית.

הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון, אשר נמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא-צמודים (מק"ם) לבין אג"ח צמודות למדד ("גליל"), נמצאו במרבית התקופה הנסקרת סמוך למרכז תחום היעד (דיאגרמה 23). לאחר שבחודשים יולי ואוגוסט עמדו הציפיות על שיעור ממוצע של 2.1 אחוזים, הן עלו, ובספטמבר הגיעו ל-2.5 אחוזים. זאת במקביל לפיחות שהתרחש עקב התחזקות הדולר בעולם ועליית אי-הוודאות הפוליטית-מדינית, על רקע ביצוע תכנית ההתנתקות. ברביע האחרון של השנה, עם ההעלאות של ריבית בנק ישראל, ירדו הציפיות בהדרגה למרכז תחום יציבות המחירים, אולם עדיין גילמו בתוכן העלאות ריבית נוספות בשיעור מצטבר של כאחוז במהלך השנה הקרובה. ירידתן של הציפיות לאינפלציה לאמצע תחום יציבות המחירים, על רקע העלאות הריבית, מעידה על אמון הציבור במחויבותו של בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה, כלומר על ההערכה כי הוא ינקוט את הצעדים הדרושים להשגת היעד עם היווצרות לחצים לעליית המחירים. בחודש דצמבר הוסיפו הציפיות לרדת ועמדו על שיעור ממוצע של כ-1.7 אחוזים.

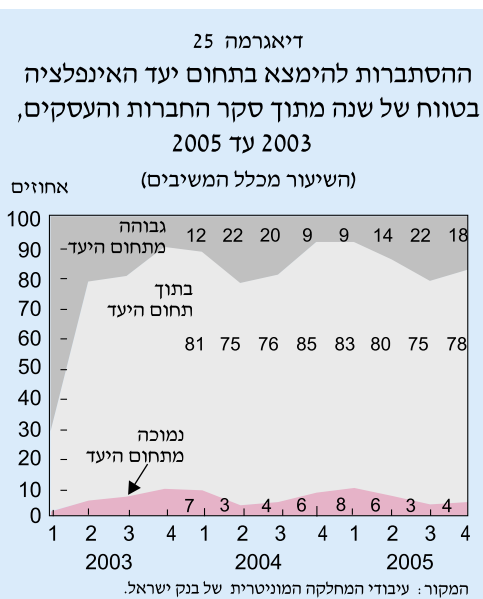
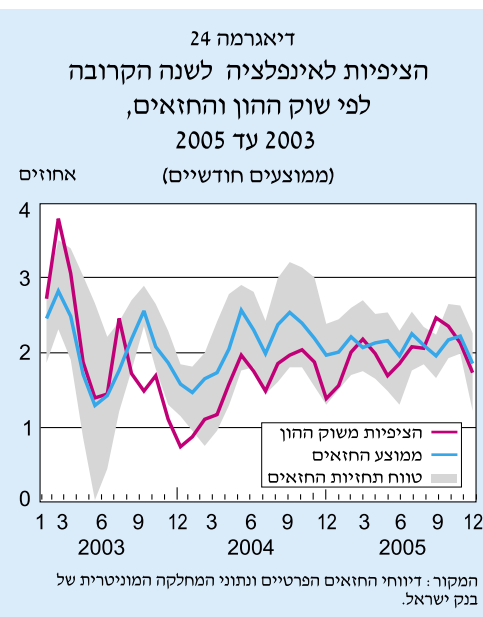


הערכות החזאים¹¹ לגבי האינפלציה הצפויה לטווח של שנה התייצבו במהלך השנה סמוך למרכז יעד יציבות המחירים. במהלך התקופה הנסקרת נעו כל התחזיות בגבולות היעד, וטווח התחזיות, המשמש מדד לרמת אי-הוודאות האינפלציונית, הצטמצם ביחס למחצית הראשונה של השנה ולא עלה על 0.8 נקודת אחוז (להוציא את דצמבר, דיאגרמה 24). הערכות החזאים לגבי האינפלציה לוו בתחילת המחצית השנייה בתחזיות להעלאות ריבית במהלך השנה הקרובה עד לשיעור מצטבר של כנקודת אחוז - אך המועד החזוי של ההעלאה נדחה מחודש לחודש כמה פעמים, עד אוקטובר, שבו החל בנק ישראל להעלות את הריבית. בדצמבר, לאחר שהריבית הועלתה בשיעור מצטבר של כאחוז, ירד ממוצע הערכות האינפלציה תוך התרחבות טווח התחזיות לנקודת אחוז. תחזיות אלו לוו בצפיפות להעלאות נוספות של הריבית במהלך 2006 בשיעור מצטבר של כ-0.7 נקודת אחוז.

הצפיפות לאינפלציה לטווח של שנה מתוך סקר החברות והעסקים¹² עלו בממוצע במהלך השנה והגיעו בסוף הרביעי הרביעי ל-2.6 אחוזים, בדומה לרביעי השלישי; זאת לעומת 2.1 אחוזים ברביעי הראשון. עלייה זו של ממוצע הצפיפות התרחשה תוך עלייה ניכרת של שיעור החברות הצופות כי האינפלציה בשנה הקרובה תהיה מעל הגבול העליון של יעד יציבות המחירים. שיעור זה הגיע ברביעי הרביעי ל-18 אחוזים, לעומת 14 אחוזים ברביעי השני. 78 אחוזים מהמשיבים בסקר העריכו כי האינפלציה בטווח של שנה תהיה בתוך היעד, ו-4 אחוזים מהמשיבים צפו כי האינפלציה תהיה נמוכה מגבול התחתון של היעד (דיאגרמה 25).

הצפיפות לאינפלציה לטווחים שמעל שנה (שנתיים עד 9 שנים), הנמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות ("שחר") לבין איגרות חוב צמודות למדד ("גליל"), נעו במהלך התקופה הנסקרת בחלקו העליון של תחום יעד יציבות המחירים, לאחר שבמחצית הראשונה של 2005 הצפיפות לטווחים הקצרים (שנתיים עד שלוש שנים) ולטווחים הבינוניים (4 עד 6 שנים) עלו במהלך הרביעי השלישי של השנה לשיעורים של 2.7 ו-3.0 אחוזים, ולקראת סוף השנה הן ירדו והגיעו ל-2.1 ו-2.6 אחוזים, בהתאמה. הצפיפות לטווחים הארוכים (7 עד 9 שנים) ירדו מעט, לשיעור ממוצע של 2.9 אחוזים (דיאגרמה 26). נציין כי הצפיפות הנמדדות כוללות בתוכן גם פרמיית סיכון אינפלציונית, שסביר כי שיעורה עולה עם התארכות טווח הצפיפות.

המודלים האקונומטריים שפותחו בבנק מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ותוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. המודלים, שהם

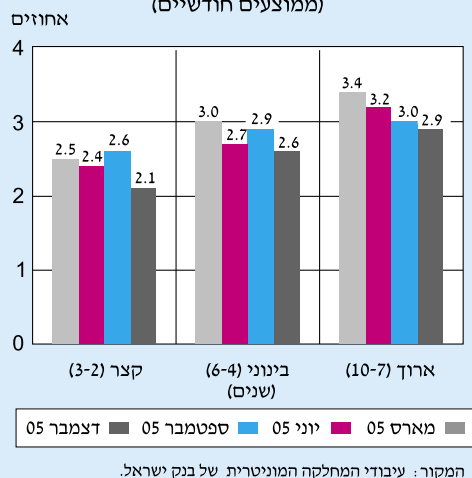


¹¹ מדגם של שבעה חזאים מהמגזר הפיננסי, רובם ממערכת הבנקאות.

¹² בסקר החברות שפורסם בנק ישראל נשאלים הנסקרים לגבי תחזית האינפלציה שלהם ל-12 החודשים הקרובים. התשובות לסקר החברות, לגבי כל רביעי, מתקבלות במהלך השבועיים האחרונים של הרביעי וכן בשבוע הראשון של הרביעי העוקב. מספר התשובות לשאלה המתייחסת לתחזית האינפלציה נע בין 500 ל-600 בכל סקר.

דיאגרמה 26

הציפיות לאינפלציה (Forward) משוק ההון
לטווחים הארוכים,
מארס עד דצמבר 2005
(ממוצעים חודשיים)



כלי מקובל כמעט בכל הבנקים המרכזיים בעולם לניתוח כלכלי ולחזוי, משמשים את קובעי המדיניות לבניית תחזיות, המותנות בהנחות חלופיות לגבי התפתחותם העתידית של המשתנים השונים. המודלים מסתמכים על קשרים תיאורטיים בין המשתנים הרלוונטיים, ובכך מקנים מסגרת מובנית ונוחה לניתוח. אולם המודלים אינם מתאימים בהכרח לכל מיגוון המצבים הכלכליים וההתפתחויות, במיוחד כאשר במשק מתחוללים שינויים משמעותיים ובלתי צפויים. לכן המודלים הם רק אחד הרכיבים בהערכת האינפלציה הצפויה, לצד כלי ניתוח נוספים והערכה שיפוטית של כלל האינדיקטורים הרלוונטיים.

במהלך המחצית הנסקרת הראו המודלים כי ריבית בנק ישראל בפועל נמוכה מזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה, והצביעו על הצורך בהעלאתה. זאת משתי סיבות עיקריות: האחת - הפיחות ועליית מחירי היבוא (בפרט מחירי האנרגיה), שהביאו לעליית האינפלציה ברביעים השלישי והרביעי מעבר לעלייה העונתית המתיישבת עם השגת היעד; השנייה - היותה של ריבית בנק ישראל נמוכה מזו המתיישבת עם יציבות מחירים בטווח הארוך ("הריבית הטבעית").

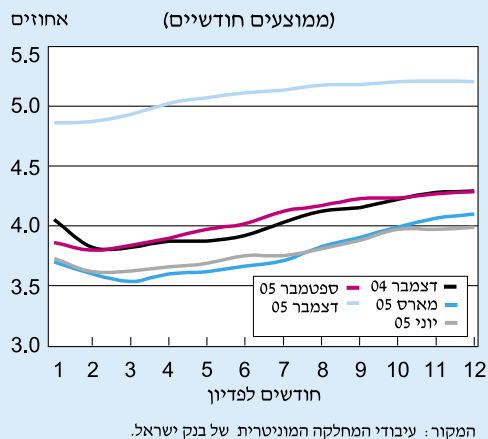
2.ג. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

תשואות המק"ם, שירדו במהלך המחצית הראשונה של 2005, עקב הפחתות הריבית בחודשים הראשונים של השנה וציפיות מתונות באותה התקופה להעלאת הריבית בטווח של שנה, התבססו בתום המחצית ברמות נמוכות של 3.7 אחוזים בטווחים הקצרים ועד 4.1 אחוזים בטווחים הארוכים (דיאגרמה 27). במהלך הרביע השלישי עלה עקום המק"ם לכל אורכו, ושיפועו החיובי גדל וביטא ציפיות להעלאת הריבית על ידי בנק ישראל הן בטווח הקצר והן בטווח של שנה. ברביע האחרון של השנה, במקביל להעלאת הריבית המוניטרית, עלו תשואות המק"ם לכל הטווחים בכאחוז, ושיפועו של העקום גילם ציפיות להעלאות נוספות של הריבית בשיעור מצטבר של כ-0.7 נקודת אחוז במהלך 2006, שעיקרן במחצית הראשונה של השנה.

התשואות על איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר")¹³ ירדו במחצית הראשונה של השנה בכל הטווחים, במיוחד בטווחים הבינוניים והארוכים, כך ששיפועו החיובי של העקום התמתן. ירידת התשואות התרחשה בחודשים הראשונים של השנה, במקביל להפחתת הריבית המוניטרית,

דיאגרמה 27

עקום תשואות המק"ם,
דצמבר 2004 עד דצמבר 2005
(ממוצעים חודשיים)

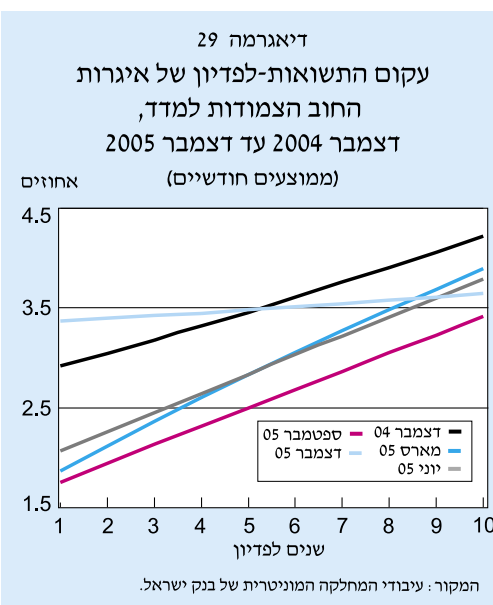
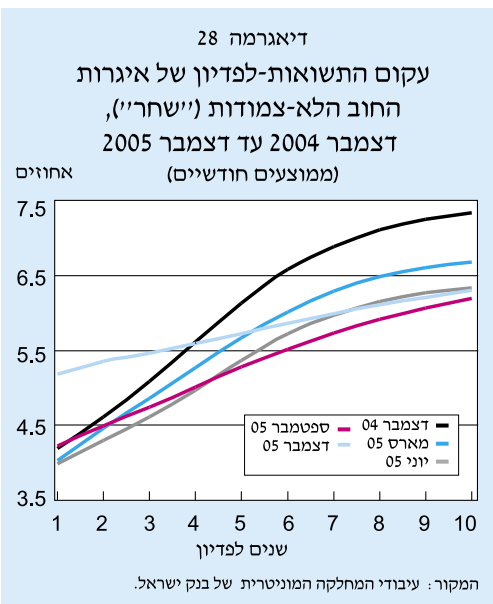


¹³ התשואות על איגרות החוב הנומינליות והריאליות מחושבות בשיטת עקום אפס, כלומר, על פי עקום תשואה נטולת ריבית נקובה (קופון אפס). עקומים אלו מוצגים בדיאגרמות 28 ו-29. לתיאור השיטה ראו, Zvi Wiener and Elena Pompushko, "Deriving Smooth Zero-Yield Curves from Bond Market Data", Monetary Department, Bank of Israel, unpublished memorandum, forthcoming as discussion paper, 2006

ולקראת תום המחצית - בעקבות צפי לירידה בהנפקות של איגרות חוב מדינה, לנוכח ההפרטה הגבוהה יחסית וכן בעקבות ירידת התשואות הארוכות על איגרות חוב בארה"ב באותה התקופה. במהלך הרביע השלישי ירדו מעט התשואות לטווחים הארוכים, ואילו התשואות לטווחים הקצרים עלו מעט. עליית התשואות בטווחים הקצרים לוותה בעלייה של הציפיות לאינפלציה והציפיות להעלאת הריבית המונית. ברביע הרביעי של השנה עלו התשואות בכל הטווחים, עלייה שהתחזקה מאמצע חודש נובמבר עקב ציפיות להמשך ההעלאה של ריבית בנק ישראל, עקב המשך עלייתן של התשואות בארה"ב וכן מפאת אי-הוודאות הפוליטית-כלכלית, שהתגברה על רקע הקדמת הבחירות. התשואות בטווחים הקצרים הגיעו בסוף השנה לרמה של 5.2 אחוזים, ובטווחים הארוכים - ל-6.3 אחוזים (דיאגרמה 28).

התשואות על איגרות החוב הצמודות למדד ירדו ברביע הראשון של השנה בכל הטווחים. בטווחים הקצרים הן ירדו בנקודת אחוז ובארוכים בכ-0.3 נקודת אחוז. כך התליל שיפועו החיובי של העקום, התפתחות המצביעה על הרחבה מונית. ברביע השני התשואות הקצרות עלו מעט, והארוכות נותרו כמעט ללא שינוי, כך ששיפועו של העקום התמתן. לנוכח הירידה בהיקף ההנפקות של איגרות החוב על ידי המדינה וגידול הביקוש - בין היתר, עקב פדיון גדול של איגרות חוב בתום המחצית הראשונה של השנה - ועל רקע פרמיית הסיכון של ישראל, שנותרה ברמה נמוכה, ירדו ברביע השלישי התשואות הריאליות לכל הטווחים ב-0.4 נקודת אחוז, והתשואות לטווחים הארוכים הגיעו לרמה נמוכה של 3.4 אחוזים (דיאגרמה 29). ברביע הרביעי, עם עלייתן של התשואות הקצרות, כהתאמה להעלאות ריבית בנק ישראל, ועלייתן של התשואות לטווחים הבינוניים והארוך על רקע התגברות אי הוודאות בשווקים - התמתן שיפועו של העקום, התפתחות שביטאה את הגברת הריסון המונית.

הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל נגזרת מהפער בין ריבית בנק ישראל לציפיות האינפלציה לשנה, ומקובל לראות בה את אחד האינדיקטורים למידת הריסון המונית. הריבית הריאלית הצפויה ירדה מ-2.7 אחוזים בסוף שנת 2004 ל-1.8 אחוזים בתום המחצית הראשונה של 2005. ברביע השלישי של השנה הוסיפה הריבית לרדת - ירידה שנבעה כולה מהעלייה בציפיות האינפלציה - ובסופו היא עמדה על שיעור נמוך של 1.1 אחוזים. לקראת סוף השנה עלתה הריבית הריאלית הצפויה והגיעה לשיעור של 2.8 אחוזים - עקב העלאתה של ריבית בנק ישראל והירידה בציפיות האינפלציה באותה התקופה (דיאגרמה 30). שיעורה הנמוך של הריבית הריאלית התאפשר הודות ליציבות המחירים וליציבותם של השווקים הפיננסיים והוא תומך בהמשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית.



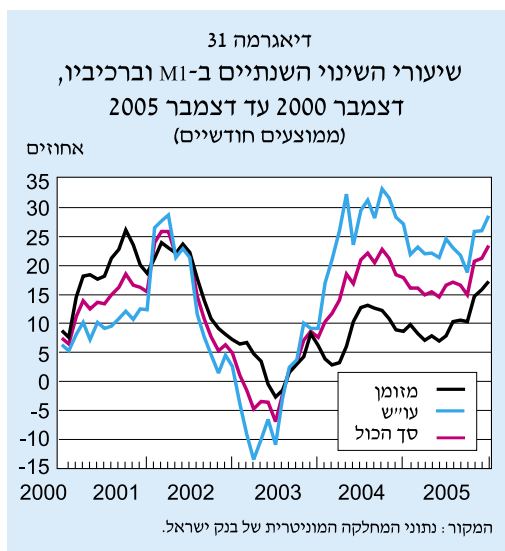
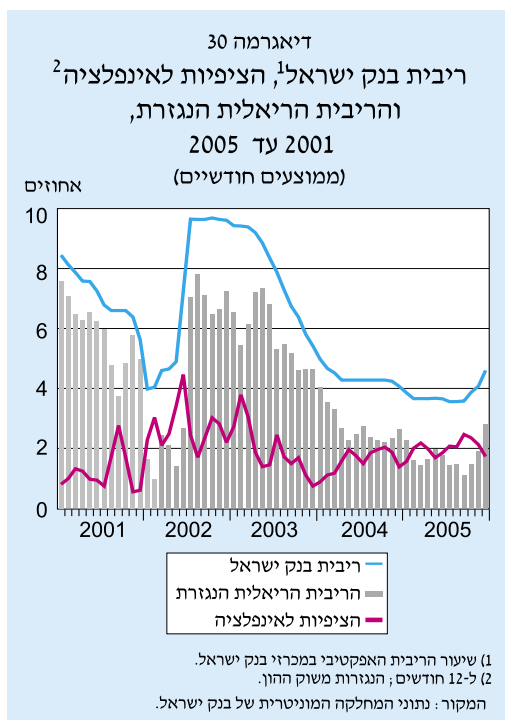
3.ג. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

אמצעי התשלום התרחבו במהלך השנה בכ-23 אחוזים, וזאת בהמשך לעלייה של כ-18 אחוזים בשנת 2004 (דיאגרמה 31). עיקר העלייה באמצעי התשלום התמקדה בפקדונות העו"ש, שהתרחבו השנה בשיעור של כ-29 אחוזים, ואילו ביתרות המזומן שבידי הציבור הייתה העלייה מתונה יותר - כ-17 אחוזים. התפתחותם של אמצעי התשלום הושפעה מרמת הריביות הנמוכה, מהמשך הגידול של הפעילות הריאלית וכן מהרפורמה במס.

ראוי לציין, כי במשטר של יעד אינפלציה העוגן הנומינלי הוא יעד האינפלציה, וכלי המדיניות המוניטרית להשגת היעד הוא הריבית. במסגרת כזאת חשיבות השינויים באמצעי התשלום כאינדיקטור לעליית המחירים הצפויה פחותה, משום שכמות הכסף במשק נקבעת על פי הביקוש של הציבור. עם זאת, חשוב לעקוב אחר השינויים בכמות אמצעי התשלום, שכן במצבים מסוימים עשוי להיות להם תפקיד חשוב בהתרעה על האפשרות של היווצרות מצב משברי. כך, למשל, סטייה גדולה ומתמשכת של מצרפים אלו, מעבר לגדלים הנגזרים מניתוח אקונומטרי¹⁴, אם אין לה הסבר סביר, עלולה להצביע על אי יציבות בביקושים ו/או על התערערות הקשרים המקרו-כלכליים המנחים את קביעת הריבית.

מצרף הכסף הרחב (M2), הכולל גם את הפיקדונות השקליים הלא-צמודים עד שנה, התרחב במהלך השנה בכ-5 אחוזים, בדומה להתרחבותו בשנת 2004. קצבי הגידול של המצרף התמתנו מאוד בשנים האחרונות, על רקע ביטול יתרון המס של האפיקים השקליים בשנת 2003, וכן על רקע שיעורי הריבית הנמוכים, שהניעו את הציבור לחפש חלופות השקעה המניבות תשואה גבוהה יותר, מה שתירם לעליית משקלם של הנכסים הסחירים בתיק הנכסים של הציבור. מגמה זו נתמכה גם על ידי ההרחבה המהירה יחסית של היצע המק"ם על ידי בנק ישראל, המשמש תחליף לפיקדונות הציבור בבנקים.

מצרף האשראי הבנקאי הכולל התרחב השנה בשיעור מתון של כ-2 אחוזים, בהמשך לגידול של 1.5 אחוזים בשנת 2004 (דיאגרמה 32). ההתפתחות המתונה של האשראי בשנים האחרונות, למרות ההתאוששות בפעילות הכלכלית, מוסברת, בין היתר, בצמצום היקף האשראי על ידי הבנקים תוך הרחבת המגבלות הפיקוחיות על הלווים. התפתחות זו דחפה את הלווים הגדולים למצוא מקורות אשראי חלופיים, ועל רקע רמת הריביות הנמוכה וירידה בגיוס ההון הממשלתי תרמה לפיתוח שוק אשראי חוץ-בנקאי. כך הלך והצטמצם חלקו של האשראי הבנקאי בסך מקורות האשראי למימון הפעילות של המגזר העסקי, ובמקביל התפתח שוק חלופי של איגרות חוב פרטיות, סחירות ולא סחירות. בשנת 2005 (עד חודש אוקטובר) גדל בשיעור



¹⁴ אומדן הביקוש למצרפי הכסף נקבע על פי ההתפתחויות בפעילות הריאלית, ברמת המחירים ובתשואות היחסיות. לתיאור מפורט של משוואות הביקוש כפי שנאמדו אקונומטרית ראו תיבה 2 בדוח האינפלציה 15.

תיבה 4: שינויים שבוצעו בכלים המוניטריים במחצית השנייה של השנה

בכל חודש מצהיר בנק ישראל על הריבית שהוא מוכן לשלם לבנקים על פיקדונותיהם אצלו.¹ מריבית זו (להלן "ריבית בנק ישראל") נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף, ובנק ישראל מספק אותו באמצעות הכלים העומדים לרשותו. השינוי בבסיס הכסף נובע כיום משני מקורות - הזרמות הממשלה והזרמת בנק ישראל.² בהינתן היקף הזרמות הממשלה קובע בנק ישראל את היקף ההזרמה או הספיגה שלו, כך שהביקוש לבסיס הכסף יסופק במלואו ברמת הריבית שקבע.

מדי יום ביום מפעיל בנק ישראל את הכלים המוניטריים שברשותו, המאפשרים לו לקיים את רמת הריבית המוניטרית שקבע. במחצית השנייה של שנת 2005 הוכנסו כמה שינויים בכלים אלו. ההסדרים החדשים, שיפורטו להלן, נהוגים בבנק המרכזי האירופי (E.C.B.) וכן בבנקים מרכזיים אחרים בעולם.

בנק ישראל מעמיד לרשות הבנקים "חלון להלוואה מוניטרית" ללא מכסה בריבית של אחוז אחד מעל ריבית בנק ישראל. ההלוואה תינתן, כבעבר, כנגד ביטחונות מלאים כך שהיקף הביטחונות שיש לכל בנק יקבע את גובה ההלוואה שהוא יכול לנצל. הלוואות אלו נועדו לאפשר לכל בנק למשוך נזילות לפי צרכיו המידיים לקראת סוף יום העסקים. זאת לעומת מערכת ההלוואות המוניטריות במכסה, שהייתה נהוגה קודם לכן, שבה העמיד בנק ישראל לבנקים הלוואות במכסה שנעו מריבית של 0.7 אחוז מתחת לריבית בנק ישראל ועד 2 אחוזים מעל לריבית בנק ישראל; חלוקת המכסות בין הבנקים נקבעה לפי חלקו של כל בנק בחובת הנזילות של המערכת הבנקאית.

לצד ההלוואות המוניטריות מפעיל בנק ישראל כלי מוניטרי חדש - "חלון לפיקדונות" אצלו, בריבית הנמוכה באחוז אחד מריבית בנק ישראל. "חלון הפיקדונות" מאפשר לבנקים להפקיד עודפי נזילות בבנק ישראל, וזאת לעומת המצב הקודם, שבו לא התאפשר לבנקים להפקיד עודפי נזילות באופן שוטף (שלא באמצעות מכרז), אולם שולמה להם ריבית, הנמוכה ב-3.2 אחוזים מריבית בנק ישראל, על עודפי נזילות שהיו להם בפועל.

השינויים בהלוואות המוניטריות ופתיחת "חלון לפיקדונות" בבנק ישראל קובעים "פרוזדור ריביות" ברוחב של 2 אחוזים, שאמצעו הוא ריבית בנק ישראל, גבולו העליון הוא הריבית על ההלוואות המוניטריות, וגבולו התחתון הוא הריבית על "חלון הפיקדונות". בין שני גבולות אלו אמורה לנוע הריבית הבין-בנקאית בעסקאות בין הבנקים.

נוסף על שינויים אלו בכלים המוניטריים, בוטל ההסדר המתיר לבנקים לבצע העברות בין-בנקאיות בערך היום הקודם. זאת על רקע הרפורמה שמתכנן בנק ישראל במערכת התשלומים בישראל, בעיקר הקמת מערכת לתשלומים גדולים בזמן אמת (RTGS). על פי הסדר משנת 1982 איפשר בנק ישראל לבנקים לבצע העברות בין-בנקאיות בערך יום הסליקה, כלומר ערך היום הקודם להעברה. הסדר זה נועד לאפשר לבנקים להביא בחשבון את תוצאות סליקת ההמחאות הבין-בנקאיות, שנודעות לבנקים רק למחרת יום הסליקה. במשך השנים נהגו הבנקים לבצע העברות בין-בנקאיות בסכומים גבוהים מהנדרש להחלקת תוצאות הסליקה, והסדר זה הפך כלי שבאמצעותו הבנקים למעשה סחרו בנזילות, ובין היתר "תיקנו"³ את תוצאות מכרז הפיקדונות.

במסגרת ההיערכות לפעילות מערכת RTGS, שצפויה להתחיל ברביע הראשון של שנת 2007, ובה לא יתאפשרו עסקאות בין-בנקאיות בערך היום הקודם, הוחלט, כאמור, לבטל אפשרות זו כבר עתה, וכן לבטל את ערבותו של בנק ישראל לעסקאות

1 הפקדות אלו מבוצעות בשיטת מכרז בין הבנקים, לתקופות של יום ושבוע.

2 כיוון שבנק ישראל לא מתערב במסחר במטבע חוץ מאמצע שנת 1997, להוציא ימים מספר בתחילת 1998, המרות מטבע חוץ בחדר העסקאות לא תורמות מאז לשינוי בבסיס הכסף.

3 הבנקים אמדו את אחוז ההקצאה הצפוי במכרז וביקשו כמות בהתאם לכך. בנק שזכה בסכום גבוה/נמוך מהנדרש קנה/מכר נכסים נזילים במסחר הבין-בנקאי שהתקיים לאחר מכן.

אלו. כתוצאה משינויים אלו השוק הבין-בנקאי יפעל בהיקפים קטנים יותר ובריביות שיבטאו את הסיכון הגלום בעסקאות בין-בנקאיות אלו - לעומת המצב הקודם, שבו המסחר הבין-בנקאי נתפש על-ידי הבנקים כחסר סיכון, והיה ניתן לקנות או למכור באמצעותו כל סכום בריבית המכרז (מכרז הפיקדונות).

הצעדים שננקטו ואלה המתוכננים בתחום הכלים המוניטריים ומערך התשלומים משתלבים עם צעדי רפורמה נוספים בשווקים הפיננסיים, שבוצעו בתקופה האחרונה או נמצאים בשלבי תכנון: שינויים במבנה העסקי של התיווך הפיננסי על פי המלצות "ועדת בכר", הפעלת עושי שוק במסחר באג"ח ממשלתיות, חקיקה שתתמוך בעסקות מכר-חוזר (ריפו) והשאלות ניירות ערך מסוגים אחרים, חקיקה בתחום איגוח נכסים ועוד. מכלול הרפורמות נועד ליצור בישראל שוק פיננסי מודרני, שיאפשר מעבר של חסכוניות אל משקיעים ביעילות ובמהימנות, תוך עידוד צמיחה בת-קיימא.

ניכר הגיוס באמצעות איגרות החוב הפרטיות, והסתכם ב-54.9 מיליארדי ש"ח, גבוה משמעותית מהגיוס בשנת 2004, שעמד על 33.1 מיליארדים. ראוי לציין כי על אף ההתעוררות בשוק זה, רמת הפעילות בו, שמשתקפת במחזורי המסחר, עדיין נמוכה יחסית לשוק איגרות החוב הממשלתיות. נוסף על כך מגייסות החברות העסקיות הון גם בבורסה לניירות ערך. גיוס ההון בבורסה על ידי מניות ובני המרה הסתכם השנה בכ-10 מיליארדי ש"ח, לעומת 6 מיליארדים בשנת 2004.

שווי של תיק הנכסים הכספיים של הציבור עלה במהלך השנה¹⁵ בשיעור של כ-17 אחוזים, עלייה שנבעה מהמשך עליות השערים בשוק המניות ומהעלייה בערכם של הנכסים הצמודים, הן למדד והן למטבע חוץ. בחינת התפלגותו של התיק לפי סוג ההצמדה, ללא רכיב המניות, מלמדת כי נעצרו ואף התהפכו המגמות שאפיינו את התפתחות הרכב התיק בשנים האחרונות - מגמת העלייה של משקל הרכיב הלא-צמוד ומגמת הירידה של משקל הרכיב הצמוד. משקלו של הרכיב הלא-צמוד ירד ב-2.9 נקודות אחוז, לשיעור של 39.1 אחוזים, בעוד שהרכיב הצמוד עלה בנקודות אחוז, ל-41.3 אחוזים, והרכיב הצמוד למט"ח עלה אף הוא, ל-19.7 אחוזים (הנתונים נכונים לחודש נובמבר). עליית הרכיב הצמוד למדד נבעה ברובה מגידול ההנפקות של אג"ח פרטיות, שרובן צמודות למדד, ועלייתו של הרכיב הצמוד למטבע חוץ נבעה מצבירה חיובית בנכסים אלו, בפרט גידול של השקעות בחו"ל, ומפיחות השקל לעומת הדולר במהלך השנה. השנה נמשך גידול משקלם של הנכסים הסחירים על חשבון הלא-סחירים, והוא הגיע לכ-52 אחוזים מהתיק, לעומת 35 אחוזים בשנת 2002. זאת על רקע הרפורמה במס והרפורמה בקרנות הפנסיה, שיישומן החל בשנים האחרונות.



15 הנתונים לגבי תיק הנכסים של הציבור נכונים לנובמבר 2005.

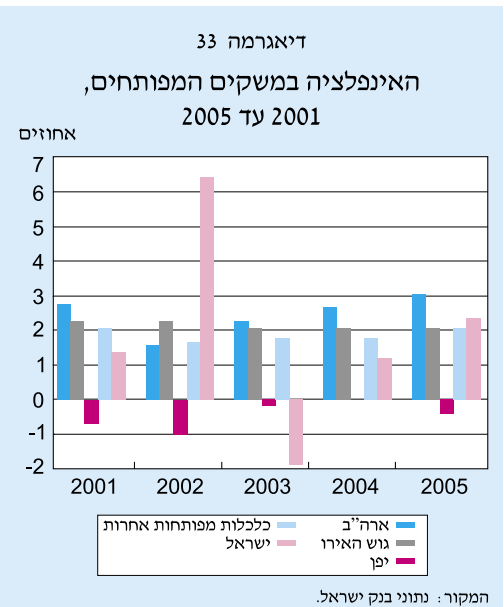
ד. ההתפתחויות הכלכליות בעולם

האינפלציה במשק קטן ופתוח כמו המשק הישראלי מושפעת בטווח הקצר מההתפתחויות בעולם בכמה ערוצים: דרך הסחר העולמי והביקושים בחו"ל לתוצר הישראלי; דרך מחיריהם של מוצרי התצרוכת המיובאים, המשפיעים ישירות על מדד המחירים לצרכן; דרך התשומות המיובאות לייצור, המשפיעות על עלויות הייצור המקומיות, ודרך על מדד המחירים לצרכן; דרך ערוץ שער החליפין, המושפע מהשינויים בשערי החליפין הצולבים; דרך השפעת הריביות בחו"ל על תנועות ההון הבין-לאומיות, ודרך על הריביות המקומיות ועל שער החליפין.

בתקופה הנסקרת בלטו מספר התפתחויות בהשפעתן על האינפלציה בישראל:

- עלייתם המתמשכת של מחירי הנפט, שלאחרונה עלו בעיקר בשל סופות ההוריקן, שהסבו נזקים גדולים לתשתיות הנפט במפרץ מקסיקו.
- התחזקות הדולר האמריקאי מול שאר המטבעות העיקריים, ובפרט מול האירו מ-1.35 דולר לאירו בתחילת 2005 ל-1.20 דולר לאירו בסופה; התפתחות זו נבעה הן מהתרחבות הפער בין הריבית בארה"ב לבין הריביות באירופה, לנוכח העלאות הריבית הרצופות בתקופה הנסקרת על ידי הבנק המרכזי בארה"ב, והן משיעורי הצמיחה הנמוכים בגוש האירו (בהשוואה למשק האמריקני, לוח 1 בהמשך), המניעים העדפת השקעות במשק האמריקני וביקוש למטבע האמריקני. זאת חרף התאוששות מסוימת בגוש האירו, שבו ירדו שיעורי האבטלה בחודשים אפריל-יולי 2005, והייצור התעשייתי גדל.
- הצטמצמות פער הריביות בין ישראל לארה"ב, כפועל יוצא של המדיניות המוניטרית בשתי המדינות; הצטמצמות הפער פעלה ליצוא הון מישראל, בעיקר באמצעות פירעונות של אשראי במטבע חוץ על ידי תושבים מקומיים.

התמתנות קצב הגידול של הביקושים ליצוא הישראלי בכלל, והירידה ביצוא מוצרי הטכנולוגיות המעורבות והמסורתיות בפרט – התפתחויות שנבעו בחלקן מהתמתנות הגידול של הסחר העולמי – פעלו להאטה בקצב צמיחת התמ"ג בישראל. גידול נפח הסחר של ארצות אסיה בסחר העולמי, ובפרט נפח הסחר של סין, הודו ויפן (שם החל השנה תהליך התאוששות) פעל להגדלת היצע מוצרי היבוא המיוצרים בעלויות נמוכות יחסית. התפתחות זו ממתנת את עליית המחירים בעולם כולו, וגם בישראל. אף על פי כן עלו שיעורי האינפלציה בארה"ב ובגוש האירו השנה (דיאגרמה 33), וזאת בעיקר בגלל העלייה של מחירי הנפט וחומרי גלם אחרים – התפתחות המשתקפת במחירי היבוא לישראל, שעלו השנה בכ-5.4 אחוזים.



III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

א.1. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

אף שתהליך הצמיחה צפוי להימשך ב-2006, צפוי קצב ההתרחבות של הפעילות בשנה זו להתמתן מעט: התחזית היא לצמיחת התמ"ג בקצב של כ-4.3 אחוזים בשנה הבאה. גם בתוצר של המגזר העסקי צפויה התמתנות, לקצב של כ-5.4 אחוזים (לעומת קצבי צמיחה של למעלה מ-6 אחוזים בשנתיים האחרונות). תחזית זו מתבססת על כמה הנחות – כי תימשך הרגיעה היחסית במצב הביטחוני, כי שיעורי הגידול בסחר העולמי והתוצר במדינות המפותחות יהיו דומים לאלו של 2005, כי מחירי הדלק יתייצבו, כי המדיניות הפיסקלית ב-2006 תעמוד ביעדי ההוצאה והגירעון שאושרו בממשלה, וכי שיעורי הריבית הריאלית יעלו. הירידה הצפויה בקצבי הצמיחה היא תוצאת הסגירה ההדרגתית של פער התוצר והירידה בשיעור האבטלה. הצריכה הפרטית, שקצב גידולה הוא ב-2005, צפויה לגדול בשנה הבאה בדומה לקצב הגידול הגבוה יחסית של 2004 – התפתחות הנתמכת על ידי הפחתות המסים והשיפור הנמשך בשוק העבודה. עד כה היה תהליך ההתאוששות מלווה בגידול מתון בלבד של ההשקעה בענפי המשק, וההשקעה במבני מגורים אף ירדה. לפיכך צפוי מפנה חיובי בתחום זה ב-2006, והתחזית כוללת גם עלייה בבנייה למגורים. התפתחויות משקיות צפויות אלה יפעלו במהלך השנה הבאה להגברת הלחצים לעליית המחירים במשק, שכן עודף כושר הייצור, שעדיין מצוי, צפוי להוסיף ולהצטמצם.

על פי הצעת תקציב המדינה ל-2006 **הממשלה** צפויה לעמוד ביעדי התקציב, כפי שעשתה בשנתיים האחרונות. ההנחות המקרו-כלכליות תואמות במידה רבה את ההתפתחויות הכלכליות האחרונות: תקצוב ההוצאות מתיישב עם תקרת הגידול הרב-שנתית של אחוז אחד ריאלי, וגם תחזית ההכנסות מתיישבת עם ההתפתחויות המקרו-כלכליות הצפויות. הצעת התקציב ל-2006 מאפשרת את הפחתת הגירעון (ללא אשראי) לכ-3 אחוזי תוצר, תוך המשך צמצום משקל ההוצאה הציבורית בתוצר והפחתת החוב הציבורי ל-99.6 אחוזי תוצר בשנה הבאה. עם זאת תהיה השנה הקרובה שנת בחירות, הכנסת המכהנת עדיין לא אישרה הצעת תקציב זו, ולכן התקציב לא יאושר לפני אמצע שנת 2006. על פי חוק הממשלה תפעל לפי 1/12 מתקציב 2005 – דבר שיאפשר הגדלת ההוצאה הממשלתית בהשוואה לאשתקד, שבה נרשם תת-ביצוע של התקציב. לפיכך אופפת אי-וודאות את עמידתה של הממשלה שתיבחר בהצעת התקציב ל-2006, אשר אושרה על ידי הממשלה הנוכחית.

א.2. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ

ובתנועות ההון

על פי הערכות בנק ישראל צפויה ב-2006 ירידה בהיקף יבוא ההון ארוך הטווח למשק ביחס לרמתו ב-2005¹⁶. זאת בעיקר כתוצאה מירידה צפויה של ההשקעות הישירות במסגרת תהליכי ההפרטה ומהאטה בכניסת הון למשקים מתעוררים, הצפויה על פי מרבית ההערכות של המומחים להשקעות גלובליות. לעומת זאת מעריך הבנק כי תימשך מגמת השיפור בחשבון השוטר.

לצד האטה הצפויה בהשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ, צפויים המשקיעים המוסדיים, על פי הערכות הבנק, להאיץ את קצב השקעותיהם בחו"ל. הערכה זו נתמכת בשורה של התפתחויות, ובראשן: (א) קרנות הפנסיה הוותיקות, שהיקפן נאמד בכ-30 מיליארדי דולרים, מורשות מעתה להשקיע בחו"ל; (ב) הצמצום הניכר בגיוסי הממשלה והמחסור במכשירים פיננסיים ארוכי טווח בשוק ההון המקומי עלולים להוביל להסטת עודפי הביקוש לחו"ל; (ג) על פי מרבית ההערכות, התשואות הארוכות בארה"ב צפויות להתייצב לקראת סוף המחצית הראשונה של 2006. בתרחיש זה המשקיעים המוסדיים, שעד כה נמנעו מלהשקיע בשוק איגרות החוב האמריקאי מחשש להפסדי הון, צפויים להגביר את השקעותיהם בחו"ל.

הרפורמות המבניות במשק צפויות להשפיע על תנועות ההון והרכבן בכיוונים מנוגדים: מחד גיסא, מינוים של בנקים זרים כעושי שוק באיגרות החוב הממשלתיות צפוי להביא להגברת מעורבותם של גופים פיננסיים זרים בשוק איגרות החוב המקומי; מהצד האחר, הוצאת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מידי הבנקים על פי המלצות "ועדת בכר" צפויה לפעול להגדלת ההשקעות בחו"ל, בין אם הקרנות יעברו לניהול חברות הביטוח ובין אם הן יעברו לניהולם של גופים פיננסיים זרים. זאת משום שנטייתם וההיערכות התשתיתית שלהם להשקיע בחו"ל גבוהות מאלה של הבנקים המקומיים.

ההאטה הצפויה בהשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ והאצת קצב ההשקעות של המוסדיים בחו"ל צפויות להביא לירידה של היצע מטבע החוץ ארוך הטווח במשק. משמעות הדבר היא עלייה של משקל תנועות ההון קצרות הטווח בהתנהלות שער החליפין של השקל; תנועות אלו הן מטבען תנודתיות יותר, בהיותן מושפעות, בין היתר, מגורמי אי-ודאות קצרי טווח, לרבות שינויים בשערי החליפין הצולבים של המטבעות העיקריים, ולכן קשה לצפות את התפתחותן.

¹⁶ תחזית זו אינה כוללת את עסקת הרכישה של חברת "טבע" את חברת "איווקס", עסקה הצפויה להשפיע על תנועות ההון הארוכות בשני הכיוונים משום שחלק ניכר ממנה ימומן באמצעות הנפקת מניות ואיגרות חוב בחו"ל.

א.3. ההתפתחויות הצפויות בעולם

על פי התחזיות של קרן המטבע, המובאות ב-World Economic Outlook, צפויה **הצמיחה העולמית** להימשך בשנה הקרובה בקצב של 4.3 אחוזים (בדומה לקצב הצמיחה ב-2005). עם זאת, אי-הוודאות לגבי המגמה במחירי הדלק ועלייה אפשרית בשיעורי האינפלציה עקב הסגירה של פערי התוצר יחייבו קרוב לוודאי העלאה של שיעורי הריבית ומדיניות כלכלית שתצמצם את חוסר האיזונים הגלובלי.

בארה"ב צפויה הצמיחה להימשך בקצב של 3.5 אחוזים ב-2006 ולהתמתן מעט ב-2007 (לוח 1). הבנק המרכזי של ארה"ב העלה מאוד את הריבית, והיא הגיעה בסוף 2005 לשיעור של 4.25 אחוזים. מדיניות מוניטרית זו באה בתגובה על מספר התפתחויות מקרו-כלכליות במשק האמריקאי – צמיחתו המהירה, לאחר שנות הרפיון בתחילת העשור, שבהן הופחתו הריביות מאוד; הגירעון הפיסקלי הגבוה והגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב. המשך העלאת הריבית שם ב-2006 יחייב את קובעי המדיניות המוניטרית בישראל לפעול למניעת התפתחותו של יצוא הון מסיבי.

בגוש האירו אמנם צפי גידול של קצב הצמיחה ב-2006 (לכ-2.1 אחוזים), אך קצב זה עדיין נמוך יחסית למדינות מפותחות אחרות¹⁷. שיעורי האינפלציה עדיין צפויים להישאר ברמה של 2005. בנובמבר העלה הבנק

לוח 1

נתונים ואומדנים להתפתחות הצמיחה והאינפלציה במדינות נבחרות, 2005 עד 2007 (אחוזים לשנה)

2007	2006	2005		
3.3	3.5	3.6	ארה"ב	הצמיחה
2.2	2.1	1.4	גוש האירו	
	6.1	6.4	שווקים מתעוררים	
9.5	9.4	9.3	סין	
	6.3	7.1	הודו	
2.5	2.8	3.4	ארה"ב	האינפלציה
1.6	2.1	2.2	גוש האירו	
	5.7	5.9	שווקים מתעוררים	
3.7	3.5	4.2	סין	
	5.1	3.9	הודו	

המקור: אומדנים ותחזיות מתוך ה-OECD Economic Outlook, דצמבר 2005 ו-World Economic Outlook, IMF, ספטמבר 2005.

¹⁷ מדינות ה-G-7, למשל, צפויות לצמוח ב-2006 בקצב של כ-2.5 אחוזים.

המרכזי את הריבית ל-2 אחוזים, אך ציין כי ספק אם ימשיך במגמה של העלאת הריבית ב-2006.

ביפן צפויה ההתאוששות, שהחלה במחצית השנייה של 2005, להתבסס ב-2006. עם זאת לא צפויה שם עדיין עלייה באינפלציה ובריבית.

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

ב.1. הערכות האינפלציה העתידית

האינפלציה בשנת 2006 צפויה להסתכם סמוך למרכז תחום יעד יציבות המחירים; כך עולה מהערכות האינפלציה - לפי שוק ההון והחזאים הפרטיים. על פי סקר החברות שעורך בנק ישראל האינפלציה תסתכם בשיעור של 2.6 אחוזים (לוח 2). מרבית ההערכות מתבססות על ציפיות להמשך ההעלאות של ריבית בנק ישראל בשיעור מצטבר של עד נקודת אחוז במהלך שנת 2006, בעיקר במהלך המחצית הראשונה של השנה, על יציבות בשער השקל לעומת הדולר ועל המשך הצמיחה של הפעילות הריאלית.

מהערכות החזאים הפרטיים ניתן ללמוד עוד כי ברביע הראשון של השנה צפויה התפתחות המחירים להיות נמוכה מהתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה. זאת על רקע ירידות מחירים שצפויות בסעיפי הירקות והפירות וההלבשה וההנעלה (בחלקן עונתיות), וכן עקב הירידה במחירי הנפט והייסוף בשער השקל מול הדולר ברביע האחרון של 2005. בהמשך השנה, כאמור, תעלה האינפלציה לשיעור הסמוך למרכז תחום היעד.

בשונה מהערכות האינפלציה של המקורות השונים שצוינו לעיל, עולה מהמודלים האקונומטריים של בנק ישראל כי האינפלציה בשנת 2006 תסתכם בשיעור הסמוך לגבול העליון של יעד יציבות המחירים, ובמחצית הראשונה של שנת 2006 היא אף תחרוג ממנו כלפי מעלה. מסימולציות שנערכו באמצעות המודלים עולה כי העלייה בקצב האינפלציה בתחילת השנה נובעת מכמה סיבות: האינפלציה הגבוהה יחסית במחצית השנייה של 2005, שצפויה להשפיע על התאמות מחירים בתחילת 2006, הפיחות

לוח 2

הערכות האינפלציה לשנת 2006

(אחוזים)

היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות	
הממוצע	2	2.0	2.6	
התחום	1-3	2.5 - 1.3		

בשער החליפין של השקל מול הדולר ברביע האחרון של 2005 בד בבד עם עלייתם של מחירי התשומות המיובאות, שפעלו לייקור עלויות הייצור, וכן הצמיחה המהירה של המשק בשנת 2005. לאור כל אלה, וכיוון שרמתה של הריבית הנומינלית נמוכה מהרמה המתיישבת עם יציבות מחירים בטווח הארוך, תידרש העלאה של ריבית בנק ישראל, בעיקר במהלך המחצית הראשונה של השנה. בהמשך השנה, כאמור, תרד האינפלציה לקרבת הגבול העליון של היעד.

סימולציות אלו, בשילוב עם אינדיקטורים נוספים שתוארו לעיל, וביניהם הערכות החזאים ושוק ההון, משמשות את בנק ישראל כבסיס לניתוח ההתפתחויות הצפויות, ויחד עם שיפוט - לקביעת תוואי הריבית הנדרש להשגת היעד. נראה אפוא, כי כל עוד לא יחולו שינויים בלתי צפויים במשתנים השונים, תידרש העלאה של הריבית כדי להשיג את יעד יציבות המחירים בטווח של שנה. מידת הצורך בהעלאת הריבית תיבחן בכל חודש, כמו בעבר.

ב.2. מאזן סיכוני האינפלציה

לפי הערכות האינפלציה דלעיל, הסבירות להחטאת יעד יציבות המחירים במהלך שנת 2006 מלמעלה עולה על הסבירות להחטאתו מלמטה. בהערכות אלו תומכים מספר גורמים עיקריים:

- הצמיחה המהירה של המשק, תוך סגירה של פער התוצר, שצפויה להימשך בשנת 2006; ככל שהפער בין פוטנציאל הצמיחה של המשק לצמיחה בפועל יצטמצם, יגבר הלחץ לעליית מחירים.
- תחילתם של לחצים אינפלציוניים משוק העבודה: בשנת 2005 (עד ספטמבר) עלה השכר הריאלי בכ-3 אחוזים. אם השכר הריאלי יעלה מעבר לגידולו של פריון העבודה, עלות העבודה ליחידת תוצר תגדל, ולכך תהיה השפעה ישירה לעליית המחירים בעתיד.
- עלייה של הביקושים לדירות - בין היתר, על רקע המשך הצמיחה הריאלית, במקביל לצמצום היצע הדירות הפנויות; זו צפויה להביא לעלייה של מחירי הדור, ודרכם - לעליית האינפלציה.
- סיכונים גלובליים כרוכים באפשרות של היפוך המגמה בתנועות ההון למשקים מתעוררים. היפוך כזה צפוי להתבטא גם במימושי השקעות של תושבי חוץ בבורסה המקומית. כמו כן צפוי כי במקרה של התייצבות התשואות הארוכות בארה"ב, המשקיעים המוסדיים, שעד כה נמנעו מלהשקיע בשוק איגרות החוב הארוכות בארה"ב מחשש להפסדי הון, יגבירו את קצב השקעותיהם בחו"ל. התפתחויות אלו צפויות לפעול להגדלת הלחץ לפיחות השקל, ובכך - לעליית המחירים.
- התגברות אי-הוודאות הפוליטית לקראת הבחירות, שמתוכננות למארכ 2006, ולאחר מכן עד לכינונה של ממשלה חדשה; זו עלולה

להביא לאי-וודאות כלכלית ולהתבטא באי-יציבות בשווקים הפיננסיים.

- פגיעה מסוימת בתחום הפיסקלי, על רקע לחצים להגדלת הגירעון, שייתכנו לאחר כינונה של ממשלה חדשה.

לצד הסיכונים האמורים להחטאת יעד יציבות המחירים מלמעלה עדיין קיימת סבירות - אף כי נמוכה, להערכתנו - שהוא יוחטא מלמטה. בהחטאה של היעד מלמטה יתמוך ייסוף חד בשער השקל, שיכול להתפתח עקב גידול משמעותי של יבוא ההון לטווח ארוך או עקב שינויים חדים בשערי החליפין הצולבים דולר-אירו.

בהתאם למיגוון התרחישים האפשריים ימשיך בנק ישראל להעריך באופן שוטף את ההתפתחויות השונות ולהתאים את הריבית במינון הנדרש, להערכתו; זאת במטרה להשיג את יעד יציבות המחירים, שקבעה הממשלה, ולא לסטות ממנו - לא כלפי מעלה ולא כלפי מטה.

לוח נ' 1 האינפלציה השנתית וסטיית התקן של השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, מחירי הדיור ושער החליפין, 1996 עד 2005 (שיעור השינוי במהלך התקופה, אחוזים)

השנה	מדד המחירים לצרכן	ללא פו"י, הלבשה והנעלה	מדד מחירי הדיור	שער החליפין של הדולר	סטיית התקן הבין-חודשית של מדד המחירים לצרכן
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
(נתונים שנתיים)					
1996	10.6	11.2	13.2	5.0	0.4
1997	7.0	7.7	7.5	7.9	0.5
1998	8.6	8.6	8.8	18.2	0.9 ¹
1999	1.3	1.5	-0.9	0.4	0.4
2000	0.0	0.2	-2.4	-2.7	0.5
2001	1.4	1.5	5.2	4.8	0.4
2002	6.5	7.1	8.2	9.8	0.7
2003	-1.9	-2.0	-6.7	-6.4	0.4
2004	1.2	1.2	-2.5	-1.6	0.4
2005	2.4	3.1	5.9	6.8	0.5
(נתוני מחציות שנה)					
2004 א'	1.4	2.0	1.4	2.7	0.5
ב'	-0.2	-0.8	-3.8	-4.2	0.2
2005 א'	0.5	1.1	0.3	6.2	0.4
ב'	1.9	2.0	5.5	0.6	0.5

¹ הסטייה הניכרת של נתון זה מהמגמה הרב-שנתית נובעת מהעלייה החדה של שער החליפין באוקטובר 1998, שהייתה בבחינת זעזוע זמני בלבד. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח נ' 2

שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית

שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים						
סופי תקופה	שיעור הריבית ¹	בישראל		בארה"ב		פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים של ישראל וארה"ב ²
		השינוי	שיעור הריבית	השינוי	פער הריביות בין הבנקים המרכזיים של ישראל וארה"ב	
1998	13.50		4.75		8.75	
1999	11.20	-2.3	5.50	0.75	5.70	-3.05
2000	8.20	-3.0	6.50	1.00	1.70	-4.0
2001	5.80	-2.4	1.75	-4.75	4.05	1.6
2002	9.10	3.30	1.25	-0.5	7.85	6.8
2003	5.20	-3.9	1.00	-0.25	4.20	3.0
2004	4.80	-0.4	1.00	0.00	3.80	3.1
	פברואר	4.50	-0.3	1.00	3.50	3.5
	מארס	4.30	-0.2	1.00	3.30	3.8
	אפריל	4.10	-0.2	1.00	3.10	3.6
	מאי	4.10	0.00	1.00	3.10	3.2
	יוני	4.10	0.00	1.00	3.10	3.0
	יולי	4.10	0.00	1.25	2.85	3.2
	אוגוסט	4.10	0.00	1.50	2.60	3.7
	ספטמבר	4.10	0.00	1.75	2.35	3.8
	אוקטובר	4.10	0.00	1.75	2.35	3.4
	נובמבר	4.10	0.00	2.00	2.10	3.2
	דצמבר	3.90	-0.2	2.25	1.65	2.7
2005	ינואר	3.70	-0.2	2.25	1.45	2.6
	פברואר	3.50	-0.2	2.25	1.25	2.6
	מארס	3.50	0.00	2.50	1.00	2.0
	אפריל	3.50	0.00	2.75	0.75	2.3
	מאי	3.50	0.00	3.00	0.50	2.1
	יוני	3.50	0.00	3.00	0.50	1.9
	יולי	3.50	0.00	3.25	0.25	1.9
	אוגוסט	3.50	0.00	3.50	0.00	1.9
	ספטמבר	3.50	0.00	3.75	-0.25	1.8
	אוקטובר	3.75	0.25	3.75	0.00	1.6
	נובמבר	4.00	0.25	4.00	0.00	1.8
	דצמבר	4.50	0.50	4.25	0.25	1.8

¹ הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית הריבית החודשית עבור החודש המצוין בלוח.

² הפער בין תשואות אג"ח לא-צמודה של ממשלת ישראל ל-10 שנים לבין תשואות אג"ח של ממשלת ארה"ב לאותו טווח.

המקור: עיבודי מחלקת מטבע חוץ והמחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ' 3
הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל,
תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד
(ממוצעים חודשיים, אחוזים)

	התשואה הנומינלית ברוטו על אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים	התשואה הריאלית ברוטו על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים	תשואת המק"ם לשנה	ריבית בנק ישראל			התקופה
				הריאלית ³	האפקטיבית ²	המוצהרת ¹	
2002	10.9	5.7	8.3	7.2	9.6	9.1	דצמבר
2003	7.0	4.1	4.9	4.6	5.4	5.2	דצמבר
2004	7.0	4.0	4.7	4.1	5.0	4.8	ינואר
	7.4	4.1	4.8	3.5	4.7	4.5	פברואר
	7.4	4.2	4.7	3.3	4.5	4.3	מארס
	7.6	4.3	4.8	2.7	4.3	4.1	אפריל
	7.9	4.4	5.2	2.3	4.3	4.1	מאי
	7.8	4.3	5.0	2.5	4.3	4.1	יוני
	7.8	4.3	4.8	2.7	4.3	4.1	יולי
	7.9	4.3	4.8	2.4	4.3	4.1	אוגוסט
	7.7	4.2	4.7	2.3	4.3	4.1	ספטמבר
	7.6	4.2	4.8	2.2	4.3	4.1	אוקטובר
	7.4	4.2	4.7	2.3	4.2	4.1	נובמבר
	7.3	4.1	4.3	2.7	4.1	3.9	דצמבר
2005	6.9	4.0	4.2	2.3	3.9	3.7	ינואר
	6.7	3.8	4.2	1.6	3.7	3.5	פברואר
	6.6	3.7	4.1	1.5	3.7	3.5	מארס
	6.6	3.8	4.1	1.6	3.7	3.5	אפריל
	6.2	3.6	4.0	2.0	3.7	3.5	מאי
	6.2	3.7	4.0	1.8	3.7	3.5	יוני
	6.3	3.6	4.2	1.5	3.6	3.5	יולי
	6.1	3.5	4.2	1.5	3.6	3.5	אוגוסט
	6.0	3.3	4.3	1.1	3.6	3.5	ספטמבר
	6.1	3.3	4.6	1.5	3.9	3.75	אוקטובר
	6.3	3.6	5.0	1.9	4.1	4.0	נובמבר
	6.2	3.7	5.2	2.8	4.6	4.5	דצמבר

¹ הריבית המוצהרת במונחים שנתיים פשוטים (ללא ריבית דריבית).

² הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית. (ראו מבט כלכלי 6).

³ הריבית הריאלית מחושבת על פי הריבית האפקטיבית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון.

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ' 4
הפער בין התשואות על המק"ם
ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל
(אחוזים)

התקופה	הפער בין תשואת המק"ם לשנה לריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח לא צמודה ל-10 שנים לריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח ל-10 שנים לריבית הריאלית של בנק ישראל
2002 דצמבר	-1.7	1.2	-1.5
2003 דצמבר	-0.5	1.7	-0.5
2004 ינואר	-0.3	2.0	-0.1
פברואר	0.2	2.7	0.6
מארס	0.2	2.8	0.9
אפריל	0.6	3.4	1.6
מאי	0.9	3.6	2.1
יוני	0.7	3.5	1.8
יולי	0.6	3.5	1.6
אוגוסט	0.5	3.7	2.0
ספטמבר	0.5	3.4	2.0
אוקטובר	0.5	3.3	2.0
נובמבר	0.4	3.2	1.9
2005 דצמבר	0.2	3.2	1.5
ינואר	0.4	3.1	1.7
פברואר	0.5	3.0	2.2
מארס	0.4	2.9	2.3
אפריל	0.5	2.9	2.1
מאי	0.3	2.6	1.7
יוני	0.3	2.6	1.9
יולי	0.6	2.7	2.2
אוגוסט	0.7	2.6	2.0
ספטמבר	0.7	2.4	2.2
אוקטובר	0.7	2.2	1.8
נובמבר	0.9	2.3	1.7
דצמבר	0.6	1.6	0.9

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ-5 שיעור האינפלציה הצפוי

ממוצע תחזיות ³ האינפלציה ל-12 חודשים	הציפיות משוק ההון				התקופה
	לשנה השלישית ואילך	לשנה השנייה ²	לשנה הראשונה ¹		
1.6	2.5	1.3	0.6	דצמבר	2001
2.0	5.3	3.8	2.2	דצמבר	2002
1.6	3.2	1.7	0.7	דצמבר	2003
1.5	3.3	2.1	0.9	ינואר	2004
1.7	3.5	2.5	1.1	פברואר	
1.7	3.4	2.8	1.2	מארס	
2.1	3.6	3.0	1.6	אפריל	
2.6	3.7	3.1	2.0	מאי	
2.3	3.7	2.6	1.8	יוני	
2.0	3.8	2.2	1.5	יולי	
2.4	3.9	2.6	1.9	אוגוסט	
2.5	3.7	2.3	2.0	ספטמבר	
2.4	3.6	2.5	2.0	אוקטובר	
2.2	3.4	2.0	1.9	נובמבר	
2.0	3.5	1.9	1.4	דצמבר	
2.0	3.3	2.0	1.6	ינואר	2005
2.2	3.1	2.4	2.0	פברואר	
2.1	3.1	2.4	2.2	מארס	
2.1	3.1	2.0	2.0	אפריל	
2.2	3.0	1.9	1.7	מאי	
2.0	2.9	2.2	1.9	יוני	
2.3	2.9	2.3	2.1	יולי	
2.1	2.9	2.4	2.1	אוגוסט	
2.0	2.9	2.6	2.5	ספטמבר	
2.2	3.0	2.5	2.4	אוקטובר	
2.2	2.8	2.5	2.1	נובמבר	
1.9	2.6	2.1	1.7	דצמבר	

¹ הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים.

² מחושב על בסיס תשואות של איגרות חוב מסוג "שחר" ומסוג "גליל" או "שגיא" לטווחים מקבילים.

³ ממוצע פשוט של תחזיות האינפלציה של בנקים מסחריים וחברות ייעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר.
המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.