



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2004

המחצית השנייה

שבט התשס"ה — ינואר 2005

15



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי 3114105015/8

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 2004 מוגש לממשלה¹, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה שקובעת הממשלה, כדי להגביר את השקיפות של המדיניות המקרו-כלכלית. השקיפות של המדיניות הפיסקלית והמוניטרית חשובה להגדלת הוודאות במשק – של פרטים ועסקים, ישראלים וזרים – ותורמת לתפקודם התקין וליציבותם של השווקים ושל המשק בכללותו.

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2004 ב-1.2 אחוזים, בתוך תחום יעד יציבות המחירים שקבעה הממשלה – בין 1 ל-3 אחוזים, משנת 2003 ואילך. כך הצליחה המדיניות המוניטרית שניהל בנק ישראל בשש השנים האחרונות לבסס את ההישג של תהליך הדיסאינפלציה שניהל בעשור הקודם ולשמר את יציבות המחירים, על פי יעדי הממשלה. בשש השנים האחרונות, מאז שנת 1999, שיעור האינפלציה השנתי בישראל הוא, בממוצע, 1.4 אחוזים – בתוך תחום יציבות המחירים. זאת בעוד שתנודתיות האינפלציה בתקופה זו עדיין גבוהה יחסית למדינות אחרות ששוררת בהן יציבות מחירים. לצד התבססותה של יציבות המחירים בישראל נמשכה בתקופה זו היציבות בשווקים הפיננסיים – ובכלל זה בשוק מטבע החוץ. במקביל, במסגרת המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, הופחתה הריבית הנומינלית לטווח קצר בשנתיים האחרונות עד לרמה של 3.5 אחוזים בפברואר 2005, שיעור נמוך במונחים היסטוריים. זאת על רקע תנאי היציבות שהתבטאו, בין היתר, בציפיות לאינפלציה בשיעור המתיישב עם תחום יציבות המחירים, ולעיתים אף עם חלקו התחתון. תהליך זה של הפחתת הריבית השקלית, על רקע תהליך העלאת הריבית בארה"ב, שהחל לאחרונה, הביא לצמצום פער הריביות בין השקל לדולר לפחות מ-1.5 נקודות אחוז בפברואר.

התוצר צמח במשך שנת 2004 בשיעור ניכר של 4.2 אחוזים, בממוצע שנתי, והתוצר העסקי צמח בשיעור של 6 אחוזים – על רקע ההתאוששות הכלכלית בעולם והקלה מסוימת במצב הביטחוני. צמיחה זו לוותה בעליית התעסוקה, בעיקר במגזר העסקי, והדבר השתקף במגמת ירידה מתונה של שיעור האבטלה – משיא של 10.9 אחוזים ברביע השלישי של 2003 ל-10.2 אחוזים ברביע השלישי של 2004, לצד עליות של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה ושל פרוץ העבודה. התפתחויות מבורכות אלו התבססו על מדיניות מקרו-כלכלית שבמרכזה משמעת פיסקלית קפדנית, הנשמרת במסגרת של יעדי תקציב רב-שנתיים, רפורמות מבניות, השקעות בתשתית ויציבות בתחומי המחירים והשווקים הפיננסיים.

המשימות העיקריות העומדות כעת בפני מעצבי המדיניות המקרו-כלכלית הן ביסוס הצמיחה לאורך זמן וטיפול בבעיית העוני והפערים החברתיים. מדיניות זו חייבת להישען על המשך האסטרטגיה הפיסקלית שנועדה להפחית את משקל המגזר הציבורי במשק, תוך הפניית מקורות לפעילות המגזר העסקי, והמשך האסטרטגיה המוניטרית של שימור היציבות. במסגרת זו חשוב ליישם את הרפורמה בשוק ההון, על פי המלצות "צוות בכר", תוך הגברת התחרות בשווקים הפיננסיים, הגדלת מיגוון מקורות המימון והקטנת ניגודי העניינים במערכת הבנקאות. במקביל יש להמשיך ולהאיץ את הרפורמות המבניות שהחלו ולבצע את אלה שתוכננו – בתחומי המגזר הציבורי, שוק העבודה, הנמלים, מערכת החינוך והתשתיות – וכן את תהליך ההפרטה.

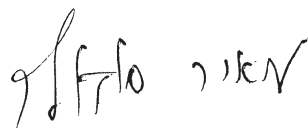
לצד צעדים חשובים אלה יש להקדיש תשומת לב מיוחדת לצמצום העוני והפערים החברתיים. התמודדות אפקטיבית עם בעיות אלה חייבת להישען על מדיניות התומכת בגידול ההשתתפות בכוח העבודה, הגברת ההכשרה המקצועית

¹ מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום, בהתאם לסעיף 35 לחוק בנק ישראל תשי"ד (1954), וזאת לאחר שמאפריל 2004 ועד דצמבר 2004 (כולל) עלו אמצעי התשלום ב-12 החודשים הקודמים לכל אחד מהחודשים בתקופה האמורה בשיעור העולה על 15 אחוזים. התפתחות המצרפים המוניטריים, ובכלל זה אמצעי התשלום נדונה בסעיף II ב.3 ובתיבה 2 של דוח זה.

בקרב השכבות החלשות, שיפור מערכת החינוך ותמיכה ממוקדת בקשישים החלשים ובאוכלוסיות נוספות שאינן מסוגלות להצטרף לשוק העבודה.

הגיעה העת לחוקק לבנק ישראל חוק מודרני, שיציב במפורש את השמירה על יציבות המחירים כמשימה עיקרית של הבנק המרכזי לעומת יעדים אפשריים נוספים. במסגרת חוק כזה יש לעגן את העצמאות התפעולית שבידי הבנק וכן לכונן מועצה מוניטרית, בראשות הנגיד, שתקבל את ההחלטות בתחומי המדיניות והניהול של בנק ישראל. חקיקה כזאת, על פי הסטנדרטים המקובלים בבנקים מרכזיים בעולם, תבטיח את יכולתו של בנק ישראל לעמוד במשימות המוטלות עליו.

דוח האינפלציה הוכן בבנק ישראל במסגרת הפורום המוניטרי הבכיר בראשות הנגיד – הצוות הבין-מחלקתי (הכולל את המשנים לנגיד ואת ראשי המחלקות המוניטרית, המחקר, מטבע חוץ ופעילות המשק במטבע חוץ), אשר במסגרתו מתקבלות החלטות המדיניות המוניטרית.



מאיר סוקולר

ממלא מקום ומשנה לנגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והכוחות העיקריים שהשפיעו על המחירים
10	תיבה 1: מדיסאינפלציה ליציבות מחירים
11	II. המדיניות המוניתרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית
11	א. המדיניות המוניתרית
14	ב. אינדיקטורים המנחים את המדיניות המוניתרית
14	1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה
16	2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון
18	3. מצרפי הכסף, האשראי ותיק הנכסים של הציבור
19	תיבה 2: התפתחות הביקוש לאמצעי התשלום בשנים האחרונות
21	ג. הפעילות הריאלית
24	תיבה 3: השפעת עליית מחירי הנפט על הצמיחה והמחירים בעולם ובישראל
26	ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ
26	1. ההתפתחויות בשער החליפין
29	2. התפתחות פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ
31	תיבה 4: ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים
33	ה. ההתפתחויות בעולם
35	III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הבאות
35	א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה
35	1. התפתחויות צפויות בעולם
36	2. המדיניות הפיסקלית
36	3. הפעילות הריאלית
37	4. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון
38	ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה
38	1. הערכות האינפלציה העתידית
39	2. מאזן סיכוני האינפלציה
41	נספח 1: ההודעות לעיתונות על התכנית המוניתרית, יולי 2004 עד ינואר 2005
48	לוח נ"1: תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2004
49	לוח נ"2: שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית
50	לוח נ"3: הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד
51	לוח נ"4: הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל

תקציר

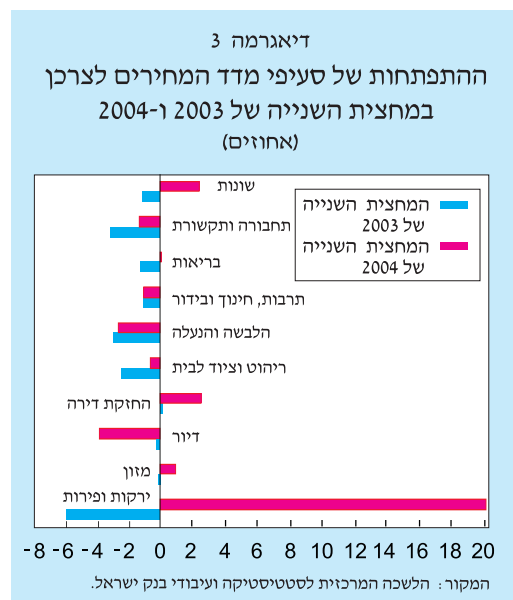
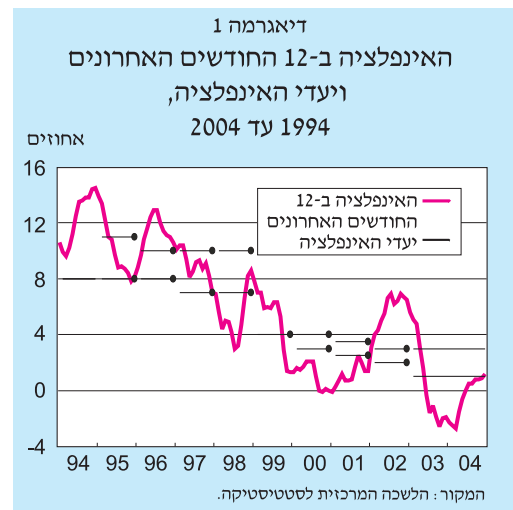
- מדד המחירים לצרכן ירד במחצית השנייה של 2004 ב-0.2 אחוז, וזאת לאחר עלייה של 1.4 אחוזים במחצית הראשונה. השיעור השנתי המצטבר של עליית המחירים הסתכם ב-1.2 אחוזים, בגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, וזאת לאחר ירידה של 1.9 אחוזים ב-2003.
- לאחר שבמחצית הראשונה של השנה המשיך בנק ישראל בתהליך הפחתת הריבית המוניטרית עד לחודש אפריל, הופסק התהליך, ועד נובמבר עמדה הריבית על 4.1 אחוזים. זאת על רקע עליית המחירים ברביע השני של השנה, אינדיקטורים שלפיהם האינפלציה הצפויה נמצאת בתחום יעד יציבות המחירים, וחשש מהשפעת הצטמצמות פער הריביות מול ארה"ב על שוק המט"ח, לנוכח העלאות הריבית שם. עם הצטברות נתונים שהעידו על האטת קצב הצמיחה החל מהרביע השלישי של השנה, על ייסוף הולך וגובר של השקל מול הדולר, על רקע היחלשות הדולר בעולם, ועל ירידת התשואות לטווח הארוך – הגיב בנק ישראל בהפחתות ריבית לחודשים דצמבר, ינואר ופברואר. רמתה של ריבית בנק ישראל בפברואר היא 3.5 אחוזים.
- ברקע להתפתחות המחירים ולמדיניות המוניטרית הייתה המדיניות הפיסקלית האחראית שיושמה השנה, והתבטאה בצמצום ההוצאה הציבורית ובגירעון נמוך משמעותית מאשר אשתקד, ואף נמוך מעט מהיעד שנקבע לשנה זו. ההתאמה בין המדיניות הפיסקלית המצמצמת למדיניות המוניטרית המרחיבה תמכה באמון הציבור במדיניות המקרו-כלכלית, ולכן איפשרה את המשך הורדות הריבית. ברקע ההתפתחויות עמדו הצמיחה העולמית, שהובילה לצמיחה מקומית מואצת והרגיעה הביטחונית-פוליטית שנרשמה במשך השנה. כל אלה יצרו יציבות בשווקים הפיננסיים, אשר נתמכה גם ברפורמות שיושמו בשנים האחרונות, וביניהן הסרת תקרת המק"ם והגמשת רצועת שער החליפין.
- העלייה המתונה של המחירים במשך השנה כולה וירידתם במחצית השנייה הושפעו מתוואי התפתחות של שער החליפין – פחות של השקל לעומת הדולר במחצית הראשונה, שתרגם לעליית המחירים, וייסוף במחצית השנייה, שהוביל לירידתם. כמו כן לא נרשמו לחצי מחירים מצד הפעילות, למרות הצמיחה המשקית המואצת, מפני עודף כושר ייצור במשק. לעומת הכוחות האלה פעלה העלייה במחירי הנפט בעולם לעליית המחירים בישראל.
- במחצית השנייה של השנה נע שער השקל עם תנודתיות נמוכה ובמגמה של התחזקות - ייסוף של 4.2 אחוזים מול הדולר ושל 0.7 אחוז מול סל המטבעות. היציבות היחסית בשוק המט"ח הייתה פועל יוצא של איזון בין הכוחות המשפיעים על שער החליפין: לצד גורמים שפעלו להחלשת השקל, פעלו כמה גורמים מקומיים ועולמיים לחיזוקו.
- ההשפעה של הפחתות הריבית המצטברות במהלך השנתיים האחרונות והרמה הנמוכה של הריבית הריאלית לטווח קצר השוררת כיום במשק, צפויות לפעול לעליית האינפלציה במהלך שנת 2005. מהערכות האינפלציה לשנה הקרובה לפי שוק ההון, מהערכות החזאים ומסקר החברות של בנק ישראל עולה כי האינפלציה צפויה לעלות לתחום שבין 1 ל-2.5 אחוזים. הערכת בנק ישראל היא שעמידה בתחום יעד יציבות המחירים ב-12 החודשים הקרובים תחייב העלאת ריבית מסוימת, שמידתה תלויה, בין היתר, בהתפתחות הריביות בעולם.

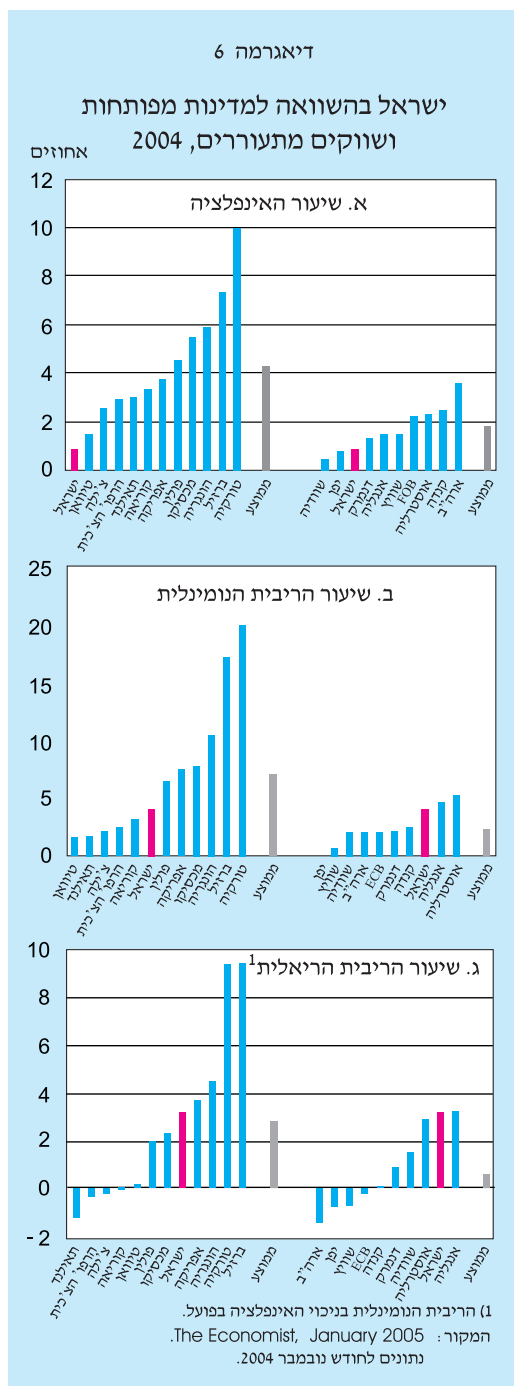
I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והכוחות העיקריים שהשפיעו על המחירים

במחצית השנייה של שנת 2004 ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.2 נקודות אחוז, לאחר עלייה של 1.4 נקודות אחוז במחצית הראשונה של השנה (שעיקרה בחודשים אפריל ומאי). גם התנודתיות הבין-חודשית במדד המחירים הייתה במחצית השנייה של השנה נמוכה (לוח נ' 1) ביחס לשנים קודמות. במשך השנה כולה עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור מתון של 1.2 אחוזים – בגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, 1 עד 3 אחוזים (דיאגרמה 1), וזאת לאחר ירידה של 1.9 נקודות אחוז אשתקד. ירידת חלק ממדדי המחירים החודשיים במשך המחצית השנייה של השנה (דיאגרמה 2) נבעה מירידה של חלק מסעיפי מדד המחירים לצרכן (דיאגרמה 3), ביניהם מדד הדיור, ומעלייה מתונה של הסעיפים האחרים – פרט למדד הפירות והירקות, שעלה בשיעור משמעותי. במשך השנה כולה המדד ללא דיור והמדדים המנוכים מהשפעות עונתיות עלו בשיעור גבוה מזה שעלה מדד המחירים: כך, לדוגמה, המדד ללא דיור עלה ב-2.3 אחוזים, והמדד ללא פירות וירקות, מוצרים מבוקרים והלבשה והנעלה ודיור עלה ב-2.5 אחוזים.

עליית המחירים המתונה במשך השנה כולה הושפעה ממספר גורמים כלכליים עיקריים. ראשית, למרות יציאת המשק מהמיתון, שהחלה במחצית השנייה של שנת 2003 והואצה במחצית הראשונה של השנה הנסקרת, לא נוצרו לחצים לעליות מחירים מכיוון הפעילות הכלכלית, על רקע עודף כושר ייצור שהצטבר במשך שנות המיתון. במקביל, שער החליפין של השקל לעומת הדולר בסוף השנה דמה לזה של סוף 2003, ולכן בסיכום שנתי גם הוא לא התבטא בעליית המחירים השנה אלא רק בתוואי התפתחותם של המחירים במהלכה. כך, במחצית הראשונה של השנה פוחת השקל ביחס לדולר, התפתחות שתורמה באותה עת לעליית מדד המחירים לצרכן, דרך מחירי המוצרים הסחירים ומחירי הדיור. במחצית השנייה יוסף שער השקל לעומת הדולר, בעיקר על רקע היחלשות הדולר בעולם (שינוי בשערי מטבעות צולבים) ולמרות צמצום פער הריביות בין ישראל לארה"ב, ופעל לירידת מדדי המחירים – בפרט ברביע האחרון של השנה. לעומת זאת לעליית מדד המחירים לצרכן תרמו מחירי התשומות המיובאות מחו"ל, שעלו השנה בעיקר בגלל העלייה הניכרת במחירי הנפט בעולם, מ-32 דולרים לחבית בסוף 2003 לרמת שיא של כ-56 דולרים במהלך המחצית השנייה (דיאגרמה 4 ותיבה 3).

בניגוד לכוחות שמיתנו את קצב עליית המחירים, בפרט במחצית השנייה של השנה, פעלה המדיניות המוניטרית שניהל בנק ישראל להרחבה: מדיניות זו התבטאה בהורדת הריבית המוניטרית החל מראשית שנת 2003 ועד אפריל השנה ב-5 נקודות אחוז. הישירותה במשך שמונה





מחירי הנפט עלו השנה עלייה משמעותית והגיעו לשיא בסוף חודש אוקטובר.



במהלך שש השנים האחרונות היו הציפיות לאינפלציה במשך חודשים רבים גבוהות מהאינפלציה שהתממשה בדיעבד.

חודשים על רמה של 4.1 אחוזים עד לחודש דצמבר (שבו היא הורדה ל-3.9 אחוזים) הביאה לירידת הריבית הריאלית הצפויה קצרת הטווח לרמה הנמוכה ביותר זה מספר שנים – כ-2.6 אחוזים במוצע השנה (לעומת כ-5.1 אחוזים בשנת 2003).

תיבה 1 : מדיסאינפלציה ליציבות מחירים

בחינה ארוכת טווח של האינפלציה בישראל מעלה כי משנת 1999 ואילך השתררה בישראל אינפלציה נמוכה (להוציא את שנת 2002), לאחר תהליך דיסאינפלציה שהתנהל במשך שנות התשעים. שנת 2004 מתווספת לשנים אלה של אינפלציה נמוכה. ברוב השנים האחרונות היה שיעור האינפלציה נמוך מהגבול התחתון של יעד האינפלציה.

מספר גורמים הקשו על השגה מדויקת של היעד :

גורם ראשון ומרכזי הוא הקושי להעריך את התפתחות תוואי שער השקל לעומת הדולר - משתנה כלכלי דומיננטי בהשפעתו על המחירים בישראל, בפרט על רקע משקלו הגדול של סעיף הדיוור, המוצמד ברובו לדולר. גם השנה גורם זה הוביל לעליית מחירים נמוכה מזו שנחזתה. כך, בסוף המחצית הראשונה של השנה העריכו רוב החזאים כי הפיחות של השקל לעומת הדולר יימשך במחצית השנייה של השנה, ואילו בפועל נוצר במחצית זו ייסוף של כ-4 אחוזים ביחס לדולר, על רקע היחלשות הדולר בעולם, שהוביל לירידת מדד המחירים לצרכן במחצית השנייה של השנה. בחינת מדד המחירים לצרכן ללא דיוור, המאפשרת לבדוד את השפעת חלק גדול מההצמדות לדולר על התפתחות המחירים, מראה כי השנה הוא עלה ב-2.3 אחוזים. מעבר לכך, במשק הישראלי, שהוא משק קטן ופתוח, גם המדיניות המוניטרית משפיעה על התפתחות שער החליפין, ודרכה על המחירים, ואי ודאות אופפת את המהירות והעוצמה של תמסורת זו.

גורם שני שהקשה על השגת יעדי האינפלציה היה התנודתיות הבין-חודשית הגבוהה יחסית של מדדי המחירים בשנים האחרונות (לוח נ-1), בשיעור גבוה יותר מאשר במדינות מפותחות. זו יצרה אי ודאות מסוימת לגבי סביבת האינפלציה שהמשק מצוי בה, ולעיתים קשה להעריך אם עלייה גבוהה של המדד בחודש או חודשיים מסוימים משקפת עלייה חד-פעמית של המחירים או האצה בקצב האינפלציה.

לצד הגורמים האמורים שהקשו על השגת יעד האינפלציה פעלה המדיניות המוניטרית : כדי לשמור על סביבת אינפלציה נמוכה, נדרש בנק ישראל בחלק מהשנים לחזק את אמון הציבור במדיניות הכלכלית ובמחויבותו להשגת יציבות מחירים. הדבר חייב העלאת ריבית ולאחר מכן שמירה על ריבית גבוהה מזו הנדרשת בתקופות של יציבות. כך היה בסוף 1998, לאחר המשבר הפיננסי בעולם, שהיה חשש כי יתגלגל לישראל, ובתחילת שנת 2002, לאחר שריבית בנק ישראל הורדה ב-2 נקודות אחוז, והמדיניות הפיסקלית לא נקטה את הריסון שנדרש כדי להתאים למדיניות המוניטרית המרחיבה. לאחר שני אירועים אלה, שבהם הועלתה ריבית בנק ישראל בשיעורים חדים, יושמה מדיניות מוניטרית זהירה, של הורדה הדרגתית, עד להתחדשות האמינות, אשר אפשרה לבנק ישראל להגיב במהירות על ירידת סביבת האינפלציה. תגובה מהירה כזאת נרשמה בסוף שנת 2004. משהתברר כי המחירים במשק עולים בשיעור מתון מאוד, ועל רקע ההתאמה בין המדיניות המוניטרית והפיסקלית, שהגבירה את אמון הציבור במחויבות קובעי המדיניות ליעדים המקרו-כלכליים, חזר בנק ישראל והוריד את הריביות, אף שהציפיות בשווקים הפיננסיים היו כי הוא יעלה את הריבית בהמשך השנה, ואף שהציפיות לאינפלציה היו במרכז תחום יציבות מחירים.

בשנים האחרונות האינפלציה לא הייתה נמוכה רק מהיעד אלא גם מציפיות האינפלציה של הציבור הנגזרות משוק ההון (דיאגרמה 5). במוצע בכל השנים האמורות היו הציפיות לאינפלציה משוק ההון ברמה של כ-3 אחוזים, ואילו האינפלציה בפועל באותה תקופה הייתה במוצע כ-1.7 אחוזים (תוך תנודות גדולות בין השנים). אולם בשנתיים האחרונות הציפיות לאינפלציה היו יציבות יחסית ובתחום יעד האינפלציה (והושפעו פחות משיעור עליית המחירים בשנה הקודמת). נראה אפוא שבשנתיים אלה הציבור האמין כי המדיניות המוניטרית תביא לחזרת האינפלציה אל תחום יעד יציבות מחירים, כפי שאכן היה השנה.

נקודת ייחוס נוספת לרמת האינפלציה בישראל ניתן לראות בהשוואה של המשק הישראלי למדינות מפותחות ומתעוררות בעולם. השוואה זו מראה כי בשנים האחרונות התקרבה האינפלציה לרמות השוררות במדינות המפותחות (דיאגרמה 6א'). ירידת האינפלציה בישראל הושגה לצד ירידת הריבית הנומינלית והריאלית, תוך התכנסותן לרמות הדומות לאלה השוררות בעולם. הריבית הריאלית לטווח קצר בדיעבד, שהיא ריבית הבנק המרכזי בניכוי האינפלציה ששררה בפועל, הייתה השנה בישראל ברמה של 3.2 אחוזים, גבוהה מהריבית במדינות המפותחות (0.6 אחוז בממוצע) ודומה לזו ששררה בממוצע בשווקים מתעוררים (2.8 אחוזים, דיאגרמה 6ג'). אולם הפער האמור בין הריבית הריאלית בישראל לריבית הבנקים המרכזיים במדינות המפותחות הצטמצם מאוד ב-2004 בהשוואה ל-2003 – 2 נקודות אחוז לעומת 6 נקודות, בהתאמה.

II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית

א. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2004 המשיכה לפעול להשגת יציבות מחירים על רקע מחויבות גוברת של הממשלה ליעדי התקציב ועל רקע היציבות בשווקים הפיננסיים. זאת במסגרת יעד יציבות המחירים לשנים 2003 ואילך, שהוגדר בהחלטת הממשלה מאוגוסט 2000 כאינפלציה בטווח של 1 עד 3 אחוזים. על רקע זה ועל אף ציפיות של גורמים שונים¹ להעלאת הריבית ברביע האחרון של השנה, ציפיות אשר התבססו על ציפיות לאינפלציה גבוהה מזו שהתרחשה, הפחית בנק ישראל את הריבית המוניטרית ברציפות מראשית שנת 2003 עד אפריל 2004 בשיעור מצטבר של 5 נקודות אחוז, ל-4.1 אחוזים – רמה שנשמרה בעינה עד נובמבר. בהתאם לכך החל קצב האינפלציה השנתי לעלות במהלך הרביע השני של השנה אל תחום יעד האינפלציה, לאחר חריגתו מהגבול התחתון של היעד בשנת 2003. עם הצטברות אינדיקטורים להמשך היציבות בשווקים הפיננסיים ומשהתברר כי עליות המחירים בחודשים אפריל ומאי לא התגלגלו לאינפלציה מתמשכת והתפתחות המחירים בחודשים הבאים הייתה אף נמוכה מהצפוי – הפחית בנק ישראל את הריבית לחודש דצמבר ב-0.2 נקודות אחוז, ל-3.9 אחוזים. זאת, בין השאר, על רקע ההערכה כי בשנה ובשנתיים הבאות יהיה ניתן להשיג את יעד האינפלציה בריבית נומינלית נמוכה יותר בלי לערער את היציבות היחסית שהושגה בשווקים הפיננסיים.

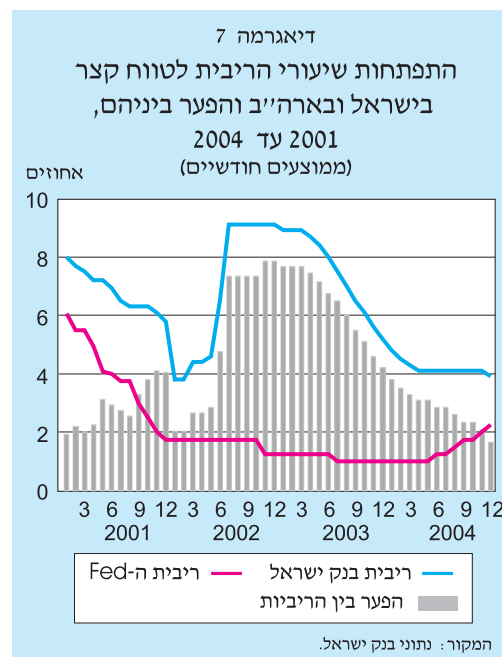
מבחינת התפתחות המחירים בשנים הקלנדריות האחרונות, סתה האינפלציה מיעדה, בעיקר על רקע שינויים לא צפויים בסביבה הכלכלית, והתנודתיות בשינויי המחירים הייתה גבוהה. לעומת זאת הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ואלו של החזאים הפרטיים נשארו

¹ שוק ההון, החזאים הפרטיים וסימולציות שנערכו בבנק ישראל.

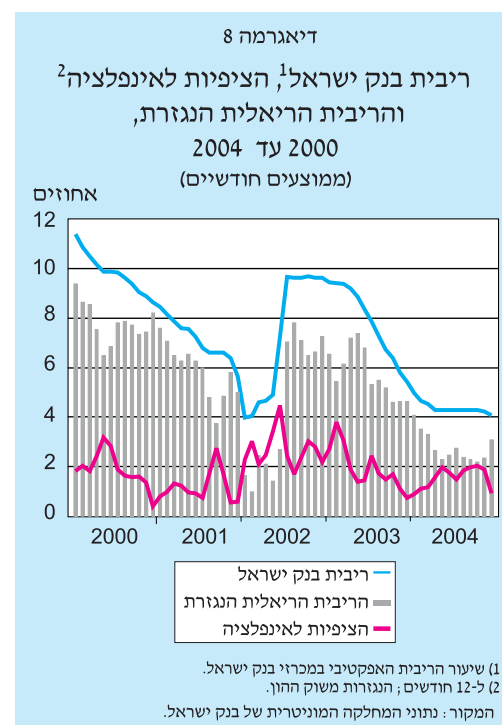
בתקופה זו יציבות יחסית - התפתחות שבלטה במיוחד בשנת 2004. יציבותה של האינפלציה הצפויה במרכז תחום יעד האינפלציה על אף תנודתיות המחירים בפועל, מעידה כי הציבור מאמין בחתירתה של המדיניות המוניטרית להשגת יעד האינפלציה על פני זמן, ולא דווקא במונחים של שנים קלנדריות. יציבות האינפלציה בתחום היעד לאורך זמן תתאפשר גם בזכותה של היציבות בשווקים הפיננסיים.

בנק ישראל המשיך בשנת 2004 בתהליך הפחתת הריבית המוניטרית, ובכלל זה אי שינוי של הריבית לחודשים מאי עד נובמבר, על אף ציפיות להעלאת הריבית בארץ ובעולם והעלאתה של הריבית בארה"ב מיוני השנה. החל מהרביע השני של השנה הצביעו האינדיקטורים השונים על התייצבות האינפלציה הצפויה ברמה גבוהה מזו ששררה בתחילת השנה, סמוך למרכז תחום יעד האינפלציה, ועל יציבות השווקים הפיננסיים. עם זאת גבר החשש להמשך הצטמצמות של פער הריביות לעומת ארה"ב, בשל ציפיות להעלאת הריבית שם, פער שהיה עלול ללחוץ לפיחות חד ולאינפלציה (דיאגרמה 7). חרף חשש זה ולמרות עליות מחירים חדות יחסית בתחילת הרביע השני לא נדרשה העלאתה של הריבית, וזאת הודות ליציבות. גם ההערכות, הן משוק ההון והן של החזאים הפרטיים, בדבר העלאתה של הריבית בעתיד נדחו מחודש לחודש. כל עוד לא התבררה מידת התמדתה של היציבות, לא היה ניתן להמשיך ולהפחית את הריבית; זאת במיוחד על רקע התפתחויות שיכלו ללחוץ לעליית מחירים - התגברות החשש לפיחות חד בשל הצפי להמשך צמצום פער הריביות, הממשלה, שאמנם התפתח בתוואי המתיישב עם היעד, אך בהתחשב בצמיחה המהירה היעד היה גבוה מדי. לקראת דצמבר ניתן היה לשוב ולהפחית את הריבית; זאת עקב הצטברות אינדיקטורים שהצביעו על ירידת קצב הצמיחה החל מהרביע השלישי של השנה, על המשך ייסוף הולך וגובר של השקל מול הדולר על רקע היחלשות הדולר בעולם, על גירעון תקציבי המתכנס מתחת ליעדו ועל התחזקות היציבות בשוק ההון תוך ירידת התשואות לטווח הארוך.

השילוב של הפחתות הריבית המוניטרית המצטברות והתייצבות האינפלציה הצפויה במרכז תחום היעד הביא לירידת הריבית הריאלית הצפויה לשיעור נמוך ויציב של 2-2.5 אחוזים (דיאגרמה 8). יציבות זו היא תוצאה של מדיניות מוניטרית ארוכת-טווח הפועלת במסגרת יעד אינפלציה רב-שנתי, בד בבד עם מדיניות פיסקלית המגלה מחויבות גוברת לצמצום הגירעון התקציבי של הממשלה. מדיניות מקרו-כלכלית משולבת זו היא רקע חיוני לצמיחה בת-קיימא תוך יציבות מחירים, וזאת בסביבה של ריביות ריאליות נמוכות הן לטווח הקצר והן לטווח הארוך. ירידת חלקו של החוב הממשלתי בתוצר והתקרבותו לשיעורים



במהלך התקופה הנסקרת הוסיף להצטמצם פער הריביות בין השקל לדולר מ-2.85 ל-1.65 נקודות אחוז בסוף השנה; זאת בעיקר עקב המשך העלאות הריבית בארה"ב.



הריבית הריאלית הנגזרת הצפויה על מקורות בנק ישראל התייצבה במהלך המחצית הנסקרת, ומחודש אפריל עמדה על 2.5 אחוזים בממוצע. זאת לאחר ירידה מסביבת ריביות ריאליות גבוהה של כ-7 אחוזים ששררה בסוף 2002, וכ-5 אחוזים בסוף 2003. תהליך זה נבע מהמשך הפחתת הריבית המוניטרית ובמקביל לירידה מתונה יותר של הציפיות לאינפלציה.

המקובלים במדינות מפותחות תתמוך בסביבה של מערכת הריביות הנמוכה, אף כי זו תלויה גם בריביות בעולם ובקצב הצמיחה.

במהלך השנה האחרונה פעלה המדיניות הפיסקלית להמשך צמצום הוצאותיה של הממשלה תוך חתירה לעמידה ביעד הגירעון, בד בבד עם הפחתות של המסים. מגמת הירידה המתונה של התשואות הנומינליות לטווחים הארוכים בשוק איגרות החוב הממשלתיות מעידה שמחויבות הממשלה למשמעת תקציבית נתפסה בציבור כאמינה יותר מאשר בעבר, וזאת גם הודות למחויבות שהפגינה בקידום ויישום של רפורמות חשובות. ירדו גם התשואות הריאליות על איגרות החוב הממשלתיות הצמודות, במיוחד בטווחים הקצרים – ביטוי להרפיית הריסון המוניטרי. כל אלה הושפעו מירידת פרמיית הסיכון של מדינת ישראל, במקביל למגמה שאפיינה משקים מתעוררים, שיפור שנבע, ככל הנראה, גם מהתגברות חוסנו הפיננסי של המשק להערכת המשקיעים המקומיים והזרים.

מגמת הצמיחה של המשק, שהחלה במחצית השנייה של 2003 נבעה מגידול הצריכה הפרטית המקומית ומהתרחבות של ענפי היצוא השונים. מגמת הצמיחה תרמה לאווירה של אופטימיות בשווקים ופעלה לעלייה של קצב האינפלציה ברביע השני של השנה, בד בבד עם מגמת פחות בשער החליפין של השקל מול הדולר. ואולם במחצית השנייה של השנה, עם הצטברות הנתונים שהעידו על התמתנות שיעור הצמיחה בארץ ובעולם, נרשמה ירידה איטית של התשואות לטווח הארוך, שער החליפין יוסף בשיעור הולך וגובר - וכתוצאה מכך התמתנה גם עליית קצב האינפלציה. להתפתחות המחירים הממותנת תרם גם פער התוצר המעיד כי על אף התרחבותה של הפעילות הכלכלית לאחר שנים של מיתון מתמשך, פוטנציאל הצמיחה של המשק טרם מוצה, ולכן לא פעלו כוחות ללחצים אינפלציוניים מכיוון זה.

התפתחות המחירים הממותנת במהלך התקופה הנסקרת הושפעה, בין היתר, ממגמת הייסוף בשער החליפין של השקל מול הדולר, שהלכה וגברה ברביע האחרון של השנה. זאת על רקע המגמה של היחלשות הדולר בעולם, ועל אף הצטמצמות פער הריביות וציפיות להמשכה. התפתחות זו לוותה ביציבות בשוק מטבע החוץ, המתנהל על פי כוחות השוק. זו בלטה במיוחד על רקע פתיחותו המוחלטת של המשק הישראלי כיום לסחר ולתנועות הון, מצב החושף אותו להשפעת ההתפתחויות בעולם. כך, עד הרביע השלישי של השנה, ירדה סטיית התקן מאופציות של בנק ישראל והגיעה לשיעורים הנמוכים ביותר בשנים האחרונות; במקביל פחתה, להערכת המשקיעים, ההסתברות לשינויים חדים של שער החליפין, כפי שעולה מהמסחר באופציות בבורסה. כל אלו העידו על רמה נמוכה יחסית של אי-וודאות בשוק המט"ח, הן בפועל והן הצפויה לעתיד הקרוב. בחודשים נובמבר ודצמבר שבו ועלו האינדיקטורים האמורים, אמנם לשיעורים נמוכים מאלה ששררו בתחילת השנה.

תרומה נוספת ליציבות השווקים היא יישומן וקידומן, במהלך השנה, של רפורמות חשובות שמטרתן ארוכת-הטווח היא לפתח ולהעמיק את השווקים הפיננסיים. תהליך מיסחור החוב הממשלתי החל השנה גם בקרנות הפנסיה החדשות, במקביל להמשך התהליך לגבי התכניות לביטוח חיים. מלבד זאת פורסמו בנובמבר המלצות ועדת בכר לשינוי המבנה המוסדי של המערכת הפיננסית, ובעיקרן מכירת קופות הגמל וקרנות הנאמנות שבבעלות הבנקים לגופים חוץ-בנקאיים. המשך היישום של כל השינויים האלה חיוני כתנאי רקע לביסוס יציבותם של השווקים ולחיזוק חוסנם בפני זעזועים.

ב. אינדיקטורים המנחים את המדיניות המוניטרית

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים ומטבע החוץ, וכן מנתח נתונים מקרו-כלכליים על האינפלציה והפעילות הריאלית. בניתוח המידע הוא נעזר במודלים אקונומטריים לניתוח האינפלציה. מעקב אחר מכלול אינדיקטורים אלה מאפשר לבנק לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את מינון הריבית המתאים, להערכתו, להשגת יעד האינפלציה לשנה-שנתיים הקרובות תוך שמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים.

מאפריל ועד נובמבר נשמרה הריבית המוניטרית ברמה קבועה של 4.1 אחוזים, ובדצמבר היא הופחתה ל-3.9 אחוזים. מדיניות זו התאפשרה לנוכח התפתחותם של אינדיקטורים שונים, שהצביעו על התייצבותה של האינפלציה הצפויה סמוך למרכז תחום יעדה, ולנוכח הרגיעה בשווקים, שהייתה צפויה להימשך.

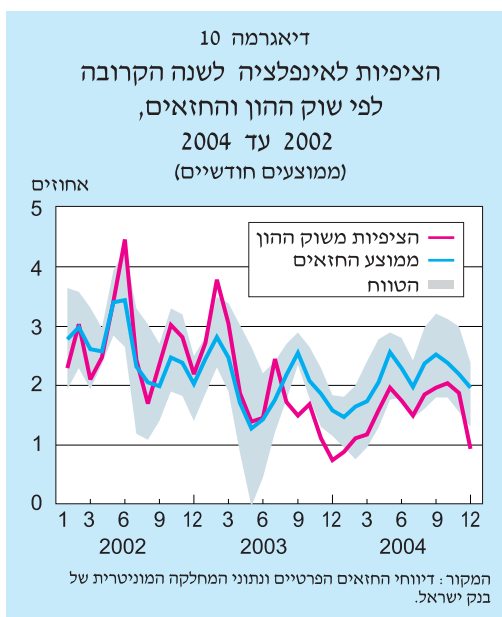
ב.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה² התבססו במהלך המחצית הנסקרת במרכז תחום היעד, תוך ירידה לקראת סוף השנה, והתנודות בהן פחתו במידה ניכרת, על אף תנודתיות האינפלציה בפועל. מחודש אפריל, במקביל לריבית מוניטרית שנתורה קבועה עד נובמבר והופחתה לדצמבר, נעו הציפיות בתחום צר יחסית, בין 1.5 אחוזים ל-2 אחוזים, וזאת לאחר עלייה מתונה מהגבול התחתון של תחום יעד היציבות, שהחלה בראשית השנה (דיאגרמה 9). תקופה זו, שבה הציפיות לאינפלציה נעות בתחום צר וסמוך למרכז היעד, היא הארוכה ביותר מאז קבעה הממשלה תחום של יעד אינפלציה לטווח ארוך, באוגוסט 2000. התייצבות האינפלציה הצפויה

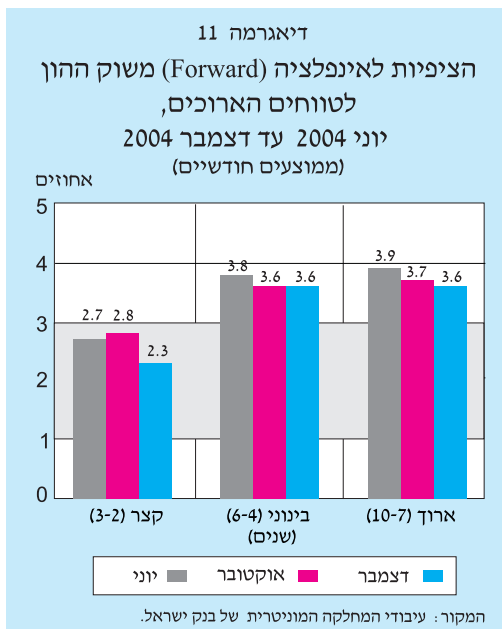


מאפריל ועד נובמבר נעו הציפיות לאינפלציה בתחום צר יחסית שבין 1.5 ל-2 אחוזים, וזאת לאחר עלייה מתונה מהגבול התחתון של תחום יעד היציבות, שהחלה בראשית השנה. בחודש דצמבר ירדו הציפיות לסביבת הגבול התחתון של יעד יציבות המחירים.

² ציפיות הנמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא-צמודים (מק"ם) לבין איגרות חוב צמודות למדד ("גליל").



במהלך המחצית השנייה של 2004 התייצבו הערכות החזאים הפרטיים סמוך למרכז יעד יציבות המחירים, תוך ירידה מתונה לקראת סוף השנה, בתחום גבוה יותר מאשר הציפיות משוק ההון – 2 עד 2.5 אחוזים. הפער בין תחזית האינפלציה הגבוהה ביותר לתחזית הנמוכה ביותר היה גדול יחסית, ולקראת סוף השנה, עם ירידת ממוצע התחזיות, הוא הצטמצם.



הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים (2-10 שנים) עלו במהלך הרביע השלישי של השנה ובמהלך הרביע הרביעי ירדו הציפיות לכל הטווחים לרמה נמוכה מזו ששררה בתחילת המחצית. בסוף השנה עמדו הציפיות לטווח הקצר (2-3 שנים) על 2.3 אחוזים ולטווחים של 4 שנים ואילך – על 3.6 אחוזים, בממוצע.

התורמת ליציבות האינפלציה בפועל היא המשך התהליך הרצוי שאליו חותרת המדיניות המוניטרית – אינפלציה נמוכה בגבולות היעד שתתמיד לאורך זמן, כמקובל בעולם. ירידת הציפיות לאינפלציה בחודש דצמבר לאחר הפחתת הריבית מעידה על הערכת הציבור כי על אף פער הריביות הנמוך, סביבת האינפלציה ירדה.

גם **הערכות החזאים³ לגבי האינפלציה הצפויה לשנה** התייצבו במהלך המחצית הנסקרת סמוך למרכז יעד היציבות, תוך ירידה מתונה לקראת סוף השנה, אמנם בתחום גבוה יותר מאשר הציפיות משוק ההון – 2 אחוזים עד 2.5 אחוזים (דיאגרמה 10). לפי הערכותיהם, עליית האינפלציה הצפויה לשנה, שנרשמה מאז תחילת השנה, פסקה אף היא ברביע השני, התפתחות שלווה בהערכות להמשך יציבותה של ריבית בנק ישראל בחודשים הבאים. אמנם הערכות אלו לוו בתחזיות להעלאת הריבית לקראת סוף השנה ולהמשך העלאתה במהלך 2005 עד לשיעור מצטבר של כנקודת אחוז – אך המועד החזוי של ההעלאה נדחה מחודש לחודש כמה פעמים. במהלך המחצית הנסקרת הפער בין תחזית האינפלציה הגבוהה ביותר לתחזית הנמוכה ביותר היה גדול יחסית, ולקראת סוף השנה, עם ירידת ממוצע התחזיות, הוא הצטמצם.

התפתחות האינפלציה הצפויה הן משוק ההון והן על ידי החזאים הפרטיים ברמה יציבה וסמוך למרכז תחום היעד בלטה במיוחד על רקע תנודתיות האינפלציה בפועל, דבר שעשוי ללמד כי הציבור מושפע פחות מהאינפלציה בעבר ומאמין כי קובעי המדיניות יפעלו להשגת התכנסותה של האינפלציה ליעד.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים⁴, המכילות פרמיית סיכון אינפלציונית⁵, עלו במהלך הרביע השלישי של השנה, והחריגה מהגבול העליון של הציפיות גדלה, במיוחד בטווחים הארוכים ביותר, כך ששיפועו החיובי של עקום הציפיות לאינפלציה נעשה תלול יותר. על רקע תקופה של יציבות יחסית, נראה כי חריגה זו אינה משמעותית ונובעת ברובה מפרמיה בגין סיכון האינפלציה. ברביע הרביעי ניכר תהליך ירידה של הציפיות לכל הטווחים לרמה נמוכה מזו ששררה בתחילת המחצית – כך שבטווח הקצר הן עמדו בסוף השנה על 2.3 אחוזים ומ-4 שנים ואילך – על 3.6 אחוזים, בממוצע (דיאגרמה 11).

המודלים האקונומטריים שפותחו בבנק מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ולקביעת תוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. המודלים,

³ מידגם של שבעה חזאים מהמגזר הפיננסי, רובם ממערכת הבנקאות.

⁴ ציפיות הנמדדות על פי הפרשי התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות ("שחרי") לבין איגרות חוב צמודות למדד ("גליל").

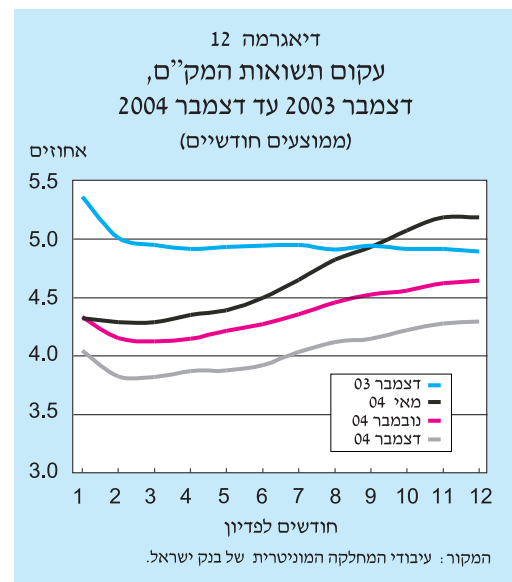
⁵ פרמיה שהמשקיעים דורשים על נכסים לא-צמודים למדד בגין סיכון האינפלציה, מעבר לפיצוי על האינפלציה שהם צופים ומעבר לפיצוי על סיכונים אחרים. פרמיית הסיכון עולה ככל שעולה טווח הציפיות.

שהם כלי מקובל כמעט בכל הבנקים המרכזיים בעולם לניתוח כלכלי ולחיזוי התפתחויות, משמשים את קובעי המדיניות לבחינת תחזיות שונות, המותנות בהנחות חלופיות לגבי המשתנים השונים. תוצאות המודלים לא תמיד מדויקות, משום שהם אינם יכולים להתמודד עם מצבים של שינויים משמעותיים ולא צפויים בסביבה הכלכלית. על כן ההחלטות על הריבית מתקבלות על סמך כלי ניתוח נוספים והערכה שיפוטית של כל האינדיקטורים. בתחילת השנה הראו המודלים כי הריבית באותה עת מתאימה לזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה בטווח של שנה-שנתיים. בהמשך הראו המודלים שהריבית נמוכה מזו הנדרשת, והצביעו על אפשרות להעלאתה כדי למנוע את עליית האינפלציה מעבר ליעד. ייתכן שהפער בין תוואי הריבית הנגזר מהמודלים לבין התוואי שנדרש בפועל נבע מהתגברות האמינות שהציבור מייחס למדיניות - גורם שלא נתפס במודל אשר נאמד בתקופה שבה האמינות הייתה נמוכה יותר.

ב.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

במהלך התקופה הנסקרת ניכרה יציבות יחסית בשוקי המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות, תוך ירידה מתונה של התשואות החל מחודש יוני; זאת לאחר מגמה של עליית תשואות עד חודש מאי במקביל לעליית התשואות של איגרות החוב בארה"ב. הגורמים המקומיים שפעלו לביסוס היציבות בשווקים היו מדיניות ההפחתה ההדרגתית של הריבית המוניטרית והתבססות האמינות של המדיניות הפיסקלית בעיני הציבור, לנוכח הנחישות שהממשלה הוסיפה לגלות בחתירתה לצמצום הגירעון בתקציבה. כמו כן הוסיפה הממשלה לפעול לקידום וביצוע של רפורמות מבניות המהוות תשתית לחוסנו של שוק ההון. ליציבות השווקים תרם גם המעבר ההדרגתי מניהול המדיניות המוניטרית באמצעות פיקדונות הבנקים לניהולה באמצעות מכשירי שוק – המק"ם והריפו.

מגמת הירידה **בעקום תשואות המק"ם**, שהחלה בראשית 2003, התהפכה ברביע השני של שנת 2004. זאת עם הפסקת תהליך הפחתת הריבית המוניטרית ועקב ציפיות להעלאת הריבית על ידי בנק ישראל, במקביל לציפיות להעלאתה בארה"ב. מחודש יוני שבו התשואות לרדת, אמנם בשיעורים מתונים יותר ובעיקר בטווחים הארוכים, וסביבת העקום הנמוכה הלכה והתבססה ברמת תשואות של 4.3 אחוזים בטווח הקצר ו-4.6 אחוזים בטווח של שנה (דיאגרמה 12). בהמשך, עם הפחתת הריבית המוניטרית לחודש דצמבר, ירד העקום לכל אורכו בכ-0.3 נקודת אחוז, והשיפוע שלו נותר חיובי. בתוך כך הגיעה רמתו של העקום לסביבה הנמוכה ביותר, שנרשמה בינואר 2002. שיפועו החיובי של העקום, בהשוואה לתחילת השנה, ביטא ציפיות להעלאה מתונה



מחודש יוני 2004 ירדו תשואות המק"ם, בעיקר בטווחים הארוכים, ושיפוע העקום נעשה חיובי בהשוואה לתחילת השנה. סביבת העקום הנמוכה הלכה והתבססה ברמת תשואות של 4.3 אחוזים בטווח הקצר ו-4.6 אחוזים בטווח של שנה. בהמשך, עם הפחתת הריבית המוניטרית לחודש דצמבר, ירד העקום לכל אורכו בכ-0.3 נקודת אחוז. בתוך כך הגיעה רמתו של העקום לסביבה הנמוכה ביותר שנרשמה בינואר 2002.

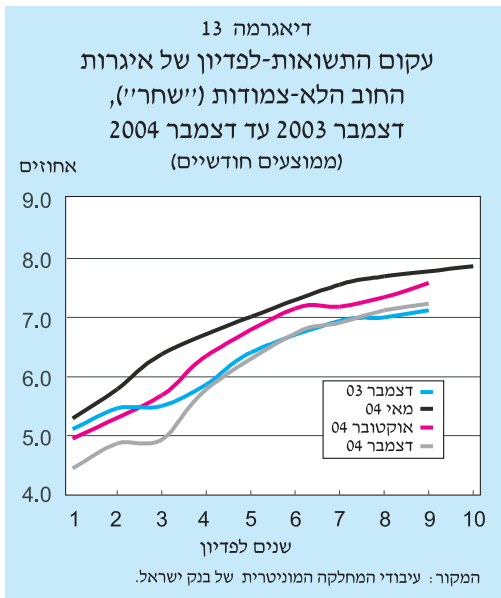
של הריבית על ידי בנק ישראל במהלך השנה הקרובה, שנדחו מחודש לחודש. זאת מעבר לפרמיית סיכון, המפצה על אי-ודאות עתידית ובמקביל לציפיות להעלאת הריבית בארה"ב.

עליית התשואות של איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר") בחודשים הראשונים של השנה נפסקה במאי, ובמקביל לאי שינויה של הריבית המוניטרית - בלטה הירידה ההדרגתית שלהן (דיאגרמה 13). בחודשים נובמבר ודצמבר הוסיפו התשואות לרדת, התפתחות שלווה בירידת הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים. התפתחות העקום במהלך המחצית הושפעה גם מירידת התשואות לטווח הארוך בארה"ב, על אף תהליך של העלאת הריבית על ידי ה-Fed. כמו כן אפשר שהתפתחות זו ביטאה התגברות של אמון הציבור במדיניות הפיסקלית; זו פעלה להפחתת הגירעון, והוא הצטמצם ביחס לשנה הקודמת והתפתח אף מתחת לתוואי המתיישב עם היעד השנתי. במהלך המחצית הנסקרת הלכה אפוא והתבססה סביבת העקום הנמוכה יחסית, תוך ירידת תשואות מתונה והתללה, ובסוף המחצית היא הגיעה ל-4.4 אחוזים בטווח הקצר ול-7.2 אחוזים בטווח הארוך ביותר.

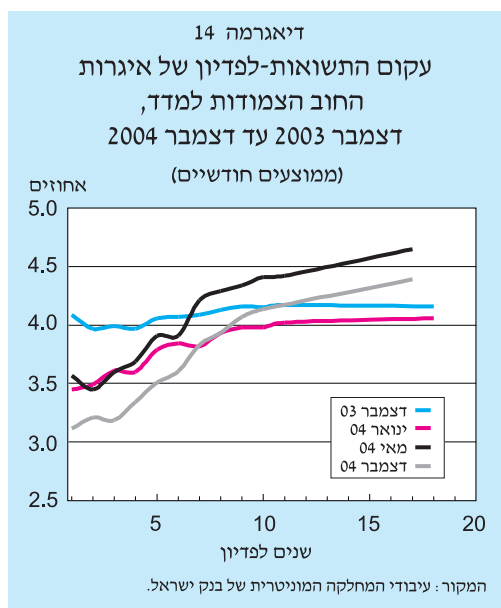
התפתחות התשואות הריאליות לאורכו של עקום איגרות החוב הצמודות ("גליל") השנה לא הייתה אחידה: התשואות לטווחים הקצרים ירדו, והתשואות לטווחים הארוכים עלו, כך ששיפוע העקום הפך משטוח לחלוטין לחיובי (דיאגרמה 14) - ביטוי להרפיית הריסון המוניטרי על ידי בנק ישראל והתאוששות בפעילות הריאלית. ירידת התשואות מהרמה הגבוהה של מאי במהלך המחצית הנסקרת הייתה גדולה יותר ככל שהטווח לפדיון היה קצר יותר, ולפיכך הלך והתליל שיפועו החיובי של העקום. הפער בין התשואה בטווח הקצר לתשואה בטווח הארוך הוא הגדול ביותר בשנים האחרונות, ורמות התשואות הן הנמוכות ביותר - כ-3 אחוזים ו-4.4 אחוזים, בהתאמה.

הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל (הנגזרת משוק ההון)⁶ התייצבה במהלך המחצית הנסקרת ועמדה על 2.5 אחוזים במוצע מחודש אפריל, כשבנק ישראל הפסיק את תהליך הפחתת הריבית (דיאגרמה 8). זאת לאחר ירידה מסביבת ריביות ריאליות גבוהה של כ-7 אחוזים, ששררה בסוף 2002 וכ-5 אחוזים בסוף 2003. תהליך זה נבע מהמשך הפחתת הריבית המוניטרית ובמקביל לירידה מתונה יותר של הציפיות לאינפלציה. שיעורה הנמוך של הריבית הריאלית התאפשר הודות ליציבות המחירים וליציבות של השווקים הפיננסיים, והוא תומך בצמיחה הכלכלית.

⁶ שינוי במדד זה משקף את השינוי הצפוי בריבית בנק ישראל כתוצאה משינוי בגורמים ריאליים המשפיעים על הריבית וכתוצאה מגורם המשקף תגובה של הבנק לחריגה של האינפלציה הצפויה מיעד האינפלציה.



עליית התשואות של איגרות החוב הלא-צמודות שהתרחשה בחודשים הראשונים של השנה נפסקה במאי. בחודשים נובמבר ודצמבר הוסיפו התשואות לרדת, וכך הלכה והתבססה סביבת העקום הנמוכה יחסית, תוך ירידת תשואות מתונה והתללה, ובסוף המחצית היא הגיעה ל-4.4 אחוזים בטווח הקצר ו-7.2 אחוזים בטווח הארוך ביותר.



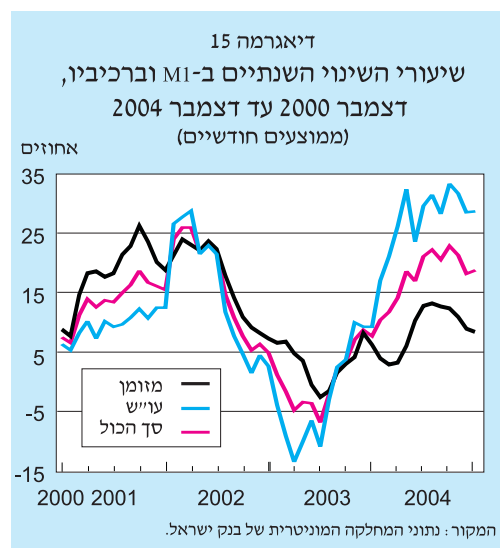
במהלך שנת 2004 ירדו התשואות-לפדיון הריאליות לטווחים הקצרים ואילו התשואות לטווחים הארוכים עלו, כך ששיפוע העקום הפך משטוח לחיובי. ירידת התשואות במהלך המחצית הנסקרת מהרמה הגבוהה של חודש מאי הייתה גדולה יותר ככל שהטווח לפדיון היה קצר יותר, ולפיכך הלך והתליל שיפועו החיובי של העקום. בסוף השנה עמדו התשואות בטווח הקצר על כ-3 אחוזים ובטווח הארוך על 4.4 אחוזים.

ב.3. מיצרפי הכסף, האשראי ותיק הנכסים של הציבור

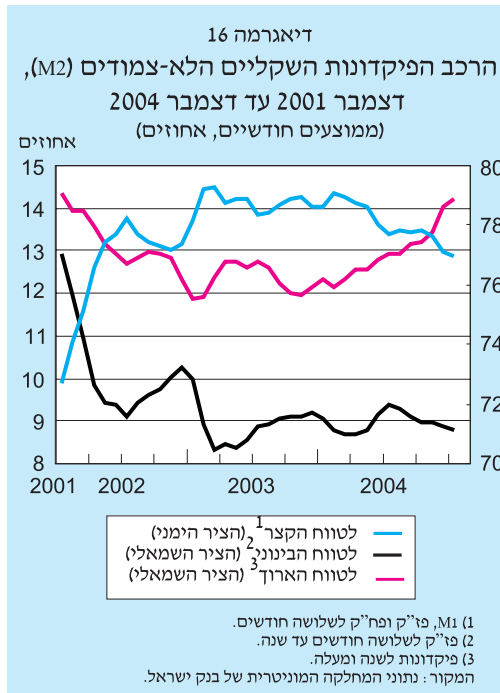
מגמת ההתרחבות של **אמצעי התשלום**, שהחלה במחצית השנייה של שנת 2003 נמשכה גם במהלך שנת 2004 (דיאגרמה 15). התפתחות כמות אמצעי התשלום, שבמסטר של ניהול מדיניות מוניטרית באמצעות הריבית במסגרת יעד אינפלציה נקבעת על ידי הביקוש לכסף, הושפעה מהמשך ההתאמה לריבית הנמוכה שהופחתה מאז ראשית 2003, כפי שעולה גם מאומדנים אקונומטריים לביקוש לכסף. (ראו תיבה 2). במהלך המחצית הנסקרת עלה שיעור הגידול השנתי של המיצרף ל-19 אחוזים – מעל לרמות השוררות במדינות מפותחות (6 אחוזים בארה"ב ו-כ-10 אחוזים באיחוד האירופי). עיקר הגידול היה ברכיב העו"ש, שהתרחב בשיעור של 29 אחוזים מתחילת השנה, ואילו רכיב המזומן עלה בשיעור נמוך יותר – 9 אחוזים.

הפיקדונות השקליים הלא-צמודים של הציבור הנושאים ריבית נותרו השנה כמעט ללא שינוי, בהמשך לצמצום שיעור גידולם מאז דצמבר 2001, וזאת בעיקר בשל תהליך הפחתת הריבית הנומינלית. מגמה זו נתמכת על ידי המעבר ההדרגתי מניהול המדיניות המוניטרית באמצעות פיקדונות הבנקים לניהול באמצעות מכשירי שוק – המק"ם והריפו. מיצרף הכסף הרחב, M2, גדל בעיקר עקב התרחבות אמצעי התשלום; חלקם של הפיקדונות לטווח הקצר ירד במהלך השנה בכשתי נקודות אחוז, ל-77 אחוזים – למרות עלייה בפיקדונות העו"ש – לטובת חלקם של הפיקדונות לטווח הארוך, שהגיע ל-14 אחוזים (דיאגרמה 16). על אף מגמת ההתארכות של טווח הפיקדונות השקליים בשנתיים האחרונות, חלקם של הפיקדונות לטווח קצר הוא עדיין הגדול ביותר.

מיצרף האשראי הבנקאי הכולל (C3) נותר השנה כמעט ללא שינוי, לאחר התכווצותו ב-2003 ב-2.8 אחוזים (דיאגרמה 17). ההתפתחות הממונת של האשראי הבנקאי על אף ההתאוששות בפעילות הכלכלית נובעת, בין היתר, מצמצום היקף העמדת האשראי של הבנקים בשל מגבלות פיקוחיות על הלוואים, וכן מהגדלת היצע חלופות האשראי החוץ-בנקאי על ידי המשקיעים, שחיפשו אפיקים אטרקטיביים, בשל רמת הריבית הנמוכה. כך הלך והצטמצם חלקו של האשראי הבנקאי בסך מקורות האשראי למימון פעילותן העסקית של החברות⁷, ולצדו התפתח בשנים האחרונות שוק חלופי של איגרות חוב פרטיות. התפתחות זו באה לידי ביטוי בגידול גיוס ההון באמצעות איגרות חוב סחירות ולא-סחירות על ידי החברות העסקיות, שנאמד בשנתיים האחרונות ב-37 מיליארדי ש"ח, לעומת 15 מיליארדים בשנתיים הקודמות. גורם נוסף שתמך בהתפתחות השוק הוא ירידת התשואות הריאליות על איגרות החוב הממשלתיות,



במהלך המחצית הנסקרת עלה שיעור הגידול השנתי של מיצרף הכסף M1 ל-19 אחוזים. עיקר הגידול היה ברכיב העו"ש, שהתרחב בתחילת השנה בשיעור של 29 אחוזים, ואילו רכיב המזומן עלה בשיעור נמוך יותר – 9 אחוזים.



חלקם של הפיקדונות לטווח קצר במיצרף הכסף הרחב, M2, ירד במהלך השנה בכשתי נקודות אחוז ל-77 אחוזים, לטובת חלקם של הפיקדונות לטווח ארוך שהגיע ל-14 אחוזים.

⁷ זאת מעבר למקורות המימון הפנימיים שלהן.



המשמשות בסיס לתמחור איגרות החוב הפרטיות, אשר הוזילה את עלות גיוס ההון של החברות. מלבד זאת ירד המירווח בין התשואות האלה, התפתחות שהצביעה על נכונות המשקיעים לרכוש איגרות חוב פרטיות. על אף ההתעוררות היחסית בשוק זה, רמת הפעילות בו עדיין אינה מפותחת ביחס לרמתה בשוק איגרות החוב הממשלתיות וביחס לשווקים מקבילים במדינות מפותחות.

שווי של תיק הנכסים הכספיים של הציבור הוסיף לעלות במהלך שנת 2004 בשיעור של 7.6 אחוזים – כמחצית משיעור הגידול בשנת 2003, וזאת בעיקר על רקע המשך עליות השערים של הנכסים הפיננסיים בעיקר של המניות, אף כי בקצב מתון יותר. התפתחות הנכסים על פני השנה לא

תיבה 2 : התפתחות הביקוש לאמצעי התשלום בשנים האחרונות

מתחילת שנת 2003 ועד יוני 2004 עלו אמצעי התשלום (המזומנים שבידי הציבור ופיקדונות העו"ש) בשיעור מצטבר של 19 אחוזים, עלייה המורכבת מעלייה של 12 אחוזים במזומנים ושל 26 אחוזים בפיקדונות העו"ש. שיעור זה גבוה בהרבה משיעור הגידול של התוצר הריאלי בתוספת יעד האינפלציה השנתי.

התפתחות זו של כמות הכסף מעלה חשש להיווצרות לחץ אינפלציוני, ויש להקדיש לכך תשומת לב בגיבוש המדיניות המוניטרית. אמנם, במסגרת המשטר המוניטרי השורר היום בישראל ובמדינות רבות, משטר המבוסס על יעד אינפלציה מפורש כעוגן מוניטרי שבו ריבית הבנק המרכזי היא כלי המדיניות, אין אפשרות להיווצרות עודף היצע של כסף ולחץ אינפלציוני. אולם המסורת בידינו היא לנתח את האינפלציה "כתופעה מוניטרית בכל מקום ובכל זמן", ולכן חשוב לבדוק את המהימנות של אומדני הביקוש לכסף.

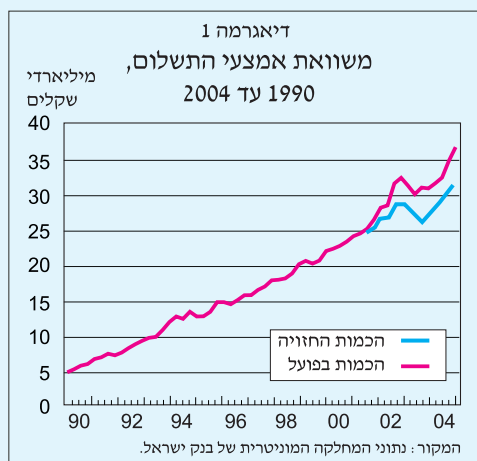
הבדיקה דלהלן נערכה במחלקה המוניטרית¹, והמסקנה העיקרית העולה ממנה היא שהגידול החרגי לכאורה של כמות הכסף מתחילת 2003 מוסבר היטב, בעיקר על ידי הפחתות הריבית, באופן שאינו חורג מהמשוואות האקונומטריות. אין אפוא סיבה שגידולה של כמות הכסף ייצור לחץ אינפלציוני.

משוואות הביקוש לאמצעי התשלום כמצרף, כפי שהן נאמדו במהלך שנות התשעים בבנק ישראל, הניבו תוצאות סבירות, שתאמו את התיאוריה הכלכלית והצליחו להפיק חיזוי טוב של כמות הכסף גם מעבר לתקופת המדגם. מהרביע השלישי של שנת 2000 ניכר שיבוש במשוואות: החל להיווצר פער בין כמות הכסף בפועל לכמות החזויה ממשוואת הביקוש לכסף. במטרה לנתח את התפתחות אמצעי התשלום, ועקב הבדלים בהתפתחות בין המזומנים לפיקדונות העו"ש אמדנו משוואות נפרדות לשני רכיבים אלו של המצרף M1:

1. רכיב המזומנים גדל במידה ניכרת מהרביע האחרון של שנת 2000 ועד לרביע השלישי של שנת 2001 ונשאר עד עתה ברמתו הגבוהה. התרחבות רכיב המזומנים בתקופה זו אינה מוסברת על ידי הפעילות הריאלית והריבית הנומינלית בלבד², ומשקפת ככל הנראה, עלייה בביקוש להם גם בשל גורם נוסף. את הגידול החרגי של כמות הכסף בתקופה זו ניתן אולי ליחס למאורעות האינתיפאדה, שהחלו בספטמבר 2000. גידול חריג של הביקוש למזומן בעת מלחמה הוא תופעה

¹ הבדיקה כללה אמידת משוואות עבור M1, המזומנים שבידי הציבור ופיקדונות העו"ש לתקופה שבין 1990:1 ל-2000:3. המשתנים שנכללו במשוואה הם: הצריכה הפרטית כמשתנה הגודל, הריבית האפקטיבית של בנק ישראל כמשתנה העלות האלטרנטיבית להחזקת כסף, מחזור המניות הריאלי בבורסה, המשקף את השינויים בהיקף העסקאות הפיננסיות, משתני דמה עבור עונתיות רבעונית וגורמים חיצוניים נוספים המשפיעים על הביקוש לכסף (מלחמת המפרץ). חיזוי מחוץ לתקופת המדגם הבודק את יציבות המשוואות נערך לתקופה שבין 2000:4 ל-2004:2. מסמך מפורט המציג את תוצאות הבדיקה נמצא בהכנה ויופיע בסדרת "עיונים מוניטריים" של המחלקה המוניטרית.

² משוואות הביקוש לכסף מנוסחת כפונקציה של הריבית הנומינלית, המייצגת את התשואה על נכס אלטרנטיבי לכסף, משתנה גודל המשקף את המניע לביצוע עסקאות, ועמלת העברה מהחזקת אמצעי התשלום לנכס חלופי נושא ריבית. בהעדר נתונים זמינים על עלויות ההעברה מקובל להניח כי הן קבועות.



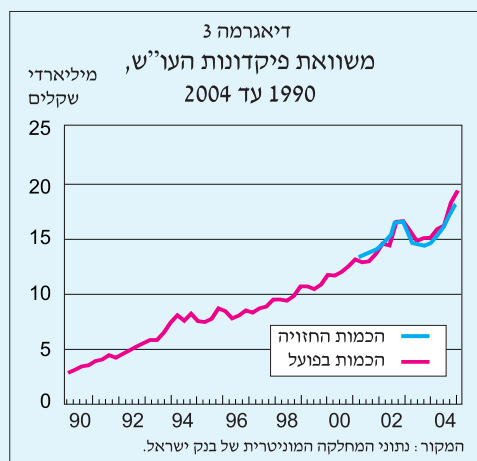
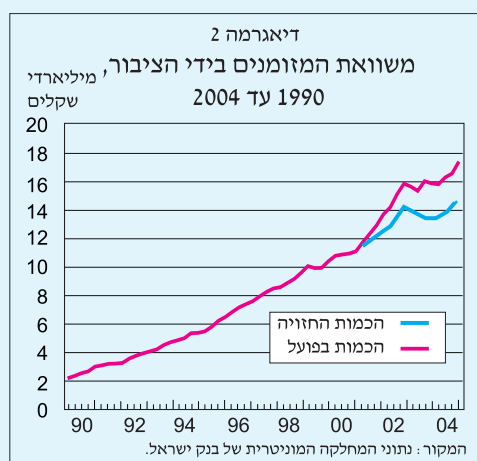
הגיונית המוכרת מן העבר; בתקופת מלחמת המפרץ נרשם גידול חריג של הביקוש למזומן בישראל, וגידול כמות המזומנים במחזור בארה"ב בזמן מלחמת העולם השנייה מתועד בספרות האקדמית. עם זאת אין בידינו עדות ישירה לתופעה זו כעת. בשנת 2002 ניתן לזהות תהליך של בלימה בקצב הגידול של רכיב המזומנים - כנראה עקב סיום תהליך ההתאמה למצב הביטחוני החדש. משנת 2002 ועד היום הביקוש למזומן חוזר למסלולו הצפוי ברמה גבוהה יחסית.

2. אשר לפיקדונות העו"ש - תוצאות המשוואה הרבעונית לאמידת הביקוש לפיקדונות עו"ש מצביעות על יכולת ניבוי טובה: ההתאמה בין הערכים בפועל לבין הערכים החזויים מן המשוואה טובה לאורך כל תקופת החיזוי (2000:4 עד 2004:2) מגמת הירידה בקצב הגידול של פיקדונות העו"ש במהלך 2002 ובמחצית הראשונה של שנת 2003 מוסברת בעיקר בהעלאת הריבית במחצית הראשונה של שנת 2002 ושמירה על רמתה הגבוהה במחצית השנייה של אותה שנה. המגמה ההפוכה של עליית שיעור הגידול בפיקדונות העו"ש, מאמצע שנת 2003 ועד היום, מוסברת בתהליך הפחתת הריבית מאז אמצע 2003, ובגידול היקפי המסחר במניות בבורסה בתקופה זו.³

לסיכום, אנו עדים לחיזוי חסר בערכים החזויים ממשוואת המזומן לעומת הערכים בפועל כתוצאה מגידול הביקוש למזומנים, כנראה בגלל המצב הביטחוני בסוף שנת 2000. לעומת זאת, משוואת הביקוש לפיקדונות עו"ש מספקת תוצאות סבירות, התואמות את הערכים בפועל. הפער שנוצר בכמות הכסף ברביע השלישי של שנת 2000 נובע רובו ככולו מהגידול החד של הביקוש למזומן בתקופה זו.

הסימולציות שנערכו במשוואת הביקוש למזומן ול-M1 מראות פער בין כמות הכסף בפועל לכמות הנאמדת, אשר נוצר בגלל הגידול החריג של הביקוש למזומן, התייצב, ולא גדל מאז אמצע 2002; כמות הכסף חזרה לתוואי המושפע מגורמי הביקוש לכסף, אך ברמה גבוהה יותר מאשר לפני העלייה.

להערכתנו, גידול כמות הכסף אינו אמור ליצור לחץ אינפלציוני. בחודשים האחרונים הפער בין הערכים בפועל ובין הערכים החזויים של M1 נותר ללא שינוי משמעותי. עצם קיומו של פער זה במשך יותר משלוש שנים לא גרם לאינפלציה עד כה, ולכן אין חשש להיווצרות לחץ אינפלציוני עתידי מצד כמות הכסף.



³ מבחינת הביקוש לאמצעי התשלום, כיוון ההשפעה הוא מהרחבת המסחר בבורסה לביקוש לאמצעי התשלום, בגלל הצורך לבצע את העסקאות בבורסה. נציין שאין כוונה להמעיט בחשיבות האפשרית של הקשר בין המדיניות המוניתרית להתפתחות מחירי הנכסים, אך השפעה זו אמורה להתבטא בעיקר בסך האשראי, ראו לדוגמה:

Borio, Claudio and Phillip Lowe, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability" BIS Working Paper, No. 114, July 2002.

⁴ ראו דיאגרמות 1 עד 3. הדיאגרמות מציגות את הכמות בפועל, המיוצגת על ידי הקו האדום, ואת הכמות החזויה מן הסימולציות שנערכו במשוואה, שמיוצגת על ידי הקו הכחול.

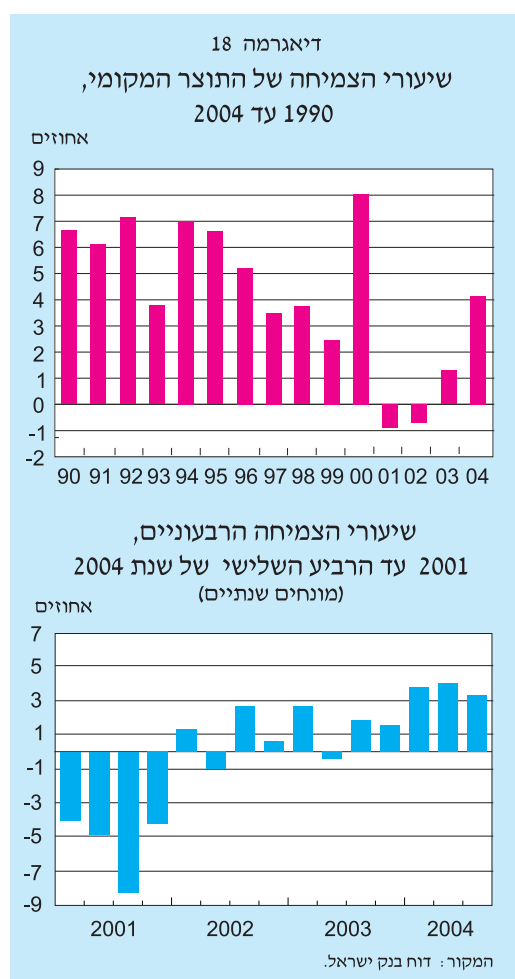
הייתה אחידה: ביולי ירד שווי של התיק, לאחר עלייה רצופה במהלך המחצית הראשונה של השנה. על רקע תהליך הפחתת הריבית, הרפורמה במס הכנסה על יחידים וסיום תהליך הליברליזציה במט"ח מוסיף הציבור להתאים בהדרגה את הרכב תיק נכסיו. לפיכך נמשכת המגמה של עליית חלקם של הנכסים הסחירים בתיק, תוך פיזור מאוזן יותר של ההשקעות בין נכסים מקומיים לנכסים זרים ובין פיקדונות בבנקים לבין השקעות בשוק ההון. משקל הנכסים הצמודים למדד בתיק ירד בכשתי נקודות אחוז, ל-31.3 אחוזים, לטובת משקל המניות בארץ, שעלה ל-22 אחוזים. בבחינת הרכב התיק ללא המניות ניכר מעבר מנכסים צמודים למדד, בעיקר תכניות חיסכון, לנכסים לא-צמודים, כגון מק"ם ופיקדונות שקליים לטווח הארוך.

ג. הפעילות הריאלית

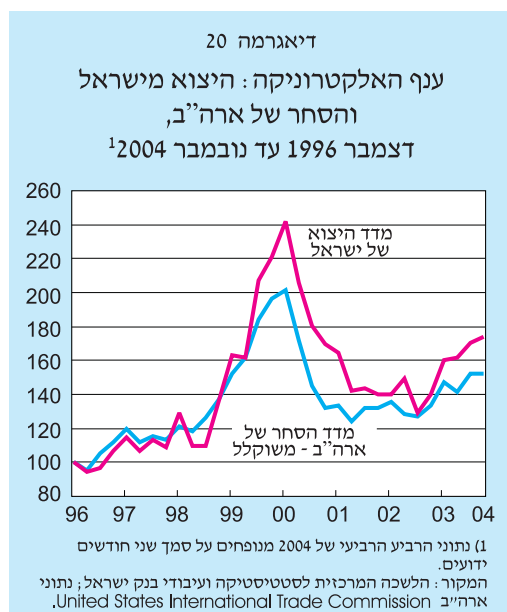
הצמיחה של הפעילות המשקית הואצה בשנה הנסקרת, לאחר מספר שנות מיתון. ההאצה התבטאה בצמיחה של 4.2 אחוזים בתוצר המקומי (דיאגרמה 18), ושל 6 אחוזים בתוצר העסקי. סימני היציאה מהמיתון נרשמו כבר במחצית השנייה של 2003, ובשני הרבעים הראשונים של השנה הנסקרת הואצה הצמיחה. קצב הצמיחה המואץ נבע גם מרמת פעילות נמוכה שאלה הגיע המשק בשנות המיתון. במחצית השנייה של השנה הואט קצב הצמיחה: ברביע השלישי גדל התוצר העסקי ב-3.3 אחוזים (במונחים שנתיים). עם זאת הראו אינדיקטורים כלכליים שונים וכן סקר החברות והעסקים של בנק ישראל, כי הצמיחה מתבססת ומתפרסת אל הענפים השונים, למעט ענף הבנייה, וכי ישנן ציפיות להמשכה. הצמיחה הכלכלית המואצת השנה לא יצרה לחץ לעליית המחירים, משום שפער התוצר - ההפרש בין התוצר הפוטנציאלי לתוצר בפועל - נותר גבוה. (ראו דוח האינפלציה למחצית הראשונה של 2004, תיבה 2).

הכוחות הכלכליים שהובילו לצמיחת המשק השנה היו ההאצה בצמיחה העולמית, אשר התבטאה בגידול הסחר העולמי ובציפיות לגידול, הרגיעה הביטחונית היחסית, והשילוב של מדיניות פיסקלית מצמצמת, תוך הפחתות מסים, ומדיניות מוניטרית מרחיבה, שהתבטאה בירידה משמעותית של הריבית הריאלית במשק, ואיפשרה לחברות להקטין את הוצאות המימון שלהן ולהגדיל את רווחיותן. העלייה החדה של מחירי הנפט פעלה לקיצוץ מסוים הן של הצמיחה העולמית (תיבה 3) והן של הצמיחה בישראל.

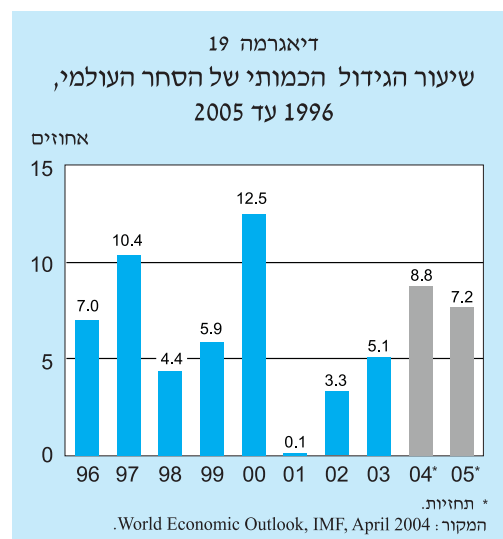
הצמיחה המהירה השנה הובלה על ידי גידול מואץ של היצוא והתרחבות של הצריכה הפרטית. גידול היצוא, שהסתכם בכ-14 אחוזים, מוסבר בגידול המואץ של הסחר העולמי (דיאגרמה 19), שהגיע ל-8.8 אחוזים (לעומת



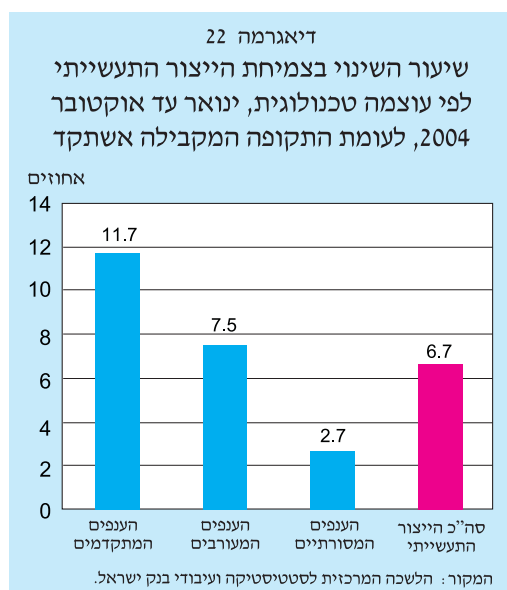
במהלך התקופה הנסקרת הואצה ההתרחבות בפעילות הכלכלית, מגמה שהחלה כבר במחצית השנייה של 2003. העלייה בתוצר שיקפה גידול מהיר ביצוא ובצריכה הפרטית.



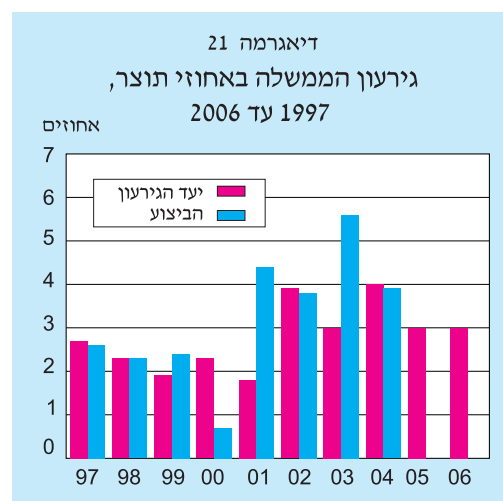
ממד סחר ארה"ב משוקלל לפי משקלות היצוא הישראלי לארה"ב.



העלייה ביצוא ובמיוחד בתעשיות המתקדמות נובעת בעיקר מגידול הביקושים העולמיים: על פי נתוני קרן המטבע הבין-לאומית עלה הסחר העולמי בשנת 2004 ב-8.8 אחוזים, והוא צפוי להמשיך ולעלות בשנת 2005 ב-7.2 אחוזים. זאת לאחר עלייה בשיעורים נמוכים יותר בשלוש השנים שקדמו.



בענפים המתקדמים והמעורבים היה גידולו של הייצור התעשייתי מואץ, אולם גם בענפים המסורתיים נרשם גידול מתון של הייצור.

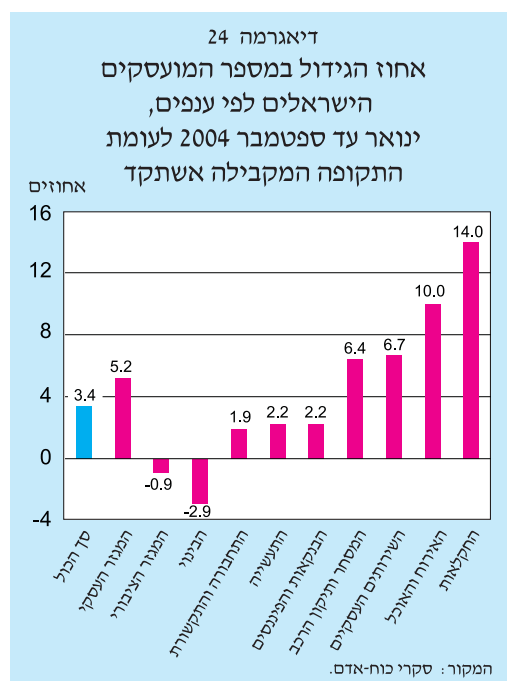


הגירעון הממשלתי ירד השנה ירידה משמעותית לעומת אשתקד, והיה אף נמוך מעט מהיעד.



במשך השנה ירד שיעור האבטלה לרמה של 10.2 אחוזים בסופה, ובמקביל עלה שיעור התעסוקה במידה ניכרת עם זאת, חלק גדול מהמועסקים החדשים הועסקו במשרות חלקיות בלבד.

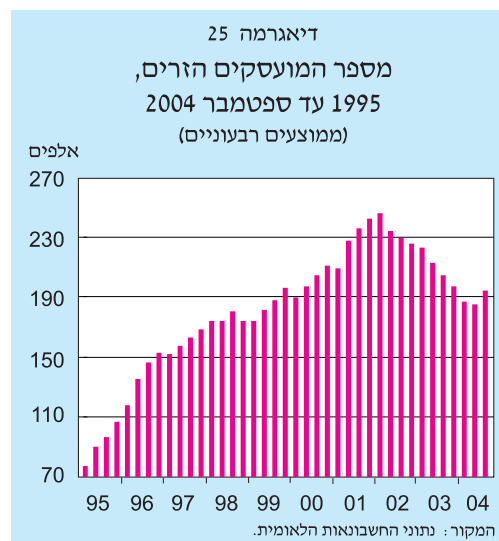
5.1 אחוזים בשנת 2003, ושיעורים נמוכים יותר בשנתיים הקודמות). להאצה ביצוא תרמו גם חידוש הצמיחה של ענפי הטכנולוגיה העלית בעולם, גידול הביקוש למוצריה (דיאגרמה 20) והפיחות של שער החליפין הריאלי (במונחים של מחירי היצוא ושל מחירי היבוא) השנה, בהמשך לפיחות אשתקד. במקביל ליצוא הסחורות גדל השנה משמעותית גם יצוא השירותים, ובפרט שירותי התיירות. גידולו של יצוא הסחורות, שהוא ברביע הראשון של השנה, הואט בהמשכה – אולם הוא נותר גבוה. העלייה המהירה בצריכה הפרטית השנה, בשיעור של 5.3 אחוזים, וכן בצריכה לנפש, מוסברת בגידול ההכנסה הפנויה – על רקע הצמיחה המואצת של התוצר, עליית השכר הריאלי, ירידת שיעור האבטלה, גידול רווחי החברות, אפקט העושר, שנוצר עקב עליות מחירי ניירות הערך בבורסה, הפחתת המסים על הכנסה והורדת המסים העקיפים, ולמרות הירידה בתשלומי ההעברה. הרכיב המרכזי של הצריכה הפרטית שהתרחב השנה היה צריכת מוצרים בני קיימא – התרחבות שהתרחזה במחצית הראשונה של השנה. ברביע השלישי גדלה הצריכה הפרטית בשיעור מתון יחסית, ששיקף ירידה בצריכה לנפש. ההשקעה בנכסים קבועים ירדה השנה (ב-1.8 אחוזים), על רקע התייצבות של ההשקעה בענפי משק, לצד המשך ירידה של ההשקעה בדיוור. בלט השנה גידול ההשקעה במכונות, בציוד ובכלי תחבורה, וכן גידול במלאים – בפרט על רקע גידול ההשקעה בחברות הזנק. לעומת ההתרחבות ביצוא ובצריכה הפרטית, הצטמצם הביקוש לצריכה ציבורית (בכ-1.9 אחוזים), משום שלצד ההפחתות האמורות במסים פעלה המדיניות הפיסקלית להקטנת גידולן של ההוצאות, ובזכותה הסתכם הגירעון השנה ב-3.9 אחוזים – מעט מתחת ליעד (דיאגרמה 21) – וזאת תוך ביצוע לא מלא של התקציב. שיעור הגירעון השנה נמוך משמעותית מאשר בשנת 2003.



הצמיחה השנה הובלה כאמור על ידי היצוא והצריכה, אולם היא לא התרחזה בענף אחד או במגזר מסוים, אלא הקיפה את רוב ענפי המשק, בכל רמות הטכנולוגיה. מסקר החברות והעסקים של בנק ישראל עולה כי בכל שלושת הרבעים הראשונים של השנה גדלה התפוקה בענף התעשייה, גדלו המכירות בענף המסחר, התרחבה הפעילות בענף בתי המלון ובענפי התחבורה והתקשורת, וגדל הפדיון מהפעילות בענפי השירותים. כל הענפים הללו דיווחו על ירידה במגבלת הביקוש במהלך השנה. ההתרחבות בתעשייה הייתה מואצת בענפים המתקדמים והמעורבים, אולם שיקפה גם צמיחה של הייצור בענפים מסורתיים (דיאגרמה 22). כן עולה מדיווחי החברות בסקר שההתרחבות הקיפה הן חברות גדולות (המעסיקות מעל 100 איש) והן חברות קטנות ובינוניות. לעומת זאת בענף הבנייה נמשך כאמור השפל בפעילות, הן בתחום של בניית מבנים והן בתחום התשתיות. בענף זה גם אין ציפיות להתאוששות בעתיד הקרוב.

הצמיחה בפעילות המשקית התבטאה בכל מדדי שוק העבודה. מספר המועסקים הישראלים גדל בשלושת הרבעים הראשונים של השנה ב-

77 אלף לעומת התקופה המקבילה אשתקד, גידול של 3.4 אחוזים. עם זאת, חלק גדול מהמועסקים החדשים מועסקים במשרות חלקיות בלבד. בעקבות גידולו של מספר המועסקים עלה שיעור התעסוקה (אחוז המועסקים מכלל האוכלוסייה בגיל העבודה) במשך השנה ועמד ברביע השלישי על 49.3 אחוזים (דיאגרמה 23), ושיעור האבטלה ירד מ-10.9 אחוזים ברביע האחרון של 2003 (ומשיא של 11 אחוזים ברביע השלישי של אותה שנה), ל-10.2 אחוזים ברביע השלישי של השנה הנסקרת, וזאת למרות עלייה חדה של שיעור ההשתתפות הממוצע בכוח העבודה בשנת 2004. העלייה בשיעור ההשתתפות מלמדת על גידול של רצון הציבור לעבוד, על רקע עלייה בסיכוי למצוא עבודה, התחדשות הצמיחה וצמצום תשלומי ההעברה. בחינת התפלגות השינוי במספר המועסקים בין ענפי המשק השונים מעלה אף היא שהצמיחה מקיפה את רוב הענפים. מספר המועסקים גדל בכל ענפי המגזר העסקי, פרט לענף הבנייה (דיאגרמה 24). חשוב לציין שהגידול התרכז כולו במגזר העסקי, ואילו במגזר הציבורי הצטמצם מספר המועסקים. הירידה של מספר המועסקים (הישראלים) בענף הבנייה מתיישבת עם הירידה האמורה בפעילות ענף זה. הירידה באבטלה הושפעה גם מהמשך הצמצום של מספר המועסקים הזרים במשק (דיאגרמה 25). מאז חודש מארס 2002, שבו הגיע מספר העובדים הזרים לשיא של כ-247 אלף איש, ירד מספרם עד לרמה של 184 אלף ביוני השנה. במשך השנה נרשמה עלייה מתונה של השכר הנומינלי והריאלי, לאחר ירידה גדולה במשך השנתיים הקודמות, אולם עליות אלה בשכר לא יצרו לחצים לעליות מחירים, משום שהתוצר לשעת עבודה עלה משמעותית, ולכן ירדה עלות העבודה ליחידת תוצר.



תיבה 3 : השפעת עליית מחירי הנפט על הצמיחה והמחירים בעולם ובישראל

ההתאוששות המואצת בפעילות העולמית לוותה בעלייה משמעותית של מחירי הסחורות בעולם, ובפרט של מחירי הנפט. מחירי הנפט הגולמי עלו מ-32 דולרים לחבית בסוף 2003 עד לשיא של 56 דולרים בסוף אוקטובר 2004 (דיאגרמה 4), אך לפי התחזיות הם יירדו בשנת 2005. עליית מחירי הנפט משקפת בעיקר את גידול הביקוש לנפט, בפרט של ארה"ב ומדינות אסיה, ובראשן סין. ביטוי לגידול הוא עלייה ניכרת השנה בצריכת מספר חביות הנפט. הביקושים העולמיים גדלו, לצד היצע מצומצם יחסית של הנפט (וקשיח בטווח הקצר), שנבע בין היתר מהערכות שגויות של מדינות אופ"ק בדבר הביקושים הצפויים. עלייה גבוהה של מחירי הנפט פועלת לגידול השימוש באנרגיות חלופיות, ולכן אינה משרתת את האינטרס ארוך הטווח של המדינות המפיקות. מעבר לגידול הביקוש וההיצע המצומצם – שהובילו לעליות המחירים, מחירי הנפט הגבוהים משקפים גם פרמיית סיכון בגין חוסר יציבות במזרח התיכון, שעלולה להוביל לצמצום ההיצע. למרות העליות הגבוהות של מחירי הנפט, חשוב לציין כי במונחים ריאליים, המחירים נמוכים מאשר בתקופות משבר קודמות, למשל 1973-1974 ו-1979-1980.

העלייה החדה של מחירי הנפט העלתה שוב את שאלת השפעותיה המקרו-כלכליות. אפיזודות קודמות של עלייה במחירי הנפט הובילו להאטה בצמיחה ולעליית מחירים, והשפיעו גם על המאזן המסחרי של המדינות המייבאות נפט. הגורם המרכזי הקובע את עוצמת ההשפעה של מחירי הנפט על הכלכלה של מדינה הוא מידת השימוש שלה במוצרי נפט, כלומר הצריכה ביחס לתוצר. במדינות המתועשות נרשמה ירידה מתמדת בצריכת הנפט מאז המשבר של 1973. בשנת 2002 צריכה זו הייתה נמוכה ב-50 אחוזים מאשר בשנת 1972. לכן כיום משבר במחירי הנפט משפיע פחות על המשקים. זאת ועוד: הואיל ועלויות מחירי הנפט השנה נבעו בעיקר מגידול הביקושים והצמיחה העולמית, ולא מצמצום ההיצע, ניתן להעריך כי ההשפעה על הצמיחה הייתה ותהיה מצומצמת יותר מאשר באותם משברים, וההשפעה על המחירים תהיה גדולה יותר.

שינוי במחירי הנפט משפיע על הכלכלה דרך מספר מנגנוני תמסורת. ראשית, העלייה במחירי הנפט מעלה את עלויות הייצור ואת מחירי המוצרים לצרכן. העלייה האמורה במחירים נובעת הן מעלייה ישירה במחירים של מוצרי הנפט והן מעליית מחירי המוצרים שהנפט משמש בתהליך ייצורם - חשמל, תחבורה ציבורית, טיסות ועוד. בעקבות עליית מחירי הנפט הורעו גם תנאי הסחר. ירידת ההכנסה הריאלית מורידה את הביקושים למוצרים, ולכן מאטה את הפעילות הכלכלית, מה שיכול למתן עלייה במחירים, הנובעת מצמצום ההיצע.

במחקרים על מדינות OECD והארגון הבין-לאומי לאנרגיה¹ נמצא כי עלייה של 10 דולרים במחירי הדלק, אשר תישמר לאורך זמן, תתבטא בירידה של כ-0.4 נקודת אחוז בתוצר המקומי הריאלי של מדינות אלה בשנים הראשונה והשנייה שלאחר עליית המחירים. השפעה זו חזקה יותר במדינות גוש האירו, משום שעתירות השימוש שלהן במוצרי נפט גבוהה מזו של ארה"ב. ההשפעה הצפויה של עלייה זו במחירי הנפט על האינפלציה במדינות המפותחות היא 0.5 נקודת אחוז. מהמודלים הכלכליים עולה כי השפעת עלייה דומה של המחיר לחבית בשנות המשבר 1990-1991 הייתה חזקה פי שניים מההשפעות עתה.

ממודלים של בנק ישראל עולה כי הנפט, שהוא תשומה בתהליך הייצור של מוצרים מוגמרים, משפיע על מדד המחירים לצרכן, כחלק מההשפעה של מחירי התשומות המייבאות על המדד. (משקל תשומות הנפט מוערך בכ-20 אחוזים מהתשומות המייבאות). תרומתה של העלייה שהייתה השנה במחירי הנפט, בשיעור ממוצע של כ-40 אחוזים, לעליית מדד המחירים לצרכן מוערכת, בהתאם למודלים אלה בכ-0.5 נקודת אחוז. עם זאת, כיוון שמשקל הנפט בייצור החשמל פחת השנה (עם המעבר לשימוש בגז טבעי), ייתכן שהערכה זו מוטה מעט כלפי מעלה. העלייה במחירי הנפט השפיעה גם על מדד המחירים הסיטוניים של תפוקת התעשייה. זה עלה ב-7.6 אחוזים במהלך השנה, וחלק גדול מהעלייה נבע ממחירי הנפט ומתעשיות העושות שימוש מוגבר בנפט בתהליכי הייצור. התמסורת הלא מלאה בין עליית המחירים הסיטוניים לעליית המחירים לצרכן מושפעת בין היתר מהעובדה שסל הצריכה אינו משקף רק תפוקה תעשייתית מקומית אלא גם מוצרי צריכה מיובאים, מחירי שירותים ועוד. עם זאת, בשנים עברו נשמר יחס יציב יחסית בין מדד המחירים לצרכן למדד המחירים הסיטוניים. אולם בשנתיים האחרונות יחס זה ירד משמעותית: מחירי הצרכן עלו פחות מאשר המחירים הסיטוניים. ניתוח שנערך בבנק ישראל מעלה כי אם מחירי הדלקים לא יירדו, קצב הגידול המואץ של מדד המחירים הסיטוניים עלול לגלוש בהמשך למדד המחירים לצרכן.

¹ "The macroeconomic impact of higher oil prices", in Economic Survey of Europe, 2004.2, Economic commission for Europe.

ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ

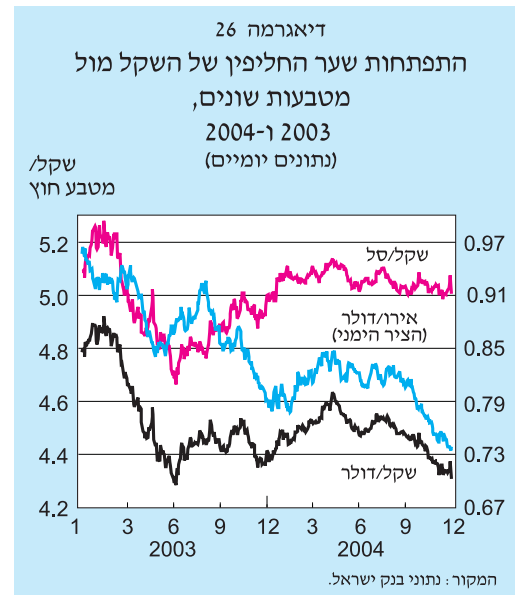
ד.1. ההתפתחויות בשער החליפין

במחצית השנייה של השנה נע שער השקל במגמה מתונה של התחזקות עם תנודתיות נמוכה (דיאגרמה 26). מתחילת המחצית יוסף השקל ב-4.2 אחוזים מול הדולר וב-0.7 אחוזים מול סל המטבעות.

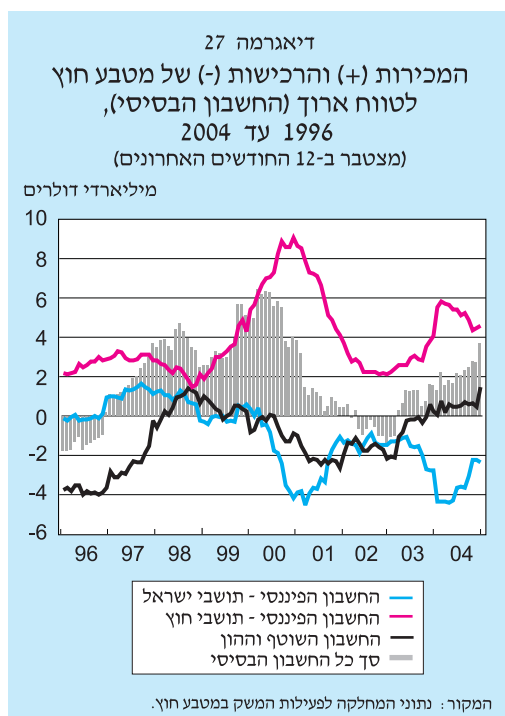
היציבות היחסית שאפיינה את שוק המט"ח בתקופה הנסקרת היא פועל יוצא של איזון בין הכוחות המשפיעים על שער החליפין: לצד גורמים שפעלו להיחלשות השקל, פעלו לחיזוקו כמה גורמים מקומיים ועולמיים. עם הגורמים המקומיים שתמכו בשקל נמנים בעיקר גורמים ארוכי טווח, המשך למגמות שהחלו ב-2003: (א) שיפור בחשבון הבסיסי, שנבע מיבוא הון ארוך טווח למשק לצד איזון בחשבון השוטף (דיאגרמה 27); (ב) המשך מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו של המשק (דיאגרמה 28); (ג) התייצבות החזקת המט"ח על ידי משקי הבית ברמת שיא, במקביל לירידה חדה בהיקף החשיפה של המגזר העסקי לפיחות (דיאגרמה 29); (ד) התייצבות פרמיית הסיכון של המשק הישראלי ברמות נמוכות (דיאגרמה 30). לצד ההתפתחויות הארוכות שתמכו בשקל, המשיכו המדיניות המוניטרית והמדיניות הפיסקלית ליהנות מאמון גבוה של הציבור. הממשלה התמידה בנחישותה לשמור על תוואי גירעון יורד, ובביצוע רפורמות ושינויים מבניים בשוק ההון, והמדיניות המוניטרית של בנק ישראל התאימה לתנאי הרקע ולא הפגיעה את השווקים.

עם הגורמים המרכזיים שתמכו בהיחלשות השקל נמנים הצטמצמות פער הריביות והרפורמה הצפויה במס. פער הריביות בין הארץ לארה"ב הצטמצם במהלך התקופה הנסקרת לכדי 1.45 אחוזים בעקבות חמש העלאות של ריבית ה-Fed בשיעור מצטבר של 1.25 נקודות אחוז והפחתה של 0.4 נקודות אחוז בריבית בנק ישראל בחודשים דצמבר וינואר 2005. פער זה נמוך ב-6.4 נקודות אחוז מפער הריביות ששרר בדצמבר 2002, וקרוב לפער של סוף דצמבר 2001. אולם, בשונה מהתגובה החדה של השוק על צמצום פער הריביות בדצמבר 2001, שהתבטאה, בין היתר, בפיחות חד של שער החליפין, תגובת השוק על הצטמצמות הפער בתקופה הנסקרת הייתה מתונה, וכמעט לא השפיעה על שער החליפין. ההבדל בין שתי התקופות בעוצמת התגובה של השוק על הצטמצמות פער הריביות נעוץ בתנאי הרקע ובמידת האמון שהציבור רחש למדיניות המקרו-כלכלית. ההבדלים בתנאי הרקע באו לידי ביטוי הן בגורמים הבסיסיים המשפיעים על היצע המט"ח ארוך הטווח במשק והן במכלול הגורמים קצרי הטווח, המשתקפים בסיכון שער החליפין.

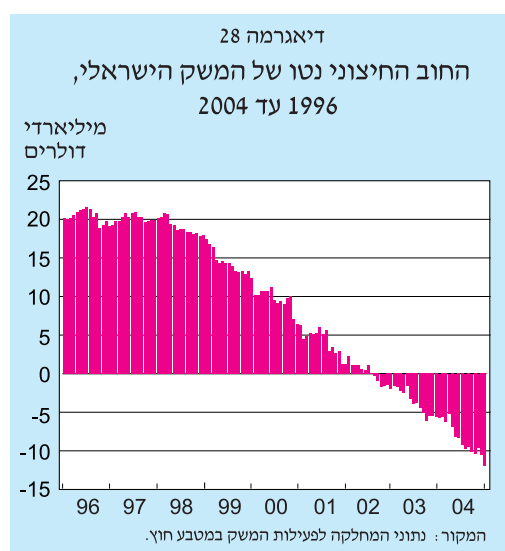
אחד הגורמים ארוכי הטווח שפעלו בתקופה הנסקרת דווקא להיחלשות השקל הוא השוואת רמת המס על השקעות באפיק המט"ח לרמת



במהלך התקופה הנסקרת נע שער החליפין של השקל בתחום צר, עם תנודתיות נמוכה ובמגמה מתונה של התחזקות השקל.



החשבון הבסיסי, המהווה את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, המשיך לתמוך בשקל על רקע האיזון בחשבון השוטף והמשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק.



בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו של המשק, שהפך, החל מינואר 2002, ממשק הלווה מחו"ל למשק המלווה לחו"ל.

המס באפיק השקלי. במסגרת הרפורמה במס נקבע ששיעורי המס על רווחים מניירות ערך זרים, העומדים כיום על 35 אחוזים, יושוו בתחילת 2007 לגבי משקיעים פרטיים ובתחילת 2006 לגבי משקיעים מוסדיים, לשיעורים הנהוגים בארץ. במהלך השנה התגבש שינוי בחקיקה, שמטרתו להקדים את ביטול אפליית המס לתחילת 2005. להשפעותיה החיוביות של הרפורמה במס מתלווה חשש לבריחת מקורות משוק ההון הישראלי בעקבות עליית הכדאיות היחסית של השקעה בניירות ערך זרים, שעלול להוביל, לפחות בטווח הקצר, לפיחות מהיר של השקל. אולם חשש זה לא התבטא בשוק המט"ח - כנראה לנוכח ההערכה הרווחת בקרב מרבית הגופים הפיננסיים (מקומיים וזרים) כי התאמת התיק של תושבי ישראל בעקבות הרפורמה תהיה הדרגתית ותתפרס על פני תקופה ארוכה (תיבה 4). יתר על כן, במהלך החקיקה של הקדמת הרפורמה במס לווה באי-ודאות מסוימת לגבי השלמתו.

התחזקות השקל מול הדולר במהלך התקופה הנסקרת, שהתגברה ברביע האחרון, נבעה בעיקר ממגמת היחלשותו של הדולר בעולם. עם זאת, היחלשות הדולר מול השקל הייתה מתונה יותר מהיחלשותו אל מול המטבעות של שווקים מתעוררים אחרים (דיאגרמה 31). מאחר שמבחינת תנועות ההון הבין-לאומיות המשק הישראלי נמנה עם השווקים המתעוררים, היה ניתן לצפות שהתפתחויות בשער החליפין של השקל מול הדולר יהיו דומות להתפתחות שערי החליפין של קבוצה זו, אלא אם כן פועלים גורמים מקומיים לסטייה ממנה. לפיכך ניתן להעריך שמכלול הגורמים המקומיים, ובעיקר קצרי הטווח שביניהם, לחצו במהלך התקופה הנסקרת דווקא להיחלשות השקל.

ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ - הגורם המרכזי שתמך בשקל במחצית הראשונה של השנה - הואטו במחצית הנסקרת על רקע האטה בהתאוששות הכלכלה העולמית, אשר התבטאה, בין היתר, בהתמתנות עליות המחירים בשווקים הפיננסיים, ובפרט בשוק המניות בארה"ב. אף על פי כן, היציבות היחסית שאפיינה את שוק המט"ח במחצית הראשונה נשמרה גם בתקופה הנסקרת - וזאת משום שבמקביל להתמתנות ההשקעות הארוכות של תושבי חוץ במשק ירד גם היקף ההשקעות הארוכות של תושבי ישראל בחו"ל. המיתאם בין תנועות אלו אינו מקרי; הוא קשור בעיקרו להתפתחות המחירים בשוקי המניות העיקריים בעולם. ניסיון העבר מצביע על מיתאם גבוה בין היקף הגיוסים של החברות הישראליות בחו"ל להתפתחות מדד ה-NASDAQ: ציפיות לעליית המדד מגבירות את כדאיות גיוסי ההון של החברות הישראליות בחו"ל ואת סיכויי הצלחתם, שכן הרוב המכריע של הנפקותיהן הוא בשוק זה. כנגד זאת, ההשקעות הארוכות של המשקיעים המקומיים בחו"ל מושפעות אף הן מהערכות לגבי התפתחויות המחירים בשוקי המניות העיקריים בעולם, כי מעבר לשיקולים ארוכי הטווח התומכים בפיזור בין-לאומי של

ההשקעות, מדיניות ההשקעה שלהם מונעת גם משיקולים קצרי טווח, כגון האטרקטיביות היחסית של מחירי הנכסים.

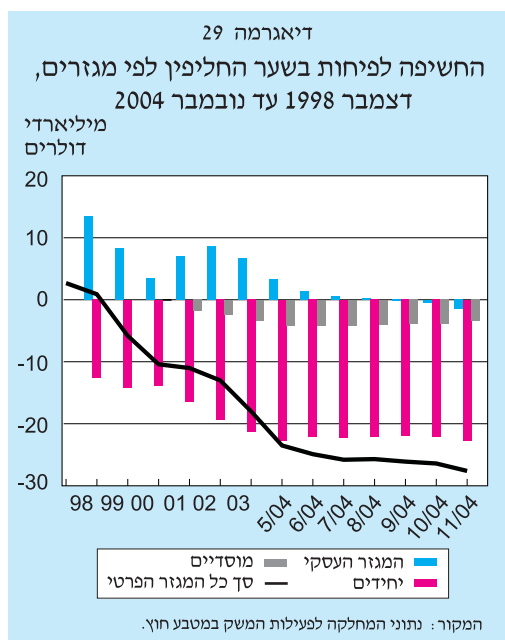
היציבות היחסית שאפיינה את שוק המט"ח במחצית הנסקרת השתקפה בהמשך מגמת הירידה של סיכון שער החליפין בתחילת התקופה והתייצבותו לאחר מכן ברמות נמוכות, הן בראייה היסטורית (דיאגרמה 32) והן בהשוואה בין-לאומית (דיאגרמה 33). כך, למשל, הרמה הממוצעת של סטיית התקן הגלומה באופציות שקל/דולר המונפקות על ידי בנק ישראל, שהיא אחד מהמדדים לסיכון שער החליפין, עמדה בתקופה הנסקרת על כ-5 אחוזים, לעומת כ-8.5 אחוזים ב-2002 ו-9.4 אחוזים במחצית הראשונה של 2003. ההתייצבות של סיכון שער החליפין ברמת שפל היסטורית בולטת במיוחד, על רקע השינויים המבניים שחלו בשנים האחרונות בשוק המט"ח - בעיקר הגמשת רצועת הניוד והשלמת תהליך

לוח 1: הפעילות בשוק שקל/מט"ח לפי מגזרים ולפי טווח זמן, 2002 עד 2004

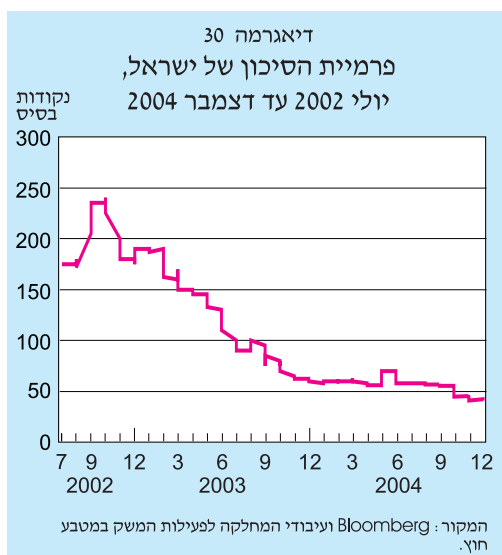
(מכירות (+), רכישות (-), מיליארדי דולרים)

2004		2003	2002	
מחצית II	מחצית I			
2.2	1.9	1.5	-1.5	1 הפעילות הבסיסית (1.1+1.2)
1.3	1.3	1.3	0.7	1.1 החשבון הפיננסי ארוך הטווח
1.3	3.4	4.1	2.1	תושבי חוץ
0.2	-1.7	-2.8	-1.4	תושבי ישראל
0.2	-0.2	-0.3	0.4	מזה : משקי הבית
0.4	-0.8	-1.3	-1.4	המגזר העסקי
-0.4	-0.7	-0.8	-0.5	המשקיעים המוסדיים
0.8	0.6	0.2	-2.2	1.2 החשבון השוטף וההון
-1.0	-2.0	0	1.2	2 הפעילות קצרת הטווח (2.1+2.2)
-3.1	-2.1	-0.1	0.8	2.1 הפעילות קצרת הטווח ללא בנקים
0.7	-0.8	1.8	0.5	תושבי חוץ
-3.9	-1.8	-1.9	0.3	תושבי ישראל
-0.2	-0.8	-1.5	-2.6	מזה : משקי הבית
-4.0	-0.7	-1.1	3.0	המגזר העסקי
0.3	-0.3	0.4	-0.1	המשקיעים המוסדיים
2.1	0.2	0.1	0.4	2.2 הבנקים
-1.2	0.1	-1.6	0.3	3 הממשלה וההפרשים הסטטיסטיים

המקור : המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ של בנק ישראל



הנכסים במט"ח המוחזקים על ידי משקי הבית התייצבו בתקופה הנסקרת ברמות שיא; זאת במקביל לירידה חדה בהיקף החשיפה לפיחות של המגזר העסקי.



פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא משקפת בנתוני ה-CDS, התייצבה בתקופה הנסקרת ברמות נמוכות.

הליברליזציה - התומכים בעליית הסיכון ובהתקרבותו לרמות השוררות במדינות מפותחות. עם זאת ראוי לציין שהירידה בסיכון שער החליפין אינה ייחודית לשוק המט"ח המקומי; היא אפיינה גם את המשקים המתעוררים, והחל מהרבע השני של השנה - גם את האירו מול הדולר.

2.ד. התפתחות פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ

תושבי ישראל

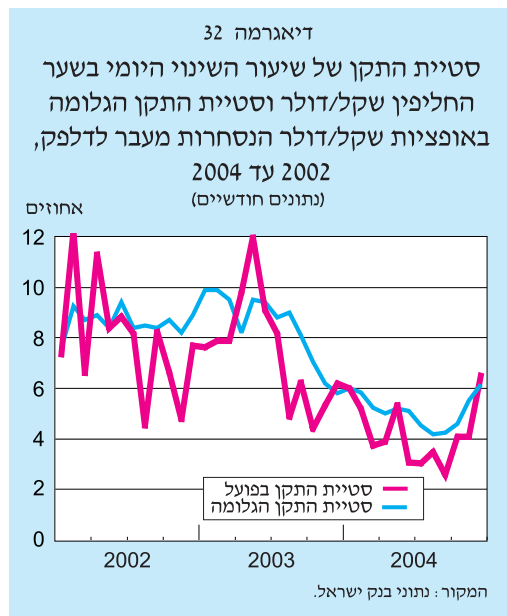
בתקופה הנסקרת רכשו תושבי ישראל מט"ח נטו בהיקף של כ-3.7 מיליארדי דולרים, לעומת כ-3.5 מיליארדים במחצית הראשונה. אף שרכישות המט"ח נטו בתקופה הנסקרת דמו לרמתן במחצית הראשונה, הרכבן היה שונה: בעוד שההשקעות הארוכות הטווח בחו"ל הצטמצמו במידה ניכרת, נרשמה במכשירים קצרי הטווח עלייה ניכרת, שעיקרה ברביע האחרון.

יצוא ההון קצר הטווח של תושבי ישראל הסתכם בתקופה הנסקרת בכ-3.9 מיליארדי דולרים, לעומת כ-1.8 מיליארדים במחצית הראשונה. בדומה למחצית הראשונה, פעילותם במכשירים הקצרים לא הייתה אחידה בכיוונה: בחלק מהמכשירים נרשמו רכישות מט"ח נטו, ואלה קווזו חלקית על ידי מכירות מט"ח באמצעות מכשירים אחרים.

הפעילות ארוכת הטווח של תושבי ישראל בחו"ל הסתכמה בתקופה הנסקרת במימושים של כ-0.2 מיליארד דולרים, לעומת השקעות של כ-1.7 מיליארדים במחצית הראשונה. הירידה הניכרת בהיקף ההשקעות הארוכות של תושבי ישראל בחו"ל נבעה בעיקר מהאטה בהתאוששות הכלכלה העולמית, שהשתקפה בהתמתנות קצב עליות המחירים בשווקים הפיננסיים בחו"ל.

האטה נרשמה גם בגידול הנכסים במט"ח של משקי הבית, שהגבירו ברביע הראשון את הצבירה בקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח, בתגובה על החלת הרפורמה במס וצמצום פער הריביות. בתקופה הנסקרת מימשו משקי הבית נטו סכום של כ-0.7 מיליארד דולרים מקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח, לעומת צבירה של כמיליארד דולרים בחודשים ינואר עד אפריל. במקביל למימושים בקרנות המתמחות במט"ח, המשיכו משקי הבית להגדיל את הצבירה בקרנות המשקיעות בנכסים שקליים, כך שחלקן של הקרנות המט"חיות ירד במהלך התקופה.

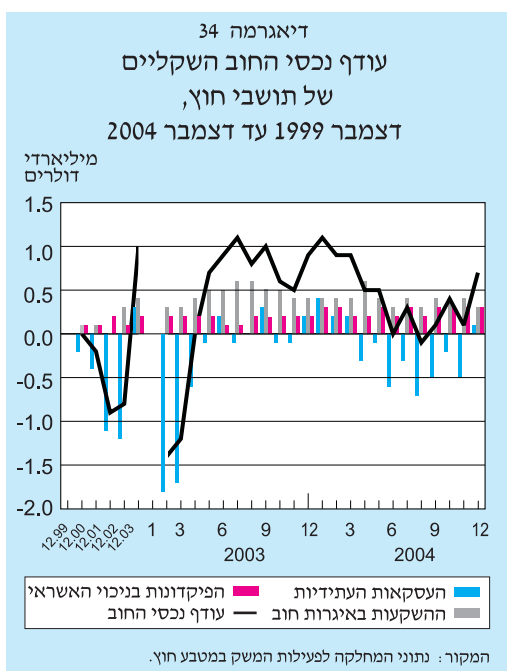
אחד הגורמים שתמכו ביציבות השקל בתקופה הנסקרת הוא התנהלות החשיפה של המגזר העסקי לפיחות ברמות נמוכות. זאת לאחר שבמחצית הראשונה של השנה הקטין המגזר העסקי במידה ניכרת את החשיפה לפיחות, תוך שימוש במיגוון מכשירים, כגון פירעונות אשראי במט"ח,



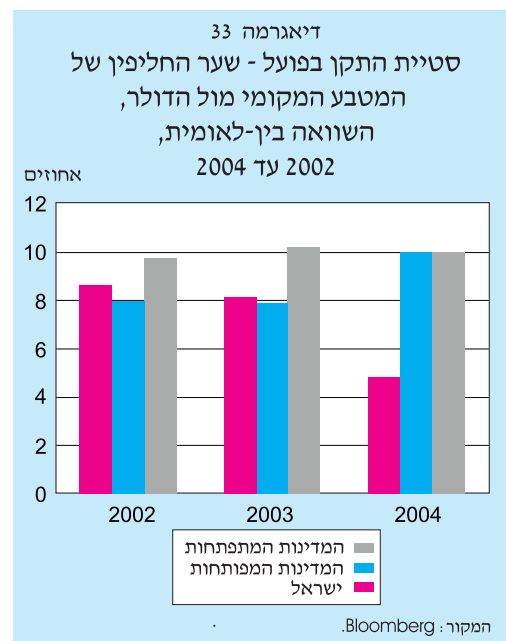
סיכון שער החליפין המשיך לרדת בתחילת המחצית והתייצב ברמת שפל היסטורית.



על רקע הגורמים המקומיים התומכים ביציבות השקל, נע הדולר במרבית התקופה הנסקרת, ובעיקר ברביע האחרון, במגמה מתונה של היחלשות מול המטבעות העיקריים ומטבעות המשקים המתעוררים.



במהלך התקופה הנסקרת התנהלה הפוזיציה השקלית קצרת הטווח של תושבי חוץ ברמות נמוכות יחסית, סביב האפס.



התייצבות סיכון שער החליפין ברמות נמוכות בולטת במיוחד על רקע גורמים מבניים בשוק המט"ח, כגון הגמשת רצועת הניוד והשלמת תהליך הליברליזציה, התומכים בעלייתו והתקרבותו לרמות השורות במדינות מפותחות.

הגדלת הפיקדונות במט"ח ורכישות מט"ח באמצעות עסקאות עתידיות ואופציות (דיאגרמה 29).

תושבי חוץ

במהלך התקופה הנסקרת מכרו תושבי חוץ מט"ח נטו בהיקף של כ-2.1 מיליארדי דולרים, לעומת כ-2.6 מיליארדים במחצית הראשונה. סכום זה הוא תוצאה של התכווצות הפעילות ארוכת הטווח במקביל למעבר מרכישות למכירות מט"ח באמצעות מכשירים קצרים.

ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ, שהתגברו מאוד במחצית הראשונה, הואטו בתקופה הנסקרת, על רקע האטה בהתאוששות הכלכלה העולמית, שהתבטאה בהתמתנות עליות המחירים בשווקים הפיננסיים, ובפרט בשוק המניות בארה"ב. ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ הסתכמו בתקופה הנסקרת בכ-1.3 מיליארדי דולרים, לעומת כ-3.4 מיליארדים במחצית הראשונה. התכווצות הפעילות הארוכה של תושבי חוץ התבטאה הן בהצטמצמות ההשקעות הישירות נטו, שנבעה בחלקה ממימושים של השקעות, והן בירידת היקף הגיוסים של חברות ישראליות בחו"ל. עם זאת, על רקע עליות מחירים בשוק ה-NASDAQ ברביע האחרון, החלה מסתמנת עלייה בהיקף הגיוסים של החברות הישראליות בחו"ל. ההתעוררות בגיוסים של החברות הישראליות בחו"ל משתקפת רק חלקית בנתונים, משום שחלק מהעסקאות שנקשרו ברביע האחרון צפויות להתבצע בתחילת השנה הבאה.

תיבה 4 : ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים

במסגרת הרפורמה במס, שנכנסה לתוקף בינואר 2003, נקבע ששיעורי המס על רווחי הון, הכנסות מדיבידנד, והכנסות מריבית בניירות ערך זרים, שיעורים העומדים כיום על 35 אחוזים, יושו בינואר 2007 לאלה החלים על השקעות בניירות ערך ישראליים. עבור קרנות הפנסיה, קרנות ההשתלמות וקופות הגמל השוואת שיעורי המס משמעותה פטור ממס על רווחים מניירות ערך זרים. מכל מקום, הרפורמה במס אינה נוגעת לחברות הביטוח, הפטורות כיום ממס על רווחים מניירות ערך זרים¹, ולפירמות המשלמות מס אחיד על רווחים מניירות ערך ישראליים וזרים.

במהלך התקופה הנסקרת התגבש תהליך של חקיקה, שהושלם לקראת סוף השנה, להקדמת הרפורמה לינואר 2005. לוח 2 מסכם את שיעורי המס על רווחים מניירות ערך זרים לפני הנהגת הרפורמה ואחריה.

לביטול אפליית המס בין ניירות ערך זרים לניירות ערך ישראליים תיתכנה שתי השפעות סותרות. מחד גיסא, הרווחה של המשקיע הישראלי תגדל ומצבו ישתפר, כי שיעור המס שישלם על השקעות בניירות ערך זרים יפחת; מאידך, גידול הכדאיות היחסית להשקעה בניירות ערך זרים יכול להביא להסטת מקורות משוק ההון הישראלי לחו"ל, ובעקבותיו - לפיחות מהיר של השקל, לירידת שערים בשוק ההון הישראלי ולנטייה של פירמות לגייס הון בחו"ל על רקע קושי שעלול להיווצר בגיוס הון בארץ.

¹ חברות הביטוח פטורות ממס רק בתיק "משתתפות ברווחים" ו"מבטיחות תשואה". בתיק הנוסטרו או בתיק הביטוח הכללי הן משלמות מס חברות וכן מס נוסף החל על גופים פיננסיים.

במחקר שנערך בבנק ישראל נבחן הפוטנציאל של השפעת הרפורמה במס על הרכב תיק הנכסים של הציבור, תוך ניתוח אמפירי של דפוסי ההשקעה המאפיינים את המשקיעים בישראל, ובפרט נטייתם להשקעה בנכסים מקומיים². המחקר התמקד בתיקי ניירות הערך הסחירים של משקי הבית, קרנות הנאמנות והמשקיעים המוסדיים, שבהם צפויה להתבטא ההשפעה העיקרית של הרפורמה. במחקר נמצא שכמו במדינות רבות בעולם, המשקיעים הישראליים מגלים נטייה חזקה להשקיע במניות מקומיות: שיעור ההשקעה במניות המקומיות גבוה בהרבה משיעור ההשקעה האופטימלי הנגזר משיקולי תשואה וסיכון. לעומת זאת לא נמצאה נטייה דומה בהרכב תיק האג"ח של המשקיעים.

לוח 2: שיעורי המס על רווחי ההון, ההכנסות מדיבידנד וההכנסות מריבית בניירות ערך מקומיים וזרים לפני הנהגת הרפורמה ולאחריה (אחוזים)

ניירות ערך מקומיים		ניירות ערך זרים	
רווחי ההון		שיעורי המס לפני הנהגת הרפורמה	
ההכנסות מדיבידנד/ריבית	ההכנסות מדיבידנד/ריבית	רווחי ההון	שיעורי המס לאחר הנהגת הרפורמה
0	0	35	0
0	0	0	0
15	25	35	15
15	15	35	15
10	10	35	15

* משקי בית, וקרנות נאמנות.

ממצאי הניתוח מלמדים כי זרימת ההון לחו"ל, הצפויה בעקבות הרפורמה, מסתכמת בכ-11.5 מיליארדי דולרים, מתוכם כ-10 מיליארדים גידול של ההשקעה באג"ח זרות, והשאר גידול של ההשקעה במניות זרות; זאת, בין השאר, משום שביטול אפליית המס משפיע יותר על הכדאיות היחסית של השקעה באג"ח זרות. עוד עולה מהמחקר, שהרפורמה צפויה להשפיע הרבה יותר (הן במונחים יחסיים והן במונחים כספיים) על המשקיעים המוסדיים, והסיבה העיקרית לכך היא שאפליית המס כיום משמעותית יותר עבור משקיעים אלו.

כיצד הסטת ההשקעות לחוץ לארץ, הצפויה בעקבות הרפורמה במיסוי, עשויה להשפיע על השווקים הפיננסיים ושוק מטבע החוץ?

אחד הגורמים המרכזיים בהתפתחויות הצפויות בשווקים הפיננסיים ובשוק המט"ח בעקבות הרפורמה, הוא קצב ההתאמה של התיק. מניתוח של דפוסי ההשקעה המאפיינים את המשקיעים המקומיים ושל גורמים המשפיעים על הרכב תיק הנכסים שלהם עולים מספר אינדיקטורים, שלפיהם קצב ההתאמה של התיק בעקבות הרפורמה צפוי להיות איטי ומדורג:

² גולן בניטה וחיים לוי, 2004, "פוטנציאל ההשפעה של ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לניירות ערך זרים על הרכב תיק הנכסים של הציבור" סוגיות במטבע חוץ, 2/04.

א. כיוון שהרפורמה במס צפויה להשפיע בעיקר על המשקיעים המוסדיים, להתנהגותם בעקבות הרפורמה צפוי משקל מרכזי בהתפתחות השווקים הפיננסיים ושוק המט"ח. ניסיון העבר מלמד שהמשקיעים המוסדיים פועלים בעקבות שינויים רגולטוריים באופן מדורג ואיטי. דוגמה בולטת לכך היא תהליך התאמת התיק של חברות הביטוח (שכאמור, פטורות ממס על רווחים בניירות ערך זרים) בעקבות הסרת ההגבלה מעל השקעה בנכסים זרים. במקרה זה, התאמת התיק הייתה מדורגת והתפרסה על פני מספר שנים; בין השנים 2001 עד 2003 הגדילו חברות הביטוח את שיעור ההשקעה בניירות ערך זרים ב-11%.

ב. גורם נוסף שעשוי למתן את זרימת ההון לחו"ל בעקבות הרפורמה הוא ההוראה המחייבת את חברות הביטוח וקופות הגמל לפרסם תשואות בתדירות חודשית (ללא ציון סטיית התקן). הוראה זו צפויה לפגוע במניע של המשקיעים המוסדיים לפיזור בין-לאומי של התיק, שכן בהשפעתה ניהול תיק ההשקעות ינבע בחלקו משיקולים קצרי טווח, בעוד שהמניע לפיזור בין-לאומי יסודו בדרך כלל בשיקולים ארוכי טווח. כך, למשל, ייסוף זמני בשער החליפין עלול לעכב את הגדלת שיעור ההשקעה בחו"ל בעקבות הרפורמה, אף אם משיקולים ארוכי הטווח התאמת התיק כדאית.

ג. קצב התאמת התיק יושפע גם מהתפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים. בריחת הון מהירה מהשוק המקומי עשויה להוביל לירידת יתר (over shooting) במחירי ניירות הערך המקומיים, וכתוצאה מכך ההשקעה בהם תהפוך לאטרקטיבית בעיני המשקיעים המקומיים והזרים כאחד - תהליך שעשוי להימשך עד להשגת שיווי משקל חדש. התפתחות כזאת עשויה למתן את קצב ההתאמה המהירה של התיק, שכן מעבר לשיקולים ארוכי הטווח התומכים בפיזור בין-לאומי של התיק, המשקיעים פועלים גם משיקולים קצרי טווח, כגון האטרקטיביות היחסית של מחירי הנכסים.

ד. ניסיון העבר מלמד כי משקי הבית משקיעים בחו"ל בעיקר באמצעות קרנות נאמנות. שלא כמו בעבר, קיימת כיום בשוק ההון רגישות גבוהה לשיווק אגרסיבי של מוצרים פיננסיים, ולפיכך ניתן להעריך כי מהלכי השיווק של קרנות המשקיעות בניירות ערך זרים בעקבות הרפורמה במס יהיו מתונים.

במהלך התקופה הנסקרת התנהלה הפוזיציה השקלית קצרת הטווח של תושבי חוץ ברמות נמוכות יחסית סביב האפס, וזאת לאחר תקופה ארוכה שבה החזיקו תושבי חוץ בפוזיציה קצרת טווח בעד השקל (דיאגרמה 34). סגירת הפוזיציה השקלית של תושבי חוץ התרכזה ברובה ברביע השני, והייתה חלק מתהליך עולמי של מימוש השקעות קצרות טווח במשקים מתעוררים, על רקע העלייה בתשואות של אג"ח בארה"ב. בשנים האחרונות גברה מאוד השפעתה היחסית של הפעילות הקצרה של תושבי חוץ על ההתפתחויות בשוק המט"ח, וב-2003 היא אף הובילה את המגמות בשער החליפין. לכן הייתה להתכווצותה בתקופה הנסקרת תרומה ניכרת להתיצבות השקל.

ה. ההתפתחויות בעולם

הצמיחה העולמית במהלך שנת 2004 צפויה להגיע לשיעור של חמישה אחוזים, השיעור הגבוה ביותר זה שלושה עשורים. אחד הגורמים שתורמו לצמיחה השנה היה גידול הסחר העולמי, שלפי קרן המטבע הבין-לאומית

עמד על 8.8 אחוזים. ואולם, לאחר התרחבות מהירה של הפעילות במהלך שנת 2003 ובמחצית הראשונה של 2004 החל קצב הצמיחה לרדת בהדרגה, בין היתר בגלל מחירי הנפט הגבוהים, שהגיעו לשיא באוקטובר. במחצית השנייה של 2004 הוא הואט, אך נותר גבוה בראייה שנתית.

ארה"ב ממשיכה להוביל את הצמיחה העולמית. קצב הצמיחה של תוצרה צפוי להסתכם ב-2004 ב-4.4 אחוזים, וזאת בהמשך לצמיחה של 3 אחוזים בשנת 2003. ברביע הרביעי של 2004 צפויה צמיחה של 4.0 אחוזים, בהמשך ל-3.7 ברביע השלישי ו-3.3 בשני⁸. עם הגורמים למגמה החיובית בארה"ב נמנים גידול הביקושים המקומיים ועליית הצריכה הפרטית שם. במהלך השנה התקבלו אינדיקציות חיוביות גם משוק העבודה האמריקני: נוסף על גידול מתמשך של מספר המועסקים עלו מספר שעות העבודה השבועיות והשכר לשעת עבודה. דוחות התעסוקה החיוביים וגידול כוח הקנייה של הצרכנים תרמו לעליית הביקושים המקומיים. על המשך ההתרחבות הכלכלית מצביעים גם אינדיקטורים ראשוניים לרביע הרביעי – משוק העבודה ומתחומי ההשקעות והמחירים. שער הנמוך של הדולר והיחלשותו הניכרת במשך השנה סייעו ליצוא האמריקני, אך הגירעון המסחרי בארה"ב עדיין ממשיך לתפוח ולאיים על המשך הצמיחה. במהלך השנה העלה ה-Fed את הריבית באחוז ורבע, לרמה של 2.25 אחוזים.

לוח 3 : נתונים ואומדנים להתפתחויות המקרו-כלכליות במדינות נבחרות, 2004 עד 2006 (אחוזים לשנה)

2006	2005	2004		
3.6	3.3	4.4	ארה"ב	הצמיחה
2.5	1.9	1.8	גוש האירו	
2.3	2.1	4.0	יפן	
8.5	8.0	9.2	סין	
5.5	5.5	6.4	רוסיה	
3.5	3.6	4.5	ברזיל	
1.7	1.8	2.0	ארה"ב	האינפלציה
1.8	1.7	1.9	גוש האירו	
-0.3	-1.3	-2.3	יפן	
4.0	4.0	4.2	סין	
9.5	10.5	11.0	רוסיה	
5.0	6.0	7.3	ברזיל	

המקור: אומדנים ותחזיות מתוך ה-OECD Economic Outlook, אוקטובר 2004.

⁸ כל השיעורים בסעיף זה הם במונחים שנתיים.

בגוש האירו החלה הצמיחה להתבסס בתקופה האחרונה, למרות תחזיות לצמיחה איטית ב-2004. עם זאת, שיעור הצמיחה עדיין נמוך יחסית לשיעור העולמי, והתחזית העדכנית של ה-OECD היא לצמיחה של 1.8 אחוזים במהלך השנה. ברביע השלישי עמד קצב הצמיחה השנתי בגוש האירו על 1.2 אחוזים. עם התרחבות הפעילות הכלכלית באירופה עלתה האינפלציה לשיעור הנמוך מעט מהגבול העליון שקבע הבנק המרכזי, ורמתה הייתה השנה 1.9 אחוזים. את העלויות במדד המחירים לצרכן מובילות העלויות במחירי הנפט ובמסים העקיפים. שיעורי האינפלציה הגבוהים ביותר נרשמו ביוון, בספרד ובפורטוגל. למיתון עלויות המחירים באירופה פועלים, בין השאר, הייסוף המתמשך בשער האירו. הצמיחה באירופה נתמכת על ידי גידול הביקושים העולמיים ושיפור בתפוקת התעשייה, אך אמוץ הצרכנים והיקף המכירות עדיין נמוכים. האבטלה הייתה ונשארה אחת הבעיות המרכזיות באירופה. שיעור האבטלה הצפוי בשנת 2004 הוא 8.8 אחוזים, ומשיעורים גדולים עוד יותר סובלות ספרד, גרמניה וצרפת.

ביפן הואט קצב הצמיחה במהלך השנה, אך נותר ברמה גבוהה של 4.0 אחוזים. התמתנות קצב הצמיחה נובעת מירידה בהיקף היצוא של יפן לעולם, ובפרט לשוק הסיני. גורמים נוספים להתמתנות הצמיחה הם האטה ביצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית היפניים וירידת ההשקעות בנכסים קבועים. עם ההתפתחויות החיוביות שמשאירות את יפן על מסלול הצמיחה נמנים שיפור ברווחיות המגזר העסקי ועלייה בצריכה הפרטית. בשנת 2004 המשיך הבנק המרכזי היפני במדיניות מוניטרית מרחיבה.

בין **המשקים המתעוררים** ראוי לציין את סין, הצומחת במהירות. רוסיה ממשיכה לצמוח בקצב מהיר, הודות לעלייה במחירי הנפט, לגידול הביקושים המקומיים ולהמשך מדיניות פיסקלית מרחיבה. שיעור הצמיחה באמריקה הדרומית צפוי לעמוד בשנת 2004 על יותר מ-4 אחוזים. בברזיל החלה הצמיחה להתפשט בכל המגזרים, וכלכלתה הפכה פחות פגיעה לזעזועים חיצוניים.

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הבאות

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

א.1. התפתחויות צפויות בעולם

הצמיחה בעולם צפויה להימשך בשנים הקרובות, אמנם בקצב מתון מזה של שנת 2004. מחירי הנפט צפויים להמשיך ולהשפיע על הצמיחה. (ראו תיבה 3.) קצב הצמיחה של המשקים המפותחים צפוי להיות 2.9 אחוזים

ב-2005 ו-3.1 אחוזים ב-2006, ושיעור עליית המחירים לצרכן צפוי לעמוד בשנתיים הקרובות על 1.7 אחוזים. המגמה של צמצום האבטלה צפויה להימשך בשנת 2005, ושיעור האבטלה צפוי להגיע לרמה של 6.5 אחוזים. יש חשש כי היחלשות נוספת של הדולר ביחס למטבעות בעולם, לאחר היחלשותו הניכרת השנה, תאט את צמיחת הסחר העולמי, ותפגע במשקים האסייניים, הצומחים כיום במהירות ומושכים את הצמיחה בעולם.

שיעור האינפלציה במשקים המפותחים צפוי להיות בשנתיים הקרובות 1.7 אחוזים. הדולר צפוי להמשיך ולהיחלש, על רקע הגירעון השוטף של ארה"ב. ה-Fed צפוי להעלות את הריבית, ורמתה הצפויה לסוף שנת 2005 היא 3.5 אחוזים. בגוש האירו קצב האינפלציה צפוי לרדת בשנתיים הקרובות - על רקע התחזקות האירו, עודף כושר ייצור ויציבות ברמות השכר. הבנק המרכזי האירופי צפוי להתחיל להעלות את הריבית רק ברביע השלישי של 2005. ביפן צפוי המשך הדיפלציה בשנים הקרובות, ולכן ההערכות הן לאי שינוי הריבית בשנה הקרובה. רק בשנת 2006 צפויה האינפלציה להתקרב לרמה של איזון עם דיפלציה צפויה של 0.3 אחוז.

במשקים המתעוררים צפוי המשך הצמיחה המהירה. סין, המאופיינת לאחרונה בכלכלה מחוממת, צפויה להגמיש במידה מסוימת את שער החליפין שלה ולהמשיך במדיניות מרסנת בשנה הקרובה. ברוסיה שיעור הצמיחה צפוי להתמתן מעט, בגלל התמתנות צפויה ביצוא וגידול מהיר של היבוא, אף כי רוסיה תמשיך ליהנות מעליית מחירי הנפט ושאר מוצרי הגלם. בברזיל, הנהנית לאחרונה מגידול של ההשקעה הפרטית, ושל הצריכה הפרטית, צפוי כי גידול היבוא יהיה מהיר מגידול היצוא, כך שהעודף בחשבון השוטף צפוי להצטמק בשנים 2005 ו-2006.

א.2. המדיניות הפיסקלית

שנת 2005 צפויה להסתיים בגירעון של 3 אחוזי תוצר בתקציב הממשלה, בהתאם ליעד שנקבע בחוק התקציב. זאת ללא ההוצאות התקציביות שיהיו כרוכות בביצוע תכנית ההתנתקות. אמנם תחזית ההכנסות בהצעת התקציב לשנת 2005 שהוגשה לכנסת מוערכת כגבוהה מדי, אך יש בתקציב גם סעיפי הוצאות שאינם צפויים להתבצע במלואם, ועל כן על הממשלה להמשיך ולהקפיד על המשמעת התקציבית ולא להעביר במהלך השנה את הסכומים העודפים לסעיפי הוצאה אחרים.

א.3. הפעילות הריאלית

בשנת 2005 צפוי המשך צמיחה של המשק, אולם בקצב נמוך מזה שנרשם השנה. שיעור הצמיחה של התוצר המקומי צפוי להיות כ-3.5 אחוזים,

לאחר גידול של 4.2 אחוזים השנה, והתוצר העסקי צפוי לגדול בשנת 2005 בשיעור של כ-4.5 אחוזים, לעומת 6 אחוזים בשנת 2004. תחזית זו מבוססת על ההנחות שהריסון הפיסקלי יימשך, וכן תימשך ההתפתחות האיטית בענף הדיור. הרקע להאטת קצב הצמיחה הוא האטה צפויה בקצב הגידול של היצוא ושל הצריכה הפרטית, אשר תקוזז חלקית על ידי האצה בגידול ההשקעות בענפי המשק. חלק מההאצה בצמיחת המשק בשנת 2004 נבע מהיציאה של המשק מהמיתון העמוק ומהרמה הנמוכה של הפעילות. על רקע זה האטה מסוימת בקצבי הגידול של התוצר והביקושים היא צפויה ואף טבעית.

יצוא הסחורות של המשק (ללא יהלומים) צפוי לצמוח בשנת 2005 בשיעור של כ-9 אחוזים, לאחר גידול של 16 אחוזים השנה. הגורם העיקרי להאטת קצב גידולו של היצוא בשנת 2005 הוא האטה צפויה בקצב הצמיחה של הסחר העולמי - מ-8.8 אחוזים ב-2004 ל-7.2 אחוזים. גורם נוסף שייתכן כי יפעל להאטת קצב הצמיחה של היצוא הוא ייסוף ריאלי, שצפוי להתרחש לאחר הפיחות הריאלי של השנתיים האחרונות. תוצאה זו מאפיינת תקופות צמיחה כלכלית, שבהן עולים הביקושים המקומיים, ולכן עולים מחירי התוצר המקומי, וכן גדלות תנועות ההון האוטונומיות אל המשק. ההאטה הצפויה בצריכה הפרטית בשנת 2005 נובעת מהאטה מסוימת הצפויה בגידול ההכנסה הפנויה. לעומת זאת בשנת 2005 צפוי גידול של ההשקעות בענפי המשק, על רקע התבססות הצמיחה הכלכלית והפיגור של ההשקעה אחרי תפניות במחזורי העסקים.

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

על פי תחזית הבנק לגבי הפעילות ארוכת הטווח בשוק המט"ח צפוי בשנת 2005 עודף קטן של היצע ארוך טווח למשק, המשקף יציבות עם נטייה לייסוף השקל. תחזית זו מתבססת, בין השאר, על הערכות של גורמים מהמגזר העסקי לגבי המשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק הישראלי בהיקפים דומים לאלו שהיו בשנת 2004.

יבוא ההון ארוך הטווח של תושבי חוץ צפוי להתקזז בחלקו על ידי יצוא הון ארוך טווח של תושבי ישראל, בעיקר של המשקיעים המוסדיים; אלה צפויים להגדיל את השקעותיהם בחו"ל בעקבות ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראלים לזרים (תיבה 4), וכחלק ממגמה ארוכת טווח של התאמת תיק הנכסים. עם זאת, תהליך התאמת התיקים כתוצאה מביטול אפליית המס צפוי להיות מדורג ולהתפרס על פני תקופה ארוכה. הערכה זו מבוססת, בין השאר, על ההנחה כי המשקיעים המקומיים לא ישנו את דפוסי ההשקעה שלהם בעקבות הרפורמה. עם זאת ייתכן שהרפורמה

תהווה זרז לשינוי בדפוס ההשקעה של המשקיעים המקומיים כך ששנתיים הטבעית להשקעה מקומית תפחת, דבר שעלול להעצים את השפעת הרפורמה במס על יצוא ההון.

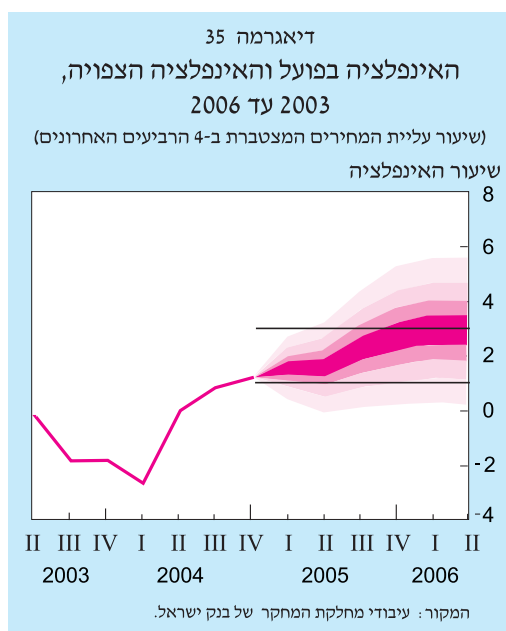
אשר לפעילות קצרת הטווח – הכוחות המקומיים המשפיעים על תנועות ההון קצרות הטווח צפויים להיחלש ביחס לשנת 2004. הערכה זו מתבססת על מספר אינדיקטורים: סיכון שער החליפין נע ברמות נמוכות, וההשפעה של ההתפתחויות הגיאוגרפיות על תנועות ההון הקצרות נחלשה יחסית לשנים קודמות. כנגד זאת, תנועות ההון הקצרות ימשיכו להיות מושפעות מהסביבה העולמית הפיננסית, ובעיקר מההתפתחויות בשערי החליפין הצולבים של גושי המטבע העיקריים ומהנטייה של גופים פיננסיים בין-לאומיים להשקיע במשקים מתעוררים.

התייבותו של סיכון שער החליפין על רמה נמוכה בולטת על רקע השינויים המבניים בשוק המט"ח, התומכים בעלייתו של סיכון זה. לפי ניתוח מכלול הגורמים המקומיים המשפיעים על סיכון שער החליפין ניתן להעריך כי ההתפתחויות המקומיות הצפויות בשנת 2005 אינן תומכות בשינוי מהותי בו. כן מראה הניסיון משנת 2004 כי חוסר היציבות המאפיין את שערי החליפין של המטבעות העיקריים מתבטא רק חלקית בסיכון שער החליפין של השקל.

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכונים האינפלציה

ב.1. הערכות האינפלציה העתידית

שיעור האינפלציה בשנת 2004 הסתכם ב-1.2 אחוזים, וזאת לאחר ירידת מחירים של 1.9 אחוזים בשנת 2003. על אף עליית קצב האינפלציה לתחום יעד יציבות המחירים, שיעור האינפלציה בשנת 2004 היה נמוך הן מהציפיות הנגזרות משוק ההון ומהתחזיות השונות והן מזה הנגזר מסימולציות שנערכו בבנק ישראל בסוף שנת 2003 ובמחצית הראשונה של 2004 באמצעות מודלים אקונומטריים. זאת אף על פי שבנק ישראל הפחית את הריבית בשיעור משמעותי במצטבר - ומה עוד שבבסיס ההערכות של הגורמים השונים ובסימולציות של בנק ישראל הונח כי הריבית תישאר בעינה, תופחת בשיעור מתון יותר, או אולי אף תועלה ברביע האחרון של השנה. סיבה מרכזית לפער בין תחזיות האינפלציה להתפתחותה בפועל הייתה הערכה שלא התממשה בדבר פיחות הדולר, אשר עוצמת השפעתו על האינפלציה בישראל כאמור גבוהה. הערכה זו התבססה על הנחה כי יצוא ההון לטווח הקצר, תוצאת ציפיות להצטמצמות פער הריביות עם ארה"ב, יהיה גדול מיבוא ההון לטווח הארוך, תוצאת הצמיחה העולמית והיציבות הפיננסית בישראל, שהביא לייסוף. מעבר לכך, המודלים נאמדו,



תחומי הערכים של האינפלציה העתידית סביב התחזית הנקודתית מצוינים בגווניו של אדום. עוצמת הצבע הולכת ונחלשת ככל שערך האינפלציה מתרחק מערך התחזית הנקודתית. התחזית לשנים 2005 ו-2006 בהינתן תוואי ריבית עולה ושער חליפין ללא שינוי.

כאמור, על סמך נתוני העבר, ועל כן לא תפסו במידה מספקת את הירידה של סביבת האינפלציה והתגברות האמינות של המדיניות המוניטרית.

האינפלציה בשנת 2005 צפויה לעלות לתחום שבין 1 ל-2.5 אחוזים; כך עולה מהערכות האינפלציה לפי שוק ההון לשנה, מהערכות החזאים ומסקר החברות של בנק ישראל. מרבית ההערכות מתבססות על ציפיות לפיחות נומינלי של 3.5 אחוזים בשער השקל, בממוצע (לצד הערכות שייתכן כי ייווצר ייסוף ריאלי בשנה הבאה, כפי שצוין לעיל). ההערכות השונות מתבססות גם על ההנחה כי המדיניות הפיסקלית תחתור להשגת היעדים שנקבעו וכי ריבית בנק ישראל תועלה בכנקודות אחוז החל מהרביע השני של שנת 2005.

הערכות האינפלציה ל-2005 (אחוזים)

היעד	שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר החברות
2	1	2	2.1
3-1		2.5-1.7	

הפחתות הריבית המצטברות במהלך השנתיים האחרונות והריבית הריאלית לטווח קצר, הנמוכה משמעותית מהריבית שצפויה לשרור במשך בעת צמיחה בת קיימא, צפויות לפעול לעליית האינפלציה במהלך שנת 2005. על פי הערכות בנק ישראל, אם שער החליפין לא ישתנה, והריבית המוניטרית תישאר ברמתה הנוכחית, יש הסתברות גבוהה כי האינפלציה תחרוג מהגבול העליון של יעד האינפלציה. עמידה ביעד האינפלציה צפויה אפוא לדרוש העלאת ריבית שמינונה תלוי, בין היתר, בשיעורי העלאות הריבית בחו"ל, במצב הריאלי והפיסקלי ובגורמים נוספים שתוארו לעיל (דיאגרמה 35).

2.ב. מאזן סיכוני האינפלציה

גורם הסיכון המרכזי המאיים על המחירים בשנת 2005 הוא שער החליפין. התפתחותו, שאותה קשה לחזות, עלולה ליצור לחצי מחירים כלפי מעלה, אולם אפשרי גם מצב הפוך, שבו יימשך הייסוף אשר נרשם במחצית השנה הנסקרת וייצור כוחות חזקים שילחצו על המחירים כלפי מטה. כן ייתכן כי עקב הציפיות להמשך העלאת הריבית בארה"ב וצמצום פער הריביות עם ישראל, שעד כה לא הביא לקיזוז הכוחות שפעלו לייסוף השקל, יוסטו תנועות ההון אל מחוץ למשק ויביאו לפיחות בשער החליפין. ביציאת הון יתמוך גם ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים (בינואר 2005), שיגדיל את הכדאיות היחסית של השקעה בנכסים זרים.

כנגד זאת, מאחר שהתפתחות שער השקל לעומת הדולר תלויה מאוד בהתפתחויות בשערי החליפין הצולבים של האירו והדולר, היחלשות שער הדולר בעולם, שצפויה להימשך, עשויה להמשיך לפעול לייסוף השקל. באותו כיוון יכולה לפעול גם הצמיחה הצפויה במדינות המפותחות, ובפרט בארה"ב, בהגבירה את הסיכוי להתעוררות שוקי ההנפקות: גיוסי ההון של חברות ישראליות בחו"ל והתגברות זרם ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל עשויים להתבטא ביבוא הון, וכך ללחוץ לייסוף השקל. זאת גם על רקע השיפור במצב הפוליטי והנטייה הגוברת של גופים פיננסיים בין-לאומיים להשקיע במשקים מתעוררים.

נוסף על התפתחויות שער החליפין, שעשויות, כאמור, להשפיע על האינפלציה לשני הכיוונים, פועלים גורמים העלולים להביא להאצת האינפלציה, למרות סביבתה הנמוכה היום:

1. הצמיחה במשק, שצפויה להימשך בשנת 2005, עשויה להחליש את הלחץ לירידת מחירים הנובע מפער התוצר, ואולי אף להביא לעליית קצב האינפלציה.

2. מתרבים הסימנים להמשך עלייתו של השכר הריאלי, לא רק בענפי הטכנולוגיה העילית, המושפעים בעיקר מהמצב העולמי, אלא גם במגזרים המושפעים פחות מהתחרות; לעליית שכר ריאלי מעבר לעליית הפיריון השפעה ישירה לעליית המחירים.

3. לחצים להרחבת הגירעון שייתכנו עקב הרכבת הקואליציה החדשה, וביצוע תכנית ההתנתקות, הכרוכה בהוצאות תקציביות, שלא נכללו עד עתה בתקציב לשנת 2005. השנה נשמרה, כאמור, מסגרת התקציב, והגירעון ירד משמעותית ביחס לאשתקד; מן ההכרח להמשיך לפעול בכיוון זה ולבלום לחצים להגדלת הגירעון. היציבות הפיסקלית חשובה לשמירה על אמינותה של המדיניות, המשפיעה הן על יציבות הסביבה הפיננסית - ולכן על האפשרות לשמור על יציבות מחירים - והן על היכולת של בנק ישראל לנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה.

בנק ישראל ימשיך להעריך באופן שוטף את ההתפתחויות השונות ולהתאים את הריבית במינון הנדרש, להערכתו, לעמידה ביעד האינפלציה.

ההודעות לעיתונות על התכנית המוניטרית, יולי 2004 – ינואר 2005

תוכנית מוניטרית לחודש יולי 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניטרית לחודש יולי 2004, כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמה של 4.1 אחוזים. זאת, לאחר שריבית זו הופחתה בשיעור מצטבר של 5 אחוזים, החל מסוף שנת 2002 ועד חודש אפריל 2004.

בבנק ישראל מסבירים, כי ההחלטה שלא לשנות את הריבית, זה החודש השלישי ברציפות, מתבססת על כך שהאינפלציה לתקופה של שנה ושנתיים קדימה צפויה להתפתח על-פי תוואי עקבי עם יעד יציבות המחירים – 1 עד 3 אחוזים לשנה. כך, הציפיות לאינפלציה – הנגזרות משוק ההון – והתחזיות השונות של חזאים פרטיים, ל-12 חודשים קדימה, נמצאות כעת סביב שיעור של 2 אחוזים.

בנוסף להתפתחותה הצפויה של האינפלציה בעתיד, העקבית עם יעד יציבות המחירים, ההתפתחויות בשוקי ההון – ובפרט בשוק איגרות החוב הממשלתיות ובשוק מטבע חוץ – תומכות בהחלטה שלא לשנות את הריבית בחודש יולי.

כך, בשוק איגרות החוב הממשלתיות נעצרה מגמת העלייה בתשואות שנרשמה מאז תחילת השנה – ואף חלה בהן ירידה קלה מתחילת חודש יוני. התפתחות זאת – המוסברת בסיכויים ההולכים וגוברים שהממשלה תעמוד השנה ביעד הגירעון של 4 אחוזי תוצר ובגיוס ההון העודף שביצעה הממשלה במחציתה הראשונה – הביאה גם לעצירה בהתרחבות, שהתרחשה במקביל, בפער בין התשואה על איגרות החוב הממשלתיות לבין ריבית בנק ישראל. כזכור, התרחבות זאת אינה עקבית לאורך זמן עם שמירה על יציבות מחירים.

לגבי שוק מטבע חוץ, נראה כי שוררת בו רגיעה וההתפתחויות בו – בעיקר, התחזקות מסוימת של השקל ותנודותיו המתונות יחסית לאחרונה – קשורות בעיקר בגורמים חיצוניים ולא ניכר כי התנהגותו מצביעה על נטיה לכיוון כלשהו. זאת, למרות ההתרחשויות האחרונות בזירה הפוליטית.

בבנק ישראל מציינים, כי ההחלטה שלא לשנות את הריבית גם בחודש יולי 2004 פירושה המשך הימצאותה של הריבית הריאלית לטווח קצר ברמה נמוכה במיוחד של כ-2.2 אחוזים. מדיניות זו נועדה להמשיך ולתמוך בהתאוששות בפעילות הכלכלית במשק. זאת, כל עוד בנק ישראל מעריך שהדבר עקבי עם יציבות המחירים – שהיא מרכיב חיוני בתנאים ליצירת צמיחה מתמשכת.

בבנק ישראל מדגישים, כי חשוב שהממשלה תמשיך לשמר את אמינות מדיניותה המקרו-כלכלית ובמרכזה – יעדי התקציב הרב-שנתיים שעליהם החליטה, תתמיד בביצוען של רפורמות מבניות, כגון הרפורמות בשוק העבודה, בשירותי המגזר הציבורי, ברשות הנמלים ובשוקים הפיננסיים, וכן תשקוד על ביצוע מואץ של תכנית ההשקעות בתשתית. קבלת ההחלטות הנדרשות בדיוני התקציב לשנת 2005, הצפויים להתחיל בחודש יולי הקרוב, תהיה משמעותית להערכה עד כמה מסלול הצמיחה, עליו נמצא עתה המשק, יהיה בר-קיימא.

עוד נמסר מבנק ישראל, כי הפערים בין ריבית בנק ישראל לריביות של בנקים מרכזים אחרים – הקיימים והצפויים – ממשיכים להצטמצם, וכי ריבית בנק ישראל ממשיכה להיות נמוכה מהריביות של הבנקים המרכזיים של מספר מדינות מפותחות, כמו אנגליה, אוסטרליה וניו-זילנד. מגמה זו תומכת ביצוא ההון לטווח קצר מהמשק הישראלי ושיווי המשקל בשוק מטבע החוץ נשמר, לפי שעה, ע"י יבוא הון לטווח ארוך המלווה את תהליך הצמיחה.

תוכנית מוניטרית לחודש אוגוסט 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניטרית לחודש אוגוסט 2004, כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמה של 4.1 אחוזים, לאחר שהופחתה בשיעור מצטבר של 5 נקודות אחוז, החל מסוף שנת 2002 ועד אפריל 2004.

בבנק ישראל מסבירים, כי ההחלטה שלא לשנות את הריבית, זה החודש הרביעי ברציפות, מתבססת על כך שההערכות לגבי התפתחות האינפלציה לתקופה של שנה ושנתיים קדימה – עפ"י הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון והתחזיות השונות של חזאים פרטיים – עקבית עם יעד יציבות המחירים – 1% עד 3% לשנה. בנוסף להתפתחות הצפויה של האינפלציה בעתיד – העקבית, כאמור, עם יעד יציבות המחירים – ההחלטה שלא לשנות את הריבית התקבלה על רקע היציבות הפיננסית, מצד אחד, והמשך הגידול בפעילות הריאלית, מהצד האחר.

המשך היציבות הפיננסית במשק הישראלי מוצא את ביטויו במספר שווקים. בשוק מט"ח שוררת יציבות כאשר ייצוא ההון נטו לזמן קצר מקזז את ייבוא ההון נטו לזמן ארוך, שער החליפין ממשיך להתנהל ללא תנודות גדולות וללא מגמה, סיכון שער החליפין ממשיך לרדת ומרווחי המסחר נותרו נמוכים לאחר ירידה מסוימת בהם. בשוק אג"ח ניכרת יציבות יחסית בתשואות ואף ירידה מסוימת בחלק מהן, זה החודש השלישי ברציפות, לאחר שאלה היו במגמת עלייה בחודשים הראשונים של השנה. התשואות בשוק המק"מ, בעיקר לשנה, מצויות גם החודש במגמת ירידה, ככל הנראה, על רקע הערכת הפעילים בשוק ההון – כמו גם של חזאים פרטיים – כי אם תתרחש עלייה בתשואות הנומינליות לטווח קצר, היא לא צפויה בעתיד הקרוב. זאת, למרות שתהליך העלייה בריבית בארה"ב כבר החל והוא צפוי להימשך. לבסוף ראוי לציין בהקשר זה, כי הריביות הנומינליות והריאליות קצרות הטווח מצויות ברמות נמוכות ויציבות יחסית. כך, הריבית הריאלית לטווח קצר נמצאת מאז חודש אפריל ברמה נמוכה במיוחד סביב 2.5%. רמות אלה, לצד ההתרחבות בפעילות המשקית, עומדות ברקע לעלייה באמצעי התשלום, המשקפת את תרומתה של מדיניות הריבית המרחיבה – כל עוד הדבר עקבי, עפ"י הערכת בנק ישראל, עם יציבות המחירים – לפעילות הריאלית של המשק.

ההתאוששות בפעילות הריאלית נמשכת, אם כי בקצב מתון מזה שאיפין את הרביע הראשון של השנה – כפי שניתן היה לצפות. עם זאת, ההתאוששות בפעילות מתרחבת למרבית הענפים במשק, תוך גידול במספר מחפשי העבודה ובמספר המועסקים.

בבנק ישראל מציינים, כי חשוב שבמסגרת דיוני התקציב לשנת 2005, תמשיך הממשלה לדבוק ביעדי התקציב הרב-שנתיים שעליהם החליטה – שיעור גירעון בתוצר שיערד ל-3% והוצאות ממשלה שלא תעלנה ביותר מאשר ב-1%. עמידה ביעדים אלה, יחד עם ההערכה כי הממשלה תעמוד ביעדי התקציב ל-2004 ושיעור הגרעון בתוצר יהיה כ-4% – עשויה להתבטא בחזרה לתואי יורד של נטל החוב בתוצר החל מ-2005. המשכה של מדיניות זו – יחד עם המשך בביצוען של הרפורמות בשוק העבודה, רפורמות מבניות בענפי התשתית ובשוק ההון וקידום מואץ של תכנית ההשקעות בתשתית – ישמר, ואף יחזק, את אמינות מדיניותה המקרו-כלכלית של הממשלה ויגביר את הסיכויים שהצמיחה במשק תעלה על מסלול מתמשך.

תוכנית מוניטרית לחודש ספטמבר 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניטרית לחודש ספטמבר 2004, כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמה של 4.1 אחוזים, לאחר שהופחתה בשיעור מצטבר של 5 נקודות אחוז, החל מסוף שנת 2002 ועד אפריל 2004.

בבנק ישראל מסבירים, כי ההחלטה לא לשנות את הריבית, זה החודש החמישי ברציפות, מתבססת על כך שההערכות לגבי התפתחות האינפלציה לתקופה של שנה ושנתיים קדימה – עפ"י הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון

והתחזיות השונות של חזאים פרטיים – עקביות עם יעד יציבות המחירים – 1% עד 3% לשנה. זאת, גם לאחר עלייה מסוימת בהן בחודש האחרון. המשך היציבות והרגיעה בשווקים הפיננסיים, יחד עם אישור התקציב ל-2005 בממשלה באופן שמאשר את האסטרטגיה התקציבית שנקבעה אשתקד, והמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית מהווים רקע להחלטה לא לשנות את הריבית גם בחודש ספטמבר.

עוד מסבירים בבנק ישראל, כי בהקשר להמשך היציבות בשווקים הפיננסיים ראוי לציין בעיקר את שוקי המט"ח, אגה"ח הממשלתיות והמק"מ. כך, הרגיעה הנמשכת בשוק מט"ח מתבטאת בעיקר בנפחי מסחר מצומצמים יחסית, מפעילות הטרוגנית במסחר – קרי, קיומם של מספר רב של תנועות הנובעות מביקושים למט"ח מצד אחד, ומהיצעים של מט"ח מהצד האחר, על רקע צרכים וציפיות שונות, המקזזים במידה רבה את אלה. כתוצאה מכך, ייצוא ההון מקזז את ייבוא ההון ושער החליפין ממשיך להתנהל ללא תנודות גדולות וללא מגמה, תוך מרווחי מסחר שנותרו נמוכים. התנהגות זו של שוק מט"ח ראוי לציון במיוחד לאור המשך הצמצום בפער הריבית בין השקל לדולר והתרחבות בפער (השלילי) בין השקל ללירה סטרלינג. בשוק אגה"ח הממשלתיות – הן האגרות הנומינליות (מסוג "שחר") והן הריאליות (מסוג "גליל") – ניכרת יציבות יחסית בתשואות, זה החודש הרביעי ברציפות, לאחר שאלה היו במגמת עלייה בארבעת החודשים הראשונים של השנה. התשואות בשוק המק"מ משקפות הערכה של הפעילים בשוק – כמו גם של חזאים פרטיים – כי העלאת הריבית השיקלית הצפויה על-ידם תהיה מאוחרת יותר, יחסית לציפיותיהם בחודשים שקדמו.

מחויבותה של הממשלה לאסטרטגיה התקציבית שקבעה אשתקד באה לידי ביטוי באישורה את התקציב לשנת 2005 על בסיס יעדי התקציב עד סוף העשור – גירעון שלא יעלה על 3 אחוזי תוצר והוצאה ממשלתית שלא תגדל ביותר מאחוז לשנה ריאלית – מהווה בסיס חיוני להמשך הפעילות הכלכלית של המשק ולהעלאתו על פסים של צמיחה מתמשכת. כמו כן, ביצוע התקציב לשנת 2004 עקבי עם יעדי התקציב שנקבעו לגביה. חשוב עתה, כי אישור התקציב ל-2005 ע"י הכנסת ייעשה באופן עקבי עם אסטרטגיה תקציבית זאת של הממשלה. המשך המדיניות בדרך זו תוביל בסופו של דבר לירידה במשקל החוב הממשלתי בתוצר ולירידה בשיעורי הריבית לטווח ארוך, ותאפשר שמירה על ריביות נמוכות יותר לטווח קצר. בכך תיווצר התשתית לצמיחה באמצעות המגזר הפרטי, תוך שמירה על היציבות הפיננסית של המשק.

ההתאוששות בפעילות הריאלית נמשכת וזאת, תוך ירידה במשקל ההוצאה הממשלתית בתוצר וגידול בתוצר העסקי – אשר הגיע לקצב של כ-5 אחוזים בארבעת הרבעונים האחרונים. בבנק ישראל מציינים, כי על מנת להבטיח צמיחה מתמשכת חייבת לבוא תפנית חיובית גם בהשקעות בענפי המשק. לשם כך, נדרש המשך מדיניות מקרו-כלכלית – ריבית ותקציבית – אשר תמשיך לפנות מקורות לפעילות המגזר הפרטי ותתמוך בקיומן של ריביות ריאליות נמוכות יחסית לכל הטווחים.

תוכנית מוניטרית לחודש אוקטובר 2004

מבנק ישראל נמסר, כי במסגרת תוכניתו המוניטרית לחודש אוקטובר 2004 תישאר ריבית בנק ישראל ברמה של 4.1 אחוזים, זה החודש השישי ברציפות.

בבנק ישראל מסבירים, כי ההחלטה לא לשנות את הריבית לחודש הקרוב מתבססת על ההערכות לגבי התפתחות האינפלציה לתקופה של שנה ושנתיים קדימה – עפ"י הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון והתחזיות השונות של חזאים פרטיים – הנמצאות מזה תקופה ארוכה בתחום יעד יציבות המחירים – 1% עד 3% לשנה. זאת, על רקע המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הצפי להמשך האסטרטגיה התקציבית שמתנהלת ב-2004 – לאחר אישור התקציב ל-2005 בממשלה – וההתאוששות בפעילות הריאלית.

בבנק ישראל מציינים, כי ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים בששת החודשים האחרונים עקביות עם התייבשות של ריבית בנק ישראל ברמה של 4.1 אחוזים במשך תקופה זו – לאחר שהופחתה בעקביות, מדי חודש, בשיעור מצטבר של 5 נקודות אחוז החל מסוף שנת 2002 ועד אפריל 2004.

כך, בששת החודשים האחרונים נמשכת היציבות בשוק מט"ח - המתבטאת בעיקר בהתפתחותו של שער החליפין המאופיינת בהיעדר תנודות גדולות ומגמה כלשהי ובמרווחי מסחר נמוכים. זאת, על רקע המשך תהליך הצמצום בפער הריבית – במיוחד בין השקל לדולר, זה שהיה וזה הצפוי. גם בשוקי איגרות החוב הממשלתיות והמק"מ נמשכת הרגיעה במחצית השנה האחרונה. כך, תשואות איגרות החוב הממשלתיות הנומינליות (מסוג "שחר") והצמודות למדד (מסוג "גליל") יציבות - לאחר שאלה היו במגמת עלייה בארבעת החודשים הראשונים של השנה. בשוק המק"מ, נשמרת בתקופה זו רמת התשואה ל-3 חודשים - בשיעור קרוב לזה של ריבית בנק ישראל - בעוד שהתשואה לשנה ירדה בכחצי נקודת אחוז בששת החודשים האחרונים. לפיכך, התשואות בשוק המק"מ משקפות ציפיות של המשקיעים – כמו גם של חזאים פרטיים – להמשך היציבות בריבית עוד תקופה מסוימת ולעלייה בה במועד מאוחר יותר.

על פי הערכות בנק ישראל, ביצוע התקציב לשנת 2004 ממשיך להיות עקבי עם יעדי התקציב שנקבעו. חשוב עתה שהכנסת תאשר את הצעת התקציב ל-2005, כפי שהממשלה החליטה עליו. תקציב זה מבטא אסטרטגיה תקציבית - על בסיס יעדי התקציב עד סוף העשור, לפיהם הגירעון לא יעלה על 3 אחוזי תוצר וההוצאה הממשלתית לא תגדל ביותר מאחוז לשנה במונחים ריאליים – מדיניות שתוביל לירידה בנטל החוב הממשלתי ובתשלומי הריבית בגינו. זו תשתית חיונית לירידת הריבית לטווח ארוך, ולהעלאת המשק על פסים של צמיחה מתמשכת – המובלת ע"י המגזר העסקי.

ההתאוששות בפעילות הריאלית נמשכת, תוך ירידה במשקל ההוצאה הממשלתית בתוצר וגידול נאה בתוצר העסקי. זאת, יחד עם גידול במספר המועסקים, בשיעור התעסוקה ובשיעורי ההשתתפות בשוק העבודה – אשר הובילו לעצירה במגמת העלייה בשיעור האבטלה. זאת, במקביל לכך שמאזן התשלומים קרוב לאיזון. בבנק ישראל מציינים, כי חשוב שהממשלה תתמיד ברפורמות המבניות החשובות – בנמלים, בשווקים הפיננסיים, בשוק העבודה, בשירותים הציבוריים – כגון ברשויות המקומיות. אלה, יחד עם המשך המדיניות המקרו-כלכלית - ריבית ותקציבית, תוך ניהול נמרץ של השקעות בתשתית – ימשיכו לפנות מקורות לפעילות המגזר הפרטי ויסייעו ליצירת תפנית חיובית בהשקעות שענפי המשק ובכך, יבטיחו את התנאים לצמיחה מתמשכת.

בבנק ישראל מציינים, כי תהליך הפחתת הריבית, עד להתכנסותה ברמתה הנוכחית במחצית השנה האחרונה – מתבטא, בין היתר, ברמת ריבית ריאלית נמוכה, בעיקר לטווח קצר, ובגידול בכמות הכסף. מדיניות ריבית זו מהווה תמיכה חשובה בהמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית המתבססת על יציבות מחירים בפרט, ועל יציבות פיננסית בכלל.

תוכנית מוניטרית לחודש נובמבר 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניטרית לחודש נובמבר 2004, כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמה של 4.1 אחוזים, זה החודש השביעי ברציפות.

בבנק ישראל מסבירים, כי ההחלטה לא לשנות את הריבית לחודש הקרוב מתבססת על ההערכות לגבי התפתחות האינפלציה לתקופה של שנה ושנתיים קדימה – עפ"י הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון והתחזיות השונות של חזאים פרטיים – הנמצאות מזה תקופה ארוכה בתחום יעד יציבות המחירים, 1% עד 3% לשנה, ובחודשים האחרונים סביב אמצע תחום זה.

בבנק ישראל מציינים, כי היציבות בשווקים הפיננסיים בחודשים האחרונים תומכת ביכולת של מדיניות בנק ישראל לשמר את יציבות המחירים ברמת הריבית הנוכחית. כך, נמשכת היציבות בשוק מט"ח - המתבטאת בעיקר במרווחי מסחר נמוכים ובהתפתחות נטולת מגמה ותנודות גדולות של שער החליפין – ומראשית השנה פחת השקל מול הדולר, האירו והסל בשיעורים מתונים של בין 1 ל-1.5 אחוזים. זאת, על רקע המשך תהליך הצמצום בפער הריבית – במיוחד בין השקל לדולר. גם בשוקי איגרות החוב הממשלתיות והמק"מ נמשכת הרגיעה במחצית השנה האחרונה, המתבטאת בעיקר ביציבות בתשואות, תוך נטייה לירידה הדרגתית בהן.

עם זאת, מדגישים בבנק ישראל, קיימות מספר התפתחויות, אשר עלולות, ללא שינוי בנסיבות, להשפיע על התנהגות השווקים הפיננסיים ועל התפתחות האינפלציה העתידית ולחייב שינוי במדיניות הריבית הנוכחית על מנת להמשיך ולשמור על יציבות המחירים – כמחויב עפ"י היעד.

ראשית, חיוני שהכנסת תאשר ללא דיחוי את הצעת התקציב ל-2005, על פי המתכונת שאישרה הממשלה – ובכלל זה, יעדי הגירעון וההוצאות. זאת, על מנת לסלק בהקדם את אי הודאות בתחום זה, הנובעת מאי הודאות הפוליטית הקיימת. שמירה על יעדי הגירעון וההוצאות היא תנאי לעצירת מגמת הגידול בנטל החוב הממשלתי וליכולת לקיים שערי ריבית קרובים למקובל בעולם, הדרושים כדי לתמוך בצמיחה במשק. כמו כן, חשוב שתהליך אישור התקציב בכנסת יעשה בצורה שקופה וברורה, תוך הצגת תמונה תקציבית כוללת. הרפייה במשמעת התקציבית שהממשלה מקפידה עליה ושמגולמת בהצעתה לתקציב ל-2005 תעבי על האפשרות להמשיך ולשמור בעתיד על יציבות המחירים בשערי הריבית הנוכחיים – הקצרים והארוכים. שנית, התממשותן של ההערכות בשווקים הפיננסיים – ובכלל זה, התחזיות של הגורמים המקצועיים – כי תהליך העלאת הריבית בארה"ב יימשך, ועמו תהליך הצמצום בפערי הריבית בין השקל לדולר, מגדילות את ההסתברות, כי כל שינוי עתידי בריבית השקלית הנוכחית, כאשר יהיה, ייטה כלפי מעלה. כדי להמשיך ולחתור לשמירת יציבות המחירים. שלישית, ההערכות בעולם להמשך העלייה במחירי הדלק – אשר לא השפיעו עד כה על התפתחות המחירים בישראל – מטילות מידה מסוימת של אי ודאות על התפתחות המחירים המקומיים ועלולה להשליך על האפשרות שהדבר יחייב קיומה של רמת ריבית שקלית גבוהה יותר מהנהוגה היום.

בבנק ישראל מציינים, כי מדיניות הריבית הנוכחית תומכת בהמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית המתבססת על יציבות מחירים בפרט, ועל יציבות פיננסית בכלל. זאת, על רקע רמת ריבית ריאלית נמוכה יחסית לזו שהייתה נהוגה בעבר, בעיקר לטווח קצר, והמשך גידול בכמות הכסף – אשר אינו משליך על יציבות המחירים.

תוכנית מוניטרית לחודש דצמבר 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניטרית, כי ריבית בנק ישראל לחודש דצמבר 2004 תרד ב-0.2 נקודות אחוז ותקבע ברמה של 3.9 אחוזים. בבנק ישראל מסבירים, כי ההחלטה להפחית את הריבית לחודש הקרוב מתבססת על הערכת הבנק, כי ההתפתחויות המצטברות במשק בחודשים האחרונים, מצביעות על האפשרות להמשיך ולשמור על יציבות המחירים בריבית נמוכה יותר מזו שהונהגה עד כה. זאת, בהתאם למדיניות בנק ישראל לתמוך בהמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית ע"י שמירה על יציבות המחירים, ובכך לתרום ליציבות הפיננסית, בריבית הנומינלית הקצרה הנמוכה ביותר האפשרית.

בבנק ישראל מדגישים, כי נראה שמספר התפתחויות אשר הצטברו בחודשים האחרונים, מאז הורדת ריבית בנק ישראל לראשונה ל-4.1 אחוזים, מצביע על סיכוי, כי המשק הישראלי נמצא היום במצב שבו ניתן לשמר את יציבות המחירים, בריבית נמוכה יותר:

תחום האינפלציה: במקביל להימצאותן, כבר מספר חודשים, של הערכות האינפלציה ל-12 חודשים – עפ"י הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון והתחזיות השונות של חזאים פרטיים – במרכז יעד יציבות המחירים, מדדי המחירים לצרכן המתפרסמים בחודשים האחרונים מצביעים על עליות מחירים חודשיות קרובות לאפס. יתרה מכך, מצב זה עשוי להימשך בחודשים הבאים, עפ"י חזאים. נראה, אם כן, כי במבט של שנה קדימה, מתגבשת תמונה לפיה, עליות המחירים החזויות צפויות אמנם להתרחש, אך לא בעתיד הקרוב.

בהקשר להתפתחות המחירים ראוי לציין עוד, כי ההתאוששות בפעילות הריאלית נמשכת, אולם קצב ההתאוששות האיטי יותר כעת, טומן בחובו לחצים חלשים יותר על המחירים.

גם ההתפתחות של תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור מצביעה על היעדר חששות מצד הציבור לאפשרות של עליית מחירים מתמשכת והדבר מתבטא בירידה מתמשכת במשקל נכסיו הצמודים למדד, ומהיעדר נטייה להגדיל את משקל ההשקעות הצמודות לשער החליפין.

שוק מטבע חוץ: מתחזקת ההערכה, לאחר שפערי הריבית בין השקל לדולר נמצאים בתהליך של צמצום, שאף צפוי להימשך, כי בתנאים הנוכחיים המשק מסוגל להתמודד עם פערי ריבית נמוכים מבעבר מבלי שהדבר מתבטא בסטייה מתחום יציבות המחירים. ייתרה מזו, הצמצום בפערי הריביות אינו מתבטא, לפי שעה, גם בהתנהגותו של שער החליפין, אשר מושפע כעת בעיקר מהיחלשות הדולר בעולם. מהאינדיקטורים השונים המתקבלים מהשווקים הפיננסיים עולה אפשרות, כי הצמצום בפערי הריביות יתבטא בסופו של דבר בעלייה מסוימת בשער החליפין אך לא בעתיד הקרוב. בהקשר זה מציינים בבנק ישראל, כי מזה תקופה נהנה המשק מייבוא הון לטווח ארוך בהיקפים של 4-5 מיליארדי דולר לשנה ונראה כי מדובר בתופעה שעשויה להימשך גם בעתיד. שוק המט"ח עצמו פועל מזה זמן תוך מרווחי מסחר נמוכים, תנודתיות נמוכה ומחזורי מסחר נמוכים יחסית.

המדיניות התקציבית: הירידה האיטית והמתמשכת בתשואות בשוק המק"מ ובשוק אגה"ח הממשלתיות מצביעות על כך כי, השווקים הפיננסיים ממשיכים לייחס אמינות למסגרת של משמעת תקציבית רב-שנתית שגיבשה הממשלה ושבאה לידי ביטוי ביעדי התקציב ל-2005 ולשנים הבאות. בהקשר זה חוזרים ומדגישים בבנק ישראל, כי חיוני שהכנסת תאשר במועד את הצעת התקציב ל-2005, על פי המתכונת שאישרה הממשלה ובכך תסלק את אי-הודאות שעדיין שוררת בתחום זה.

עוד מציינים בבנק ישראל, כי יש צורך בפעולות מיוחדות של הממשלה כדי לחזור ולהאיץ את צמיחת המשק. הבולטת ביניהן היא התארגנות ייעודית כדי להעלות מדרגה את ההשקעות בתשתית. בכך תתמוך הממשלה בהשקעות במשק בכלל, ותסייע לענף הבניה בפרט – אשר עדיין מפגר אחר צמיחת ענפים אחרים במשק. בנוסף לכך, יש צורך לבצע את השינויים המבניים בשוק ההון, כפי שהומלצו ע"י "צוות בכר" ואושרו על ידי הממשלה. ביצוע המלצות אלה יקל על מגבלת המימון בהשקעות ארוכות טווח במשק וישלים את המדיניות להאצת קצב ההשקעות בתשתית.

בבנק ישראל מציינים, לבסוף, כי הבנק ימשיך לעקוב מקרוב אחר ההתפתחות בתחום שערי החליפין בעולם ותנועות ההון למשק הישראלי וממנו. לאלה, ולצד שמירת אמינותה של המשמעת התקציבית, יכולה להיות השלכה על יכולתו של הבנק להמשיך ולקיים שערי ריבית נמוכים לטווח קצר כדי לתמוך בצמיחה תוך יציבות מחירים.

תוכנית מוניטרית לחודש ינואר 2005

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניטרית, כי ריבית בנק ישראל לחודש ינואר 2005 תרד ב- 0.2 נקודות אחוז ותיקבע ברמה של 3.7 אחוזים. בבנק ישראל מסבירים כי ההחלטה להפחית את הריבית בחודש הקרוב עקבית עם ההערכות כי קצב האינפלציה הצפוי לשנה הקרובה נמצא בתחום יעד יציבות המחירים של הממשלה, 1% עד 3% לשנה.

בבנק ישראל מציינים כי ההתפתחויות בשוק מטבע חוץ, בשוק המק"מ ובשוק איגרות החוב הממשלתיות, תומכות ביכולת להמשיך ולשמר את יציבות המחירים ברמת ריבית נמוכה יותר:

שוק מטבע חוץ יציב: נישמרת יציבות יחסית בשער החליפין. מתחילת השנה יוסף השקל כנגד הדולר בשיעור של כאחוז וכנגד הסל פוחת בכאחוז. מרווחי המסחר נותרו נמוכים ופרמיות הסיכון של המדינה בכלל ושל שוק מטבע חוץ בפרט נותרו נמוכות אף הן.

שוק המק"מ רגוע ומורה על ירידה מתמשכת בתשואות בחודשים האחרונים. כך, התשואה על מק"מ לשנה שעמדה בשיאה השנתי במאי על רמה של 5.2%, עומדת החודש על רמה של 4.3% בלבד.

בשוק איגרות החוב הממשלתיות- הן הצמודות למדד והן שאינן צמודות למדד- נמשכת הירידה בתשואות לכל הטווחים. כך, למשל ירדה התשואה על איגרת החוב הממשלתית הלא צמודה ("שחר") ל-10 שנים משיא של 7.9% במאי ל- 7.3% בדצמבר, כאשר באותה תקופה ירדה התשואה הריאלית על איגרת החוב הממשלתית הצמודה ("גליל") ל- 10 שנים מ- 4.4% ל- 4.1%. ירידה זו מעידה על אמון הציבור בהמשך שמירת המשמעת התקציבית על ידי הממשלה. בהקשר זה חוזרים ומדגישים בבנק ישראל, כי חיוני שהכנסת תאשר את הצעת התקציב לשנת 2005 על פי המסגרת שאישרה הממשלה.

בבנק ישראל מציינים עם זאת, את חוסר הוודאות הנובע מתגובתם האפשרית של השווקים לגרעונות הגדולים בתקציב הממשלתי ובחשבון השוטף בארה"ב, העלולה להשליך על רמת הריבית העתידית בארה"ב ועל הצמיחה בה, וכתוצאה מכך, במישורין ובעקיפין, על המשק הישראלי. עם זאת, תהליך הצמיחה במשק הישראלי נמשך, ועימו יצירת מקומות עבודה נוספים, ומסתמנת מגמת ירידה איטית בשיעורי האבטלה תוך עלייה בשיעור ההשתתפות בכח העבודה. עקב אכילס של תהליך הצמיחה נשאר תחום ההשקעות. בהקשר זה ראוי היה להקדיש תשומת לב מיוחדת לחידוש תנופת ההשקעות בתשתית.

בבנק ישראל מדגישים, כי בשנתיים האחרונות הסיט בנק ישראל את הדגש של מדיניות הריבית במגמה לתמוך בצמיחת המשק. במסגרת זו הפחית בנק ישראל את הריבית הנקבעת על ידו מרמה של 9.1% בדצמבר 2002 עד לרמה של 3.7% עתה. במקביל, פחתה הריבית הריאלית הקצרה מרמה של כ- 7% לרמה של 2%-3% עתה. לתהליך זה היתה גם השפעה ניכרת על השינוי בכמות הכסף: במחצית הראשונה של 2003 ירדה כמות הכסף בהשפעת הריבית הגבוהה; מאידך, עם הפחתת הריבית החלה כמות הכסף להתרחב החל מהמחצית השנייה של 2003, ובשנת 2004 השינוי בכמות הכסף הלך ועלה עד שהגיע לכדי גידול של 20% במונחים שנתיים במחצית השנייה של 2004. בבנק ישראל מציינים עוד כי על רקע המשמעת התקציבית שהתקיימה בשנתיים האחרונות, תרם תהליך הפחתת הריבית הקצרה על ידי בנק ישראל לירידת תשואות גם על איגרות החוב לטווחים בינוניים וארוכים וכן לעלויות בשוק המניות. התפתחויות אלה תורמות להוזלת עלות מקורות המימון ולכך יש השלכות חיוביות על ההתאוששות בפעילות הריאלית במשק.

בנק ישראל ימשיך לעקוב מקרוב אחר ההשלכות על תנועות ההון של צמצום פער הריבית הנקבעת על ידו מול ריבית הבנק המרכזי בארה"ב ושל צמצום פערי התשואות בין אגרות החוב של ממשלות ארה"ב וישראל; אחר מגמות תנועות ההון כלפי השווקים המתעוררים ואחר השינויים בסיכונים המיוחסים למשק הישראלי על ידי משקיעים ישראליים וזרים. סיכונים אלה ממשיכים לעמוד על רמה נמוכה, המאפשרת להוסיף ולצמצם את פערי הריבית מול הריביות בעולם בלי לזעזע את שיווי המשקל בשוק מטבע חוץ.

לוח נ' 1

תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן,

סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2004

(אחוזים)

שנה	שיעור האינפלציה השנתי	השינוי החודשי המרבי	השינוי החודשי המזערי	תחום השינוי במדד המחירים לצרכן	
				הפער בין השינוי החודשי המרבי למזערי	סטיית התקן הבין-חודשית
	(1)	(2)	(3)	(4)=(2)-(3)	(5)
1993	11.2	1.4	0.1	1.3	0.46
1994	14.5	2.0	0.6	1.4	0.36
1995	8.1	1.2	-0.1	1.3	0.46
1996	10.6	1.7	0.3	1.4	0.45
1997	7.0	1.2	-0.3	1.5	0.55
1998	8.6	3.0	-0.2	3.2	*0.93
1999	1.3	0.7	-0.8	1.5	0.44
2000	0.0	0.9	-0.6	1.5	0.48
2001	1.4	0.9	-0.6	1.5	0.42
2002	6.5	1.5	-0.8	2.3	0.71
2003	-1.9	0.4	-0.7	1.1	0.36
2004	1.2	1.1	-0.2	1.3	0.37
המחצית השנייה של 2003	-2.8	0.2	-0.7	0.9	0.32
המחצית הראשונה של 2004	2.8	1.1	-0.2	1.3	0.48
המחצית השנייה של 2004	-0.4	0.2	-0.2	0.4	0.16

* הסטייה הניכרת מנתון זה ביחס למגמה 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

סופי תקופה	שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים				פער הריביות בין הבנקים המרכזיים של ישראל וארה"ב**	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות ל- 10 שנים של ישראל וארה"ב***
	ישראל		ארה"ב			
	שיעור הריבית*	השינוי	שיעור הריבית	השינוי		
1998	13.5		4.75		8.75	
1999	11.2	-2.3	5.50	0.75	5.7	-3.05
2000	8.2	-3.0	6.50	1.0	1.7	-4.0
2001	5.8	-2.4	1.75	-4.75	4.05	1.6
2002	9.1	3.3	1.25	-0.5	7.85	6.8
2003	5.2	-3.9	1.00	-0.25	4.2	3.0
2002 דצמבר	9.1	0.0	1.25	0.0	7.85	6.8
2003 ינואר	8.9	-0.2	1.25	0.0	7.65	7.5
פברואר	8.9	0.0	1.25	0.0	7.65	7.9
מארס	8.9	0.0	1.25	0.0	7.65	7.0
אפריל	8.7	-0.2	1.25	0.0	7.45	5.6
מאי	8.4	-0.3	1.25	0.0	7.15	5.0
יוני	8.0	-0.4	1.25	0.0	6.75	4.7
יולי	7.5	-0.5	1.00	-0.25	6.5	4.1
אוגוסט	7.0	-0.5	1.00	0.0	6.0	4.3
ספטמבר	6.5	-0.5	1.00	0.0	5.5	4.0
אוקטובר	6.1	-0.4	1.00	0.0	5.1	3.6
נובמבר	5.6	-0.5	1.00	0.0	4.6	3.3
דצמבר	5.2	-0.4	1.00	0.0	4.2	3.0
2004 ינואר	4.8	-0.4	1.00	0.0	3.8	3.1
פברואר	4.5	-0.3	1.00	0.0	3.5	3.5
מארס	4.3	-0.2	1.00	0.0	3.3	3.8
אפריל	4.1	-0.2	1.00	0.0	3.1	3.6
מאי	4.1	0.0	1.00	0.0	3.1	3.2
יוני	4.1	0.0	1.00	0.0	3.1	3.0
יולי	4.1	0.0	1.25	0.25	2.85	3.2
אוגוסט	4.1	0.0	1.50	0.25	2.6	3.7
ספטמבר	4.1	0.0	1.75	0.25	2.35	3.8
אוקטובר	4.1	0.0	1.75	0.0	2.35	3.4
נובמבר	4.1	0.0	2.00	0.25	2.1	3.2
דצמבר	3.9	-0.2	2.25	0.25	1.65	2.7
2005 ינואר	3.7	-0.2	2.25****		1.45****	

(*) הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית הריבית החודשית עבור החודש המוצג בלוח.
 (**) פרמיית הסיכון, כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS ל-5 שנים, עמדה בנובמבר על רמה של 41 נקודות בסיס, לעומת 45 בחודש הקודם.
 (***) הפער בין תשואות אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-10 שנים לבין תשואות אג"ח של ממשלת ארה"ב לאותו טווח.
 (****) ב-2 בפברואר צפויה להתכנס "ועדת השוק הפתוח" (FOMC) של הבנק המרכזי בארה"ב. לדיון הרגיל על מדיניות הריבית. 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)

התקופה	ריבית בנק ישראל			תשואת המק"ם לשנה	התשואה הריאלית ברוטו על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים	התשואה הנומינלית ברוטו על אג"ח לא- צמודות ל-10 שנים
	המוצהרת*	האפקטיבית**	הריאלית***			
2002 דצמבר	9.1	9.6	7.2	8.3	5.7	10.9
2003 ינואר	8.9	9.4	6.5	8.1	5.9	11.4
פברואר	8.9	9.4	5.4	8.8	5.8	11.7
מארס	8.9	9.4	6.1	8.6	5.7	10.7
אפריל	8.7	9.2	7.2	8.1	5.4	9.5
מאי	8.4	8.8	7.5	7.6	5.0	8.5
יוני	8.0	8.4	6.8	7.1	4.6	7.9
יולי	7.5	7.9	5.4	6.7	4.4	8.0
אוגוסט	7.0	7.4	5.4	6.6	4.7	8.6
ספטמבר	6.5	6.7	5.2	6.2	4.6	8.3
אוקטובר	6.1	6.4	4.7	5.8	4.4	7.6
נובמבר	5.6	5.8	4.7	5.4	4.2	7.3
דצמבר	5.2	5.4	4.6	4.9	4.1	7.0
2004 ינואר	4.8	5.0	4.1	4.7	4.0	7.0
פברואר	4.5	4.7	3.5	4.8	4.1	7.4
מארס	4.3	4.5	3.3	4.7	4.2	7.4
אפריל	4.1	4.3	2.7	4.8	4.3	7.6
מאי	4.1	4.3	2.3	5.2	4.4	7.9
יוני	4.1	4.3	2.5	5.0	4.3	7.8
יולי	4.1	4.3	2.8	4.8	4.3	7.8
אוגוסט	4.1	4.3	2.4	4.8	4.3	7.9
ספטמבר	4.1	4.3	2.3	4.7	4.2	7.7
אוקטובר	4.1	4.3	2.2	4.8	4.2	7.6
נובמבר	4.1	4.3	2.3	4.7	4.2	7.4
דצמבר	3.9	4.1	3.1	4.3	4.1	7.2

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

** הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית. (ראה "מבט כלכלי 6").

*** 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 תשואות המק"ם לשנה לבין הריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח לא צמודות ל-10 שנים לבין הריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח חוב צמודות ל-10 שנים לבין הריבית הריאלית של בנק ישראל
2002 דצמבר	-1.3	1.3	-1.5
2003 ינואר	-1.3	2	-0.6
פברואר	-0.6	2.3	0.4
מארס	-0.8	1.3	-0.4
אפריל	-1.1	0.3	-1.8
מאי	-1.2	-0.3	-2.5
יוני	-1.3	-0.5	-2.2
יולי	-1.2	0.1	-1
אוגוסט	-0.8	1.2	-0.7
ספטמבר	-0.5	1.6	-0.6
אוקטובר	-0.6	1.2	-0.3
נובמבר	-0.4	1.5	-0.5
דצמבר	-0.5	1.6	-0.5
2004 ינואר	-0.3	2	-0.1
פברואר	0.1	2.7	0.6
מארס	0.2	2.9	0.9
אפריל	0.5	3.3	1.6
מאי	0.9	3.6	2.1
יוני	0.7	3.5	1.8
יולי	0.5	3.5	1.5
אוגוסט	0.5	3.6	1.9
ספטמבר	0.4	3.4	1.9
אוקטובר	0.5	3.3	2
נובמבר	0.4	3.1	1.9
דצמבר	0.2	3.1	1.0

המקור : עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.