

פרק ב'

המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2004 בשיעור מתון של 1.2 אחוזים – קצת מעל הגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. זאת לאחר שבשנת 2003 חרגו המחירים כלפי מטה מהיעד וירדו בשיעור של 1.9 אחוזים. עם הגורמים שתרמו לחזרת האינפלציה אל גבולות היעד נמנית ההתאוששות בפעילות הכלכלית, שהואצה במהלך 2004, הפחתות הריבית הרציפות של בנק ישראל מאז 2003 ועליית מחירי התשומות המיובאות מחו"ל. על אף הכוחות שפעלו להעלאת קצב עליית המחירים נותרה התפתחות המחירים השנה מתונה – כנראה על רקע עודפי כושר ייצור, שעדיין קיימים במשק בעקבות המיתון המתמשך בשנים 2001 עד 2003, והייסוף בשער החליפין זו השנה השנייה ברציפות.

הסביבה הכלכלית הייתה בשנה הנסקרת יציבה יחסית, הודות למדיניות המקרר-כלכלית ותנאי הרקע מבית ומחוץ. כך, למשל, היו הציפיות לאינפלציה בדרך כלל בגבולות היעד, והמסחר בשוק המט"ח התנהל ביציבות, תוך סטיות תקן נמוכות. שער החליפין של השקל ביחס לדולר פוחד בהדרגה עד מאי בשיעור של כ-6 אחוזים ויוסף בשיעור של כ-7 אחוזים בהמשך השנה. היציבות בשוק המט"ח בולטת גם על רקע המשך ההצטמצמות של פערי הריבית לטווח קצר בין המשק לחו"ל, אשר הגיעו לרמות נמוכות היסטוריות: פערי הריבית בין השקל לדולר הסתכמו בפברואר 2005 ב-1 אחוז בלבד. זאת לאחר שבסוף 2004 הם ירדו ל-1.65 אחוזים ובסופי השנים 2003 ו-2002 עמדו על 4.2 ו-7.85 אחוזים, בהתאמה.

על רקע רמתן הנמוכה יחסית של הציפיות לאינפלציה והיציבות בשווקים נמשכו גם ב-2004 הפחתות הריבית של בנק ישראל. עד אפריל המשיך הבנק והפחית את הריבית הנומינלית בשיעור מצטבר של 1.1 נקודות אחוז, ל-4.1 אחוזים – רמה שנשמרה עד נובמבר. לקראת סוף השנה, עם התחדשות התנאים להמשך הפחתות הריבית, שב הבנק והוריד את הריבית ב-0.2 נקודות אחוז בדצמבר, ושוב בינואר ובפברואר 2005. שיעורה של הריבית הנומינלית בישראל בסוף 2004 הגיע ל-3.9 אחוזים, ולאחר שתי הפחתות הריבית הנוספות בתחילת 2005 הגיע שיעורה בפברואר ל-3.5 אחוזים.

1. ההתפתחויות העיקריות

המדיניות המקרר-כלכלית ב-2004 יחד עם תנאי הרקע מבית ומחוץ יצרו סביבה כלכלית יציבה יחסית, וזאת על אף עלייה חדה של מחירי הנפט וסחורות נוספות וציפיות לעליית שיעורי הריבית בעולם וגם אצלנו.

שיעור עליית המחירים היה השנה מתון והסתכם ב-1.2 אחוזים בלבד, שיעור גבוה אך במקצת מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. התפתחות המחירים במהלך השנה לא

לוח ב'-1

הריביות - הנומינלית והריאלית - הציפיות לאינפלציה ועליית המחירים, 1997 עד 2004

מדד המחירים לצרכן		התשואה הריאלית לפדיון על איגרות החוב הצמודות למדד ⁴	הריבית הריאלית הצפויה ⁵	הציפיות לאינפלציה ⁶	הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראלי ¹	הריבית המוצהרת של בנק ישראל	התקופה
השינוי במהלך התקופה ⁵	השינוי החודשי ⁶						
	7.0	4.0	5.1	9.1	14.7	13.6	1997
	8.6	5.0	6.0	6.2	12.6	11.7	1998
	1.3	5.3	7.4	5.2	13.0	12.1	1999
	0.0	5.7	7.2	2.5	9.8	9.3	2000
	1.4	4.7	5.1	1.9	7.1	6.8	2001
	6.5	4.8	3.9	3.3	7.3	6.8	2002
	-1.9	4.9	5.8	2.0	7.8	7.5	2003
	1.2	3.9	2.8	1.6	4.4	4.2	2004
							2003
2.3	5.6	5.7	6.5	2.7	9.4	8.9	ינואר
4.8	5.1	5.6	5.4	3.8	9.4	8.9	פברואר
2.4	4.8	5.6	6.1	3.1	9.4	8.9	מארס
-2.3	3.1	5.6	7.2	1.9	9.2	8.7	אפריל
-5.7	1.6	5.2	7.5	1.4	8.9	8.4	מאי
-6.9	-0.3	4.8	6.8	1.5	8.4	8.0	יוני
-8.0	-1.6	4.4	5.4	2.5	7.9	7.5	יולי
2.4	-1.1	4.6	5.4	1.7	7.3	7.0	אוגוסט
-5.8	-1.9	4.6	5.2	1.5	6.7	6.5	ספטמבר
0.0	-2.6	4.3	4.7	1.7	6.4	6.1	אוקטובר
-2.4	-2.0	4.2	4.7	1.1	5.8	5.6	נובמבר
-2.4	-1.9	4.1	4.6	0.7	5.4	5.2	דצמבר
							2004
-2.4	-2.3	3.8	4.1	0.9	5.0	4.8	ינואר
2.4	-2.5	3.9	3.5	1.1	4.7	4.5	פברואר
-1.2	-2.7	4.0	3.3	1.2	4.5	4.3	מארס
14.1	-1.5	4.0	2.7	1.6	4.3	4.1	אפריל
4.9	-0.6	4.0	2.3	2.0	4.3	4.1	מאי
0.0	0.0	4.0	2.5	1.7	4.3	4.1	יוני
-2.4	0.5	4.0	2.7	1.5	4.3	4.1	יולי
2.4	0.5	4.0	2.4	1.9	4.3	4.1	אוגוסט
-2.4	0.8	3.9	2.3	2.0	4.3	4.1	ספטמבר
0.0	0.8	3.8	2.2	2.0	4.3	4.1	אוקטובר
-1.2	0.9	3.8	2.3	1.9	4.2	4.1	נובמבר
1.2	1.2	3.7	3.1	1.1	4.1	3.9	דצמבר

1 הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.

2 על פי שוק ההון, במהלך 12 החודשים הבאים. עד שנת 2002 הציפיות חושבו על פי תשואות ברוטו יחסי. מ-2003 - על פי תשואות ברוטו.

3 הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.

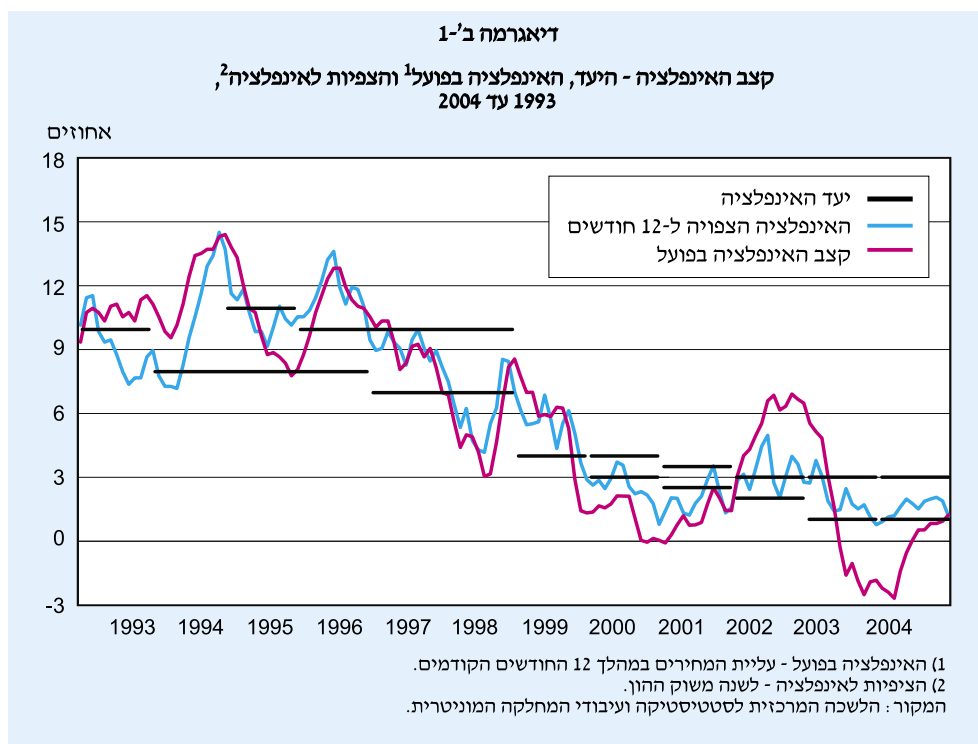
4 ממוצע בכל הטווחים, עד שנת 2002 (כולל) - ברוטו יחסי ומשנת 2003 - ברוטו.

5 השינוי לעומת החודש המקביל אשתקד.

6 במונחים שנתיים.

המקור: המחלקה המוניטרית והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

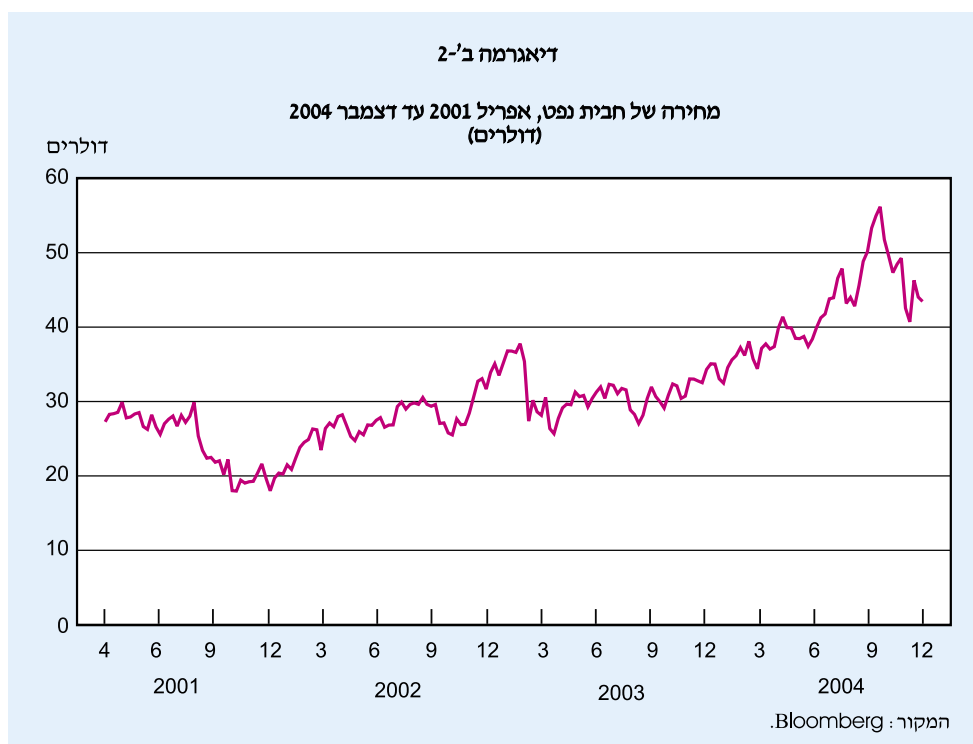


הייתה אחידה: במחצית הראשונה הם עלו בשיעור של 1.4 אחוזים, ואילו במחצית השנייה הם ירדו ב-0.2 אחוז (לוח ב'-1).

בחנינה רציפה של העמידה ביעד יציבות המחירים ב-2004, כפי שעולה מהאינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים, מצביעה על אינפלציה הנמוכה מהגבול התחתון של היעד עד נובמבר (ואף שלילית בחלק מהתקופה), אך במגמת עלייה החל מהרביע השני של השנה תוך התכנסות מעט מעל לגבול התחתון של היעד בדצמבר (דיאגרמה ב'-1). הגורמים העיקריים שתרמו לחזרת האינפלציה אל גבולות היעד (לאחר ירידת מחירים של 1.9 אחוזים ב-2003) הם ההתאוששות בפעילות הכלכלית, הפחתות הריבית הרציפות של בנק ישראל מאז 2003 ועליית מחירי התשומות המיובאות מחו"ל. על אף הכוחות שפעלו להעלאת קצב עליית המחירים נותרה התפתחות המחירים השנה מתונה – כנראה על רקע עודפי כושר ייצור שעדיין קיימים במשק בעקבות המיתון המתמשך בשנים 2001 עד 2003, וכן על רקע ייסוף השקל זו השנה השנייה ברציפות.

היציבות במשק – פרי שיקום האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית – הייתה רקע נוח להמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית, וזו אף הואצה, הודות לעלייה חדה ביצוא ועלייה מתונה יותר בצריכה הפרטית. הגורמים העיקריים שתמכו בצמיחה היו רגיעה יחסית במצב הביטחוני והתאוששות בכלכלה העולמית – בעיקר במשקי ארה"ב ומזרח אסיה, תוך התרחבות הסחר העולמי ועליית הביקוש למוצרי טכנולוגיה עילית. בהמשך הצמיחה תמך גם תמיהיל המדיניות המקרו-כלכלית – מדיניות פיסקלית ששמרה על משמעת תקציבית תוך הפחתת נטל המס, ומדיניות מוניטרית שהמשיכה להפחית את הריבית, בעיקר בתחילת השנה, ואיפשרה ירידה משמעותית של הריבית הריאלית לטווח קצר. תמיהיל זה של מדיניות מקרו-כלכלית, שלווה בקבלת הערבויות האמריקניות כבר ב-2003, תמך בהמשך ירידת שיעורי הריבית במשק לכל הטווחים ויצר את התנאים להמשך הצמיחה.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004



מחירי הנפט עלו השנה עלייה חדה, על רקע עליית הביקושים, בעיקר בשוקי מזרח אסיה, והפרעות זמניות בהפקת הנפט (דיאגרמה ב'-2). עליית מחירי הנפט תרמה להתמתנות קצב הצמיחה העולמית במחצית השנייה של השנה, אך נראה שהשפעתה על כלכלת המדינות המתועשות חלשה יותר מאשר בעבר, הודות לשיפורים טכנולוגיים המייעלים את השימוש באנרגיה ומעבר לתחליפי נפט. על אף עליית מחירי האנרגיה נותרו הציפיות לאינפלציה בעולם וגם במשק הישראלי נמוכות, ככל הנראה בזכות ההכרה במחויבותם של הבנקים המרכזיים לשמור על יציבות המחירים, מה שאיפשר המשך שמירה על ריביות נמוכות יחסית.

על אף רמתן הנמוכה יחסית של הציפיות לאינפלציה התאפיינה השנה בציפיות לעליית שיעורי הריבית בעולם, וגם במשק המקומי, על רקע ההתאוששות בפעילות הריאלית. ציפיות אלה התממשו בחלקן, וריבית ה־Federal Funds הועלתה החל מחודש יולי בהדרגה בשיעור מצטבר של 1.25 נקודות אחוז, תוך ציפיות להמשך העלאתה. אולם התמתנות קצב הצמיחה העולמית במחצית השנייה של השנה והמשך יציבות המחירים הביאו להתמתנות הציפיות להעלאת הריבית, ושיעורי הריבית לטווח ארוך בארה"ב אף ירדו לרמות נמוכות מאלה ששררו בתחילת השנה. על רקע זה יכלו בנקים מרכזיים בעולם לשמור על מדיניות מוניטרית מרחיבה יחסית, כדי להמשיך ולתמוך בהתאוששות הכלכלה הגלובלית. התפתחויות אלה איפשרו גם לבנק ישראל להמשיך בהרחבה המוניטרית, תוך הימנעות מהעלאות ריבית, על אף הצטמצמות פערי הריבית לטווח קצר מול חו"ל והציפיות להעלאת הריבית גם בארץ.

גם ההתפתחויות בשוק המט"ח תמכו בהמשך היציבות ואפשרו לבנק ישראל להתמיד בהרחבה המוניטרית. המסחר בשוק שקל-דולר התנהל ביציבות יחסית, תוך ירידה של תנודתיות השער ושל סטיות התקן הגלומות באופציות, וביטא רמה נמוכה יחסית של סיכון שער החליפין. עד אמצע מאי התפתח פיתוח הדרגתי בשער החליפין, בשיעור מצטבר של

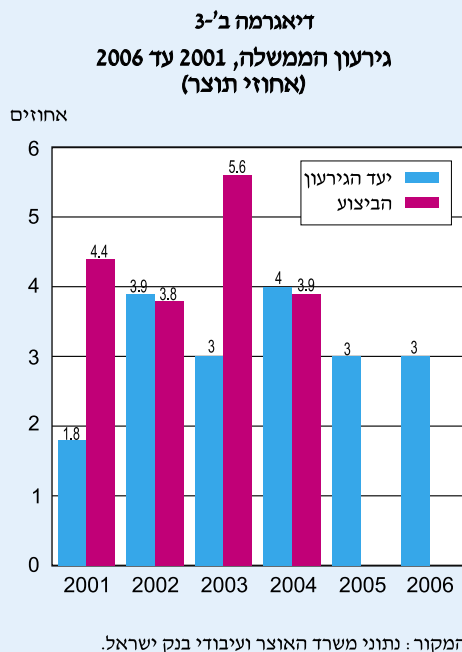
פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

כ־6 אחוזים – בעיקר כתוצאה מהתחזקותו של הדולר בעולם, על רקע ההתרחבות המהירה בכלכלה האמריקאית. פיחות זה, ועמו המשך הפחתות הריבית של בנק ישראל עד חודש אפריל, תמכו בעלייתן של הציפיות לאינפלציה בהדרגה מרמה הקרובה לגבול התחתון של היעד בראשית השנה אל מרכז תחום היעד במהלך הרביעי השלישי. בהמשך השנה, עם התמתנות קצב הצמיחה בארה"ב ואי־הוודאות לגבי התמדתה, על רקע ממדי הגירעון בתקציב ובמאזן התשלומים במשק האמריקני – השתנתה מגמת המסחר של הדולר בעולם: הוא נחלש מול מרבית המטבעות העיקריים, ובכללם מול השקל, שרשם ייסוף מצטבר של כ־7 אחוזים. בתקופה זו התייצבו הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה סביב רמה ממוצעת של כ־2 אחוזים, ולקראת סיום השנה שבו וירדו ל־1.1 אחוזים. כתוצאה מהתפתחויות אלה הייתה תרומתו של שער החליפין לעליית המחירים המצטברת במהלך השנה קטנה יחסית, שכן רמתו של השער בסיום השנה דמתה לרמתו בראשיתה, אף כי הוא השפיע כמובן על התפתחות המחירים במהלך השנה. ראוי לציין כי שיעורי הפיחות והייסוף של השקל ביחס לדולר היו נמוכים מאלה של מטבעות אחרים בעולם, ואף תנודתיות השער הייתה נמוכה יותר.

המדיניות הפיסקלית השנה תרמה אף היא לאווירת היציבות בשווקים הפיננסיים ואיפשרה למדיניות המוניטרית להמשיך בהפחתות הריבית. במהלך השנה הפעילה הממשלה מדיניות פיסקלית מרסנת בצד ההוצאות, שהובילה לירידת חלקו של המגזר הציבורי בתוצר, וזאת לצד הפחתת מסים. הודות למדיניות זו עמד הגירעון הממשלתי השנה על 3.9 אחוזי תוצר, נמוך במידה ניכרת מהגירעון בשנה הקודמת (5.6 אחוזים) ואף נמוך מעט מהיעד שנקבע ל־2004 – 4 אחוזי תוצר (דיאגרמה ב"3). כן קידמה הממשלה מספר רפורמות מבניות חשובות, ובכללן המשך הרפורמה בפנסיה שעליה הוחלט ב־2003 והמשך הרפורמה במס, כולל הקדמת המועד להשוואת שיעורי המס על השקעות בניירות ערך בחו"ל לתחילת 2005. הממשלה פועלת גם להאצת תהליך ההפרטה, ובכלל זה קידום המכירה של הבנקים שעדיין בבעלותה, ולהפעלת רפורמה חשובה נוספת בשווקים הפיננסיים על פי המלצות ועדת בכר. כל אלה תרמו לעליית האמינות של המדיניות הפיסקלית ותמכו ביציבותם של השווקים הפיננסיים למרות פערי ריבית נמוכים מול חו"ל.

התפתחות התשואות לפדיון על איגרות החוב הצמודות והלא צמודות השנה הושפעה מהתפתחות התשואות בחו"ל ומגורמים מקומיים ובראשם המדיניות המקררכלכלית וההתאוששות בפעילות הריאלית. עד חודש מאי עלו התשואות בהדרגה, לאחר ירידה חדה ב־2003. עליית התשואות, על רקע עלייתן בחו"ל, ביטאה ציפייה לעליית הריבית הנומינלית והריאלית בטווח הארוך, בעקבות התאוששות מהירה של הכלכלה. החל מיוני, במקביל להתמתנות הציפיות להתמדת שיעורי הצמיחה המהירים ועל רקע ירידת התשואות לטווח ארוך בחו"ל, התייצבו התשואות בשוק המקומי ואיגרות החוב נסחרו ביציבות, תוך מגמת ירידה, שהתחזקה ברביע האחרון של השנה.

לקראת סוף השנה גדלה מעט אי־הוודאות הפיסקלית, עקב קשיים באישור מסגרת התקציב ל־2005. הדבר לא בא עדיין לידי ביטוי בשווקים הפיננסיים, שכן הציבור מאמין,



כנראה, כי התקציב יאושר בסופו של דבר ללא סטייה מהמדיניות ארוכת הטווח של חתירה לתוואים יורדים של הגירעון והחוב הממשלתי. יש לזכור כי אחד הגורמים החשובים לירידת התשואות החדה בשווקים הפיננסיים המקומיים החל מ־2003 היו הערבויות האמריקניות, שהועמדו בסכום נקוב ולזמן מוגבל. הערבויות הביאו לירידת פרמיית הסכון של המשק ואיפשרו לממשלה להקטין את לחצי הגיוס בשוק המקומי בשנתיים האחרונות, על אף הגירעון הגבוה יחסית. כדי ששיעורי הריבית הנמוכים במשק יוכלו להתמיד גם לאחר השלמת הגיוס מכספי הערבויות, על הממשלה לדבוק במדיניותה להמשך ירידה של הגירעון הממשלתי ושל יחס החוב לתוצר, בעיקר על רקע התקופה הקצרה יחסית של אמינות פיסקלית ושיעורי החוב הגבוהים ביחס לתוצר, המחייבים הפניית חלק גדול מהמקורות התקציביים לתשלומי ריבית על החוב.

לאור כל אלה נמשכה ההרחבה המוניטרית של בנק ישראל גם ב־2004. עד אפריל המשיך הבנק והפחית את הריבית, הנומינלית בשיעור מצטבר של 1.1 נקודות האחוז, ל־4.1 אחוזים – רמה שנשמרה עד נובמבר. לקראת סוף השנה, עם התחדשות התנאים להמשך הפחתות הריבית, שב הבנק והוריד את הריבית עוד ב־0.2 נקודות האחוז בדצמבר, ושוב בינואר ובפברואר 2005. (תיאור מפורט של המדיניות ראו בסעיף 2 להלן.) שיעורן המצטבר של הפחתות הריבית מאז תחילת 2003 הגיע בדצמבר 2004 ל־5.2 נקודות אחוז, ושיעורה של הריבית הנומינלית בישראל – ל־3.9 אחוזים. לאחר שתי הפחתות הריבית הנוספות בינואר ובפברואר 2005 הגיע שיעורה של הריבית בישראל ל־3.5 אחוזים.

המשך הפחתות הריבית של בנק ישראל השנה, ועלייתן של הציפיות לאינפלציה, מרמה הנמוכה מהגבול התחתון של היעד ברביע האחרון של 2003 עד למרכז תחום היעד או קצת מתחתיו ברביע האחרון של 2004, התבטאו בירידת הריבית הריאלית הצפויה לטוח קצר על מקורות בנק ישראל מרמה ממוצעת של 4.7 אחוזים ברביע האחרון של 2003 לכ־2.5 אחוזים ברביע האחרון של 2004. רמה כה נמוכה של ריבית ריאלית לטווח קצר לא שררה במשק לאורך זמן בעשור האחרון, והיא התאפשרה על רקע המיתון המתמשך בשנים 2001–2003, שהשפעתו טרם חלפה, (כפי שהתבטא, בין היתר, בשיעורי האבטלה הגבוהים יחסית), והודות לאמינותה של המדיניות המקרו־כלכלית ולשיעורי הריבית הנמוכים יחסית השוררים בחלק ניכר מהמשקים המפותחים ובעיקר במשק האמריקני. ריבית ריאלית נמוכה לטווח קצר תומכת גם בירידתם של שיעורי הריבית במשק לטווחים ארוכים יותר, ובכך עשויה לסייע לגידול ההשקעות ולהגברת הפעילות.

2. המדיניות המוניטרית בשנת 2004

המדיניות המוניטרית פועלת להשגת יציבות מחירים במשק וליציבותם של השווקים הפיננסיים. מאז שנת 1992 מנוהלת המדיניות המוניטרית בישראל במסגרת של יעדי אינפלציה, כפי שמקובל ברבות מהמדינות המפותחות. עד 2002 היו יעדי האינפלציה בישראל קצרי טווח והשתנו מעת לעת, ואילו מאז 2003 יעד האינפלציה מוגדר כיעד של יציבות מחירים לאורך זמן בתוואי של 1–3 אחוזים. אימוץ משטר של יעדי אינפלציה רב־שנתיים בישראל הדגיש מחויבות ארוכת טווח של מעצבי המדיניות המקרו־כלכלית ליציבות המחירים, תרם לאמינות המדיניות ובכך שיפר את יעילותה. קביעת יעדים מוגדרים, שניתן להצהיר עליהם ולהעריך אותם בקלות, סייעה גם להורדת שיעורי האינפלציה, שכן היא עיגנה את הציפיות לאינפלציה, ובכך תרמה להתבססות האינפלציה ברמת היעד ויצרה את התנאים לצמיחה בת־קיימא.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

הכלי המרכזי שבאמצעותו פועל בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה הוא הריבית המוניטרית. באמצעותה הבנק שולט על מחיר הכסף לטווח קצר, כלומר על שיעור הריבית במשק, ומשפיע על האינפלציה דרך מספר ערוצים – הביקוש המצרפי, הציפיות לאינפלציה ושער החליפין. השליטה על הריבית מתבצעת באמצעות מכרזי הפיקדונות והמק"ם, שבאמצעותם סופג בנק ישראל את עודפי הנזילות. (באמצעות כלים אלה מספק הבנק את כמות הכסף המבוקשת כך שיישמר שיעור הריבית הרצוי.) מאז ביטול תקרת המק"ם ב-2002 הופך המק"ם בהדרגה למכשיר המדיניות העיקרי שבאמצעותו הבנק שולט על הריבית. כך התאפשר לבנק להרחיב את השימוש בכלי שוק לניהול המדיניות המוניטרית ולהקטין את השימוש בכלים לא סחירים – פיקדונות הבנקים אצלו.

כדי לקבוע את שיעור הריבית הרצוי בוחן בנק ישראל באופן שוטף שורה של אינדיקטורים משוקי ההון, הכספים והמט"ח יחד עם נתונים מקור-כלכליים על האינפלציה והפעילות הריאלית. (התפתחות האינדיקטורים מפורטת בסעיף 3 להלן.) בעזרת אינדיקטורים אלה ותוך הפעלת שיקול דעת קובע הבנק בכל חודש מהי רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה בשנה ובשנתיים הקרובות. נוסף על כך מנסה הבנק להימנע ככל שניתן משינויים חדים או שינויי כיוון תכופים בריבית, שכן שינויים כאלה עלולים להגדיל את אי-הוודאות, לגרום לתנודות חריפות בשווקים הפיננסיים ולפגוע ביציבות הפיננסית. לפיכך מותאמת הריבית, כשהתנאים הכלכליים מאפשרים זאת, בהדרגה, ועל כן במקרה של סטיית האינפלציה מהיעד גם חזרתה ליעד היא הדרגתית.

בשנת 2004 המשיך בנק ישראל במדיניותו להפחתה הדרגתית של הריבית, על אף עלייתם של שיעורי הריבית בשווקים הפיננסיים המקומיים במחצית הראשונה של השנה. הפחתות הריבית החלו כבר בראשית 2003 ונמשכו במהלך השנה כולה, הודות לירידתה של האינפלציה הצפויה ולהתייצבותם של השווקים הפיננסיים. במהלך 2003 הופחתה הריבית בשיעור מצטבר של 3.9 נקודות אחוז, ורמתה בסוף 2003 הגיעה ל-5.2 אחוזים.

ברביע הראשון של 2004 מרבית האינדיקטורים עדיין הראו כי ניתן להמשיך בהפחתות הריבית, אמנם בקצב איטי יותר מאשר קודם לכן: הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון והערכות החזאים הפרטיים עלו בהדרגה אל גבולות היעד, אולם הן עדיין היו מתחת למרכז (לוח ב'-2); גם התפתחות המחירים בפועל ברביע הראשון של השנה נותרה מתונה מאוד. לעומת זאת מגמת הירידה של התשואות לפדיון על איגרות החוב הממשלתיות, שהחלה ברביע הראשון של 2003 ונמשכה כל השנה, נעצרה בראשית 2004, והתשואות אף עלו, בעיקר בטווחים הארוכים, וביטאו ציפיות לעלייה מהירה יחסית של הריבית הנומינלית והריאלית בטווח הארוך; גם מגמת הפיחות בשער החליפין, שהסתמנה מראשית השנה, הצביעה על כוחות לעליית המחירים בהמשכה, אף כי שוק המט"ח נותר רגוע, וסטיות התקן הגלומות באופציות הצביעו על המשך הירידה של סיכון שער החליפין; פרמיית הסיכון של המשק, הנגזרת מהמסחר ב-CDS¹ על אג"ח של ממשלת ישראל הנסחרות בחו"ל הוסיפה לרדת במתינות, לאחר ירידה חדה ב-2003, בעקבות קבלת הערבויות. על רקע כל ההתפתחויות האלה, וכדי לתמוך בהמשך ההתאוששות של הפעילות הריאלית, הוסיף בנק ישראל והפחית את הריבית עד חודש אפריל, אולם שיעור ההפחתה החודשי הלך ופחת והצטבר לכדי 1.1 נקודת אחוז.

בחודשים אפריל ומאי נמשכו העליות הן בציפיות לאינפלציה משוק ההון והן בתחזיות החזאים, והן הגיעו במאי למרכז תחום היעד או אף מעליו. זאת במקביל להאצת קצב

1 הרחבה בנושא ה-CDS ראו בתיבה ב'-1 בסקירה השנתית של מחלקת מטבע חוץ לשנת 2003.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

לוח ב'-2 אינדיקטורים לאינפלציה, 2003 ו-2004								
התקופה	מדד המחירי לצרכן ¹	הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון		ממוצע תחזיות החזאים	שער החליפין שקל/דולר	הריבית הריאלית ³	כמות הכסף M1	
		לשנה הקרובה ²	לשנה השנייה					
	(השינוי השנתי)	(אחוזים)	(אחוזים)	(ממוצעים חודשיים)	(ש"ח לדולר)	(אחוזים)	(השינוי השנתי)	
2003								
ינואר	5.6	2.7	4.4	5.7	4.84	6.5	1.1	
פברואר	5.1	3.8	4.8	5.9	4.87	5.4	-1.6	
מארס	4.8	3.0	4.3	5.2	4.78	6.1	-4.8	
אפריל	3.1	1.9	3.5	4.2	4.62	7.2	-3.4	
מאי	1.6	1.4	2.9	3.7	4.48	7.5	-3.6	
יוני	-0.3	1.5	2.8	3.5	4.38	6.8	-6.8	
יולי	-1.6	2.5	2.8	3.7	4.37	5.4	-2.2	
אוגוסט	-1.1	1.7	3.0	4.1	4.45	5.4	2.1	
ספטמבר	-1.9	1.5	2.5	4.0	4.46	5.2	3.4	
אוקטובר	-2.6	1.7	2.3	3.6	4.45	4.7	7.1	
נובמבר	-2.0	1.1	2.0	3.4	4.49	4.7	8.7	
דצמבר	-1.9	0.7	1.7	3.2	4.39	4.6	7.7	
2004								
ינואר	-2.3	0.9	2.1	3.3	4.42	4.1	10.4	
פברואר	-2.5	1.1	2.5	3.5	4.46	3.5	11.7	
מארס	-2.7	1.2	2.8	3.4	4.50	3.3	14.1	
אפריל	-1.5	1.6	3.0	3.6	4.55	2.7	18.5	
מאי	-0.6	2.0	3.1	3.7	4.60	2.3	16.9	
יוני	0.0	1.7	2.6	3.7	4.52	2.5	21.0	
יולי	0.5	1.5	2.2	3.8	4.49	2.7	22.2	
אוגוסט	0.5	1.9	2.6	3.9	4.53	2.4	20.5	
ספטמבר	0.8	2.0	2.3	3.7	4.50	2.3	22.8	
אוקטובר	0.8	2.0	2.5	3.6	4.46	2.2	21.3	
נובמבר	0.9	1.9	2.0	3.4	4.41	2.3	18.5	
דצמבר	1.2	1.1	1.9	3.5	4.34	3.1	18.7	

1 שיעור השינוי השנתי - מול החודש המקביל אשתקד.
2 במהלך 12 החודשים הבאים.
3 הריבית הנומינלית על מכרזי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה.
המקור: המחלקה המוניטרית והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

עליית המחירים בפועל והתמשכות הפיחות בשער החליפין. כן התגברה עליית התשואות בשוקי האג"ח והמק"ם בהשפעת עליית התשואות בארה"ב, מפני צפי להעלאת הריבית בעקבות ההתאוששות הכלכלית המהירה. כתוצאה מכך התלילו השיפועים החיוביים של עקומי התשואות והתרחב הפער בין תשואת המק"ם והאג"ח לשנה לריבית בנק ישראל – התפתחויות שהצביעו על התגברות הציפיות לעליית הריבית. כתוצאה מכך עצר בנק ישראל את תהליך הפחתת הריבית בחודשים מאי ויוני, אך נמנע מלהעלותה. זאת בעיקר על רקע הציפיות לאינפלציה לשנה, שלמרות עלייתן נותרו קרובות למרכז תחום היעד, ועל רקע היציבות ורמות הסיכון הנמוכות בשוק המט"ח, על אף הפיחות המתמשך.

בחודשים יולי-נובמבר נעו הציפיות לאינפלציה משוק ההון והערכות החזאים בתחום צר יחסית של 1.5-2.5 אחוזים, תחום המתיישב עם היעד. מגמת הפיחות בשער החליפין התחלפה במגמה של ייסוף מתון, בעקבות היחלשותו של הדולר בשוקי העולם, על רקע הגירעונות הגדולים בתקציב ובמאזן התשלומים בארה"ב. עליית התשואות בשוקי האג"ח המקומיים פסקה, ורמת התשואות נותרה יציבה ואף ירדה, במקביל לירידת התשואות לטווח הארוך בחו"ל. גם התפתחות המחירים בפועל שבה והתמתנה מאוד, בין היתר בהשפעת הייסוף בשער החליפין. אולם כנגד זאת, הצטמצמות פערי הריבית בין המשק לחו"ל לצד ציפיות להעלאת הריבית במשק המקומי אותתו לבנק ישראל כי לעת עתה אין מקום להפחתות ריבית נוספות: פערי הריבית בין השקל לדולר היו נמוכים מאשר בעבר וצפויים להוסיף ולהצטמצם, בגלל העלאות ריבית נוספות הצפויות בארה"ב, והצטמצמות מהירה מדי של פערי הריבית הייתה עלולה ללחוץ לפיחות חד ולאינפלציה. נוסף על כך הצטברו נתונים שהעידו על התאוששות מהירה יחסית של הפעילות הריאלית במחצית הראשונה של השנה ועל עלייה בביקושים המקומיים. גם הריבית הריאלית הצפויה נותרה נמוכה מאוד, רמה התומכת בהמשך ההתאוששות של הפעילות הריאלית. על רקע כל אלה החליט בנק ישראל לא לשנות את הריבית גם בחודשים יוני-נובמבר.

רק לקראת דצמבר, עם התמשכות הייסוף ועל רקע התפתחות המחירים, שהוסיפה להיות ממונתת מאוד, וציפיות למדדים נמוכים או אף שליליים גם בחודשים הקרובים – החליט בנק ישראל להפחית את הריבית בשיעור של 0.2 נקודות אחוז. החלטה זו התקבלה גם על רקע ההערכות ששררו באותה עת, כי במחצית השנייה של השנה קצב הצמיחה יהיה איטי יותר², כך שאין חשש ללחץ על המחירים מצד הבקושים.

לאחר שנתיים של הפחתות ריבית כמעט רציפות, שהצטברו ל-5.2 נקודות האחוז, הגיע שיעורה של הריבית הנומינלית בישראל בסוף 2004 ל-3.9 אחוזים, ולאחר ההפחתות הנוספות בינואר ובפברואר 2005 – ל-3.5 אחוזים בלבד. על אף הריבית הנמוכה וההצטמצמות הניכרת של פערי הריבית מול חו"ל, האינפלציה בפועל וזו הצפויה לשנה נמוכות מאוד, והשווקים הפיננסיים רגועים. היציבות שהושגה, ברמה כה נמוכה של ריביות לטווח קצר ובפערי ריבית כה נמוכים, היא תוצאת אמינות גבוהה של המדיניות המקרר-כלכלית, שאיפשרה לבנק ישראל להוסיף ולהפחית את הריבית, אף ששיעוריה בעולם היו במגמת עלייה, ופערי הריבית בין המשק לחו"ל הגיעו לרמות נמוכות מאוד, שכמותן לא שררו בעבר.

3. האינדיקטורים המנחים את המדיניות המוניטרית

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל, כאמור, אחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים והמט"ח, וכן אחר אינדיקטורים נוספים לפעילות הריאלית. אינדיקטורים אלה מסייעים לבנק להחליט אם יש צורך בשינוי הריבית ובאיזה כיוון. לדוגמה: אם ציפיות הציבור לאינפלציה נמוכות מיעד האינפלציה, זה אינדיקטור לצורך בהורדת הריבית. אולם ברור כי ההחלטה על שינוי הריבית אינה מתקבלת על סמך אינדיקטור יחיד, אלא על סמך בחינת המכלול של כל האינדיקטורים הקיימים והפעלת שיקול דעת.

ראוי לציין כי בשנים האחרונות גדלה המהירות והיעילות שבה אינפורמציה חדשה

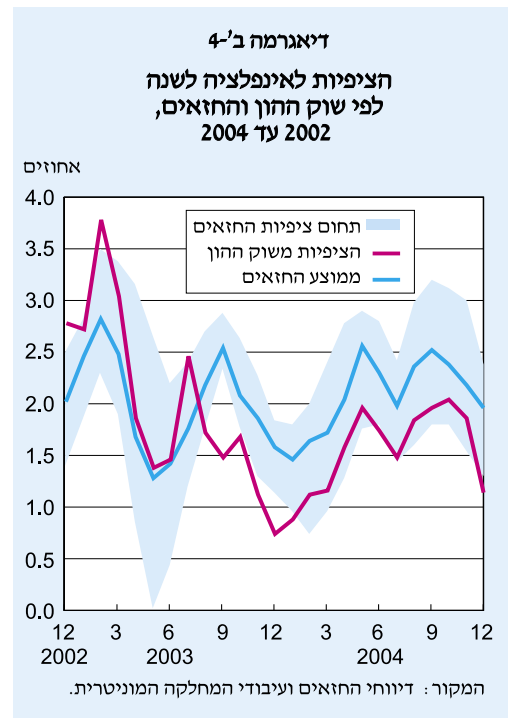
2 בדיעבד התברר כי קצב הצמיחה של התוצר במחצית השנייה של 2004 היה מהיר מזה שבמחצית הראשונה של השנה.

באה לידי ביטוי בשווקים הפיננסיים, ובכך גדלה החשיבות והאיכות של המידע המתקבל משווקים אלה. תרם לכך תהליך הדרגולציה והליברליזציה שעבר המשק הישראלי בשנים האחרונות, תהליך שהגדיל את הנזילות והסחירות בשוק ההון המקומי ואיפשר תנועות הון חופשיות מהמשק ואליו. תוצאה נוספת של התפתחות זו היא שמדיניות מקרר-כלכלית לא-אחראית מתבטאת בשווקים הפיננסיים במהירות ובעוצמה רבה; זו מחייבת את מעצבי המדיניות להביא בחשבון את המשמעת שהשווקים המקומיים והבין-לאומיים מטילים. להלן פרוט ההתפתחויות של האינדיקטורים השונים במהלך השנה הנסקרת.

א. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

(1) הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה

ציפיות אלה, הנמדדות על פי הפרשי התשואות-לפדיון בין נייר ערך לא צמוד ("מק"ם") לאנ"ח צמודה למדד ("גליל"), התאפיינו בשנת 2004 ביציבות, ונעו במשך כל חודשי השנה (למעט ינואר ודצמבר) בגבולות היעד (דיאגרמה ב'4). עד חודש מאי עלו הציפיות מרמה הקרובה לגבול התחתון של היעד אל מרכז התחום, בתגובה על הפחתות הריבית של בנק ישראל והפיחות בשער החליפין. בהמשך השנה, ובעיקר בחודשים אוגוסט-נובמבר, התייצבו הציפיות במרכז תחום היעד, על אף ייסוף השקל מאמצע מאי וההתפתחות המתונה של המחירים בפועל. רק לקראת דצמבר, ובעיקר לאחר ההודעה של בנק ישראל על הפחתת הריבית בשיעור של 0.2 נקודת אחוז, שבו הציפיות וירדו לרמה ממוצעת של 1.1 אחוזים. ייתכן שירידה זו הייתה תוצאה של הערכת הציבור כי הפחתת הריבית, שבוצעה לאחר תקופה ממושכת של עצירת תהליך ההפחתה ועל אף פערי הריבית הנמוכים – מעידה כי התפתחות המחירים הצפויה נמוכה ממה שהוערך קודם לכן. לציפיות לאינפלציה השפעה ישירה על התפתחות המחירים במשק, ויציבותן חרף התנאים הכלכליים המשתנים תורמת ליציבות המחירים ומצביעה על אמינות המדיניות.



(2) הערכות החזאים הפרטיים לגבי האינפלציה בטווח של שנה

הערכות החזאים נעו במשך כל חודשי השנה בגבולות היעד, אך ממוצע הערכות אלה במהלך השנה כולה היה גבוה מהציפיות הנגזרות משוק ההון בכ-0.5 אחוז בממוצע (דיאגרמה ב'4). ברביע הראשון היה ממוצע הערכות החזאים קצת מתחת למרכז תחום היעד, ולאחר עלייה הדרגתית עד מאי, הן התייצבו בהמשך השנה במרכז התחום או קצת מעליו ונעו בתחום צר יחסית של 2-2.5 אחוזים. הערכות החזאים נשענו במשך מרבית השנה על הערכה כי תהליך הפחתת הריבית ימוצה במהלך הרביעי השני של 2004, וכי לקראת סיום השנה יחל תהליך של העלאת ריבית, שיצטבר במהלך 2005 לכ-1 נקודת אחוז. המועד החזוי של העלאות הריבית נדחה מחודש לחודש כמה פעמים במהלך השנה. על אף היציבות היחסית בשווקים הפיננסיים והיציבות ברמת הציפיות הנגזרות משוק ההון טווח הערכות החזאים נותר רחב יחסית, ובמהלך השנה כולה נשמר פער של כ-1.5 אחוז בין הערכת האינפלציה הגבוהה ביותר נמוכה ביותר.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

(3) הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווחים ארוכים (שנתיים עד 10 שנים)

את הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים ניתן לגזור מהפרשי התשואות בין עקום התשואות הנומינלי ("שחר") לבין עקום התשואות הריאלי ("גליל") לטווחים המתאימים. מהפרשי תשואות אלה ניתן ליצור את עקום הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר. עד מאי היה העקום במגמת עלייה, במקביל להפחתות הריבית של בנק ישראל והפיחות בשער החליפין, ואילו בחודשים יולי-דצמבר (למעט חודש אוגוסט) שב העקום וירד (דיאגרמה ב'-5). הציפיות הנגזרות ("פורוורד") לפי טווחים מראות כי בטווחים הקצרים יותר (2-3 שנים) נמצאו הציפיות במהלך 2004 כולה בגבולות היעד, ברמה של כ-2.5 אחוזים בממוצע, ואילו בטווחים הארוכים יותר הן חרגו כלפי מעלה מהיעד בכ-0.5-1 אחוז (דיאגרמה ב'-6). אולם הואיל ופרמיית הסכון עולה ככל שעולה אופק הציפיות, נראה כי חריגה זו אינה משמעותית.

(4) מודלים אקונומטריים שפותחו בבנק

מודלים אלה מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ולקביעת תוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. הם מאפשרים ניתוח של התהליכים המחוללים את האינפלציה בהנחות שונות לגבי התפתחות המשתנים המשפיעים עליה, וזה יתרונם. המודלים מסתמכים על קשרים מהעבר לצורך חיזוי ההתפתחויות בעתיד, ובכך מקנים מסגרת מובנית ונוחה לניתוח ההתפתחויות. אולם כיוון שאין ביכולתם של המודלים לשקף התפתחויות ייחודיות לכל תקופה, הרי בתקופות של אי-ודאות גבוהה או בתקופות של שינויים בתנאים המקררי-כלכליים השימוש בהם מוגבל. בתחילת התקופה הנסקרת הראו המודלים כי רמת הריבית באותה עת מתאימה לזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה בטווח של שנה-שנתיים. בהמשך הראו המודלים שהריבית נמוכה מזו הנדרשת והצביעו על אפשרות שלקראת סוף 2004 יידרשו ריביות גבוהות יותר.

ב. אינדיקטורים אחרים

(1) המדיניות הפיסקלית

המדיניות הפיסקלית השנה תמכה ביציבות השווקים הפיננסיים ואיפשרה למדיניות המוניטרית להמשיך בהרחבה המוניטרית. במהלך השנה הפעילה הממשלה מדיניות פיסקלית מרסנת בצד ההוצאות, שהובילה לירידת חלקו של המגזר הציבורי בתוצר, וזאת לצד הפחתת מסים. הודות למדיניות זו עמד הגירעון הממשלתי

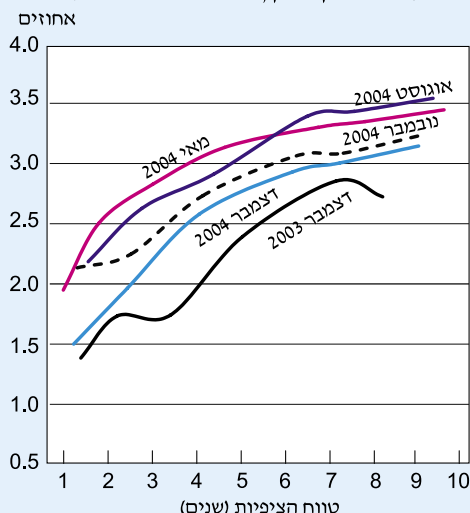
ב-2004 על 3.9 אחוזי תוצר, נמוך במידה ניכרת מאשר ב-2003 (5.6 אחוזים) ואף נמוך מעט מהיעד שנקבע ל-2004 – 4 אחוזי תוצר.

עודפי ההכנסות ממסים בראשית השנה הופנו להפחתת מסים, כדי להביא לירידה

דיאגרמה ב'-5

עקום הציפיות לאינפלציה, דצמבר 2003 עד דצמבר 2004

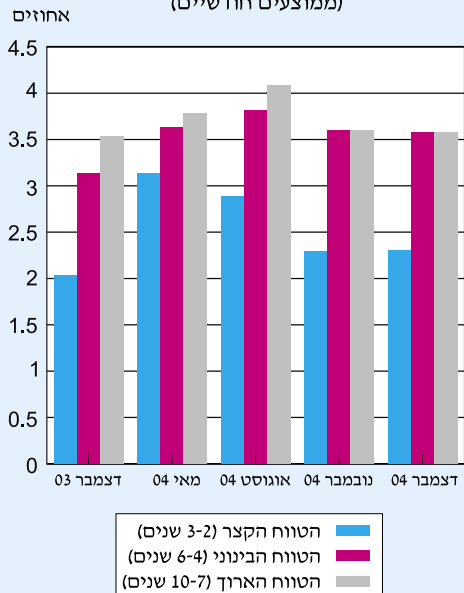
(נתוני שוק ההון, ממוצעים חודשיים)



דיאגרמה ב'-6

הציפיות לאינפלציה משוק החון לטווחים ארוכים, דצמבר 2003 עד דצמבר 2004

(ממוצעים חודשיים)



בנטל המס. בין המסים שהופחתו היו הקדמת המועד של הפחתת שיעור המע"מ בנקודת אחוז, הפחתת מסי הקנייה על מוצרי חשמל ותשומות לבנייה והפחתת מס החברות. הממשלה המשיכה השנה לקדם מספר רפורמות מבניות חשובות, ובכללן הרפורמה בפנסיה, שעליה הוחלט ב-2003, והרפורמה במס, כולל הקדמת המועד להשוואת שיעורי המס על השקעות בניירות ערך בחו"ל לשיעור החל על ניירות ערך הנסחרים בתל אביב לתחילת 2005. כמו כן פועלת הממשלה להאצת תהליך ההפרטה ולרפורמה חשובה נוספת בשווקים הפיננסיים על פי המלצות ועדת בכר.

לצד אלה החליטה הממשלה, בעת אישור התקציב ל-2004, להגביל את שיעור הגידול הריאלי של ההוצאה הממשלתית בכל שנה ללא יותר מ-1 אחוז ביחס להוצאה הממשלתית בשנה החולפת. החלטה זו, יחד עם ההחלטה להגביל את שיעור הגירעון ביחס לתוצר ל-3 אחוזים, עשויה לתרום לירידה מהירה יותר של יחס החוב לתוצר.

לקראת סוף השנה גדלה מעט אי-הוודאות הפיסקלית, עקב קשיים באישור מסגרת התקציב ל-2005. אי-וודאות זו לא באה עדיין לידי ביטוי בשווקים הפיננסיים, שכן הציבור כנראה מאמין כי התקציב יאושר בסופו של דבר ללא סטייה מהמדיניות לטווח ארוך של חתירה לתוואי יורד של הגירעון והחוב ממשלתי. אולם על רקע הרמה הגבוהה של החוב הממשלתי והעדר בסיס ארוך טווח של אמינות פיסקלית חשוב שהממשלה תפעל לאישור מסגרת התקציב ל-2005, בלי חריגות מהמסגרת שנקבעה.

הירידה בגירעון הממשלתי השנה והאפשרות לגייס הון גם בחו"ל מכספי הערבויות אפשרו לממשלה לצמצם במידה ניכרת את היקף גיוס ההון בשוק המקומי, וזה עמד השנה על כ-12 מיליארדי ש"ח נטו, לעומת למעלה מ-20 מיליארדים בכל אחת מהשנתיים הקודמות (לוח ב'-3). התפתחות זו תמכה בירידת התשואות לפדיון על איגרות החוב ופינתה מקורות

לוח ב'-3					
גיוס ההון הממשלתי, 2004					
(מיליארדי ש"ח)					
סך כל הגיוס השנתי	רביעים				
	IV	III	II	I	
					גיוס ההון בשוק המקומי
39.8	6.1	9.4	10.6	13.7	סך כל הגיוס המקומי - ברוטו
27.8	2.9	6.6	8.5	9.8	סך כל הפירעון המקומי
12.0	3.2	2.8	2.1	3.9	סך כל גיוס ההון המקומי - נטו
1.0	0.2	-0.2	0.5	0.5	ההפרטה
					גיוס ההון ברוטו בחו"ל
18.4	7.1	1.8	5.9	3.6	סך כל הגיוס ברוטו בחו"ל
10.6	2.8	1.7	4.2	1.9	פירעונות הקרן בחו"ל
7.8	4.3	0.1	1.7	1.7	סך כל הגיוס נטו בחו"ל
19.8	7.5	2.9	3.8	5.6	סך כל גיוס ההון נטו - מקומי + חו"ל
					(+)/הגירעון(-) העודף
-17.4	-9.2	-2.1	-5.0	-1.1	מקומי
-3.0	-0.6	-1.2	-2.4	1.2	חו"ל
-20.4	-9.8	-3.3	-7.4	0.1	כולל
-4.4	-5.8	0.5	-2.4	3.3	הספיגה (+)/ההזרמה (-) ¹
1 הגירעון המקומי בתוספת גיוס ההון המקומי וההפרטה.					
המקור: משרד האוצר והמחלקה המוניטרית.					

1 הגירעון המקומי בתוספת גיוס ההון המקומי וההפרטה.
המקור: משרד האוצר והמחלקה המוניטרית.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

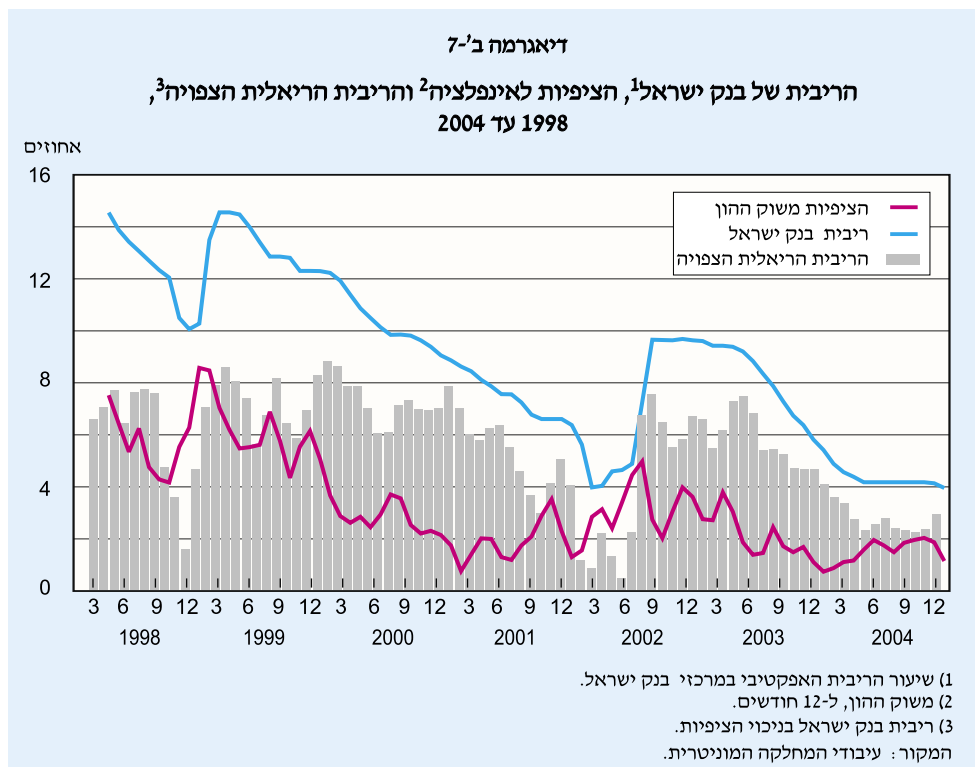
לוח ב"4							
החוב הממשלתי הכולל ברוטו, 1997 עד 2004							
2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
(מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)							
א. היתרות לסוף התקופה							
403.4	389.8	372.0	326.2	305.2	307.7	295.1	268.3
135.8	131.0	129.8	119.5	110.3	113.0	112.8	91.0
539.2	520.8	501.8	445.7	415.4	420.7	407.9	359.3
1. החוב הפנימי							
2. החוב החיצוני							
3. החוב הממשלתי הכולל (2+1=3)							
ב. משקל החוב בתוצר							
77	78	75	68	65	72	75	75
25	26	26	25	23	26	29	26
102	104	102	93	88	98	103	101
1. החוב הפנימי							
2. החוב החיצוני							
3. החוב הממשלתי הכולל (2+1=3)							
ג. החוב הממשלתי הכולל לפי סוג ההצמדה							
50	52	53	54	58	60	61	65
29	31	32	33	34	35	35	37
25	22	18	15	11	9	7	7
0	1	3	4	4	5	4	3
25	25	26	27	27	27	28	25
100	100	100	100	100	100	100	100
1. צמוד למדד							
2. לא-צמוד							
3. צמוד לדולר							
4. חוב חיצוני - נקוב במטבע חוץ							
5. סך הכול							
ד. הטווח הממוצע לפדיון של החוב הממשלתי							
6.2	6.6	6.6	6.5	6.2	6.3	6.4	6.5
8.6	8.0	6.5	6.8	7.1	7.6	8.0	7.9
6.8	6.9	6.6	6.6	6.5	6.6	6.8	6.8
1. החוב הפנימי							
2. החוב החיצוני							
3. החוב הכולל							
המקור: המחלקה המוניטרית והמחלקה לפעילות המשק במט"ח והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.							

לגיוס הון של המגזר הפרטי, שגדל מאוד השנה.

יחס החוב הממשלתי לתוצר ירד השנה ל-102 אחוזי תוצר, לעומת 104 אחוזים בסוף 2003, לאחר 3 שנים של עלייה חדה, מ-88 אחוזים בסוף שנת 2000 (לוח ב"4). הירידה התרכזת במשקל החוב הפנימי בתוצר, בעוד שמשקל החוב החיצוני נותר ללא שינוי. יחס החוב לתוצר בישראל גבוה במידה ניכרת מהמקובל במשקים מפותחים ומחייב הפניית חלק ניכר מהמקורות התקציביים לתשלומי ריבית על החוב. כיוון שמדד זה הוא אחד האינדיקטורים החשובים לבחינת יציבותו של משק בעיני משקיעים זרים, מן ההכרח להביא לירידת יחס זה לאורך זמן.

(2) הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל

ריבית זו, הנגזרת מההפרש בין ריבית בנק ישראל לבין הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון, היא אחד האינדיקטורים למידת הריסון המוניטרי. עד חודש מאי ירדה הריבית הריאלית הצפויה משיעור של 4.1 אחוזים בסוף 2003 לשיעור של 2.3 אחוזים. זאת עקב הפחתת הריבית של בנק ישראל, שלוו גם בעלייתן של הציפיות לאינפלציה (דיאגרמה ב"7). בהמשך השנה נעה הריבית על רמה של כ-2.4 אחוזים בממוצע תוך יציבותן של הציפיות וללא שינוי בריבית בנק ישראל. בחודש דצמבר שבה הריבית הריאלית ועלתה ל-2.9 אחוזים, על אף הפחתת הריבית של בנק ישראל – כתוצאה מירידה גדולה של הציפיות לאינפלציה. ריבית ריאלית כה נמוכה לא שררה במשק מאז המחצית הראשונה של 2002, והיא התאפשרה הודות ליציבותם של השווקים הפיננסיים וליציבות המחירים.

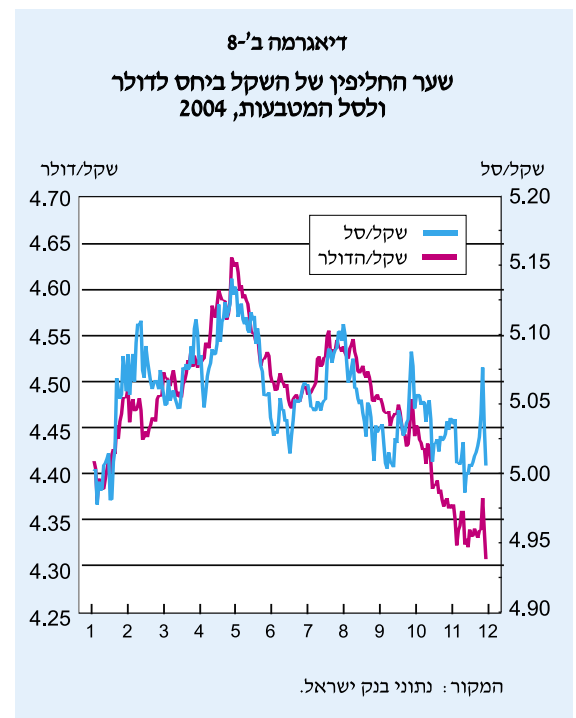


(3) התשואות על איגרות החוב הממשלתיות

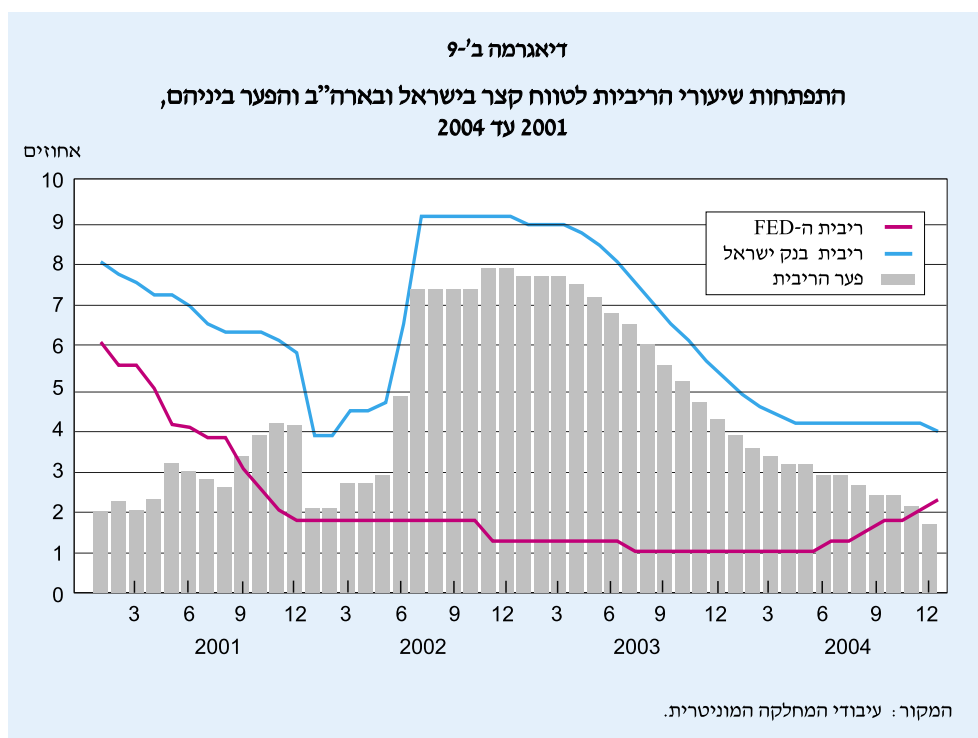
אחד האינדיקטורים למידת האמינות של המדיניות המקרר-כלכלית הוא התפתחות התשואות לפדיון על האג"ח הממשלתיות. אלה מושפעות ממכלול של גורמים – ביניהם הגירעון והחוב הממשלתי, המדיניות המוניטרית, התשואות בחו"ל ופרמיית הסיכון של המשק. בחודש ינואר השנה נעצרה מגמת ירידתן של התשואות הנומינליות והריאליות, שהחלה עוד ברביע השני של 2003, ומפברואר עלו התשואות, בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים. זאת על רקע של גורמים מקומיים והשפעות חיצוניות, ביניהם עליית התשואות בארצות הברית ובמשקים מתעוררים, ההתאוששות בפעילות הריאלית, עליית הציפיות לאינפלציה והתגברות הציפיות לעליית הריבית. ביוני התחדשה ירידת התשואות, והיא התחזקה ברביע האחרון של השנה, בעיקר על רקע ירידת התשואות בחו"ל והתמתנות הציפיות להתמדת קצבי הצמיחה המהירים של תחילת השנה. ירידת התשואות התמקדה בעיקר בטווחים הקצרים והבינוניים של העקומים.

(4) שוק מטבע החוץ, תנועות ההון ומחירי היבוא

התפתחותו של שער החליפין במהלך השנה הנסקרת לא הייתה אחידה. עד חודש מאי פוחת השקל בכ-6 וכ-3 אחוזים



פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים



ביחס לדולר ולסל, בהתאמה, ובהמשך השנה הוא יוסף בכ-2 וכ-2 אחוזים (דיאגרמה ב'-8). התפתחות השער הושפעה השנה בעיקר מהתפתחותו של הדולר בשוקי העולם: עד מאי התחזק הדולר ביחס לחלק ניכר מהמטבעות העולמיים, בהשפעת ההתאוששות המהירה בכלכלה האמריקנית. לקראת סוף המחצית הראשונה, עם האטת קצב הצמיחה בארצות הברית והתבהרות ממדי הגירעון המסחרי והתקציבי שם, נחלש הדולר בשוקי העולם, וכך גם במסחר אצלנו. שיעורי הפיחות והייסוף של השקל ביחס לדולר היו נמוכים מאלה של שערי מטבעות אחרים בעולם מול הדולר, ותנודתיות השער אצלנו הייתה נמוכה יותר. סטיות התקן בפועל של שער החליפין ירדו השנה, וכך גם סטיות התקן הגלומות הנגזרות מהמסחר באופציות, שהגיעו השנה לרמות נמוכות במונחים היסטוריים.

מלבד הכוחות העולמיים משפיעים על שער החליפין גם פערי הריבית בין השקל למטבעות הזרים ורמת הסיכון של המשק. במהלך השנה הצטמצמו הפערים בין ריבית ה-Fed לריבית בנק ישראל, עקב המשך הפחתות הריבית של בנק ישראל עד אפריל ובדצמבר והעלאת ריבית ה-Fed החל מיולי. פערי הריבית, שעמדו בסוף 2002 על 7.85 נקודות אחוז, ירדו בהדרגה, ובסוף 2004 הגיעו ל-1.65 אחוזים בלבד (דיאגרמה ב'-9). בתחילת 2005 הם הוסיפו להצטמצם, ובפברואר 2005 הגיעו לאחוז אחד בלבד, פער נמוך שכמותו לא היה במשק מעולם. מעניין להזכיר כי בתחילת 2002, כשפערי הריבית היו כפולים מאלה, נאלץ בנק ישראל להעלות את הריבית בשיעור חד, שכן נשקפה סכנה ליציבות הפיננסית במשק. יציבותם של השווקים הפיננסיים השנה, על אף פערי ריבית נמוכים יותר, מעידה כי התנאים המקוררכלכליים השתנו וכי פערי הריבית הנחוצים לשם שמירה על היציבות משתנים על פי מידת האמינות של המדיניות המקוררכלכלית. עוד מדד למידת האמינות והיציבות במשק הוא המשך הירידה בפרמיית הסכון שלו – הנמדדת מה-CDS על איגרות החוב של ממשלת ישראל הנסחרות בחו"ל. פרמיה זו ירדה ירידה חדה מסוף 2002 ובמהלך 2003, על

רקע קבלת הערבויות ועליית האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית. ב־2004 נרשמה בה ירידה מתונה נוספת, ואף היא הגיעה לרמות נמוכות היסטורית.

לשער החליפין השפעה ניכרת על המחירים המקומיים, הן מפני משקלם הגבוה של היצוא והיבוא בתוצר והן מפני קיומם של מוצרים מקומיים שהם תחליפים קרובים למוצרי היצוא והיבוא ומושפעים ממחיריהם. ערוץ נוסף המגביר את הקשר בין ההתפתחויות בשער החליפין והמחירים במשק הישראלי, הוא מנגנוני ההצמדה לשער החליפין, ובעיקר הקשר החזק בין מחירי הדיוור, שהם רכיב מרכזי במדד המחירים לצרכן, לשער החליפין. קשר זה גורם גם לתנודתיות גבוהה יחסית של האינפלציה בישראל.

מחירי היצוא והיבוא (להלן: המוצרים הסחירים) מושפעים משני גורמים – משער החליפין ומהתפתחות המחירים בעולם. נגדיר מדד למחירי המוצרים הסחירים כמכפלה של שער החליפין שקל-דולר בממוצע המחירים הדולריים של היצוא והיבוא של הסחורות ונבחן אם יש התאמה בין קצב עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים לזה של המחירים המקומיים. ב־2004 עלו המחירים הסחירים בשיעור גדול יחסית, עקב עליית מחירי הנפט וסחורות נוספות, עלייה שקוזה במקצת על ידי ייסוף השקל (לוח ב'־5). על אף עלייה חדה זו הייתה התפתחות המחירים מתונה מאוד. ברביע הראשון של 2004 עלו מחירי המוצרים הסחירים בשיעור של כ־2.5 אחוזים, עקב עלייה של מחירי היבוא

והיצוא שאליה חבר פחות מתון. מדד המחירים לצרכן ירד בתקופה זו בשיעור מתון של כ־0.3 אחוז, ונראה כי עליית מחירי המוצרים הסחירים לא חלחלה עדיין למחירי המוצרים המקומיים ונספגה על ידי היצרנים. ברביע השני נמשכה העלייה במחירי המוצרים הסחירים, ואף התחזקה, והתווסף אליה פחות גדול יחסית בשער החליפין. בתקופה זו הואץ מאוד קצב עלייתם של המחירים המקומיים והגיע ל־1.4 אחוזים. במחצית השנייה נמשכה עליית מחירי המוצרים הסחירים, אך בקצב מתון יותר, ואילו מגמת הפיחות בשער החליפין התחלפה במגמה של ייסוף, שאף התחזק ברביע האחרון של השנה. בתקופה זו נותר מדד המחירים לצרכן כמעט ללא שינוי.

לוח ב־5						
שער החליפין, מחירי היבוא והיצוא והמחירים לצרכן, 1997 עד 2004						
התקופה	שער הסל	שער הדולר	מחירי היבוא		מחירי הסחירים	מדד המחירים לצרכן
			בדולרים			
(העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)						
1997	4.3	8.2	-2.9	-5.1	3.8	9.0
1998	9.6	10.2	-3.2	-6.2	5.0	5.4
1999	8.3	9.0	-1.6	-2.3	6.8	5.2
2000	-4.8	-1.6	-2.3	2.4	-1.6	1.1
2001	1.3	3.1	-1.9	-2.1	1.0	1.1
2002	14.3	12.7	-0.7	-0.2	12.2	5.7
2003	1.1	-4.1	3.2	7.2	0.9	0.7
2004	2.2	-1.5	4.3	8.5	4.9	-0.4
(העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, רביע אחרון)						
1997	4.7	8.7	-3.7	-4.9	4.0	8.1
1998	20.8	18.9	-2.7	-5.8	13.9	7.8
1999	-1.7	0.7	-0.4	0.4	0.7	1.9
2000	-7.8	-3.0	-2.7	-0.7	-4.7	0.0
2001	4.2	4.3	-3.4	-3.5	0.7	1.6
2002	14.1	10.6	1.4	4.5	13.9	6.7
2003	-0.6	-6.0	2.7	7.3	-1.3	-2.1
2004	2.0	-1.0	5.9	10.1	7.0	1.0
(העלייה או הירידה לעומת הרביע הקודם)						
2003						
I	4.2	2.1	2.9	3.4	5.4	0.1
II	-5.7	-7.2	-1.1	0.2	-7.6	-0.5
III	-1.5	-1.2	-0.3	0.8	-1.0	-1.3
IV	2.7	0.4	1.2	2.8	2.4	-0.5
2004						
I	2.5	0.5	2.3	2.4	2.8	-0.3
II	0.6	2.0	0.6	1.8	3.2	1.4
III	-0.6	-0.9	1.3	2.1	0.8	0.0
IV	-0.6	-2.4	1.6	3.4	0.1	-0.1

1

ממוצע מחירי היבוא והיצוא מוכפל בשער החליפין של הדולר.

המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

1 ממוצע מחירי היבוא והיצוא מוכפל בשער החליפין של הדולר.
המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

לוח ב"6

שיעורי השינוי במצרפים המוניטריים, 1997 עד 2004
(סוף תקופה, אחוזים, השינוי לעומת התקופה המקבילה אשתקד)

מדר המחירים לצרכן	שיעור הגידול בתמ"ג הנומינלי ³	מצרפי הכסף		האשראי במט"ח		האשראי השקלי		האשראי הצמוד למדר	האשראי לציבור C3	התקופה
		בסיס הכסף	M2 ²	M1 ¹	במונחי שקלים	במונחי דולרים	הלא-צמוד C1			
7.0	13.0	16.4	24.1	13.9	22.9	13.9	10.1	17.1	17.1	1997
8.6	10.5	26.1	19.1	11.7	25.2	5.9	20.3	14.8	19.3	1998
1.3	9.1	15.4	28.3	14.3	11.2	10.7	15.1	10.7	11.9	1999
0.0	9.5	11.5	19.2	7.5	5.7	8.6	28.9	2.9	10.1	2000
1.4	1.5	16.1	17.0	15.4	9.9	4.9	11.1	6.7	9.0	2001
6.5	3.3	4.3	-4.9	4.9	18.6	8.1	5.5	6.2	9.8	2002
-1.9	1.7	6.3	2.5	7.7	-4.3	2.2	3.1	-5.6	-2.8	2003
1.2	5.0	8.3	7.8	18.7	1.0	2.2	6.9	-3.9	0.9	2004
2002										
4.3		18.2	4.6	25.9	16.1	3.6	5.5	9.0	10.2	I
6.6		17.0	0.5	21.8	26.7	6.8	5.0	8.4	13.0	II
6.4		6.1	-1.5	7.7	15.7	4.8	5.4	7.5	9.5	III
6.5		4.3	-4.9	4.9	18.6	8.1	5.5	6.2	9.8	IV
2003										
4.8		2.7	1.1	-4.8	9.5	6.8	5.2	3.4	5.9	I
-0.3		-2.3	0.6	-6.8	-8.7	3.0	7.4	-0.7	-1.3	II
-1.9		4.1	0.8	3.4	-3.7	3.0	4.0	-4.2	-1.8	III
-1.9		6.3	2.5	7.7	-4.3	2.2	3.1	-5.6	-2.8	IV
2004										
-2.7		4.8	3.2	14.1	-3.9	2.0	5.5	-6.0	-2.1	I
0.0		11.0	5.6	21.0	5.7	2.5	3.6	-4.5	1.1	II
0.8		10.6	6.1	22.8	1.1	0.3	7.3	-4.4	0.8	III
1.2		8.3	7.8	18.7	1.0	2.2	6.9	-3.9	0.9	IV

1 M - מזומן ופיקדונות עו"ש.

2 1M + 2M + פח"ק + פז"ק בש"ח + פיקדונות לטווח ארוך בשקלים.

3 שיעורי השינוי של התמ"ג הנומינלי במהלך השנה.

המקור: המחלקה המוניטרית, המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

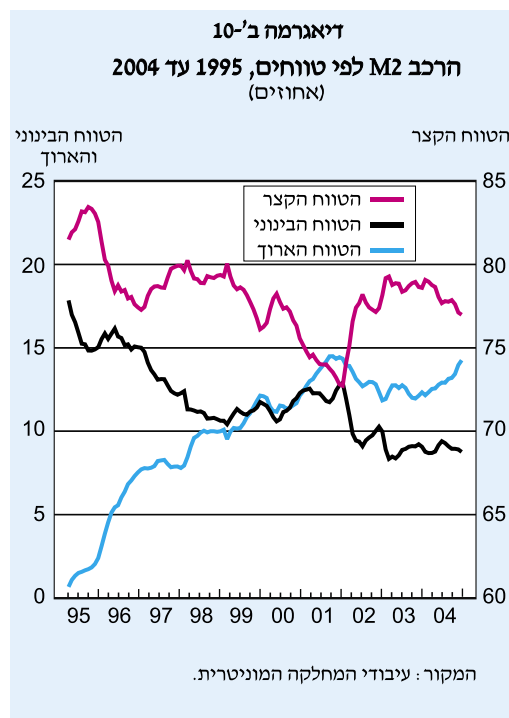
(5) מצרפי הכסף והאשראי

(א) **אמצעי התשלום (M1):** אמצעי התשלום גדלו בשנת 2004 בשיעור ניכר, כ־19 אחוזים, לאחר שבשנים 2002 ו־2003 הם עלו בשיעור מתון בלבד – כ־5 ו־8 אחוזים, בהתאמה (לוח ב"6). קצב הגידול של אמצעי התשלום אמנם עלה במידה ניכרת על זה של התוצר בתוספת עליית המחירים, אך הוא לא חרג מהגידול הנדרש על פי משוואת הביקוש לכסף, שכן הוא היה בבחינת תגובה על הירידה החדה של שיעורי הריבית במשק בשנתיים האחרונות. (ראו תיבה 2 בדוח האינפלציה למחצית השנייה של 2004). עיקר העלייה באמצעי התשלום התמקדה בפיקדונות העו"ש, שעלו בשיעור של כ־28 אחוזים, בעוד שרכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר – כ־9 אחוזים. סיבות נוספות לעלייתם של אמצעי התשלום הן הטלת מס על הכנסת הריבית מפיקדונות והתרחבות הפעילות בבורסה. עוד ראוי לציין כי במשטר של

יעדי אינפלציה, חשיבות השינויים באמצעי התשלום כאינדיקטור לעליית המחירים הצפויה פחותה; זאת משום שבמשטר כזה העוגן הנומינלי הוא היעד, הכלי להשגתו הוא הריבית שקובע הבנק המרכזי, וכמות הכסף נקבעת ככמות המבוקשת על ידי הציבור בכל נקודת זמן, ולכן האפיק המקובל של השפעת עודף היצע הכסף על המחירים אינו קיים. עם זאת, הואיל וקצב הגידול שנרשם השנה גבוה מהדרוש למשק שבו המחירים יציבים ובו שיעורי הצמיחה נורמליים, עוקב בנק ישראל אחר שיעורי הגידול של אמצעי התשלום כדי לראות אם הם יתמידו גם כשיעורי הריבית במשק יישארו יציבים או אף יעלו.

(ב) מצרף הכסף הרחב (M2): קצב גידולו של מצרף הכסף הרחב, הכולל גם את הפיקדונות השקליים הלא-צמודים לזמן קצוב, התמתן מאוד מאז סוף 2001, ובמהלך השנה האחרונה הוא גדל בשיעור של כ-8 אחוזים בלבד לעומת קצבי גדול שנתיים ממוצעים של כ-30 אחוזים במהלך שנות התשעים. התמתנות קצב הגידול של מצרף זה בשנתיים האחרונות מוסברת על רקע ביטול יתרון המס של הפיקדונות, עם מיסוי החל מינואר 2003, והמשך הפחתות הריבית הרציפות. שיעורי הריבית הנמוכים יחסית הניעו את הציבור לחפש חלופות השקעה אחרות, המניבות תשואה גבוהה יותר, ותרמו לעליית חלקם של הנכסים הסחירים בתיק הנכסים של הציבור. את המגמה הזאת חיזק שינוי המדיניות של בנק ישראל, שעם ביטול תקרת המק"ם בסוף 2001 עבר בהדרגה מניהול המדיניות המוניטרית באמצעות הפיקדונות, לניהול באמצעות המק"ם. חלקם של הפיקדונות קצרי הטווח (עד 3 חודשים) שב וירד בשנתיים האחרונות, במקביל לעליית חלקם של הפיקדונות הארוכים יותר, אולם הפיקדונות לטווח קצר הם עדיין חלק הארי של הפיקדונות השקליים – 77 אחוזים (דיאגרמה ב'10).

(ג) האשראי הבנקאי הכולל (C3): מצרף זה, שהתרחב בשנים 2002-2000 בקצב שנתי ממוצע של כ-10 אחוזים, נותר ב-2004 כמעט ללא שינוי, לאחר שב-2003 הוא התכווץ ב-2.8 אחוזים. ההתפתחות הממותנת של המצרף בולטת על רקע ההתאוששות בפעילות המשקית החל מהמחצית השנייה של 2003, והיא מוסברת בין היתר בהתרחבות של חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאית. חלופות אלה, ביניהן הנפקות של איגרות חוב בבורסה ומחוץ לבורסה, התרחבו מאוד בשנתיים האחרונות, על רקע ירידת הריבית במשק, הקלות בתקנות ההשקעה של משקיעים מוסדיים והגבלות אפקטיביות של הפיקוח על הבנקים על לווה בודד או קבוצת לווים. הרחבת ההגבלות האלה בשנתיים האחרונות אילצה לווים גדולים למצוא חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאית, ובכך תרמה להקטנת ריכוזיות האשראי בבנקים ולפיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי. סיבות נוספות לאי גידולו של המצרף הן, כנראה, התמקדות הצמיחה בפירמות עתירות טכנולוגיה עילית המתממנות, בדרך כלל באמצעות הנפקת מניות, וצעדי התייעלות שננקטו בפירמות בשנות המיתון, שיצרו עודפים למימון ההון החוזר, ואף אפשרו את הקטנת האשראי הבנקאי.



(6) הפעילות הריאלית

ההתאוששות בפעילות המשקית החלה כבר במחצית השנייה של 2003 והואצה בשנה

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

לוח ב'-7

עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר, שיעור האבטלה והמחירים, 1997 עד 2004

התקופה	השכר למשרת שכיר		עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר במגזר העסקי	מדר המחירים לצרכן	שיעור האבטלה
	במגזר העסקי	במגזר הציבורי			
	העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים				
1997	12.8	8.9	3.9	9.0	7.6
1998	8.5	5.8	4.3	5.4	8.6
1999	9.1	5.4	2.2	5.2	9.0
2000	7.8	6.5	10.2	1.1	8.8
2001	4.4	3.8	-2.4	1.1	9.3
2002	-1.4	1.1	-2.6	5.7	10.3
2003	-1.8	-3.5	1.7	0.7	10.7
2004	1.5	4.0	6.2	-0.4	10.4
	(העלייה או הירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד)				
2002					
I	-1.5	5.0	-8.1	3.8	10.5
II	0.0	-2.1	-3.7	5.7	10.2
III	-1.9	0.3	-3.5	6.5	10.4
IV	-2.3	1.7	1.1	6.7	10.3
2003					
I	-1.5	-2.0	1.6	5.2	10.6
II	-4.3	-7.8	-0.2	1.4	10.5
III	-0.7	-2.5	4.0	-1.6	11.0
IV	-0.6	-1.3	-0.5	-2.1	10.9
2004					
I	1.3	8.5	2.3	-2.5	10.8
II	1.3	0.2	3.6	-0.7	10.5
III	0.8	-0.1	4.4	0.6	10.2
IV	2.4	7.4	6.5	1.0	10.0

1 השכר למשרת שכיר בניכוי התוצר (הריאלי) ליחידת עבודה. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הנסקרת. קצב הצמיחה של התוצר המקומי עמד השנה על 4.3 אחוזים ושל התוצר העסקי – על 6.2 אחוזים. הכוחות הכלכליים שתרמו להאצת הצמיחה היו הגידול המהיר של הסחר העולמי, רגיעה ביטחונית יחסית ושילוב של מדיניות פיסקלית מצמצמת, הפועלת להשגת יעדי הגירעון, והרחבה מוניטרית, שהתבטאה בירידה משמעותית של הריבית הריאלית. (ראו תיבה 1). אמנם העלייה החדה של מחירי הנפט פעלה לקיזוז מסויים של קצב הצמיחה העולמי והמקומי, אולם נראה כי ההשפעה של עליית מחירי הנפט פחתה במידה ניכרת הודות לגידול היעילות של השימוש באנרגיה והתרבות השימוש בתחליפי נפט. הצמיחה השנה הובלה על ידי גידול מואץ של יצוא הסחורות והשירותים והתרחבות הצריכה הפרטית. גידולו של יצוא הסחורות הוא תוצאת התרחבות מואצת של הסחר העולמי והתחדשות הביקוש למוצרי טכנולוגיה עילית, ואילו גידולו של יצוא השירותים נבע מהעלייה בשירותי התיירות, על רקע השקט הביטחוני היחסי. גידול הצריכה הפרטית שיקף את המשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית, ונסתייע בהורדת המסים הישירים

תיבה ב'1: פרויקט ה"שיחזית" להערכת מצב המשק

בנק ישראל מקדיש מאמץ רב לניתוח מצב המשק ולחיזוי ההתפתחויות בו כתשומה למדיניות הריבית. הניתוח מתבסס על נתונים משוקי ההון והכספים וכן על נתונים מקרר-כלכליים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. טבעם של נתוני הל"מ"ס הוא שהם מתקבלים בפיגור, ועל כן בנק ישראל, כמו בנקים אחרים בעולם, עושה מאמצים לפיתוח כלים נוספים שיכולים לתת לו אינדיקציה להתפתחויות הריאליות סמוך ככל שניתן למועד שאליו מתייחסים הנתונים. נוסף על כך מנסה הבנק לפתח כלים שיאפשרו לו תחזיות טובות לעתיד, וזאת מפני שמדיניות הריבית פועלת בחלקה בפיגור. עם הכלים שהבנק משתמש בהם נמנים המדד המשולב למצב המשק וסקר החברות. בשנים האחרונות פיתחה המחלקה המוניטרית בבנק ישראל כלי נוסף, והוא פרויקט "שיחזית" – שיחות מסודרות ומוכוונות עם אנשי מפתח במגזר הפיננסי, ובעיקר במערכת הבנקאית, וכן עם מספר ארגוני גג של חברות לא-פיננסיות, הקשורים קשר ישיר לפעילות העסקית. השיחות מתקיימות עם כ-10 גופים 3 פעמים בשנה, על סמך רשימת נושאים אקטואלית ומתוכננת מראש, ומטרתן ללמד על המצב הריאלי של המשק בהווה ועל הצפי לעתיד הקרוב (בטווח של כחצי שנה). המגע הישיר עם גורמים הנמצאים בקשר מתמיד עם המגזר העסקי מאפשר גם הבנה טובה יותר של התפתחויות ייחודיות בנתונים המקרר-כלכליים וקבלת משוב "מהשטח" למדיניות המקרר-כלכלית המופעלת והשלכותיה הצפויות.

תוכן השיחות מדווח באופן שוטף להנהלת הבנק, ומשמש תשומה נוספת למדיניות הריבית. כלים דומים משמשים גם בבנקים מרכזיים נוספים בעולם, למשל הבנק המרכזי של ארה"ב (Beige Book) או הבנק המרכזי של אנגליה (The Bank Of England Agents).

במהלך 2004 נערכו שלוש סדרות של מפגשים – בתחילת הרביע הראשון והשלישי של השנה ובאמצע הרביע האחרון שלה. בתחילת הרביע הראשון דווח על שינוי לטובה באווירה העסקית, תוך התייחסות בפעילות וצמיחה מתונה. בתחילת הרביע השלישי של השנה דווח על התאוששות חזקה בפעילות הכלכלית בחודשים הראשונים של השנה ועל התמתנות קצב הצמיחה לקראת סיום המחצית. הדיווחים תאמו לאלה שעלו מסקר החברות לרביע השני של השנה. בשיחות שהתקיימו בתחילת הרביע האחרון של השנה דווח על התמתנות משמעותית של קצב הצמיחה במחצית השנייה של השנה ועל תחושה של עצירת תנופת הצמיחה בפירמות המתמקדות בפעילות המקומית. בפירמות המתמקדות ביצוא דווח כי נמשכות הציפיות להמשך הצמיחה, אמנם בקצבי גדול מתונים יותר. דיווח זה שונה מן העולה מסקר החברות לרביע השלישי של השנה, שבו דווח על המשך העלייה בפעילות בכל ענפי המשק העיקריים (למעט הבנייה) אמנם תוך ציפיות להתמתנות הצמיחה ברביע האחרון של השנה.

השוני בממצאים שדווחו עשוי לשמש אינדיקציה לאי-הוודאות במשק לגבי ההתפתחויות הצפויות, והוא מדגיש את החשיבות של איסוף המידע ממקורות שונים. קבלת מיגוון רחב של הערכות תוך בחינת ההבדלים ביניהן מכוונת את בנק ישראל להפעיל את כלי המדיניות בזהירות, תוך התחשבות בגורמי אי-ודאות אלה.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

והעקיפים. על אף ההתאוששות בפעילות המשקית ירדה גם השנה ההשקעה בנכסים קבועים, המשך לירידתה בשנים 2001 עד 2003. זוהי תוצאת המשך הירידה של ההשקעה בדיוור, במבנים ובעבודות בניה אחרות, בעוד שבהשקעה במכונות וציוד הייתה השנה תפנית חיובית, והיא גדלה, לאחר התכווצותה מאז 2001.

הצמיחה בפעילות המשקית התבטאה בירידה בשיעור האבטלה מרמת שיא של 11 אחוזים ברביע השלישי של 2003 ל-10.0 אחוזים ברביע האחרון של 2004, וזאת למרות עלייה של שיעור ההשתתפות בכוח העבודה (לוח ב'7). הירידה בשיעורי האבטלה לוותה בעליית שכר מתונה במגזר העסקי ובעלייה גבוהה יותר במגזר הציבורי, לאחר ירידות שכר ב-2003. על אף עליית השכר ירדה גם השנה עלות העבודה ליחידת תוצר במגזר העסקי, בהמשך לירידתה ב-2003. ירידת עלות העבודה ליחידת תוצר תורמת להקטנת עלויות השכר של הפירמות, מצביעה על העדר לחץ משוק העבודה על המחירים והיא הייתה בין הגורמים שתמכו בהתפתחותם המתונה של המחירים.

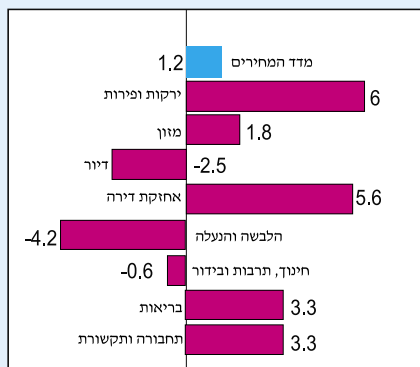
4. המחירים

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2004 בשיעור מתון של כ-1.2 אחוזים, קצת מעל לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. התפתחות המחירים במהלך השנה לא הייתה אחידה: במחצית הראשונה הם עלו בשיעור של 1.4 אחוזים, ובמחצית השנייה ירדו ב-0.2 אחוז. המדדים המנוכים עלו השנה בשיעור גבוה מזה של מדד המחירים. כך, למשל, עלה המדד ללא דיוור ב-2.3 אחוזים, והמדד ללא פירות וירקות, מוצרים מבוקרים, הלבשה והנעלה ודיוור – ב-2.5 אחוזים.

בחינה רציפה של העמידה ביעד יציבות המחירים, כפי שעולה מהאינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים, מצביעה על אינפלציה הנמוכה מהגבול התחתון של היעד עד נובמבר (ואף שלילית בחלק מהתקופה), אך במגמת עלייה החל מהרביע השני של השנה, והתכנסות לגבול התחתון של היעד בדצמבר. עם הגורמים לחזרה של האינפלציה לגבולות היעד נמנית ההתאוששות בפעילות הכלכלית, הפחתות הריבית הרציפות של בנק ישראל ועליית מחירי התשומות המיובאות מחו"ל. על אף הכוחות שפעלו להעלאת קצב עלייתם של המחירים נותרה התפתחותם השנה מתונה מאוד – ככל הנראה על רקע עודפי כושר ייצור שעדיין קיימים במשק, בעקבות המיתון המתמשך בשנים 2001 עד 2003 וכן על רקע הייסוף בשער החליפין זו השנה השנייה ברציפות.

התנודתיות הבינ-חודשית של המדד עלתה ביחס לשנה החולפת, אולם בניכוי עונתיות היא ירדה לרמה נמוכה יחסית לעבר. (ראו תיבה 1 בפרק א'). הרכיבים העיקריים שתרמו לעליית המחירים השנה הם סעיף התחבורה והתקשורת, שעלה בשיעור של 3.3 אחוזים, וכן סעיף החזקת הדירה, שעלה ב-5.6 אחוזים (לוח ב'8, דיאגרמה ב'11). שני רכיבים אלו תרמו יחד לעליית המדד 1.2 אחוזים. רכיב הדיוור, המושפע מאוד מהתפתחות שער החליפין שקל-דולר, ירד השנה בשיעור של 2.5 אחוזים, ותרם 0.6 אחוז לירידת המדד. במחצית הראשונה, שבה פוחת השקל בשיעור של 2.7 אחוזים, עלה רכיב הדיוור בשיעור של 1.4 אחוזים ותרם לעליית המדד 0.3 אחוז, ואילו במחצית השנייה, שבה יוסף השקל ב-4.2

דיאגרמה ב'11
שיעורי השינוי של סעיפי מדד המחירים לצרכן, 2004
(אחוזים)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

אחוזים, ירד רכיב הדיור בשיעור של 3.8 אחוזים ותרם 0.9 אחוז לירידתו. תרומת הרכיבים העונתיים (פירות וירקות והלבשה והנעלה) לעליית המדד השנה הייתה שולית, וניכוס אינו משנה את שיעור העלייה שלו – 1.2 אחוזים.

במהלך שנת 2004 עלו מחירי הנפט במונחים שקליים בכ־35 אחוזים³. (עד אוקטובר הם עלו בכ־68 אחוזים). כל הסעיפים במדד המחירים לצרכן שמושפעים במישרין או בעקיפין ממחירי הנפט – נפט וסולר לחימום הדירה, חשמל, דלק ושמונים לכלי־רכב, נסיעות בתחבורה הציבורית (באוטובוס ובמונית) ונסיעות לחו"ל – עלו בשנת 2004. מחיריהם של מרבית המוצרים והשירותים בסעיפים אלו הם מבוקרים או מפוקחים על ידי הממשלה, ומשקלם במדד המחירים לצרכן קטן יחסית, כ־6 אחוזים.

סעיף הנפט והסולר לחימום הדירה, המאופיין במיתאם גבוה עם מחירי הנפט, עלה בשנת 2004 בכ־33 אחוזים, אולם משקלו במדד המחירים לצרכן כ־0.1 אחוז בלבד. סעיף החשמל, שמשקלו במדד 2.3 אחוזים, עלה בכ־10 אחוזים, אולם כיוון שרכיב הנפט כתשומה לייצור חשמל הצטמצם בשנת 2004, עם תחילת המעבר לשימוש בגז טבעי, סביר כי השפעת מחירי הנפט על סעיף זה פחותה מאשר בעבר. הסעיף דלק ושמונים לרכב, שמשקלו במדד 2.6 אחוזים, עלה בכ־13 אחוזים. בשאר הסעיפים לא נמצא מיתאם עם מחירי הנפט. גם העלייה בסעיף הנסיעות לחו"ל, בשיעור של כ־11 אחוזים, שעיקרה באפריל, היא בעיקר עלייה עונתית הנצפית זה חמש שנים.

לעומת השנים 1999–2002, שבהן קצב התפתחותו של מדד המחירים הסיטוניים תאם את קצב התפתחותו של המדד הכללי, הרי בשנתיים האחרונות היו קצבי התפתחותם שונים מאוד: התפתחות מדד המחירים הכללי הייתה מתונה בהרבה מהתפתחות המחירים הסיטוניים ללא דלקים, שעלו בשנים 2003 ו־2004 בשיעורים גבוהים יחסית: 2.9 אחוזים ו־5.2 אחוז, בהתאמה. ייתכן שהתפתחות זו מעידה על רמה נמוכה של ביקושים מקומיים ביחס לכושר הייצור הקיים במשק, אשר מאלצת את הספקים לספוג חלק מעליית מחיריהם של חומרי הגלם בלי לגלגל אותה אל הלקוח. סיבה נוספת לשוני בהתפתחות בין שני המדדים היא ששיעור עליות המחירים של התשומות לייצור, הנכללות במדד המחירים הסיטוניים, היה גבוה מזה של מוצרי הצריכה הנכללים במדד המחירים לצרכן.

5. המקורות לשינוי בבסיס הכסף וכלי המדיניות המוניטרית

בכל חודש מצהיר בנק ישראל על הריבית שהוא מוכן לשלם לבנקים על פיקדונותיהם אצלו. מריבית זו נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף, ובנק ישראל מספק אותו באמצעות הכלים העומדים לרשותו. השינוי בבסיס הכסף נובע משלושה מקורות – הזרמות הממשלה, המרות מטבע חוץ של הציבור והזרמת בנק ישראל. כיוון שבנק ישראל לא התערב לחלוטין במסחר במט"ח מ־1999 – סעיף המרות המט"ח בחדר העסקאות לא תורם לשינוי בבסיס הכסף. בהינתן שני הראשונים קובע בנק ישראל את היקף ההזרמה/הספיגה שלו כך שהתוספת המבוקשת לבסיס הכסף תסופק בריבית קרובה ככל האפשר לריבית שקבע. בשנת 2004 עלה בסיס הכסף בכ־1 מיליארד ש"ח – תוצאה של הזרמת בנק ישראל, בעוד שהממשלה והמוסדות הלאומיים כמעט לא השפיעו על בסיס הכסף (לוח ב"9).

כדי להזרים לבסיס הכסף או לספוג ממנו משתמש בנק ישראל בכלים מוניטריים שונים העומדים לרשותו – המכרזים על הפיקדונות לזמן קצוב של הבנקים אצלו, המק"ם, עסקות

3 ממוצע דצמבר 2004 מול ממוצע דצמבר 2003.

לוח ב"פ
המקורות לשוניו בבסיס הכסף, 1996 עד 2004
(מיליוני ש"ח)

	2004				2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	
	IV	III	II	I										
1. הזרמת הממשלה והסוכנות	4,228	20	1,629	-4,276	1,601	3,480	-6,065	-2,611	-2,729	4,067	1,901	1,889	7,005	
מזה: הממשלה	3,728	-164	1,326	-4,646	244	1,969	-7,634	-4,341	-3,493	3,139	781	939	6,096	
2. המרות מטבע חוץ ¹	-901	-149	-323	-378	-1,751	-1,358	-1,748	-723	286	237	1,041	22,817	5,753	
מזה: חדר עסקות	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,746	23,324	6,451		
3. סך הכול (1+2)	3,327	-129	1,306	-4,654	-150	2,122	-7,813	-3,334	-2,443	4,304	2,942	24,706	12,758	
4. הזרמת בנק ישראל	-3,285	-2,042	-781	7,180	1,072	1,448	9,251	7,697	2,754	-377	-2,700	-21,036	-8,958	
מזה: הלוואה מוניטרית	261	325	-1,192	760	154	-236	68	21	-3	-12	-631	470	-3,052	
מק"ם	-3,106	-8,014	1,273	-8,145	-17,992	-9,387	-8,566	-4,866	-4,855	-1,843	-2,794	-1,059	-1,912	
החלף	96	18	-42	-125	-53	379	-573	-252	145	-20	-892	1,111	-917	
פז"ק בנקים	-1,694	4,852	-2,662	13,761	14,257	4,243	10,500	5,500	-1,800	-8,700	-7,500	-27,500	-5,000	
ריבית ²	200	275	259	371	1,105	2,772	2,679	3,411	4,492	5,825	4,957	3,420	276	
5. סך כל השוניו בבסיס הכסף	57	-2,177	548	2,537	965	3,568	1,437	4,363	311	3,927	242	3,670	3,801	

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

2. ללא מק"ם.

המקור: מאוזן בנק ישראל.

פרק ב', המדיניות המוניטרית, האינפלציה והמחירים

ההחלף ומכסות ההלוואה המוניטרית. השנה עלה במידה ניכרת השימוש במק"ם ככלי לספיגה, בעוד שהשימוש בפיקדונות פחת משמעותית. זאת משום שביטול תקרת המק"ם בתחילת 2002 איפשר לבנק ישראל לעבור בהדרגה לניהול מדיניות באמצעות כלי שוק, הפתוח להשקעות של כלל הציבור, במקום באמצעות פיקדונות, הנגשים רק לבנקים. הרחבת השימוש במק"ם במקום בפיקדונות מגדילה את הסחירות בבורסה מאפשרת לאינפורמציה חדשה לבוא לידי ביטוי בשווקים במהירות וביעילות רבה יותר, ובכך יכולה לסייע למדיניות המוניטרית להשיג את יעדיה תוך תנודות קטנות יותר בריבית. בעקבות הסרת תקרת המק"ם הוסיף בנק ישראל והגדיל את הנפקות המק"ם גם השנה, וזאת במקביל לצמצום היקף הפיקדונות של הבנקים המופקדים בבנק ישראל (לוח ב'-10). יתרת המק"ם עלתה מ-57.7 מיליארדי ש"ח בסוף 2003 ל-68.5 מיליארדים בסוף 2004, וזאת במקביל לירידה ביתרת הפיקדונות מ-25.6 מיליארדי ש"ח ל-17.1 מיליארדים. כ-55 אחוזים מיתרת הפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל בדצמבר 2004 הייתה פיקדונות יומיים, והיתר – פיקדונות לשבוע (לוח ב'-11).

לוח ב'-10						
הכלים המוניטריים - פז"ק ומק"ם, דצמבר 2003 עד דצמבר 2004						
(ממוצע חודשי, מיליוני ש"ח)						
התקופה	סך כל הפיקדונות	יומי	שבועי	סך כל המק"ם	מזה: בידי הבנקים	סך כל הפיקדונות והמק"ם
2003						
דצמבר	25,637	9,960	15,677	57,746	6,816	83,383
2004						
ינואר	29,565	10,081	19,484	58,557	8,167	88,122
פברואר	26,305	10,822	15,483	59,979	10,286	86,284
מארס	22,871	10,774	12,097	61,248	10,940	84,119
אפריל	22,934	10,234	12,700	61,716	10,475	84,650
מאי	17,027	8,479	8,548	62,457	11,363	79,484
יוני	18,672	10,572	8,100	63,689	10,376	82,361
יולי	22,180	8,825	13,355	64,127	8,229	86,307
אוגוסט	20,705	9,705	11,000	65,889	8,082	86,594
ספטמבר	20,753	9,620	11,133	65,035	7,508	85,788
אוקטובר	17,534	9,308	8,226	67,104	7,005	84,638
נובמבר	16,385	9,585	6,800	67,937	6,532	84,322
דצמבר	17,096	9,419	7,677	68,520	6,824	85,616

המקור: המחלקה המוניטרית.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

לוח ב"11					
הפיקדונות המוניטריים, 2002 עד 2004					
(סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)					
עלות הפיקדונות			ניצול הפיקדונות		התקופה
המכרז		סך הכול	המכרז		
השבועי	היומי		השבועי	היומי	
(אחוזים)		(מיליוני שקלים)			
2002					
9.62	9.64	32,663	20,000	12,663	IV
2003					
9.40	9.45	33,852	20,700	13,152	I
8.78	8.81	30,285	18,330	11,955	II
7.30	7.30	29,380	18,098	11,282	III
5.87	5.86	28,627	18,380	10,247	IV
2004					
4.71	4.71	26,246	15,692	10,553	I
4.28	4.29	19,517	9,769	9,748	II
4.28	4.29	21,218	11,837	9,381	III
4.19	4.20	17,012	7,576	9,436	IV
המקור: המחלקה המוניטרית.					