

פרק ג' האינפלציה והמדיניות המוניטרית

- ◆ מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2005 בשיעור מצטבר של 2.4 אחוזים, מעל לשיעור עלייתו בשנים האחרונות ובתוך טווח יעד יציבות המחירים, 1-3 אחוזים.
- ◆ הגורמים העיקריים לעליית האינפלציה ב-2005 היו פיחות מהיר יחסית בשער החליפין שקל-דולר (לעומת ייסוף בשנתיים הקודמות) והמשך עלייתם של מחירי הנפט בעולם.
- ◆ על אף הצמיחה המואצת לא ניכר השנה לחץ על המחירים מצד הביקושים המקומיים או עלויות השכר, אך נראה שהשפעתם המרסנת על המחירים, שאפיינה את השנים האחרונות, פחתה ואולי אף חלפה.
- ◆ המדיניות המוניטרית המשיכה גם השנה לפעול להשגת יציבות מחירים. היא נתמכה על ידי מדיניות פיסקלית שחתרה לצמצום הגירעון והחוב של הממשלה, ואיפשרה את השגת יציבות המחירים בשיעורי ריבית נמוכים יחסית.
- ◆ בחודשים הראשונים של השנה, על רקע התפתחות מחירים ממותנת מאוד וציפיות לאינפלציה נמוכות מהיעד, נמשכו הפחתות הריבית, ואילו בהמשך השנה, עד ספטמבר, נשמרה ריבית בנק ישראל ללא שינוי ברמתה הנמוכה - 3.5 אחוזים.
- ◆ רק ברביע האחרון של השנה, על רקע הסתמנות כוחות ללחץ על המחירים, החל בנק ישראל בתהליך של העלאות ריבית, שהצטברו עד סוף השנה ל-1 אחוז.

1. ההתפתחויות העיקריות

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2005 בשיעור מצטבר של 2.4 אחוזים, מעל לשיעור עלייתו בשנים האחרונות ובתוך טווח יעד יציבות המחירים, 1-3 אחוזים (לוח ג'-1). העלייה באינפלציה השנתית החלה באמצע השנה, לאחר שמאז שנת 1999 (למעט המחצית הראשונה של 2002) היה קצב האינפלציה בישראל בקרבת הגבול התחתון של היעד, ואף שלילי בחלק מהתקופה (איור ג'-1).

הגורמים העיקריים לעליית האינפלציה ב-2005 היו פיחות מהיר יחסית בשער החליפין שקל-דולר (לעומת ייסוף בשנתיים הקודמות) והמשך עלייתם של מחירי הנפט בעולם. כנגד זאת לא ניכר השנה לחץ על המחירים מצד הביקושים המקומיים או עלויות השכר, על אף הצמיחה המואצת, אך נראה שהשפעתם המרסנת על המחירים, שאפיינה את השנים האחרונות, פחתה ואולי אף חלפה.

מדד המחירים לצרכן
עלה בשנת 2005 בשיעור
מצטבר של 2.4 אחוזים,
גבוה משיעור עלייתו
בשנים האחרונות.

לוח ג'-1

אינדיקטורים עיקריים להתפתחות האינפלציה והמדיניות המוניטרית, 2000 עד 2005

2005	2004	2003	2002	2001	2000
א. האינפלציה¹ (אחוזים)					
3-1	3-1	3-1	3-2	3.5-2.5	4-3
2.4	1.2	-1.9	6.5	1.4	0.0
2.0	1.5	2.0	3.3	1.9	2.5
3.0	3.6	4.2	4.2	2.3	3.0
2.1	2.1	2.0	2.6	2.2	3.1
ב. שיעורי התשואה (אחוזים)					
3.7	4.2	7.5	6.8	6.8	9.3
3.8	4.4	7.8	7.3	7.1	9.8
1.7	2.7	5.8	4.5	5.8	7.8
5.5	6.6	8.0	9.2	6.8	8.5
3.3	4.0	4.9	5.0	4.9	5.8
ג. שיעור הפיחות (אחוזים)					
1.8	1.8	-0.5	14.2	3.7	-6.3
6.2	-1.2	-6.4	9.8	4.8	-2.7
-6.1	8.0	12.7	25.5	4.2	-13.7
ד. מחירי הנכסים (אחוזים)					
34.5	17.8	44.4	-8.6	-15.4	6.9
4.8	-1.2	-5.2	4.4	-2.3	-8.2
ה. המצרפים המוניטריים (שיעור השינוי הנומינלי)⁶					
24.1	17.9	7.7	4.9	15.4	7.5
3.7	2.0	-3.0	9.6	8.0	10.5
ו. הגירעון התקציבי בפועל (אחוזי תמ"ג)					
1.1	3.2	6.1	3.5	3.5	0.5
1.9	3.8	5.6	3.8	4.4	0.7
ז. נתוני רקע נוספים (אחוזים)					
9.0	10.3	10.7	10.3	9.3	8.8
5.2	4.4	1.7	-1.2	-0.3	7.7
100	103	104	102	93	88

(1) מדד המחירים לצרכן, במשך השנה.

(2) ממוצע שנתי.

(3) במונחים אפקטיביים, ממוצע שנתי.

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

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

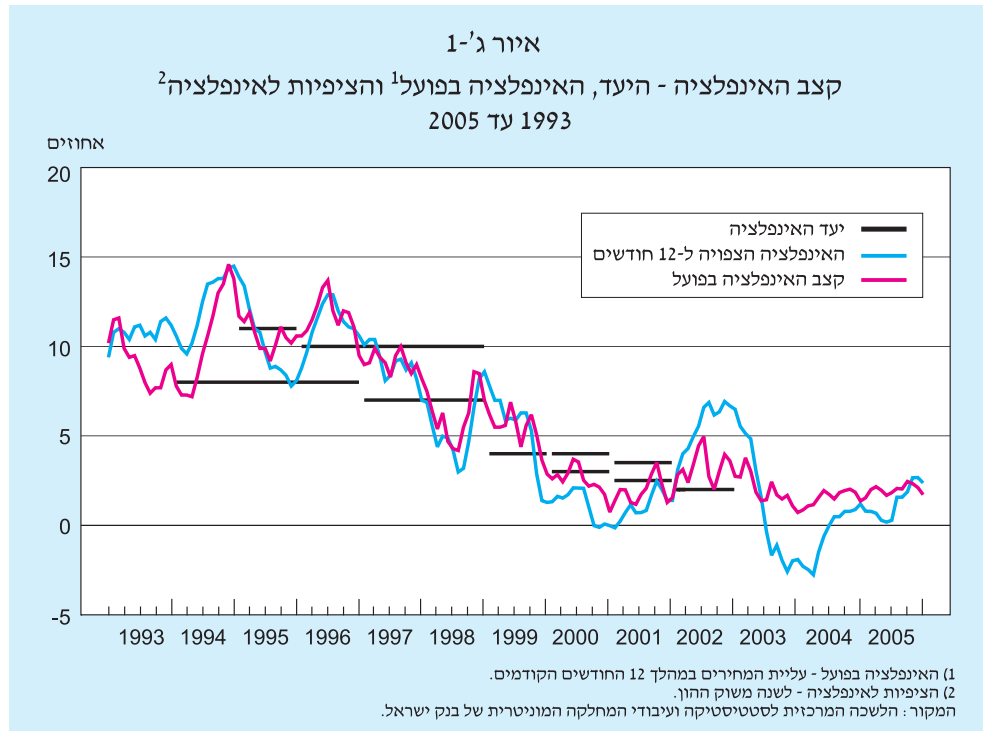
(6) ממוצע דצמבר בשנה הנסקרת מול ממוצע דצמבר של השנה הקודמת.

(7) לפי סקר מחירי דירות.

(8) הממוצע השנתי מול הממוצע של השנה הקודמת.

(9) סוף שנה.

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



הפיחות בשער החליפין שקל-דולר היה בין הגורמים לעליית האינפלציה ב-2005, והוא פעל לעליית מחירי הדיור ולייקור המוצרים המיובאים ותחליפי היבוא.

הפיחות בשער החליפין פעל לעליית מחירי הדיור ולייקור המוצרים המיובאים ותחליפי היבוא, והוא נבע מהתחזקות הדולר בשוקי העולם, שהביאה גם להתחזקות מול השקל. שער החליפין של השקל מול הדולר פחת במהלך השנה בשיעור מצטבר של כ-7 אחוזים, ועד אמצע נובמבר - בכ-10 אחוזים. מלבד הכוחות העולמיים השפיעו על התפתחות שער החליפין השנה המשך ההצטמצמות של פערי הריביות בין השקל לדולר והמשך יישומן של רפורמות בתחום הפיננסי, ובכללן השוואת שיעורי המס על השקעה בניירות ערך בחו"ל לשיעוריו על השקעה בבורסה בתל אביב. נוסף על כך הושפע שער החליפין מגורמי אי-ודאות קצרי טווח, ובהם אי-הוודאות שאפפה את תוכנית ההתנתקות - שעיקר השפעתה התרכזת לקראת סוף המחצית הראשונה של השנה. כנגד הכוחות שפעלו להיחלשות השקל פעלו כוחות שמיתנו את עוצמת הפיחות, וביניהם המשך ירידת פרמיית הסיכון של המשק והתייצבותה ברמות נמוכות מאוד, עודף בחשבון השוטף ומגמות גלובליות של התחזקות תנועות ההון לשווקים מתעוררים.

תרומת הפיחות בשער החליפין לעליית המחירים השנה ניכרת; זאת בהתחשב בשיעור הפיחות הגבוה יחסית ובמשקלם הגבוה של מוצרי הצריכה מייבוא ותחליפי היבוא בסל הצריכה - כ-40 אחוזים. הפיחות השפיע גם על מחירי הדיור, ותרומתם לעליית המחירים השנה נאמדת ב-1.2 נקודת אחוז.

מחירי הנפט הוסיפו ועלו, זו השנה השנייה ברציפות, ותרמו אף הם לעליית המחירים השנה.

מחירי הנפט בעולם הוסיפו ועלו זו השנה השלישית ברציפות, עקב גידול הביקוש לנפט לצד היצע נפט קשיח. השנה הושפעו מחירי הנפט גם מהפרעות זמניות לתפוקה העולמית, בגלל הסופות במפרץ מכוסיקו. בעטיין הם הגיעו לשיא באוגוסט, ומאז ירדו במתינות. על אף העלייה הרצופה והחדה של מחירי הנפט הוסיפה הכלכלה העולמית לצמוח בקצב מהיר יחסית, ושיעורי האינפלציה בעולם, בניכוי מחירי האנרגיה, נותרו ברמות נמוכות. (ראו תיבה ג'-1.) גם בישראל לא חלחלה עליית מחירי הנפט במידה משמעותית למחירי

המוצרים במעגל השני (second round effects), ושיעור האינפלציה ללא אנרגיה היה אף נמוך ממרכז תחום היעד; התרומה הישירה של מחירי האנרגיה (כולל חשמל וגז) לעליית המחירים השנה נאמדת ב-0.6 נקודת אחוז.

תיבה ג'-1: השפעת מחירי הנפט על הכלכלה העולמית - האם היא צפויה להתחזק?

בתיבה זו אנו מבקשים להשיב על שתי שאלות:

(א) מדוע לעליית מחירי הנפט הייתה עד כה השפעה מתונה בלבד על הכלכלה העולמית?

(ב) האם ההשפעה צפויה להתחזק אם מחירי הנפט יישארו גבוהים? מחירי הנפט עלו עלייה חדה מאז מאי 2003. בין הסיבות לכך: המשך המתיחות במזרח התיכון, עלייה חדה של הביקוש לנפט עקב הצמיחה העולמית המואצת, בעיקר במשקי מזרח אסיה, והפרעות זמניות לתפוקה העולמית. עליית מחירי הנפט ועליית התנודתיות שלהם בעתיד עלולות להוביל להאטת הצמיחה העולמית ולעליית האינפלציה. סימנים להשפעות אלה נראו השנה, אולם עוצמתם הייתה חלשה במידה ניכרת ממה שנצפה באפיוזות קודמות של עלייה חדה במחירי הנפט. אמנם שיעורי האינפלציה עלו במספר מדינות מפותחות, אך שיעורי האינפלציה המנוכים ממחירי האנרגיה נותרו ברמות נמוכות. זאת ועוד, מחירי הנפט הגבוהים לא הניעו עד כה דרישות שכר גבוהות במדינות המפותחות, והצפיפות לאינפלציה בטווחים הארוכים נותרו נמוכות מאוד. מכל אלה עולה, שעל אף עליית שיעורי האינפלציה הכוללים בעולם, האינפלציה הבסיסית (ללא מחירי הנפט) נותרה נמוכה, ונראה כי עליית מחירי האנרגיה לא חלחלה עד כה למחירי המוצרים "במעגל השני" (second-round effects).

מספר גורמים עשויים להסביר את ההשפעה החלשה יחסית של עליית מחירי הנפט על הכלכלה העולמית:

- חשיבות הנפט בתהליכי הייצור פחתה באופן בולט על פני זמן. זאת, בין היתר, בזכות מעבר מתעשייה עתירת הון לתעשייה טכנולוגית, עליית חלקו של מגזר השירותים בתוצר, עליית יעילות השימוש באנרגיה בתהליכי הייצור ומעבר לשימוש בתחליפי נפט.

- עקב עליית חלקן של ארצות מזרח אסיה בסחר העולמי, ההיצע הגדול של סחורות משוקי המזרח לוחץ על מחירי המוצרים כלפי מטה ומקזז חלק מההשפעות של עליית מחירי הנפט.

- עליית מחירי הנפט בשנתיים האחרונות הייתה הדרגתית, ונבעה מעלייה חדה של הביקוש למוצרי נפט יותר מאשר מהפרעות לתפוקה, שהשפעתן הייתה בדרך כלל קצרת ימים. זאת בניגוד לשנות השבעים: אז עליית מחירי הנפט הייתה מהירה - תוצאת הפחתה חדה של התפוקה על ידי מדינות אופ"ק - ולפיכך השפעתה על הביטחון הכלכלי של המגזר העסקי ומשקי הבית הייתה חזקה יותר, כפי שהתבטא בייצור ובצריכה.

- שיעורי האינפלציה בשנות השבעים היו גבוהים יותר, ואמינותה של המדיניות המוניטרית בחתירתה ליציבות מחירים הייתה נמוכה יחסית. על כן עליית מחירי הנפט התגלגלה מהר יותר אל המחירים, ובנקים מרכזיים, ובראשם ה-Fed, נאלצו לנקוט מדיניות מוניטרית מרסנת מאוד כדי להביא לירידה של שיעורי האינפלציה. מדיניות זו תרמה להאטה כלכלית ניכרת בשנים 1973 עד 1981.

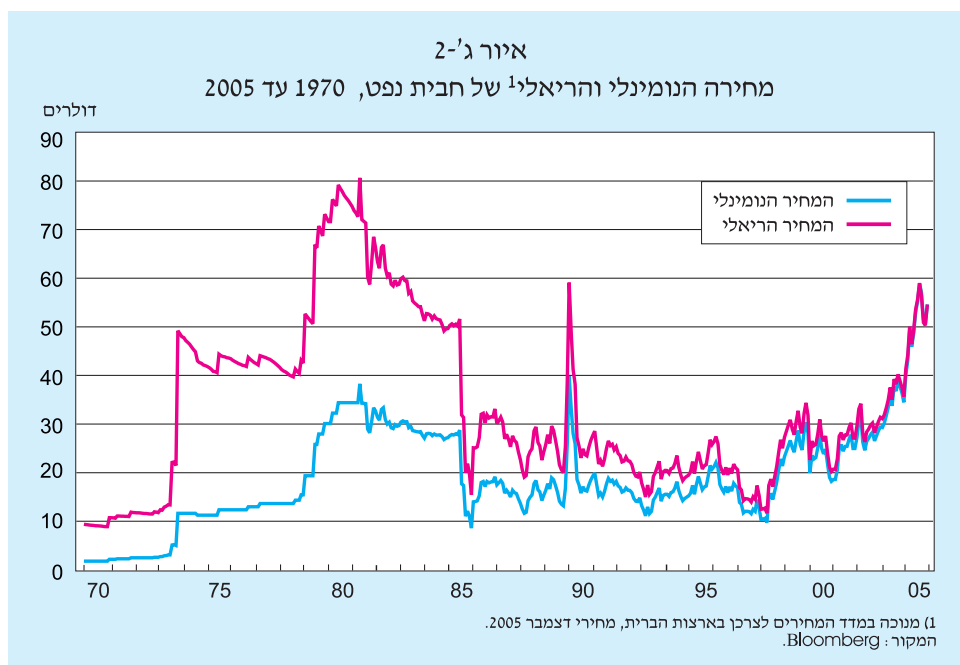
- הודות לאמינות של המדיניות המוניטרית וליציבות הציפיות לאינפלציה, קשה יותר לפירמות לגלגל את עליית מחירי האנרגיה אל הלקוח, ולעובדים יש פחות יכולת לדרוש תוספות שכר בתגובה על עליית המחירים - מה שמונע התפרצות אינפלציונית. כתוצאה מכך, ועל רקע שיעורי האינפלציה הנמוכים בפועל, ושיעורי הריבית לטווח ארוך, שנותרו נמוכים, התאפשר לבנקים המרכזיים לפעול בזירות ולהתאים את המדיניות המוניטרית בהדרגה לסביבה המשתנה, מה שיצר תנאים נוחים להמשך הצמיחה.

- למרות עליית המחירים החדה מחירי הנפט הריאליים עדיין נמוכים משיאם ההיסטורי (איור ג'-2).

על פי מחירי חוזים עתידיים לנפט ההערכות הן כי בטווח הבינוני לא צפויה ירידת מחירים משמעותית, וכי מחירי הנפט הגבוהים ימשיכו לשרור גם בעתיד. הסיבות לכך הן ככל הנראה ציפייה לשיעורי צמיחה מהירים יחסית במדינות המתועשות ובשווקים המתעוררים, שתוסיף ותגדיל את הביקוש לנפט בד בבד עם העדר ציפיות להגדלה משמעותית של התפוקה. נראה כי אם מחירי הנפט הגבוהים אכן יתמידו, השפעתם על הכלכלה תגבר. כך, למשל, ברמה הגבוהה הנוכחית של מחירי הנפט, צפויה השפעתן של הפרעות זמניות באספקתו להיות חזקה יותר, בגלל רגישותם של שוקי הנפט (כפי שנצפה בעת ההוריקנים האחרונים במפרץ מכסיקו השנה).

כאשר מחירי הנפט הגבוהים מתמידים, ואין ציפיות כי הם יירדו בקרוב, פירמות נוטות יותר להתאים את מחירי המוצרים לרמת המחירים החדשה, וכך גובר החלחול (pass through) למחירי מוצרים נוספים, שבתהליך ייצורם נעשה שימוש בנפט; זאת בניגוד למצב שבו פירמות מאמינות, כי עליית המחירים היא זמנית: אז הן נוטות בדרך כלל לספוג את עליות המחירים, שכן גם להתאמת המחיר יש עלות. התמשכות עלייתם של מחירי הנפט, לצד עליות של מחירי המוצרים במעגל השני, עלולה להביא גם לעלייתן של ציפיות האינפלציה ולהניע עובדים לדרוש התאמות שכר; כתוצאה מאלה יגבר החשש שעליית מחירי הנפט תגרום להתפרצות אינפלציונית. במקרה של חשש לעליית שיעורי האינפלציה מעבר לרמה הרצויה, יהיה על המדיניות המוניטרית לנקוט צעדים מרסנים יותר - מה שעלול להכביד על הצמיחה.

השנה נמשכה היציבות בשווקים הפיננסיים, והציפיות לאינפלציה התבססו בקרבת מרכז תחום יעד יציבות המחירים, על אף עליות השערים החדות בשוקי המניות במחצית השנייה והפיחות הגדול יחסית בשער החליפין. היציבות בשווקים בולטת על רקע המשך צמצום פערי הריביות בין המשק לארה"ב, המשך העלייה החדה והמתמשכת של מחירי הנפט וציפיות למדיניות מוניטרית מרסנת יותר בעולם וגם בארץ. השפעתם של אירועים פוליטיים ואחרים מבית ומחוץ על השווקים המקומיים הייתה קצרת ימים בלבד ולא הפרה את היציבות - הודות לאמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית. בין האירועים שבלטו



השנה (על פי סדר התרחשותם) - ההתנגדות להתנתקות, התפטרות שר האוצר, אסונות טבע גדולים במפרץ מכסיקו וההתפתחויות הפוליטיות בארץ ברביע האחרון של השנה, אשר הובילו בסופו של דבר להקדמת הבחירות.

המדיניות המוניטרית המשיכה גם השנה לפעול להשגת יציבות מחירים, במסגרת יעד מתמשך שקבעה הממשלה - 1-3 אחוזים - והיא נתמכה על ידי מדיניות פיסקלית שחתרה לצמצום הגירעון והחוב של הממשלה ואיפשרה את השגת יציבות המחירים גם בשיעורי ריבית נמוכים יחסית. בחודשיים הראשונים של השנה, על רקע התפתחות מחירים ממותנת מאוד וציפיות לאינפלציה נמוכות מהיעד, נמשכו הפחתות הריבית שהחלו עוד בראשית 2003 (לוח ג'-2). בהמשך השנה, עד ספטמבר, נשמרה הריבית ללא שינוי ברמתה הנמוכה - 3.5 אחוזים - מתוך הערכה כי בריבית זו יהיה ניתן לבסס את האינפלציה במרכז תחום היעד. רק ברביע האחרון של השנה, על רקע הסתמנות כוחות ללחץ על המחירים, החל בנק ישראל בתהליך של העלאות ריבית, שהצטברו עד סוף השנה ל-1 אחוז והעמידו את שיעור הריבית בישראל בסוף השנה על 4.5 אחוזים. (תיאור מפורט של המדיניות ושיקוליה ראו בסעיף 2 להלן).

הצמיחה במשק נמשכה גם השנה ואף הואצה, המשך לקצבי צמיחה מהירים השוררים במשק מאז המחצית השנייה של 2003. קצב הצמיחה של התוצר המקומי היה השנה 5.2 אחוזים, ושל התוצר העסקי - 6.6 אחוזים. אולם לאחר שב-2004 הייתה הצמיחה בעיקר מוטת יצוא ונתמכה על ידי גידול מואץ של הסחר העולמי ועליית הביקוש למוצרי טכנולוגיה עילית, הרי השנה הייתה הצמיחה מאוזנת יותר והקיפה את כל רכיבי השימושים המקומיים - הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית וההשקעה הגולמית - בעוד שקצב ההתרחבות של היצוא הואט. אולם היצוא, בייחוד של ענפי הטכנולוגיה העילית, הוא עדיין - על אף ההאטה בקצב התרחבותו - רכיב מרכזי בהתאוששות המשק, והמשך גידולו התאפשר הודות להמשך הצמיחה האיתנה בעולם. בהמשך הצמיחה תמכו גם השקט הביטחוני היחסי והמדיניות המקרו-כלכלית, שפעלה להמשך הצמצום של הגירעון הממשלתי ולירידת יחס

הצמיחה במשק נמשכה
גם השנה: קצב הצמיחה
של התוצר המקומי היה
5.2 אחוזים, ושל התוצר
העסקי - 6.6 אחוזים.

לוח ג'-2

הריביות - הנומינלית והריאלית - הציפיות לאינפלציה ועליית המחירים, 2000 עד 2005

התקופה	הריבית המוצהרת של בנק ישראל	הריבית הנומינלית במכרזי בנק ישראל ¹	הציפיות לאינפלציה לשנה		הריאלית לפדיון על איגרות	התשואה		מדד המחירים לצרכן
	של בנק ישראל	במכרזי בנק ישראל ¹	ממוצע	ההון ²	הריאלית	החוב הצמודות למדד ⁴	השינוי במהלך השינוי החודשי ⁶	
ממוצעים תקופתיים, אחוזים								
2004								
ינואר	4.8	5.0	0.9	1.5	4.1	3.8	-2.3	-2.4
פברואר	4.5	4.7	1.1	1.7	3.5	3.9	-2.5	2.4
מארס	4.3	4.5	1.2	1.7	3.3	4.0	-2.7	-1.2
אפריל	4.1	4.3	1.6	2.1	2.7	4.0	-1.5	14.1
מאי	4.1	4.3	2.0	2.6	2.3	4.0	-0.6	4.9
יוני	4.1	4.3	1.7	2.3	2.5	4.0	0.0	0.0
יולי	4.1	4.3	1.5	2.0	2.7	4.0	0.5	-2.4
אוגוסט	4.1	4.3	1.9	2.4	2.4	4.0	0.5	2.4
ספטמבר	4.1	4.3	2.0	2.5	2.3	3.9	0.8	-2.4
אוקטובר	4.1	4.3	2.0	2.4	2.2	3.8	0.8	0.0
נובמבר	4.1	4.2	1.9	2.2	2.3	3.8	0.9	-1.2
דצמבר	3.9	4.1	1.4	2.0	2.7	3.7	1.2	1.2
2005								
ינואר	3.7	3.9	1.6	2.0	2.3	3.6	0.8	-6.9
פברואר	3.5	3.7	2.0	2.2	1.6	3.2	0.8	2.4
מארס	3.5	3.7	2.2	2.1	1.5	3.1	0.7	-2.4
אפריל	3.5	3.7	2.0	2.1	1.6	3.2	0.3	8.7
מאי	3.5	3.7	1.7	2.2	2.0	3.2	0.2	3.6
יוני	3.5	3.7	1.9	2.0	1.8	3.2	0.3	1.2
יולי	3.5	3.6	2.1	2.3	1.5	3.2	1.6	13.9
אוגוסט	3.5	3.6	2.1	2.1	1.5	3.0	1.6	2.4
ספטמבר	3.5	3.6	2.5	2.0	1.1	2.8	1.9	1.2
אוקטובר	3.75	3.9	2.4	2.2	1.5	3.0	2.7	9.8
נובמבר	4.0	4.1	2.1	2.2	1.9	3.3	2.7	-1.1
דצמבר	4.5	4.6	1.7	1.9	2.8	3.6	2.4	-2.3

(1) הריבית האפקטיבית במונחים שנתיים.

(2) עד שנת 2002 הציפיות חושבו על פי התשואות ברוטו יחסי. מ-2003 הן חושבו על פי התשואות ברוטו.

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

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

(5) השינוי לעומת החודש המקביל אשתקד.

(6) במונחים שנתיים.

המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

החוב לתוצר, תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית בשיעורי ריבית ריאלית נמוכים יחסית. (ראו הרחבה בפרק ב').

שיעורי הצמיחה המהירים הביאו לצמצום הדרגתי של עודפי כושר הייצור שהיו במשק לאחר שנות המיתון, ויחד עם עליית חלקם של השימושים המקומיים בצמיחה, תרמו למיצוי ההשפעה המרסנת שהיתה לתוצר על המחירים בישראל בשנים האחרונות. על אף שיעורי הצמיחה המהירים של התוצר והשינוי בהרכב הצמיחה לא ניכר עדיין לחץ על המחירים מצד הביקושים, וזאת בעיקר מפני השלב במחזור העסקים שהמשק נמצא בו: עודפי כושר הייצור, שעדיין קיימים במשק, מאפשרים היענות מהירה של התוצר לגידול הביקושים, בלא שיווצרו לחצים משמעותיים על המחירים.

גם מצד עלויות השכר לא ניכר השנה לחץ על המחירים, על אף העלייה הגדולה של השכר השנה יחסית לשנים האחרונות, הן במגזר הציבורי והן במגזר העסקי. למרות עליית השכר עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר ירדה גם השנה במתינות, בהמשך לירידתה גם בשנתיים הקודמות - תוצאה של עלייה בפריזון, המאפיינת בדרך כלל תהליכי יציאה ממיתון. עליית הפריזון התבטאה בעלייה חדה של התוצר הנומינלי תוך גיוס מתון בלבד של עובדים, ותרמו לכך תהליכי ההתייעלות שעברו הפירמות בשנות המיתון והרפורמות המבניות שבוצעו.

כנגד זאת התייקרו השנה מחירי התשומות המיובאות לייצור במידה משמעותית, בגלל עליית מחירי הדלקים, ותרמו לעליית עלויות הייצור של הפירמות - אף כי הודות לגידול של יעילות השימוש באנרגיה ומעבר לשימוש בתחליפי נפט, חלקו של הנפט בעלויות הייצור של הפירמות ירד משמעותית. אינדיקטור נוסף שיכול להעיד על עלייה בעלויות הייצור של הפירמות הוא מחירי תפוקת התעשייה (המחירים הסיטוניים), שעלו בשנה האחרונה בשיעור מצטבר של 4.3 אחוזים (ללא דלקים), המשך לעלויות גבוהות בשלוש השנים האחרונות. שיעורי העלייה הגבוהים של המחירים הסיטוניים ועלייתם בשיעור גבוה ממדד המחירים לצרכן יכולים אולי להצביע על האצה צפויה גם בקצב העלייה של מדד המחירים לצרכן, אף כי לא ברור אם יש קשר מוביל ממחירים אלה למחירים לצרכן. (ראו: בנק ישראל, ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים מס 109).

על רקע העלייה החדה והמתמשכת של מחירי הנפט וקצבי הצמיחה המהירים יחסית התאפיינה השנה בציפיות לעליית שיעורי הריבית בעולם. ריבית הבנק המרכזי של ארה"ב (להלן: Fed) הועלתה גם השנה בהדרגה, ושיעורה הגיע בדצמבר ל-4.25 אחוזים, לעומת 2.25 אחוזים בסוף 2004 ואחוז בלבד בסוף 2003¹. גם בשוק האירו הועלתה הריבית בסוף השנה, ל-2.25 אחוזים, לאחר למעלה משנתיים שבהן היא לא שונתה. העלאת שיעורי הריבית לטווח הקצר התבטאה בעלייה מתונה בלבד של שיעורי הריבית לטווחים הארוכים, הנקבעים בשווקים הפיננסיים. נוסף על כך נותרו הציפיות לאינפלציה בעולם ברמות נמוכות - כנראה בהשפעת הכרה במחויבות של הבנקים המרכזיים לשמור על יציבות המחירים והיצע גדול של סחורות מארצות מזרח אסיה ובראשן סין, הלוחץ את מחירי המוצרים כלפי מטה ומקזז חלק מההשפעות של עליית מחירי הנפט. כל אלה איפשרו לבנקים המרכזיים בעולם ובראשם Fed, להעלות את הריבית במתינות ובהדרגה, מה שאיפשר לבנק ישראל להמשיך ולהפחית את הריבית בחודשיים הראשונים של השנה ולהשאיר אותה ברמתה הנמוכה עד ספטמבר. רק עם התחזקות הסימנים להיווצרות לחץ על המחירים, במהלך הרביע האחרון של השנה, החל בנק ישראל בתהליך של העלאת הריבית, אך גם הוא

על אף שיעורי הצמיחה המהירים לא ניכר עדיין לחץ על המחירים מצד הביקושים.

גם מצד עלויות השכר לא ניכר השנה לחץ על המחירים.

השנה התאפיינה בציפיות לעליית שיעורי הריבית בעולם.

1 מאז יולי 2004 ביצע Fed-13 העלאות ריבית בשיעור של 0.25 נקודת אחוז כל אחת.

עשה זאת במתינות ובהדרגה (עד להעלאת הריבית האחרונה לדצמבר, שהייתה בשיעור גבוה יחסית, כפי שמפורט בהמשך).

פערי הריבית בין ריבית בנק ישראל לריבית ה-Fed הוסיפו והצטמצמו השנה, ובאוגוסט הם התאפסו לראשונה, עקב המשך העלאות הריבית על ידי ה-Fed ללא עלייה מקבילה של ריבית בנק ישראל. שחיקת פער הריביות בין המשק לחו"ל ללא עלייה מקבילה של שער החליפין משקפת את ירידת פרמיית הסיכון של המשק, הודות לאמינות של המדיניות המקרו-כלכלית ולשיפור במצב הביטחוני (איור ג'-3). בספטמבר הפכו פערי הריבית לשליליים, תוך האצה מסוימת בקצב הפיחות, אשר נמשכה גם כשבנק ישראל החל להעלות את הריבית באוקטובר.

ייתכן שעליית שער החליפין במועד זה מעידה כי פער הריביות מול חו"ל הגיע לרמה נמוכה במיוחד, שאינה משקפת כראוי את פרמיית הסיכון של המשק. רק סמוך להעלאת ריבית בנק ישראל לדצמבר, בשיעור גבוה יחסית של חצי אחוז, ובמקביל להיחלשותו של הדולר בעולם - נבלם הפיחות, ושער החליפין אף יוסף.

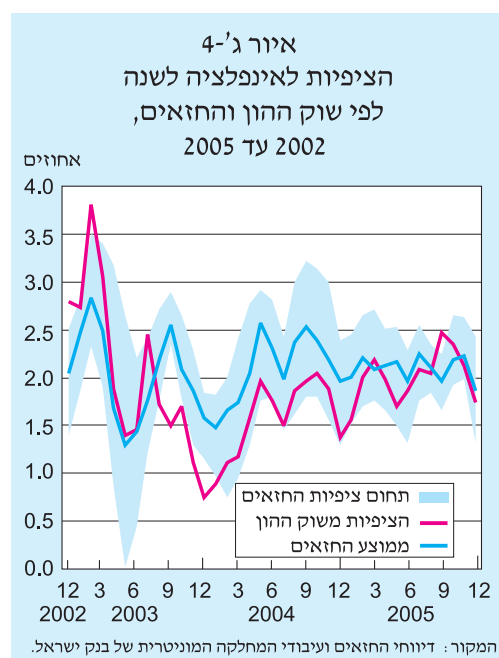
על אף שיעור הפיחות הגבוה יחסית השנה התנהל המסחר בשוק המט"ח בדרך כלל ביציבות, תוך עלייה מסוימת של תנודתיות השער. שיעורי הפיחות של השקל ביחס לדולר השנה היו גבוהים משיעורי הפיחות במטבעותיהם של שווקים מתעוררים אחרים, אך נמוכים מאלה של משקים מפותחים. למרות עליית התנודתיות של השער נותרו סטיות התקן הגלומות, הנגזרות מהמסחר באופציות שקל-דולר, ברמות נמוכות מאוד (למעט עליות לזמן קצר סמוך לאירועים מסוימים), וביטאו רמה נמוכה יחסית של סיכון שער החליפין.

הפיחות בשער החליפין - לצד המשך ההפחתות של ריבית בנק ישראל בחודשים הראשונים של השנה ושמירת הריבית ברמה נמוכה עד ספטמבר - והעלייה המהירה של הביקושים הובילו לעלייה הדרגתית של הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה מרמה הנמוכה ממרכז תחום היעד בסוף 2004 אל מרכז תחום היעד, או מעט מעליו בתחילת הרביע האחרון של 2005 (איור ג'-4). ברביע זה, עם תחילת

פערי הריבית בין ריבית
בנק ישראל לריבית ה-
Fed הוסיפו והצטמצמו
השנה.



על אף שיעור הפיחות
הגבוה יחסית התנהל
המסחר במטבע חוץ
בדרך כלל ביציבות,
תוך עלייה מסוימת
בתנודתיות השער.



העלאות הריבית של בנק ישראל, שבו הציפיות וירדו בהדרגה למרכז תחום היעד, ובדצמבר אף מתחתיו. ירידת הציפיות לאינפלציה במקביל להעלאות ריבית בנק ישראל היא ביטוי לאמינותה של המדיניות המוניטרית.

השנה נמשכה הירידה של משקל ההוצאה הציבורית בתוצר, ואמינות המדיניות הפיסקלית התבססה במידה משמעותית. (ראו הרחבה בפרק ו'). תרמו לכך עמידת הממשלה בשני היעדים שהציבה לעצמה - יעד הגירעון ויעד ההוצאה הממשלתית - והמשך הירידה של יחס החוב לתוצר. הגירעון השנה הסתכם ב-1.9 אחוזי תוצר - נמוך בהרבה מהגירעון המתוכנן על פי התקציב, 3.4 אחוזים, וכן נמוך משמעותית מהגירעון בשנים 2003 ו-2004, 3.8 ו-5.6 אחוזים, בהתאמה. לצד הירידה החדה בגירעון הממשלתי המשיכה הממשלה גם השנה לקדם רפורמות מבניות חשובות - בעיקר השלמת החקיקה הנוגעת ל"רפורמת בכר", המשך הרפורמה בפנסיה ורפורמות במיסוי - וכן האיצה את תהליך ההפרטה תוך הפניית תקבולי ההפרטה במלואם להקטנת החוב הממשלתי.

הירידה החדה בגירעון הממשלתי לצד האצת תהליך ההפרטה הקטינו את צורכי גיוס ההון של הממשלה ותמכו בהמשך ירידתן של התשואות על האג"ח במהלך כל המחצית הראשונה של השנה. ירידת התשואות בתקופה זו נתמכה גם בירידת התשואות בחו"ל (למעט בחודש מארס) והיא תרמה לירידת עלויות המימון לא רק של הממשלה, אלא גם של המגזר הפרטי, שהתשואות על האג"ח הממשלתיות משמשות עבורו סמן. צמצום גיוס ההון המקומי על ידי הממשלה גם פינה מקורות למימון המגזר העסקי והאיץ את התפתחות מקורות האשראי החוץ-בנקאיים למימון. במחצית השנייה, ובעיקר ברביע האחרון, נבלמה ירידת התשואות, והן שבו לעלות בהשפעת עליית אי-הוודאות הפוליטית לקראת סוף השנה, העלאות ריבית בנק ישראל² ועליית התשואות בחו"ל. (ראו הרחבה בפרק ד'). עליית אי-הוודאות הפוליטית, על רקע פערי ריבית כה נמוכים מול חו"ל, ויחד עם עליית קצב האינפלציה בפועל, חייבו תגובה חזקה יחסית בריבית בסוף השנה כדי לשמור על המשך היציבות.

המשך הפחתות הריבית של בנק ישראל בראשית השנה, לצד עלייתן של הציפיות לאינפלציה, מרמה הנמוכה מהגבול התחתון של היעד בסוף 2004 למרכז תחום היעד או קצת מעליו בספטמבר, התבטאו בירידה מקבילה של הריבית הריאלית הצפויה לטווח הקצר על מקורות בנק ישראל מ-2.7 אחוזים בסוף 2004 ל-1.1 אחוזים בספטמבר. רק בהמשך השנה, עם העלאות הריבית של בנק ישראל, שהביאו גם לירידתן של הציפיות לאינפלציה, שבה הריבית הריאלית הצפויה ועלתה בהדרגה, ובדצמבר הגיע שיעורה לרמה של 2.8 אחוזים. על אף עלייתה נותר שיעורה נמוך יחסית, בעיקר על רקע האצת קצב הצמיחה בשנתיים האחרונות, תוך סגירה הדרגתית של עודף כושר הייצור במשק.

פתיחת המשק המקומי לחו"ל באמצעות תהליכי הליברליזציה והרפורמות המבניות שהתחוללו בו בשנים האחרונות הגבירו את רגישותו להתפתחויות העולמיות. כך, למשל, התנהלותו החופשית של שוק המט"ח ללא התערבות בנק ישראל במסחר ותוך תנועות הון חופשיות לחלוטין מגבירה את הרגישות של שער החליפין המקומי למגמות העולמיות בשערי החליפין ולזרמי ההון לשווקים מתעוררים. גם התפתחות התשואות בשווקים המקומיים, לרבות שוקי האג"ח, קשורה קשר הדוק למגמת התשואות בשווקים הבין-לאומיים. אולם על אף הגברת הקשר והתלות בשווקים העולמיים, השווקים המקומיים

השנה נמשכה הירידה של משקל ההוצאה הציבורית בתוצר, ואמינות המדיניות הפיסקלית התבססה במידה משמעותית.

הירידה החדה בגירעון הממשלתי לצד האצת תהליך ההפרטה הקטינו את צורכי גיוס ההון של הממשלה ותמכו בהמשך ירידתן של התשואות בשווקים.

2 ריבית בנק ישראל משפיעה בעיקר על התשואות הנומינליות לטווחים הקצרים.

מושפעים בראש ובראשונה מאמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית, המשפיעה בין היתר על פרמיית הסיכון של המשק, ודרכה - על תנועות ההון אליו. התבססות האמינות בשנתיים האחרונות איפשרה את צמצום פערי הריבית בין המשק לחו"ל לשיעורים שלא נודעו כמותם בעבר, התפתחות המבטאת את ירידת הסיכון של המשק.

2. המדיניות המוניטרית בשנת 2005

מאז שנת 1992 פועלת המדיניות המוניטרית בישראל במסגרת משטר של יעדי אינפלציה, שקובעת הממשלה. עד 2000 היו יעדי האינפלציה קצרי טווח והשתנו מעת לעת, אולם מ-2001 נקבע יעד רב-שנתי, שבמסגרתו הוצב משנת 2003 יעד של יציבות מחירים לאורך זמן - בטווח של 1 עד 3 אחוזים. קביעה והכרזה על יעד אינפלציה רב-שנתי מגדילה את השקיפות של המדיניות המוניטרית ואת אמינותה, שכן היא מבטאת עקביות ומחויבות ארוכת טווח ליציבות המחירים. נוסף על כך מעגן היעד את הציפיות לאינפלציה לגבולות היעד (כפי שאירע במשק הישראלי בשנים האחרונות), וכך גם מקל על השגתו. הכלי המרכזי שבאמצעותו פועל בנק ישראל להשגת יעד האינפלציה הוא הריבית המוניטרית: באמצעותה שולט הבנק על מחיר הכסף לטווח קצר ומשפיע על קצב האינפלציה, וזאת דרך מספר ערוצים - הביקוש המצרפי, הציפיות לאינפלציה ושער החליפין.

כדי לקבוע את שיעור הריבית הרצוי בוחן בנק ישראל באופן שוטף שורה של אינדיקטורים משוקי ההון, הכספים והמט"ח יחד עם נתונים מקרו-כלכליים על האינפלציה והפעילות הריאלית. בעזרת אינדיקטורים אלה ותוך הפעלת שיקול דעת, המתבסס בין היתר על מודלים אקונומטריים, קובע הבנק בכל חודש מהי רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה בשנה ובשנתיים הקרובות. השימוש במכשיר הריבית נעשה תוך הימנעות, ככל שניתן, משינויים חדים בריבית (החלקת הריבית), שכן שינויים חדים עלולים לגרום תנודות גדולות בשער החליפין, בציפיות לאינפלציה, באינפלציה בפועל ובפעילות הריאלית, ולפגוע ביציבות הפיננסית. נוסף על כך מאפשרת החלקת הריבית בחינה מתמדת של תגובת הציבור לשינויים בריבית והתאמת המדיניות לתגובות אלה.

בחודשים הראשונים של 2005 המשיך בנק ישראל בהפחתות הריבית, אשר התחדשו בדצמבר 2004, לאחר פסק זמן שנמשך מאז תחילת הרביע השני של 2004. הפחתות הריבית חודשו על רקע התפתחות מחירים ממותנת מאוד וציפיות אינפלציה משוק ההון מתחת למרכז תחום היעד. גם המשך ירידת התשואות בשוקי האג"ח תמכה בהמשך הפחתות הריבית, וכך גם האינדיקטורים משוק המט"ח, שהצביעו על המשך היציבות. על רקע כל אלה העריך בנק ישראל כי לצורך החזרת האינפלציה למרכז תחום היעד נדרשת ריבית נמוכה יותר, ועל כן הפחית את הריבית בכל אחד מהחודשים ינואר ופברואר בשיעור של 0.2 נקודת אחוז. יחד עם הפחתת הריבית לדצמבר הגיע שיעורן המצטבר של הפחתות הריבית ל-0.6 נקודת אחוז, ושיעורה של הריבית בסוף פברואר הגיע ל-3.5 אחוזים, רמה נמוכה במונחים היסטוריים.

בחודשים מארס עד ספטמבר 2005 עצר בנק ישראל את תהליך הפחתת הריבית. במארס ואפריל נותרה הריבית ללא שינוי, על רקע התייצבותן של הציפיות לאינפלציה סמוך למרכז תחום היעד, עצירת המגמה של ירידת התשואות בשווקים הפיננסיים ושיעורה הנמוך של הריבית הריאלית הצפויה. על רקע מגמות אלה העריך הבנק כי רמתה של הריבית

בחודשים הראשונים של 2005 המשיך בנק ישראל בהפחתות הריבית, על רקע התפתחות מחירים ממותנת מאוד וציפיות אינפלציה הנמוכות במרכז תחום היעד.

בחודשים מארס עד ספטמבר נשמרה הריבית ברמה הנמוכה - 3.5 אחוזים - מתוך הערכה כי בריבית זו יהיה ניתן לבסס את האינפלציה במרכז תחום היעד.

מתאימה להשגת היעד, והערכה זו נתמכה על ידי נתוני הצמיחה ל-2004 ולראשית 2005, אשר הצביעו על צמיחה מהירה ממה שהוערך קודם לכן. עצירה הפחתות הריבית הייתה נחוצה גם כדי לבחון את השפעתן המצטברת של שלוש הפחתות הריבית הרצופות שכבר בוצעו, בעיקר על רקע פערי הריבית בין השקל לדולר, שהלכו והצטמצמו, ואף היו צפויים להמשיך ולהצטמצם בשל העלאות ריבית נוספות שהיו צפויות בארה"ב.

ברביע השני של השנה עלה מעט קצב עליית המחירים, אף כי בשל ירידות המחירים ברביע הראשון קצב האינפלציה המצטבר מראשית השנה וגם ב-12 החודשים האחרונים נותר נמוך מאוד. נוסף על כך נרשמה ירידה קלה בהערכות האינפלציה לשנה, וחלקן הצביעו על אינפלציה הנמוכה במעט ממרכז תחום היעד. כן התחדשה ירידת התשואות בשווקים, והמסחר בשוק המט"ח נותר רגוע והצביע על רמה נמוכה של סיכון שער החליפין. אולם על רקע הצטמצמות פערי הריבית בין השקל לדולר עד כדי 0.5 אחוז ביוני, וצפי להמשך הצטמצמות הפער בשל המשך העלאות הריבית הצפויות בארה"ב, הותיר בנק ישראל את הריבית במהלך החודשים מאי ויוני ללא שינוי.

לקראת סוף הרביע השני (החל מהמחצית השנייה של מאי ועד תחילת יולי) התפתחה מגמה של פיחות מואץ בשער החליפין. שיעור הפיחות המצטבר במהלך תקופה זו הגיע ל-5.6 אחוזים, מתוכם 3.6 אחוזים בחודש יוני בלבד. הפיחות נתמך על ידי התחזקותו של הדולר בעולם, אך האיציאות רכישות מט"ח מוגברות של משקי הבית באותה תקופה, על רקע התגברות החששות לקשיים בביצוע תוכנית ההתנתקות. למרות הפיחות לא נרשמה עלייה בציפיות לאינפלציה, ונמשכו המגמות החיוביות בשווקים הפיננסיים, אף כי בשוק המט"ח נרשמה עלייה קצרת ימים באי-הוודאות. על אף הפיחות הגבוה והשפעתו הצפויה על התפתחות המחירים בעתיד, העריך בנק ישראל כי שיעור הריבית הקיים מתאים להשגת יעד האינפלציה, בהתחשב בעליית המחירים המתונה מראשית השנה ובציפיות לאינפלציה שנמצאו בקרבת מרכז תחום היעד. על כן הותיר הבנק גם את הריבית ליולי ללא שינוי.

בחודש יולי נמשכה עליית אי-הוודאות בשוק המט"ח, על אף הייסוס של שער החליפין בחודש זה, וכן נבלמה המגמה של ירידת התשואות הנומינליות, במקביל לעליית התשואות בעולם. נוסף על כך גברה אי-הוודאות הפוליטית, בעקבות התגברות פעולות המחאה נגד תהליך ההתנתקות, שהלך והתקרב. על אף עליית אי-הוודאות הפוליטית והמשך ההצטמצמות של פערי הריבית בין השקל לדולר עלו הציפיות לאינפלציה אך מעט, ונותרו בקרבת מרכז תחום היעד. על רקע כל אלה החליט הבנק להותיר גם את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי.

לקראת סוף חודש אוגוסט התרבו הסימנים להיווצרות כוחות לעליית האינפלציה - וביניהם שיעור עליית המחירים לצרכן בחודש יולי, שהיה גבוה מהצפוי, ורמת הפעילות במשק, שהתבררה כגבוהה במידה ניכרת מזו שנאמדה קודם לכן, וביטאה עלייה בביקושים המקומיים. העלייה האמורה בביקושים המקומיים - על רקע הצטמצמות עודף כושר הייצור במשק, בזכות הצמיחה המהירה - עלולה ליצור לחץ על המחירים בהמשך. מלבד זאת גברו ההערכות כי הריבית בארה"ב תמשיך לעלות לרמות גבוהות ממה שהוערך קודם לכן, לנוכח נתוני הצמיחה המהירה שם, וכן נמשכו העליות החדות של מחירי הנפט, בגלל הפרעות לתפוקה העולמית בעטיין של הסופות במפרץ מכסיקו. על אף כל אלה נמשכה היציבות בשוק ההון המקומי, על רקע תהליך ההתנתקות, שהושלם בהצלחה: בשוק המט"ח שבו סטיות התקן וירדו, במקביל לפיחות מתון בשער החליפין, ובשוקי האג"ח התחדשה ירידת התשואות. על רקע כל אלה, ועל אף התאפסות פער התשואות בין המשק לארה"ב, תוצאת העלאות הריבית על ידי ה-Fed, השאיר בנק ישראל גם את הריבית לספטמבר ללא שינוי.

איור ג'-5
ריבית בנק ישראל¹, הציפיות לאינפלציה² והריבית הריאלית הצפויה³,
1998 עד 2005

אחוזים

1. שיעור הריבית האפקטיבי במרכזי בנק ישראל.
2. משוק ההון, ל-12 חודשים.
3. ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות.
המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

שיעורה של ריבית בנק
ישראל לדצמבר הגיע
ל-4.5 אחוזים.

לאחר שלוש העלאות ריבית רצופות, בשיעור מצטבר של נקודת אחוז אחת, הגיע שיעורה של ריבית בנק ישראל בדצמבר ל-4.5 אחוזים - עדיין מתחת לשיעור שאפיין את המשק בשנים האחרונות. התפתחות שיעורי הריבית במשק בהמשך תלויה בראש ובראשונה בהתפתחות האינפלציה ובאמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית - אך במידה רבה גם במגמות העולמיות של התפתחות שיעורי הריבית, התלויות בקצבי הצמיחה והאינפלציה העולמיים.

3. גורמי הרקע למדיניות המוניטרית

א. המדיניות הפיסקלית

גורם מרכזי שתרם ליציבות המחירים ב-2005 ותמך בסביבת הריביות הנמוכה הוא מדיניות התקציב של הממשלה. זו המשיכה גם השנה בקיצוץ ההוצאות (על אף ההוצאות החד-פעמיות של ההתנתקות), תוך המשך הפחתתם של שיעורי המס. הודות לקיצוץ ההוצאות, ולהכנסות ממסים שתאמו את המתוכנן (על אף הפחתות המסים) ירד הגירעון הממשלתי גם השנה ירידה חדה והסתכם ב-1.9 אחוזי תוצר, נמוך במידה ניכרת מהמתוכנן בתקציב - 3.4 אחוזים - וכן נמוך מהגירעון בשנים 2004 ו-2003, 3.8 ו-5.6 אחוזים, בהתאמה. (הרחבה ראו בפרק ו').

גורם מרכזי שתרם
ליציבות המחירים
ב-2005 ותמך בסביבת
הריביות הנמוכה הוא
מדיניות התקציב של
הממשלה.

גם השנה המשיכה הממשלה לקדם רפורמות מבניות חשובות כהשלמת החקיקה הנוגעת ל"רפורמת בכר", המשך יישום הרפורמה בפנסיה ורפורמות במיסוי - בהן השוואת שיעורי המס על כל ההכנסות מהון, ובכלל זה גם ההכנסות מהשקעה בניירות ערך בחו"ל. נוסף על אלה הוא השנה תהליך ההפרטה, וכל תקבולי ההפרטה הופנו להקטנת החוב הממשלתי. במסגרת ההפרטה נמכרו מניות הממשלה ב"בנק דיסקונט" וחלק מהחזקותיה ב"בנק לאומי", והופרטה חברת "בזק".

ירידת הגירעון הממשלתי ותקבולי ההפרטה אפשרו לממשלה להמשיך גם השנה ולהקטין את היקף גיוס ההון הדרוש למימון התקציב. כך ירד השנה גיוס ההון הכולל של הממשלה והסתכם ב-4.7 מיליארדי ש"ח נטו, לעומת כ-20 מיליארדים בשנת 2004, וגיוס ההון המקומי אף היה שלילי והסתכם בעודף פירעונות של 2.2 מיליארדי ש"ח נטו השנה, לעומת עודף הנפקות בסך 12 מיליארדים ב-2004 ולמעלה מ-20 מיליארדים בשנים 2002-2003 (לוח ג'-3). התפתחות זו, לצד הפניית קרנות הפנסיה לשוק הסחיר עם הפסקת הנפקת האג"ח המיועדות, תמכה בירידת התשואות-לפדיון על האג"ח לרמות נמוכות במונחים הסטוריים ובהמשך ההתפתחות המואצת של מקורות אשראי-חוץ בנקאיים למגזר העסקי.

הירידה בהיקף גיוס ההון הממשלתי לצד הצמיחה המואצת תמכו בהמשך ירידת יחס החוב הממשלתי לתוצר, וזה הגיע השנה לשיעור של 100 אחוזים, לעומת 103 אחוזים בסוף 2004 (לוח ג'-1). על אף הירידה יחס החוב לתוצר בישראל עדיין גבוה במידה ניכרת מהמקובל במשקים מפותחים ומחייב הפניית חלק ניכר מהמקורות התקציביים לתשלומי ריבית על החוב. הדבר מצמצם את הגמישות בהפניית מקורות גדולים יותר לאפיקים מחוללי צמיחה כהשקעות בתשתית.

ירידת הגירעון הממשלתי
ותקבולי ההפרטה
איפשרו לממשלה
להמשיך ולהקטין את
גיוס ההון הדרוש למימון
התקציב.

הירידה בגירעון הממשלתי, האצת תהליך ההפרטה וקידום הרפורמות המבניות ביססו את אמינותה של המדיניות הפיסקלית, וסייעו לבנק ישראל לשמור על יציבות המחירים במשק ברמות נמוכות מאוד של הריבית.

לוח ג'-3
גיוס ההון הממשלתי, 2003 עד 2005
 (מיליארדי ש"ח)

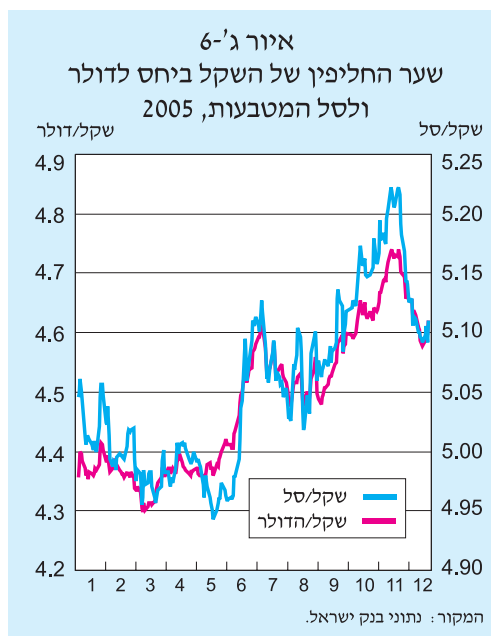
סך כל הגיוס השנתי 2005-ב	2005				2004	2003	
	IV	III	II	I			
							גיוס ההון בשוק המקומי
35.9	4.4	7.7	12.6	11.2	39.8	57.5	סך כל הגיוס המקומי - ברוטו
38.2	8.1	5.7	16.5	7.8	27.8	35.1	סך כל הפירעון המקומי
-2.2	-3.7	2.0	-3.9	3.4	12	22.4	סך כל גיוס ההון המקומי - נטו
							גיוס ההון בחו"ל
17.3	6.8	2.5	2.9	5.1	17.9	19.9	סך כל הגיוס ברוטו בחו"ל
10.3	3.1	1.8	3.8	1.7	10.1	13.3	פירעונות הקרן בחו"ל
6.9	3.7	0.6	-0.9	3.4	7.8	6.6	סך כל הגיוס נטו בחו"ל
4.7	0.0	2.6	-4.8	6.8	19.8	29	סך כל גיוס ההון נטו - מקומי + חו"ל
							התקבולים מהפרטה
1.3	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ההפרטה בחו"ל
8.6	6.7	0.6	0.0	1.2	1.0	0.3	ההפרטה המקומית
9.8	8.0	0.6	0.0	1.2	1.0	0.3	סך כל התקבולים מהפרטה
							הגירעון (+)/העודף (-)
-6.1	-6.3	-1.0	-2.5	3.7	-17.4	-26.6	המקומי
-4.6	-1.4	-0.8	-2.5	0.0	3	1.1	חו"ל
-10.8	-7.7	-1.8	-4.9	3.7	-20.4	-27.7	הכולל
0.2	-3.3	1.6	-6.4	8.3	-4.4	-3.9	הספיגה (+)/ההזרמה¹ (-)

(1) הגירעון המקומי בתוספת גיוס ההון המקומי נטו והתקבולים המקומיים מהפרטה.
 המקור: משרד האוצר והמחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

ב. שוק מטבע החוץ, תנועות ההון ומחירי היבוא

במהלך התקופה הנסקרת פוחת השקל ביחס לדולר בשיעור מצטבר של 6.8 אחוזים, וביחס לסל בשיעור של 1.7 אחוזים; זאת לאחר שנתיים רצופות של ייסוף ביחס לדולר בשיעור מצטבר של כ-9 אחוזים (איור ג'-6). התפתחות שער החליפין במהלך השנה לא הייתה אחידה: בחודשים מארס עד יולי וספטמבר עד נובמבר פוחת השער, במקביל להתחזקותו של הדולר בעולם, ואילו ביתר חודשי השנה הוא יוסף, במקביל להיחלשות הדולר בשוקי העולם.

מלבד הכוחות העולמיים הושפעה התפתחותו של שער החליפין השנה גם מהמשך הצמצום של פערי הריבית בין השקל לדולר, ומהמשך יישומן של רפורמות מבניות במשק,



ובכלל זה השוואת שיעורי המס על השקעה בניירות ערך בחו"ל לאלה החלים על השקעה בבורסה בתל אביב. נוסף על כך הושפע שער החליפין מגורמי אי-ודאות קצרי טווח, ובהם אי-הודאות שאפפה את תוכנית ההתנתקות - שעיך השפעתה התרכזה לקראת סוף המחצית הראשונה של השנה. לעומת הכוחות שפעלו השנה להיחלשות השקל פעלו כוחות אחרים שמיתנו את עוצמת הפיחות, וביניהם המשך ירידתה של פרמיית הסיכון של המשק והתבססותה ברמות נמוכות מאוד, העודף בחשבון השוטף והתגברות תנועות ההון לשווקים מתעוררים. (ראו פרק ד').

פערי הריבית בין ריבית בנק ישראל לריבית ה-Fed הוסיפו להצטמצם גם השנה עד לחודש ספטמבר, שבו נפתח פער ריביות

התפתחות שער החליפין שקל-דולר השנה הושפעה מכוחות עולמיים ומקומיים - ביניהם התחזקותו של הדולר בעולם, הצטמצמות פערי הריבית בין השקל לדולר, הרפורמות המבניות וכן גורמי אי-ודאות קצרי טווח וביניהם אי-הודאות שאפפה את תוכנית ההתנתקות.

פערי הריבית בין המשק לחו"ל הצטמצמו השנה, אך גם אי הודאות פחתה, מה שאיפשר שמירה על יציבות השווקים הפיננסיים גם בפערי ריבית נמוכים במידה ניכרת מאלה שהמשק הורגל אליהם בשנים האחרונות.

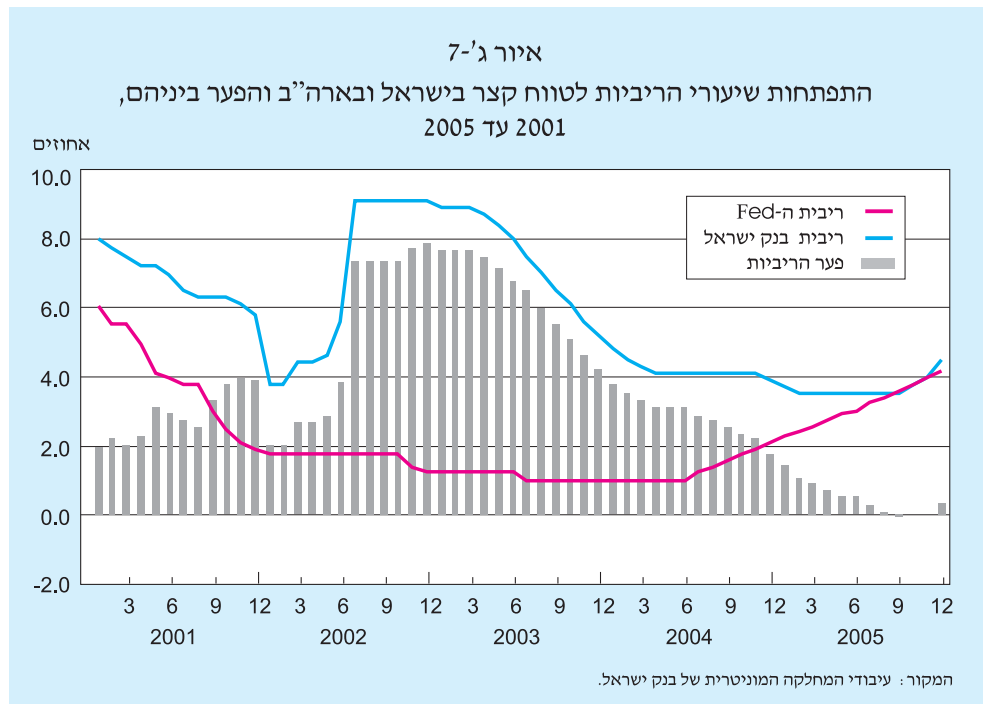
שלילי בין ריביות הבנקים המרכזיים (איור ג'7). הצטמצמות פערי הריבית היא בעיקר תוצאה של המשך העלאות הריבית הרצופות בארה"ב, שלוו בחודשים הראשונים של השנה בהפחתות של ריבית בנק ישראל. באוקטובר החל גם בנק ישראל להעלות את שיעור הריבית המוניטרית, במקביל להמשך העלאות הריבית על ידי ה-Fed, כך שבחודשים אוקטובר ונובמבר התאפסו פערי הריבית, ובדצמבר הם שבו ועלו לשיעור של 0.25 אחוז. גם פערי הריבית לטווח ארוך, הנקבעים בשווקים הפיננסיים, הוסיפו והצטמצמו השנה - תוצאה של ירידת התשואות לטווחים הארוכים בישראל ועליית התשואות בארה"ב, בעיקר במחצית השנייה של השנה.

על אף ההצטמצמות הניכרת של פערי הריבית נותר שוק המט"ח רגוע בדרך כלל, והמדדים המצביעים על סיכון שער החליפין נותרו נמוכים (למעט עליות לטווח קצר בלבד - סמוך לאירועים פוליטיים - בעיקר ההתנתקות והקדמת הבחירות). שיעורי הפיחות של השקל ביחס לדולר השנה היו גבוהים משיעורי הפיחות במטבעותיהם של שווקים מתעוררים אחרים, אך נמוכים מאלה של משקים מפותחים. סטיות התקן בפועל של שער החליפין עלו השנה, אך סטיית התקן הגלומה הנגזרת מהמסחר באופציות ומהאופציות המונפקות על ידי בנק ישראל נשארו נמוכות מאוד.

יבוא ההון למשק אינו מושפע רק מפער התשואות בינו לבין חו"ל אלא גם מרמת אי-הודאות בו. המדיניות המקרו-כלכלית שננקטה בשנתיים האחרונות, לצד השקט הביטחוני היחסי, הפחיתו את אי-הודאות ואיפשרו שמירה על יציבות השווקים הפיננסיים גם בפערי ריבית נמוכים במידה ניכרת מאלה שהמשק הורגל אליהם בשנים האחרונות.

ביטול רצועת הניוד של שער החליפין ביוני היה צעד פורמלי בלבד, וכנראה לא הייתה לו כל השפעה על התנהלותו של שער החליפין - אולם הוא איפשר סיווג של שוק המט"ח בישראל כשוק חופשי לחלוטין ועשוי לתרום להגדלת המעורבות של משקיעים בין-לאומיים בו.

לשער החליפין של הדולר השפעה ניכרת על התפתחות המחירים בישראל - דרך רכיב הדיוור במדד המחירים לצרכן ודרך מחירי המוצרים המיובאים ותחליפי היבוא (המוצרים



לשער החליפין של השקל
ביחס לדולר השפעה
ניכרת על התפתחות
המחירים בישראל
- דרך רכיב הדיור
במדד המחירים לצרכן
ודרך מחירי המוצרים
המיובאים ותחליפי
היבוא.

הסחירים). חלקם של המוצרים הסחירים בסל התצרוכת המקומי עולה בהדרגה, בעקבות פתיחת המשק לחו"ל, ומחיריהם מושפעים מהמחירים העולמיים של מוצרים אלה ומהשינויים בשער החליפין. מידת התמסורת מהשינויים בשער החליפין למחירי המוצרים המקומיים תלויה במספר גורמים, וביניהם עוצמת השינוי בשער החליפין, הציפיות לגבי התמדתו, מבנה הביקושים ואמינות המדיניות המקרו-כלכלית. כך, למשל, במקרה של פחות במשק ממותן היצרן ייטה לספוג חלק מעליית המחירים, שכן הוא יתקשה לגלגל אותה ללקוח - ואילו פחות על רקע משבר אמון במדיניות המקרו-כלכלית יתגלגל במהירות אל המחירים גם במשק ממותן (כפי שאירע ב-2002), בעיקר אם שיעור הפיחות גבוה מאוד, וההערכות הן שהוא יישמר (בשל העדר אמינות). לעומת זאת במשק שבו שוררת אמינות - אם היצרן מאמין כי הפיחות הוא זמני, או אם שיעור הפיחות עדיין קטן, הוא ייטה לחכות, שכן שינויי מחירים כרוכים בעלות. כתוצאה מכך השפעת הפיחות על מחירי המוצרים הסחירים אינה מיידי, ולעיתים היא מתמצה רק כעבור מספר רבעים.

השנה עלו מחיריהם העולמיים של מוצרי הצריכה מיבוא בשיעור מתון בלבד (לוח ג'-4), אולם בהתחשב בשיעור הפיחות הגבוה יחסית, סביר כי לפחות חלק מעלייה זו התגלגלה למחירים כבר במהלך 2005. זאת ועוד, הואיל והשפעת שער החליפין על מחירי המוצרים מתבטאת בחלקה בפיגור, ייתכן שהשפעת הפיחות השנה טרם מוצתה, והיא תבוא לידי ביטוי נוסף בהמשך, אם הפיחות יישמר.

חלקם של מוצרי הצריכה מיבוא בסל התצרוכת המקומית נאמד בכ-10 אחוזים, וחלקם של מוצרי הצריכה מיבוא ותחליפי היבוא בסל התצרוכת הוא כ-40 אחוזים. לפיכך, גם אם בשל העדר עודפי ביקוש שיעור התמסורת למחירים נמוך יחסית, הרי בהתחשב במשקלם הגבוה של המוצרים הסחירים בסל התצרוכת המקומי ובשיעור הפיחות הגבוה יחסית, השפעתו על עליית המחירים השנה הייתה ניכרת.

לוח ג'-4

שער החליפין, מחירי היבוא, מחירי התוצר והמחירים לצרכן, 2000 עד 2005
(אחוזים)

מחירי היבוא בדולרים ¹										התקופה הצריכה ההשקעה ללא דלק	
מחירי היבוא						התשומות לייצור		דלק	שער הדולר		
מדד המחירים לצרכן			מחירי של מוצרי צריכה בשקלים ¹	התמ"ג העסקי	סה"כ דלק	דיור	ללא דלק				
(העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת, ממוצעים שנתיים)											
2000	-4.3	-5.1	1.0	54.5	-1.6	-5.7	0.9	1.1	13.3	-2.1	1.6
2001	-1.7	-1.3	-0.7	-11.3	3.1	1.4	1.1	1.1	-3.3	3.8	0.5
2002	0.3	2.1	-1.4	0.8	12.7	13.1	3.8	5.7	6.7	11.5	4.2
2003	4.7	5.0	7.9	12.0	-4.1	0.6	1.1	0.7	9.2	-4.8	2.1
2004	4.2	2.1	7.7	27.9	-1.5	2.7	-1.1	-0.4	8.9	-2.7	-0.1
2005	0.9	-2.4	2.7	37.2	0.2	1.1	0.9	1.3	12.5	-1.0	1.3
(העלייה או הירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ממוצע הרביע האחרון)											
2000	-5.8	-6.5	-0.5	32.4	-3.0	-8.7	0.6	0.0	6.2	-4.3	1.0
2001	-0.1	0.9	-1.6	-30.2	4.3	4.2	0.5	1.6	-7.2	5.8	0.8
2002	1.4	4.7	2.4	25.4	10.6	12.2	5.4	6.7	16.4	9.5	5.7
2003	6.8	4.2	9.0	8.1	-6.0	0.4	-1.3	-2.1	2.0	-7.3	-0.7
2004	2.8	1.0	8.0	45.3	-1.0	1.8	-1.5	1.0	16.6	-1.7	1.1
2005	-2.2	-5.7	-2.1	24.5	5.7	3.5	3.3	2.6	13.8	3.6	1.6
(העלייה או הירידה לעומת הרביע הקודם, ממוצע רבעוני)											
2004	I	1.4	0.5	5.6	0.5	1.9	-1.0	-0.3	3.1	-1.2	-0.2
II	-1.6	-0.2	1.7	10.2	2.0	0.4	0.5	1.4	7.1	1.7	1.0
III	0.8	-0.2	0.4	14.0	-0.9	-0.1	1.0	0.0	1.3	0.2	-0.1
IV	2.1	0.9	3.4	9.9	-2.4	-0.3	-2.0	-0.1	4.3	-2.4	0.4
2005	I	0.9	0.1	2.2	-0.9	-0.0	0.5	-0.5	-3.2	-2.6	-0.1
II	-1.4	-2.8	-1.2	12.2	1.2	-0.2	1.2	0.9	7.4	0.5	0.7
III	-0.6	-0.8	-3.0	17.8	2.8	2.2	0.1	1.4	7.8	4.2	0.4
IV	-1.2	-2.3	-0.1	-5.8	2.5	1.3	1.5	0.8	1.7	1.6	0.5

(1) השינוי במחיר היבוא הדולרי של הצריכה (ללא דלקים) מוכפל בשער החליפין. המקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תרומתו של רכיב הדיור
לעליית המדד הייתה
השנה 1.2 אחוזים.

השפעה נוספת של שער החליפין בישראל על מדד המחירים לצרכן פועלת דרך מנגנוני ההצמדה של מחירי שירותים מסוימים במשק, ובעיקר שירותי השכירות של דירות למגורים, לשער החליפין של הדולר. שלא כמחירי מוצרים ושירותים אחרים, שבהם אין מנגנון הצמדה אוטומטי לשער החליפין, מחירי שכר הדירה משתנים בטווח הקצר, בדרך כלל, בהתאם לשינויים בשער החליפין של הדולר. כתוצאה מכך שינוי בשער החליפין בא לידי ביטוי כמעט מיידי ברכיב הדיור במדד הכללי, וכיוון שמשקלו של רכיב זה במדד גבוה - מעל 20 אחוזים - השפעתו על המדד ניכרת. כך, למשל, הייתה תרומתו של רכיב הדיור לעליית המדד השנה 1.2 אחוזים, קרוב מאוד לשיעור עלייתו של השער, בהתאם לחלקו של רכיב הדיור במדד. מסיבה זו השפעתו של שער החליפין ביחס לדולר על המחירים בישראל חזקה יותר מאשר במשקים קטנים ומפותחים אחרים. קשר זה גורם גם לתנודתיות גבוהה יחסית של האינפלציה בישראל.

ג. הפעילות הריאלית

התרחבות הפעילות
הכלכלית הואצה ב-2005,
ונסתייעה בצמיחה
עולמית מהירה, ברגיעה
ביטחונית יחסית
ובתמחיל מדיניות מקרו-
כלכלית התומך בצמיחה.

התרחבות הפעילות הכלכלית, שהחלה במחצית השנייה של 2003, הואצה בשנים 2004 ו-2005. (הרחבה ראו בפרק ב'). קצב הצמיחה של התוצר המקומי עמד השנה על 5.2 אחוזים, לעומת 4.3 אחוזים ב-2004, ושל התוצר העסקי - על 6.6 אחוזים, לעומת 6.2 אחוזים ב-2004. מספר גורמים תמכו בהמשך הצמיחה גם השנה - ביניהם צמיחה עולמית מהירה, רגיעה יחסית במצב הביטחוני ותמחיל של מדיניות מקרו-כלכלית התומך בצמיחה. תמחיל זה התבטא במדיניות פיסקלית מצמצמת, הפועלת להשגת יעדי הגירעון ולירידת נטל החוב והמסים בתוצר, ומדיניות מוניטרית מרחיבה יחסית (עד תחילת הרביע האחרון של השנה), שהתבטאה בשיעורי ריבית ריאלית נמוכים מאוד, אך זאת תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית. המשך העלייה החדה של מחירי הנפט פעל לקיזוז מסוים של קצב הצמיחה העולמי והמקומי ולעלייה בשיעורי האינפלציה, אולם נראה כי השפעת מחירי הנפט על הכלכלה העולמית פחתה. (ראו תיבה ג'-1)

שיעורי הצמיחה המהירים הביאו לצמצום הדרגתי של עודפי כושר הייצור שהיו במשק לאחר שנות המיתון, ויחד עם עליית חלקם של השימושים המקומיים בצמיחה, תרמו למיצוי ההשפעה המרסנת שהיתה לתוצר על המחירים בישראל בשנים האחרונות. על אף שיעורי הצמיחה המהירים של התוצר והשינוי בהרכב הצמיחה לא ניכר עדיין לחץ על המחירים מצד הביקושים, וזאת בעיקר מפני השלב במחזור העסקים שהמשק נמצא בו: עודפי כושר הייצור, הקיימים עדיין במשק, מאפשרים היענות מהירה של התוצר לגידול הביקושים, בלא שיווצרו לחצים משמעותיים על המחירים.

הצמיחה בפעילות המשקית התבטאה בהמשך ירידתו של שיעור האבטלה, במקביל לעליית שיעור ההשתתפות בכוח העבודה ומספר המועסקים במשרות מלאות. שיעור האבטלה ירד ברביע הרביעי של 2005 לרמה של 8.8 אחוזים, לעומת 9.8 אחוזים ברביע האחרון של 2004 ולעומת שיעור שיא ברביע השלישי של 2003 10.9 אחוזים (לוח ג'-5). הירידה בשיעור האבטלה לוותה בעליית שכר במגזרים הציבורי והעסקי, בהמשך לעליות שכר ב-2004. על אף עליית השכר ירדה השנה עלות העבודה ליחידת תוצר במגזר העסקי ירידה מתונה, המשך לירידתה גם בשנתיים הקודמות. ירידת עלות העבודה ליחידת תוצר תורמת להקטנת עלויות השכר של הפירמות ומצביעה על העדר לחץ משוק העבודה על המחירים.

שיעור האבטלה הוסיף
וירד גם השנה, והגיע
ברביע הרביעי ל-8.8
אחוזים.

לוח ג'-5

עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר, שיעור האבטלה והמחירים, 1995 עד 2005

התקופה	התמורה הנומינלית לשעת עבודה במגזר העסקי	התוצר העסקי הריאלי לשעת עבודה	עלות העבודה הנומינלית ליחידת תוצר במגזר העסקי ¹	מדד המחירים לצרכן	שיעור האבטלה
ממוצע תקופתי	(העלייה או הירידה לעומת התקופה הקודמת)				
2000	6.1	7.4	-1.2	1.1	8.8
2001	4.5	-1.3	5.9	1.1	9.3
2002	-0.5	-7.2	7.1	5.7	10.3
2003	-1.3	2.0	-3.2	0.7	10.7
2004	1.8	6.4	-4.2	-0.4	10.3
2005	2.2	3.9	-1.6	1.3	9.0
(העלייה או הירידה לעומת התקופה המקבילה אשתקד)					
2003					
I	-2.0	0.3	-2.4	5.2	10.7
II	-3.2	-0.9	-2.3	1.4	10.5
III	-2.1	3.9	-5.7	-1.6	10.9
IV	2.1	4.9	-2.6	-2.1	10.8
2004					
I	1.1	3.7	-2.6	-2.5	10.9
II	1.6	5.1	-3.3	-0.7	10.5
III	1.3	7.1	-5.5	0.6	10.1
IV	3.3	9.4	-5.5	1.0	9.8
2005					
I	0.8	4.6	-3.6	0.8	9.2
II	0.2	1.3	-1.1	0.3	9.1
III	1.1	0.9	0.2	1.7	8.9
IV	6.8	8.8	-1.8	2.6	8.8

(1) התוצר המקומי הנקי.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

ד. הציפיות וההערכות לגבי האינפלציה

האינפלציה הצפויה היא משתנה מרכזי וחשוב לניהול המדיניות המוניטרית, וזאת משתי סיבות עיקריות:

- השפעת הריבית על האינפלציה מתרחשת בחלקה בפיגור, ועל כן החלטות הריבית מתקבלות על פי חיזוי האינפלציה העתידית: הריבית מותאמת בעיקר להתפתחויות הצפויות, ואילו התפתחויות שהתרחשו בעבר מובאות בחשבון רק במידה שהן משפיעות על התפתחות האינפלציה העתידית.

הציפיות לאינפלציה
נעו במהלך השנה כולה
בתחומי היעד.

- הציפיות לאינפלציה משפיעות על התפתחות המחירים בפועל דרך מנגנוני עדכון המחירים של הפירמות וקביעת השכר בשוק העבודה. הואיל ועדכון המחירים על ידי הפירמות אינו רצוף, שכן הוא כרוך בעלות, הרי בעת העדכון הפירמות מביאות בחשבון גם את עליית המחירים הצפויה, המשתקפת בציפיות לאינפלציה. גם עדכוני השכר של העובדים אינם רצופים, ומתבססים בין היתר על הערכות האינפלציה העתידית. את המידע על הערכות הציבור לגבי האינפלציה העתידית גוזר בנק ישראל ממספר מקורות - שוק ההון, פרסומים שוטפים של חזאים פרטיים וסקר החברות. נוסף על כך משתמש בנק ישראל במודלים אקונומטריים שפותחו בבנק לחיזוי האינפלציה העתידית. כיוון שהמודלים מתקשים לחזות את האינפלציה בתקופות של שינויים בתנאים המקרו-כלכליים - למשל שינויים מבניים - עולה חשיבותם של מקורות המידע האחרים בגזירת המידע על האינפלציה החזויה.

הסתמכות על הציפיות לאינפלציה לצורך קביעת המדיניות המוניטרית מחייבת זהירות, שכן גם בתקופות שבהן הציבור מעריך כי פועלים כוחות לעלייה או ירידה באינפלציה ייתכן שהציפיות לאינפלציה יישארו מעוגנות סביב מרכז היעד. התפתחות כזאת אופיינית לתקופות שבהן אמינותה של המדיניות גבוהה: ציפיות אינפלציה יציבות הן ביטוי להערכת הציבור שבנק ישראל יבצע את השינוי הדרוש בריבית כך שיציבות המחירים תישמר. מסיבה זו עוקב הבנק לא רק אחר התפתחותן של הציפיות לאינפלציה, אלא גם אחר הערכות הציבור לגבי השינוי החזוי בריבית, ומה עוד שייתכנו מצבים אשר בהם אף שהציפיות לאינפלציה מעוגנות בקרבת מרכז תחום היעד, נדרש שינוי בריבית. להלן תיאור ההתפתחות של האינדיקטורים העיקריים לאינפלציה העתידית במהלך 2005.

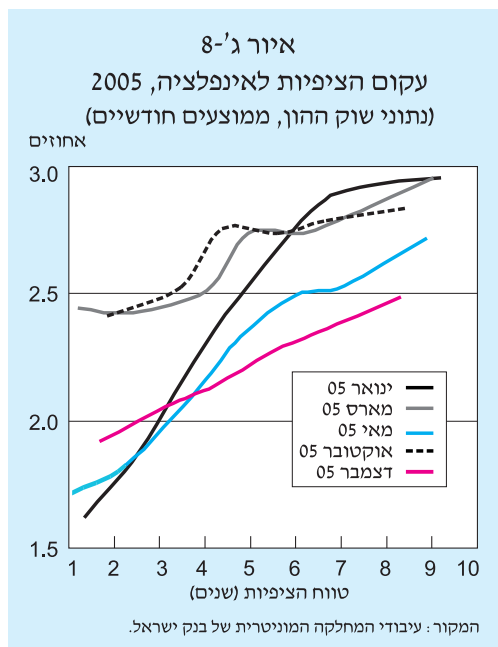
(1) הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה

ציפיות אלה, הנמדדות על פי הפרשי התשואות בין ניירות ערך לא צמודים (מק"ם) לבין אג"ח צמודות למדד ("גליל"), היו במגמת עלייה ברביע הראשון של השנה, מרמה הנמוכה ממרכז תחום היעד לקרבת מרכז התחום; זאת במקביל להמשך הפחתות הריבית בחודשיים הראשונים של השנה (אזור ג'-4). בהמשך השנה התייצבו הציפיות בקרבת מרכז תחום היעד אך בספטמבר-אוקטובר הן עלו לקרבת גבולו העליון - בעקבות הפיחות, שהתרחש כתוצאה מהתחזקות הדולר בעולם, התאפסות פערי הריבית בין המשק לארה"ב ועליית אי-הוודאות הפוליטית. בחודשיים האחרונים שבו הציפיות וירדו לקרבת מרכז היעד, במקביל לתהליך העלאת הריבית של בנק ישראל, שהחל באוקטובר, ועל אף התמשכות הפיחות בשער החליפין עד אמצע נובמבר.

(2) הערכות החזאים הפרטיים לגבי האינפלציה בטווח של שנה

ממוצע הערכות החזאים נע במהלך השנה כולה בתחום צר יחסית בקרבת מרכז תחום היעד, או קצת מעליו. טווח ההערכות (הפער בין התחזית הגבוהה ביותר לתחזית הנמוכה ביותר בכל חודש), שהוא מדד לרמת הוודאות, היה צר יחסית במהלך השנה כולה, ובמחצית השנייה הוא אף הוסיף וירד.

ראוי לציין כי הן הציפיות משוק ההון והן הערכות החזאים לוו במהלך השנה כולה בציפיות להעלאה של ריבית בנק ישראל בטווח של שנה, וכי הערכות החזאים לגבי שיעור ההעלאה החזוי נותרו כמעט ללא שינוי (על רמה של כאחוז) גם לאחר שהריבית כבר הועלתה בפועל בשיעור מצטבר של כחצי אחוז, באוקטובר ונובמבר. רק לאחר העלאת הריבית הנוספת בחודש דצמבר בשיעור של חצי אחוז, הן ירדו בממוצע ל-0.7 אחוז.



(3) הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווחים הארוכים (שנתיים עד 9 שנים)

את הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים ניתן לגזור מהפרשי התשואות בין עקום התשואות הנומינלי ("שחר") לבין עקום התשואות הריאלי ("גליל") לטווחים המתאימים (איור ג'-8). הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים נעו במהלך התקופה הנסקרת בתוך גבולות היעד; הציפיות לטווחים הארוכים יותר (7 עד 9 שנים) חרגו מעט מהגבול העליון של היעד במהלך המחצית הראשונה של השנה וחזרו לגבולות היעד במחצית השנייה. ראוי להזכיר כי ציפיות אלה כוללות גם פרמיית סיכון, העולה ככל שאופק הציפיות עולה, כך שגם החריגה אשר נצפתה בראשית השנה היא כפי הנראה זניחה.

ה. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

(1) אמצעי התשלום (M1)

בשנת 2005 נמשכה ההתרחבות המהירה באמצעי התשלום, ואלה גדלו בשיעור שנתי של כ-24 אחוזים, המשך לגידול של 18 אחוזים ב-2004 (לוח ג'-6). ההתרחבות המהירה של אמצעי התשלום בשנתיים האחרונות עלתה במידה ניכרת על קצב ההתרחבות של התוצר בתוספת עליית המחירים, והיא בבחינת תגובה על סביבת הריביות הנמוכה, הרפורמה במס והמשך ההתרחבות של הפעילות בבורסה. גם השנה היה קצב הגידול של רכיב הפיקדונות באמצעי התשלום מהיר יותר, אך גם רכיב המזומן צמח במידה ניכרת.

ראוי להזכיר כי במשטר של יעד אינפלציה, שבו העוגן הנומינלי הוא היעד ומכשיר המדיניות להשגתו הוא הריבית, אין חשיבות רבה לאמצעי התשלום כאינדיקטור מוביל לעליית המחירים הצפויה, שכן במשטר כזה כמות הכסף במשק נקבעת על פי הביקוש של הציבור. אף על פי כן בנק ישראל, כמו בנקים מרכזיים אחרים במשקים שבהם שורר משטר של יעדי אינפלציה, ממשיך לעקוב אחר התפתחותו של אינדיקטור זה ולראות אם שיעורי הגידול המהירים של המצרף יתמידו ללא הסבר סביר. התפתחות כזאת יכולה להצביע על אי-יציבות בביקושים ו/או על התערערות הקשרים המקרו-כלכליים המנחים את קביעת הריבית.

(2) מצרף הכסף הרחב (M2)

מצרף זה, הכולל, נוסף על אמצעי התשלום, גם את הפיקדונות השקליים הלא צמודים לזמן קצוב (עד שנה), התרחב השנה בשיעור של כ-5 אחוזים, בדומה לקצב התרחבותו ב-2004. קצב התרחבותו של המצרף בשנתיים האחרונות נמוך במידה ניכרת מאשר בשנות התשעים, אז הוא התרחב בכ-30 אחוזים בממוצע לשנה. בין הסיבות להתמתנות קצב ההתרחבות של המצרף - מיסוי הפיקדונות השקליים החל מראשית 2003 ושיעורי

השנה נמשכה ההתרחבות באמצעי התשלום, והם גדלו בשיעור שנתי של 24 אחוזים.

לוח ג'-6

שיעורי השינוי במצרפים המוניטריים, 2000 עד 2005

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

התקופה	סך האשראי האשראי לציבור (C3)	האשראי הצמוד למדד (C1)	האשראי הלא-צמוד (C1)	האשראי במט"ח והצמוד למט"ח במונחי דולרים שקלים	מצרפי הכסף		בסיס הכסף
					¹ M1	² M2	
2000	10.5	2.9	28.9	10.0	7.5	18.8	11.6
2001	8.0	6.7	11.1	2.0	15.4	14.3	16.1
2002	9.6	6.2	5.5	7.1	4.9	-2.1	4.3
2003	-3.0	-5.6	3.1	1.6	7.7	2.0	6.3
2004	2.0	-4.1	8.4	4.5	18.0	5.6	8.3
2005	3.7	2.0	10.8	-6.8	24.1	5.3	14.8
2002							
I	9.4	9.0	5.5	1.2	25.9	4.1	18.2
II	12.7	8.4	5.0	5.4	21.8	1.9	17.0
III	9.5	7.5	5.4	4.4	7.7	0.2	6.1
IV	9.6	6.2	5.5	7.1	4.9	-2.1	4.3
2003							
I	5.8	3.4	5.2	6.4	-4.8	2.1	2.7
II	-1.6	-0.7	7.4	2.1	-6.8	0.6	-2.3
III	-2.2	-4.2	4.0	1.9	3.4	1.9	4.1
IV	-3.0	-5.6	3.1	1.6	7.7	2.0	6.3
2004							
I	-2.4	-6.0	5.5	1.4	14.1	3.5	4.8
II	1.4	-4.5	3.6	3.1	21.0	5.4	11.0
III	2.0	-4.6	7.3	4.2	22.8	4.7	10.6
IV	2.0	-4.1	8.4	4.5	18.0	5.6	8.3
2005							
I	1.2	-4.6	10.3	3.7	15.0	5.3	6.8
II	1.6	-3.6	9.4	1.0	16.6	7.8	8.6
III	2.5	-0.7	10.8	-2.5	15.0	5.1	9.6
IV	3.7	2.0	10.8	-6.8	24.1	5.0	14.8

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

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

הריבית הנמוכים על הפיקדונות, המניעים את הציבור לחפש חלופות השקעה כמניות ואג"ח סחירות. גם הגדלת היצע המק"ם על ידי בנק ישראל, עם ביטול תקרת המק"ם בסוף 2001, פועלת להאטת קצב גידולם של הפיקדונות.

(3) האשראי הבנקאי הכולל (C3)

האשראי הבנקאי הכולל התרחב השנה בשיעור של 3.7 אחוזים. זאת לאחר שב-2004 צמח האשראי הבנקאי ב-2 אחוזים בלבד. הגידול המתון של יתרת האשראי הבנקאי בשנתיים האחרונות בולט על רקע שיעורי הצמיחה המהירים של התוצר בשנתיים האחרונות, וכן על רקע קצבי גידול מהירים של האשראי הבנקאי במשך רוב שנות התשעים (מהירים אף מקצב ההתרחבות של התוצר באותן שנים). כן בולטת ההתרחבות המתונה של המצרף על רקע הרווחיות הגבוהה של הבנקים בשלוש השנים האחרונות, אשר הביאה לשיפור בהלימות הונם ויצרה אצלם עודפי מקורות.

קצבי הגידול המתונים של המצרף מוסברים בין היתר בהתפתחות של חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאית. חלופות אלה - בעיקר הנפקות של אג"ח בבורסה ומחוץ לה - התרחבו מאוד בשלוש השנים האחרונות, על רקע ירידת שיעורי הריבית במשך והמשך הרפורמות המבניות, ובכלל זה הרפורמה בפנסיה וההקלות בתקנות ההשקעה של גופים מוסדיים. גם ההגבלות האפקטיביות של הפיקוח על הבנקים על לווה בודד או קבוצת לווים תרמו להתפתחות חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאית ודחפו לווים גדולים למצוא חלופות מימון מחוץ למערכת הבנקאית. התפתחות זו תורמת להקטנת הדומיננטיות של הבנקים במימון המגזר העסקי, תוך הגדלת התחרות וירידת עלויות המימון של הפירמות. בסוף 2005 הגיע חלקו של האשראי החוץ-בנקאי במימון המגזר העסקי (כולל מתושבי חוץ) לכ-35 אחוזים מסך האשראי למגזר העסקי, לעומת כ-23 אחוזים בסוף 2002. (ראו פרק ד').

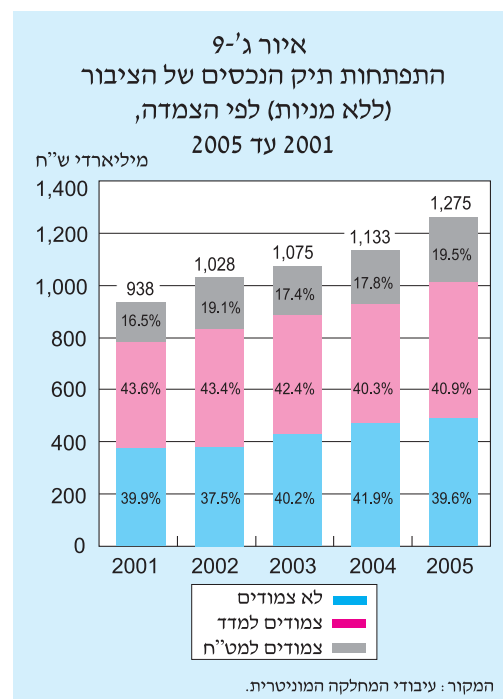
האשראי הבנקאי הכולל התרחב בשנתיים האחרונות במתינות - בין היתר על רקע התפתחות של חלופות אשראי מחוץ למערכת הבנקאית.

(4) תיק הנכסים של הציבור

שווי של תיק הנכסים עלה מראשית השנה בכ-20 אחוזים, והסתכם בדצמבר בכ-1.8 טריליוני ש"ח; גידול שוויו של התיק הקיף את כל רכיביו, אולם התרומה העיקרית לגידול נבעה מרכיב המניות בארץ, ששווי עלה מראשית השנה בכ-42 אחוזים, בעיקר עקב עליית שערי המניות בבורסה. לצמיחת התיק גם תרמו הרכיבים הצמודים למדד ולמט"ח, שעלו בעקבות הפיחות בשער החליפין, עליות שערי האג"ח והנפקות האג"ח של המגזר הפרטי.

בחינת התפלגותו של התיק לפי סוג ההצמדה (ללא מניות), מלמדת כי נבלמה המגמה שאפיינה את התפתחות התיק בשנים האחרונות (איור ג'-9). השנה - בניגוד לשנים הקודמות - עלה משקל הנכסים הצמודים למדד בתיק וירד חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים.

שווי של תיק הנכסים עלה מראשית השנה בכ-20 אחוזים, בעיקר עקב עליית שערי המניות בבורסה.



הסיבה לכך היא עליית שיעורי האינפלציה השנה למרכז תחום היעד והתבססותם של שיעורי הריבית במשק ברמות נמוכות מאוד, תוך ציפיות לעליית הריבית. בתקופה כזאת השקעה בנכסים שקליים לא-צמודים, שכרוכים בהם גם סיכונים אינפלציה, עלולה לגרום למשקיעים הפסדי הון, ועל כן העדיף הציבור - בעיקר המשקיעים דרך קרנות הנאמנות - להגדיל את רכיב ההשקעה בנכסים צמודים למדד, שהנפיק המגזר הפרטי. גם הרכיב הצמוד למט"ח עלה השנה, בעקבות הפיחות בשער החליפין ועליית רכיב ההשקעה בחו"ל, עקב השוואת שיעורי המס, מראשית 2005, בין השקעה בניירות ערך בחו"ל להשקעה בתל אביב.

4. המחירים

מדד המחירים לצרכן עלה בשנת 2005 בשיעור מצטבר של 2.4 אחוזים, קצת מעל מרכז תחום יעד האינפלציה, שנקבע מאז 2003 כיעד של יציבות מחירים לאורך זמן בתוואי של 1 עד 3 אחוזים. מדד המחירים המנוחה מסעיפים תנודתיים (הלבשה והנעלה ופירות וירקות) עלה בשיעור של 3.0 אחוזים, ואילו המדד ללא דיור עלה בשיעור של 1.3 אחוזים בלבד. גם השנה, כמו בשנתיים הקודמות, עלה מדד המחירים הסיטוניים ללא דלקים בשיעור גבוה במידה ניכרת מהמדד הכללי - ב-4.3 אחוזים (לוח ג'-7).

עליית קצב עליית המחירים השנה התרחשה לאחר כ-6 שנים (למעט המחצית הראשונה של 2002) שבהן הייתה התפתחות המחירים בישראל מתונה מאוד, ואפילו שלילית. העלייה נבעה בעיקר מן הפיחות בשער החליפין ומעליית מחירי הנפט. אחד הביטויים להשפעה החזקה של הפיחות ושל מחירי הנפט על המחירים השנה הוא מתינותה של עליית מדד המחירים ללא דיור ודלקים - 0.9 אחוז בלבד.

התפתחות המחירים במהלך השנה לא הייתה אחידה: ברביע הראשון שלה נמשכו ירידות המחירים, שאפיינו את סביבת האינפלציה הנמוכה בשנים האחרונות, והמחירים ירדו בשיעור מצטבר של 0.6 אחוז, ואילו החל מהרביע השני גבר קצב עלייתם של המחירים, והם עלו בשיעור מצטבר של 3 אחוזים.

ירידת המחירים בתחילת השנה נבעה בעיקר מירידת מחירי רכיבים עונתיים כהלבשה והנעלה ופירות וירקות, וכן מירידת מחירי הדיור, ואילו עליית המחירים בהמשך השנה נבעה בעיקר מעליית מחירי הנפט, מהפיחות בשער החליפין ומעליית מחירי המוצרים העונתיים. כך עלו בעיקר מחיריהם של רכיבים כתחבורה ואחזקת דירה, המושפעים מאוד מעליית מחירי הדלקים, וכן רכיב הדיור במדד, המושפע מאוד משער החליפין. כן עלו מחיריהם של הרכיבים העונתיים הלבשה והנעלה ופירות וירקות, שירדו ברביע הראשון (איוורים ג'-10 וג'-11).

מחירי הנפט עלו השנה בכ-50 אחוזים (ועד אוגוסט בכ-65 אחוזים); זאת בהמשך לעליות מחירים מצטברות של כ-75 אחוזים ממאי 2003 ועד סוף 2004. יש לזכור כי שיעור עלייתם של מחירי הדלקים לצרכן בישראל, כמו במקומות אחרים בעולם, היה מתון בהרבה משיעור עליית מחירה של חבית נפט בבורסה לסחורות, שכן בעלות הדלק כלולים רכיבים נוספים, כעלויות הזיקוק ומסים. כך עלו מחירי הדלקים בארץ השנה בכ-9 אחוזים, בעוד שמחירה הדולרי של חבית נפט בעולם עלה בכ-50 אחוזים, ובהתחשב בפיחות - בכ-60 אחוזים. תרומתה של עליית מחירי האנרגיה (כולל חשמל וגז) לעליית המדד השנה נאמדת בכ-0.6 נקודת אחוז, וזאת בהתחשב בתרומה הישירה בלבד למחירי המוצרים שתהליכי הייצור

מדד המחירים לצרכן
עלה בשנת 2005 בשיעור
מצטבר של 2.4 אחוזים:
ברביע הראשון ירדו
המחירים בשיעור של 0.6
אחוז, ואילו החל מהרביע
השני הם עלו בשיעור
מצטבר של 3 אחוזים.

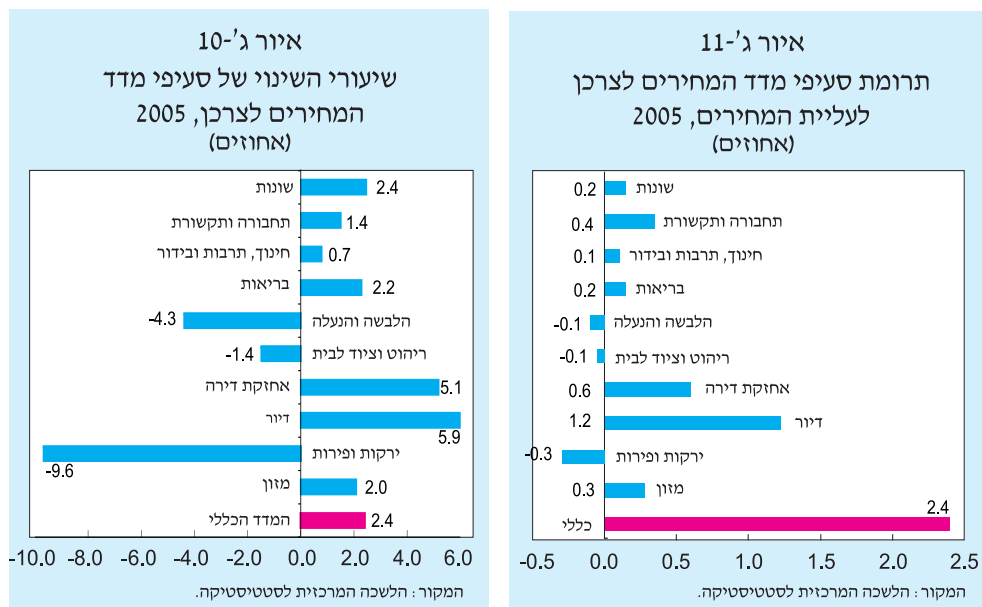
להתפתחות המחירים לפני רכישתם שונים, עד 2005

[illegible]

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

(2) ללא דלקים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.



שלהם צורכים נפט באופן ישיר. הנפט משפיע גם בעקיפין על עלויות הייצור של מוצרים ושירותים נוספים המשתמשים בתשומות שאינן נפט, אך צורכות נפט בתהליכי ייצורן, כגון חשמל. השפעות נוספות שיכולות להיות לעליית מחירי הנפט על מחירי המוצרים הן השפעות תחלופה, הגורמות לעליית מחירי מוצרים תחליפיים עקב עליית השימוש בהם, וכן התאמות מחירים של מוצרים שונים עקב העלייה בקצב האינפלציה.

לאחר שבשנים 2003 ו-2004 הייתה לעליית מחירי הנפט השפעה מתונה בלבד על התפתחות המחירים, השנה השפעה זו גברה, אולם היא כמעט לא חלחלה למחירי המוצרים במעגל השני. להתגברות השפעת עלייתם של מחירי הנפט על המחירים תרמו שיעורים המצטבר והגבוה של עליית מחירי הנפט וההערכות כי מחיריו הגבוהים יתמידו גם בטווח הבינוני. כתוצאה מכך קטנה הנכונות של פירמות לספוג את עליית מחירי התשומות, והן עדכנו את מחירי המוצרים כלפי מעלה. גם יציאת המשק מהמיתון תרמה כנראה ליכולת של הפירמות לגלגל את עליות המחירים אל הלקוחות.

בניגוד למחיר הנפט העולים - מחירי ההלבשה וההנעלה הולכים ויורדים בשנים האחרונות. מאז שנת 1999 הם ירדו ברציפות בשיעור מצטבר של כ-23 אחוזים ותרמו למיתון עליית המחירים באותה תקופה. ירידת מחירי ההלבשה וההנעלה היא תוצאת תהליכי הגלובליזציה והיצע גדול של סחורות מארצות מזרח אסיה ובראשן סין.

התנודתיות הבין-חודשית של המדד עלתה השנה ביחס לשנתיים הקודמות, על אף התייצבותה של האינפלציה בישראל בשנים האחרונות ברמות נמוכות. רמתה הגבוהה יחסית של תנודתיות האינפלציה מקשה על הערכה שוטפת של סביבת האינפלציה. התנודתיות קשורה בין היתר להשפעה החזקה של שער החליפין בישראל על התפתחות המחירים: השפעת שער החליפין מתגלגלת אל המחירים דרך מחירי הדיור - הנקובים בחלקם הגדול בדולרים, ומשקלם במדד גבוה (למעלה מ-20 אחוזים); זאת נוסף על ההשפעה דרך מחירי המוצרים המיובאים הנכללים בסל התצרוכת.

5. המקורות לשינוי בבסיס הכסף וכלי המדיניות המוניטרית

בכל חודש מצהיר בנק ישראל על הריבית המוניטרית וממנה נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף. בנק ישראל מספק ביקוש זה באמצעות הכלים העומדים לרשותו - מכרזים על פיקדונות של הבנקים אצלו, מק"ם והלוואות מוניטריות.

השינוי בבסיס הכסף נובע משלושה מקורות - הזרמות הממשלה, המרות מט"ח של הציבור והזרמת בנק ישראל. כיוון שבנק ישראל לא התערב לחלוטין במסחר במט"ח מ-1999 - סעיף המרות המט"ח בחדר העסקאות לא תורם מאז לשינוי בבסיס הכסף. בהינתן שני הראשונים קובע בנק ישראל את היקף ההזרמה/הספיגה שלו כך שהתוספת המבוקשת על ידי הציבור לבסיס הכסף תסופק בריבית שקבע.

בשנת 2005 עלה בסיס הכסף ב-7.3 מיליארדי ש"ח - תוצאה של הזרמת בנק ישראל בסך 9.9 מיליארדים וספיגה של הממשלה והמוסדות הלאומיים בסך 2.5 מיליארדים (לוח ג-8). הזרמת בנק ישראל בוצעה באמצעות הקטנת היקפם של מכרזי הפיקדונות ומימוש עסקות החלף, וזאת במקביל להגדלת הספיגה באמצעות המק"ם.

במהלך המחצית השנייה של 2005 בוצעו מספר שינויים בתפעול הכלים המוניטריים - ביניהם ביטול עסקות ההחלף וההלוואות המוניטריות במכסה, פתיחת חלון להלוואות ולפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל וביטול ההסדר המתיר לבנקים לבצע העברות בין-בנקאיות בערך היום הקודם. צעדים אלה משתלבים עם צעדי רפורמה נוספים שננקטו בשווקים הפיננסיים בשנים האחרונות, או נמצאים בשלבים שונים של תכנון וביצוע, ומטרתם לייעל ולשפר את השוק הפיננסי המקומי ולהתאימו למקובל במדינות שיש בהן שוק הון מודרני ומפותח. (ראו תיבה 3 בדוח האינפלציה למחצית השנייה של 2005).

גם השנה נמשך גידולו של השימוש במק"ם ככלי לספיגה, בעוד שהשימוש בפיקדונות הוסיף לרדת (לוחות ג-9 וג-10). התפתחות זו היא תוצאה של ביטול תקרת המק"ם בתחילת 2002, שאיפשרה לבנק ישראל לעבור בהדרגה לניהול מדיניותו באמצעות כלי שוק, הנגיש לכלל הציבור, במקום באמצעות פיקדונות, הנגשים רק לבנקים. הרחבת השימוש במק"ם במקום בפיקדונות מגדילה את הסחירות בבורסה, מאפשרת למידע חדש לבוא לידי ביטוי בשווקים ביתר מהירות ויעילות, 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. יתרת המק"ם הגיעה בסוף 2005 ל-81.3 מיליארדי ש"ח, לעומת 68.8 מיליארדים בסוף 2004, וזאת במקביל לירידה ביתרת הפיקדונות. אלה הגיעו בסוף השנה ל-5.9 מיליארדי ש"ח בלבד, לעומת 17.1 מיליארדים בסוף 2004 ו-43.9 מיליארדים בסוף 2001.

בשנת 2005 עלה בסיס הכסף ב-7.3 מיליארדי שקלים - תוצאה של הזרמת בנק ישראל בסך 9.9 מיליארדים וספיגה של הממשלה והמוסדות הלאומיים בסך 2.5 מיליארדים.

גם השנה נמשך גידולו של השימוש במק"ם ככלי ספיגה, בעוד שהשימוש בפיקדונות הוסיף והצטמצם.

לוח ג'-8

המקורות לשינוי בבסיס הכסף, 2000 עד 2005

(מיליוני ש"ח)

2005										
IV	III	II	I	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
4,815	(1,981)	4,371	(8,657)	(1,452)	1,600	3,479	(6,065)	(2,611)	(2,729)	1. הזרמת הממשלה והסוכנות
4,482	(2,233)	4,021	(8,951)	(2,681)	244	1,969	(7,634)	(4,341)	(3,493)	מזה: הממשלה
(311)	(239)	(353)	(183)	(1,086)	(1,751)	(1,358)	(1,748)	(723)	286	2. המרות מטבע חוץ ¹
0	0	0	0	0	0			0	0	מזה: בחדר העסקאות
4,504	(2,220)	4,018	(8,840)	(2,538)	(150)	2,121	(7,813)	(3,334)	(2,443)	3. סך הכול (2+1)
118	6,768	(1,904)	4,912	9,894	1,117	1,446	9,251	7,697	2,754	4. הזרמת בנק ישראל
30	(715)	(88)	16	(757)	154	(236)	68	21	(3)	מזה: הלוואה מוניטרית
(1,909)	(2,682)	(2,925)	(2,993)	(10,509)	(17,992)	(9,387)	(8,566)	(4,866)	(4,855)	מק"ם
0	6,207	9	0	6,216	(53)	379	(573)	(252)	145	החלף
1,855	3,303	282	7,000	12,440	14,257	4,243	10,500	5,500	(1,800)	פז"ק בנקים
65	174	76	116	431	1,105	2,772	2,679	3,411	4492	ריבית ²
4,623	4,546	2,114	(3,927)	7,356	965	3,568	1,437	4,363	311	5. סך כל השינוי בבסיס הכסף

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

(2) ללא מק"ם.

המקור: מאזן בנק ישראל.

לוח ג'-9

הכלים המוניטריים¹ פז"ק ומק"ם, דצמבר 2004 עד דצמבר 2005

(ממוצע חודשי, מיליוני ש"ח)

התקופה	סך הכול הפז"ק	פז"ק		מק"ם		סך כל הפז"ק והמק"ם
		יומי	שבועי	סך כולל המק"ם	בידי הבנקים	
2004						
דצמבר	17,096	9,419	7,677	68,856	6,554	85,938
2005						
ינואר	14,806	7,903	309,6	71,484	6,322	86,290
פברואר	14,509	9,259	5,250	72,133	6,213	86,642
מארס	8,671	5,461	3,210	73,309	7,080	81,980
אפריל	8,781	6,414	2,367	74,171	6,934	82,952
מאי	5,710	4,387	1,323	74,909	7,308	80,619
יוני	10,557	7,190	3,367	74,914	7,868	85,471
יולי	8,114	6,179	1,935	77,250	9,415	85,364
אוגוסט	11,060	9,254	1,806	77,824	10,510	88,884
ספטמבר	10,588	7,321	3,267	78,903	11,095	89,491
אוקטובר	6,118	6,118		80,441	11,539	86,559
נובמבר	7,266	7,266		80,398	11,075	87,664
דצמבר	5,920	4,114	1,806	81,328	12,155	87,248

(1) פרט לכלים אלה ישנם כלים מוניטריים נוספים - הלוואות מוניטריות במכרז, הלוואות מוניטריות במכסה, חלקן אשראי וחלקן פיקדונות.

המקור: המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח ג'-10 הפיקדונות המוניטריים, 2002 עד 2005 (סך כל המערכת, ממוצע רבעוני)					
התקופה	ניצול הפיקדונות במכרז		עלות הפיקדונות במכרז		
	יומי	שבועי	סך הכול	יומי	שבועי
	(מיליוני שקלים)		(אחוזים)		
2002					
IV	12,655	20,000	32,655	9.64	9.62
2003					
I	13,175	20,718	33,892	9.45	9.40
II	11,954	18,330	30,284	8.81	8.78
III	11,284	18,102	29,386	7.30	7.30
IV	10,245	18,370	28,614	5.86	5.87
2004					
I	10,559	15,688	26,247	4.71	4.71
II	9,762	9,783	19,545	4.29	4.28
III	9,383	11,829	21,213	4.29	4.28
IV	9,437	7,568	17,005	4.20	4.19
2005					
I	7,541	5,121	12,662	3.71	3.71
II	5,997	2,352	8,349	3.66	3.66
III	7,585	2,336	9,921	3.57	3.56
IV	5,833	602	6,435	4.18	4.34

המקור: המחלקה המוניתרית של בנק ישראל.