



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2003

המחצית השנייה

שבט התשס"ד — ינואר 2004

13



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי 3114104013/4

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית השנייה של שנת 2003 מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעד יציבות המחירים שקבעה הממשלה, כדי להגביר את השקיפות של המדיניות המקרו-כלכלית. השקיפות של המדיניות – הפיסקלית והמוניטרית – חיונית כדי לסייע לפרטים ולעסקים, ישראלים וזרים, לתכנן את פעילותם הכלכלית.

באוגוסט 2000 קיבלה הממשלה החלטה על תוואי יעדי אינפלציה לשנים הקרובות, שעל פיו יעד האינפלציה משנת 2003 ואילך יהיה 1 עד 3 אחוזים לשנה – טווח שהוגדר כיציבות מחירים. לפיכך, משנה זו ואילך היעד למדיניות המוניטרית איננו יעד קלנדרלי אלא יעד קבוע ורציף, והמדיניות, בכל נקודת זמן, פועלת להשגתו בטווח של 12 החודשים הבאים. זאת תוך התרת סטיות זמניות מהטווח האמור, לשני הכיוונים, לפרקי זמן קצרים, כדי להימנע ככל האפשר מתנודות גדולות בריבית. סטיות זמניות תיתכנה כי התפתחות המחירים בטווח הקצר מושפעת בעיקר מגורמים שאינם ניתנים לקיזוז מהיר על ידי מדיניות הריבית, כגון מידע נוסף על הגירעון התקציבי, תנועות קצרות טווח בשוק מטבע החוץ וזעזועים בשוק העולמי.

מדד המחירים לצרכן ירד במחצית השנייה של 2003 ב-1.4 אחוזים, ובשנת 2003 כולה הוא ירד ב-1.9 אחוזים, מתחת ליעד הרב-שנתי התואם יציבות מחירים. הירידה במדד בלטה ברביעים השני והשלישי של 2003, והיא קשורה לייסוף המשמעותי של השקל לעומת הדולר האמריקאי מפברואר עד יולי 2003 וכן לרמה הממונת של הפעילות הריאלית. זו פעלה על המחירים דרך מיתון הביקושים ודרך ירידת השכר במגזרים נרחבים של המשק. אף שהמדד חרג, כאמור, מיעד האינפלציה, הציפיות לאינפלציה לטווחים של שנה ויותר – הן הנגזרות משוק ההון והן של החזאים – היו במהלך התקופה הנסקרת בתוך תחום יעד האינפלציה.

לעומת ירידות במחירי המוצרים והשירותים, בשער החליפין, במחירי הדירות ובשכר, עלו במידה ניכרת מחירי הנכסים הפיננסיים המקומיים – בעיקר שערי המניות, אך גם שערי איגרות החוב, בייחוד הלא-צמודות.

התפתחויות אלו במכלול המחירים הונעו על ידי כמה גורמים בסיסיים, חלקם בתחומי הגיאופוליטיקה העולמית והמקומית וחלקם בתחומי המדיניות הכלכלית. הקמת ממשלה רחבה יחסית, שאימצה במהירות תכנית כלכלית נרחבת, הסיום המהיר של המערכה הצבאית בעיראק והחלטת הממשל האמריקאי להעניק ערבויות לחובות חדשים של מדינת ישראל – כל אלה הפחיתו במידה ניכרת את סיכון המדינה, את אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ הישראלי ואת צורכי גיוס ההון המקומי של הממשלה. התחזקות השקל כלפי הדולר נבעה גם מחולשת הדולר בעולם. גורמים אלו, על רקע יתר נכונות בעולם להשקיע במשקים מתעוררים, הביאו לגידול מסוים של תנועות ההון למשק.

הממשלה שנבחרה בתחילת 2003 הצליחה לטעת בציבור ובשווקים אמון בכוונתה לחזור למשמעת פיסקלית, שתבטא בגירעונות וחוב יורדים יחסית לתוצר. זאת על ידי החלטותיה בתחום התקציב והצעת כמה רפורמות מבניות, למרות גידולו של הגירעון ב-2003 יחסית ל-2002, חריגתו המשמעותית מהיעד ועלייה מחודשת של יחס החוב לתוצר. התחושה שהממשלה אכן מתכוונת לחזור למשמעת פיסקלית התבטאה, בין השאר, בירידת התשואות על איגרות החוב הארוכות לסוגיהן.

על רקע זה הופחת הריסון המוניטרי – שהונהג במחצית השנייה של 2002 במטרה לעצור את התפרצות האינפלציה בתחילת אותה שנה ולהסיר את האיום של משבר פיננסי, שהעיק אז על המשק: בנק ישראל הוריד בהדרגה את הריבית על מקורותיו מ-9.1 אחוזים לקראת סוף 2002 ל-4.8 אחוזים בסוף 2003. אמנם הריבית הנומינלית בישראל נשארה בסוף 2003 ברמה גבוהה מזו השוררת ברוב המדינות המפותחות, אולם פערי הריבית היו נמוכים, במיוחד בין הריביות השונות בשוק. המדיניות של הפחתות ריבית הדרגתיות נדרשה לנוכח שחיקת האמון במדיניות המקרו-כלכלית ב-2002, ואפשרה לבנק ישראל לבחון את תגובת השווקים על צעדיו. בהקשר זה נזכיר כי לאורך העשור של משטר יעדי האינפלציה היינו עדים לארבע התפרצויות אינפלציה מעבר ליעדים שהיו, אשר בכולן היה מעורב גורם מרכזי שאינו קשור למדיניות המוניטרית – כגון תחילת ההידברות עם הפלשתינאים בעקבות הסכמי אוסלו, משבר פיננסי עולמי והרחבה פיסקלית, במקום ריסון פיסקלי, שהיה אמור ללוות הרחבה מוניטרית. לאחר כל התפרצות נדרש בנק ישראל לרסן את האינפלציה ולשקם את אמון הציבור בנחישותו לדבוק במדיניות של יציבות מחירים ויציבות פיננסית על ידי העלאות של הריבית המוניטרית.

במהלך עשור זה כולו נמנעו הממשלות בישראל ממתן לגיטימציה מספקת למדיניות החותרת ליציבות מוניטרית ופיננסית. הדבר התבטא, בין היתר, באי נכונותן ללכת בעקבות רבות ממקבילותיהן בחו"ל בשנות התשעים ולאמץ חוק בנק מרכזי מודרני, שיעמיד בבירור את יציבות

המחירים כיעד הראשי של המדיניות המוניטרית, ותוך שמירתו - לתמוך בצמיחת המשק; זאת בלוויית הסדרים מוסדיים מתאימים, ובראשם עצמאות תפעולית של הבנק ומועצה מוניטרית מקצועית שאינה נגועה בניגודי עניינים.

משימתה הנוכחית של המדיניות המוניטרית היא תמיכה בצמיחה תוך שמירה על יציבות המחירים ותמיכה ביציבות הפיננסית. ההערכות בבנק ישראל הן, שלמרות העליות החדות של מחירי הנכסים הפיננסיים המקומיים וההתאוששות המסתמנת בפעילות הריאלית, ייתכן שיהיה מקום להוסיף להפחית את הריבית, כל עוד יציבות המחירים נשמרת והשווקים הפיננסיים רגועים. הרגיעה בשווקים הפיננסיים נשענת עתה במידה הולכת וגדלה על האמון ביכולתה של הממשלה לנווט את המשק בחזרה למסלול של צמיחה תוך שמירה על היציבות. תכניתה הכלכלית של הממשלה הניחה את היסודות להשגת מטרה זו, והיא נכנסת עתה למבחן המעשי של הביצוע, מחד, והוספת השלמות הנדרשות לה, מאידך. השלמות אלו דרושות כדי שתוכל לעמוד בהחלטותיה העקרוניות להגדיל במידה מאסיבית את ההשקעות בתשתית, תוך ביצוע השינויים המבניים הדרושים לשיפור המבנה התחרותי של המשק, לסגור בהתמדה את הפיגור בשיעור התעסוקה בין ישראל לבין הממוצע המקובל בעולם, תוך ביצוע הרפורמות בשוק העבודה, ולאמץ מדיניות לצמצום ממדי העוני.

במקביל לכל אלה יש להכין, ולהציג לממשלה ולציבור, תכנית עבודה מפורטת, שעל פיה תוכל הממשלה לעמוד בהחלטתה הקריטית להגביל את גידול הוצאותיה בשנים 2005 עד 2010 לאחוז אחד בשנה. חלון הזדמנויות של הערבויות של ממשלת ארה"ב מוגבל בזמן ובכמות; כאשר החלון ייסגר, בתוך שנתיים, צריכות הוצאות הממשלה יחסית לתוצר להיות על מסלול שיאפשר את המשך הירידה בנטל המסים והחוב. זו ליבת המדיניות לצמיחה מתמשכת באמצעות המגזר העסקי.

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

דוד קליין

דוד קליין,

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	I. התפתחות מדד המחירים לצרכן
8	II. המדיניות המוניתרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית
8	א. המדיניות המוניתרית
11	ב. הסיבות לחריגתה של האינפלציה כלפי מטה מהיעד במהלך 2003
13	ג. אינדיקטורים מוניתריים ברקע המדיניות
13	ג.1 אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה
14	ג.2 אינדיקטורים אחרים
16	תיבה 1 : הרפורמה בקרנות הפנסיה והשפעותיה הצפויות על השווקים
18	תיבה 2 : השפעת הפדיון של איגרת החוב "גלבו" על שוק מטבע החוץ
19	ד. הפעילות הריאלית
22	ה. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ
22	ה.1 ההתפתחויות בשער החליפין
26	ה.2 פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ
27	ו. ההתפתחויות בעולם
28	III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הקרובות
28	א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה
28	א.1 ההתפתחויות בעולם
29	א.2 הפעילות הריאלית
29	א.3 המדיניות הפיסקלית
29	א.4 ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון
30	ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה
30	ב.1 הערכות האינפלציה העתידית
31	ב.2 מאזן סיכוני האינפלציה
32	נספח 1 : לוח נ"1 : תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2003
33	נספח 2 : ההודעות לעיתונות על התוכנית המוניתרית, יולי 2003 – ינואר 2004
41	לוח נ"2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית והפער ביניהם

תקציר

- מדד המחירים לצרכן ירד במחצית השנייה של 2003 ב-1.4 אחוזים, ומתחילת השנה - ב-1.9 אחוזים, שיעור נמוך מהיעד הרב-שנתי של יציבות מחירים (עלייה של 1 עד 3 אחוזים).
- על אף ירידת המחירים במהלך השנה, היו הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון בתוך תחום היעד עד נובמבר, והערכות החזאים הפרטיים לשנה ול-2004 היו קרובות למרכז תחום היעד במשך השנה כולה. הציפיות לטווחים הארוכים יותר היו בתחומי היעד או אף מעליו במשך כל חודשי השנה.
- הירידה במדד בלטה ברביע השני והשלישי של השנה והושפעה בעיקר מהייסוף הניכר של השקל ביחס לדולר מפברואר עד תחילת יולי ומהמיתון בפעילות הריאלית. אמנם ב-2003, בעיקר במחצית השנייה, החלה התאוששות בפעילות הריאלית, והתוצר עלה ב-1.2 אחוזים לאחר שנתיים של התכווצות - אולם פער התוצר נשאר שלילי ברמה גבוהה, ולחץ למיתון עליות המחירים ואף לירידתם.
- הייסוף בשער החליפין נבע מהירידה הניכרת באי-הוודאות ובפרמיית הסיכון של המדינה, לצד פערי הריבית הגבוהים יחסית בין השקל לדולר והיחלשותו של הדולר בשוקי העולם. ירידת אי-הוודאות החלה לקראת סוף הרביע הראשון של השנה, על רקע הסיום המהיר של המערכה הצבאית בעיראק, עליית האמינות של המדיניות הפיסקלית, אישור תכנית הערבויות על ידי הממשל האמריקאי וחדוש (אמנם לתקופה קצרה בלבד) של התהליך המדיני ("הודנה").
- הממשלה החדשה שהוקמה בתחילת 2003 אימצה, זמן קצר לאחר כינונה, תכנית של קיצוץ תקציבי ביחס למתוכנן בסוף 2002 וכמה רפורמות מבניות בעלות חשיבות רבה ליעול המשק בטווח הארוך. החלטות אלו הגבירו בציבור את האיומן בכוונתה של הממשלה לחזור בשנים הבאות למשמעת תקציבית, אשר תבטא בגירעונות וחוב יורדים יחסית לתוצר, וזאת אף על פי שב-2003 הייתה צפויה חריגה גדולה מיעד הגירעון. המשמעת מצד ההוצאות אמנם תרמה לרמת הביקושים הנמוכה במהלך השנה, אך הייתה נחוצה לשמירה על היציבות הפיננסית, לאחר הניסיון ב-2002.
- ירידת המחירים במהלך חודשי הייסוף התמקדה ברכיב הדיור, והושפעה בעיקר ממשקלם הגבוה של מחירי הדיור במדד ומהקשר ההדוק בין התפתחותם לשינויים בשער החליפין. ביולי התהפכה מגמת הייסוף בשער החליפין לפיחות מתון, ומאז נפרסו ירידות המחירים כמעט על כל רכיבי המדד.
- גם המדיניות המוניטרית תרמה להתפתחות הממותנת של המחירים, דרך השפעתה על הביקושים ועל הציפיות לאינפלציה וכן על רקע פערי הריבית הגבוהים יחסית בין השקל למטבעות חו"ל במהלך כל המחצית הראשונה של השנה. הפחתה רציפה של הריבית התאפשרה רק מהרביע השני של 2003, עם ההכרה כי הירידה באי-הוודאות אינה תופעה חולפת, אולם על רקע הנסיבות שהביאו להעלאת הריבית החדה באמצע 2002, היה חשוב להתחיל בהפחתות מתונות של הריבית ולראות אם המגמות החיוביות יתמידו.
- עם התמשכות המגמות החיוביות בשווקים הפיננסיים, ועל רקע התפתחות המחירים הממותנת מאוד החל מהרביע השני של השנה, האיץ בנק ישראל את קצב הפחתת הריבית. מאז יוני הופחתה הריבית בכל חודש ב-0.4-0.5 אחוז, ובסך הכול במהלך המחצית בשיעור מצטבר של 2.8 אחוזים, ומתחילת השנה - ב-3.9 אחוזים.
- בנק ישראל נמנע מהגברת הקצב של הפחתת הריבית מעבר ל-0.5 אחוז לחודש, מחשש כי הפחתות מהירות יותר ייצרו צמצום מהיר מדי בפערי הריבית, ובכך ילבו התאמות מהירות ובלתי רצויות בתיק הנכסים, שעלויות לערער את היציבות הפיננסית. על כך נוסף החשש כי הפחתות ריבית מהירות יותר ישובו ויעוררו בציבור ספק לגבי נחישותו של בנק ישראל לדבוק במדיניות של יציבות מחירים לאורך זמן.
- התפתחות שער החליפין של השקל ביחס לדולר במהלך השנה הושפעה במידה ניכרת מפעילותם של תושבי חוץ במכשירים פיננסיים קצרי טווח מול השקל. פעילות זו הושפעה הן ממגמות כלל עולמיות והן מירידת הסיכון של המשק, וזאת במקביל להצטמצמות פערי הריבית בין השקל למטבעות אחרים.

I. התפתחות מדד המחירים לצרכן

מדד המחירים לצרכן ירד במחצית השנייה של השנה ב-1.4 אחוזים, ומתחילת השנה הצטברה ירידתו ל-1.9 אחוזים (לוח נ-1, דיאגרמה 1) – חריגה מיעד יציבות המחירים, המוגדר כעלייה של המדד בשיעור של אחוז עד שלושה אחוזים. התפתחות המחירים במהלך השנה לא הייתה אחידה: ברביע הראשון עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 0.8 אחוז – מעל לתוואי העונתי המתאים למרכז טווח היעד – והחל מהרביע השני של השנה נרשמו ירידות מחירים. אלה הסתכמו ברביעים השני והשלישי ב-2.3 אחוזים, ואילו ברביע הרביעי נרשמה במדד ירידה מתונה של 0.4 אחוז. ברבים מחודשי השנה הפגיעה הירידה במדד המחירים לצרכן: בתשעה חודשים היו התחזיות ששררו במשק לגבי מדד המחירים בממוצע גבוהות מהשינוי בפועל, ורק בחודש אחד הפגיעה המדד כלפי מעלה. בחמש השנים האחרונות קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן עומד בממוצע על 1.4 אחוזים.

התפתחות מדד המחירים לצרכן במהלך המחצית השנייה של השנה מורכבת מירידה בתשעה מעשרת הרכיבים הראשיים של המדד ועלייה זניחה בסעיף החזקת דירה (דיאגרמה 2). מדד המחירים ללא דיור ירד במחצית השנייה של השנה ב-1.7 אחוזים, לעומת עלייה של 1.3 אחוזים במחצית הראשונה. שיעורי הירידה של המדדים המנוכים מרכיבים עונתיים במחצית השנייה היו בין 1.1 ל-1.3 אחוזים. מדד המחירים הסיטוניים עלה בשנת 2003 בשיעור של 3.3 אחוזים, ובמהלך המחצית השנייה של השנה - ב-1.8 אחוזים.

בחינת התפתחותם של מדד המחירים לצרכן על פי חודשים מצביעה על ירידה קלה בסטיית התקן הבין-חודשית וירידה בפער בין השינוי המרבי לשינוי המזערי במהלך שנת 2003. חלק מסטיית התקן הבין-חודשית ניתן לייחס לעונתיות ברכיבי המדד ולשינויים בשער החליפין, המשפיע במישור ובסקיפין על רכיבים רבים במדד. גם כשהשפעת שער החליפין איננה מיידית, תנודתיותו, בשילוב עם השפעת מנגנון התמסורת ממנו למחירים, יוצרת תנודתיות במדדי המחירים השונים. במהלך המחצית השנייה בלטו במיוחד החודשים יולי וספטמבר, שבהם ירדו המחירים ירידה משמעותית: ביולי ירד המדד ב-0.7 אחוז – בהשפעתם של הרכיבים העונתיים (פירות וירקות והלבשה והנעלה) ושל מחירי הדיור – ובספטמבר ירד המדד ב-0.5 נקודת אחוז, מתוכה יותר מ-0.3 נקודת אחוז עקב שינוי רגולטורי¹.

II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית

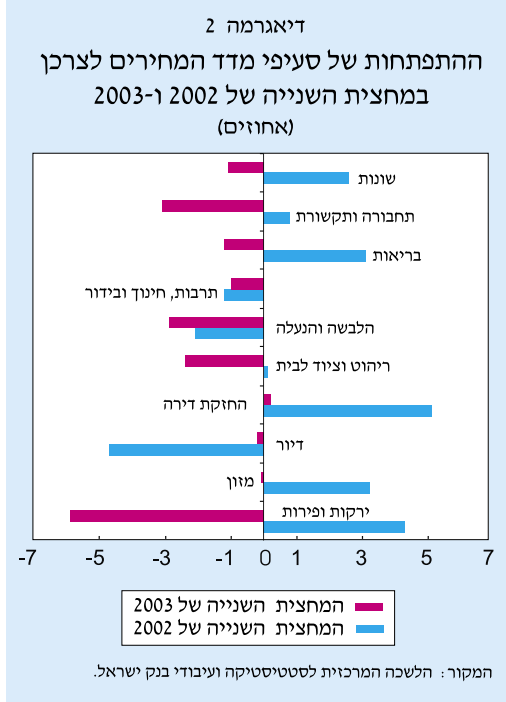
א. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית במהלך המחצית השנייה של 2003 פעלה בסביבה כלכלית ממונתת: הפעילות הריאלית במשק התאוששה מעט, לאחר יותר משנתיים של התכווצות, תוך צמיחה מתונה של התוצר, עלייה ביצוא ובצריכה הפרטית וירידת ההשקעה בנכסים קבועים. הגורמים העיקריים שמנעו התאוששות מהירה יותר

1 שינוי במחירי הטלפון.



השינוי במדד המחירים לצרכן בשנת 2003 חרג מהטווח שהוגדר כיציבות מחירים; המדד ירד ב-1.9 אחוזים.



בכל הסעיפים של מדד המחירים למעט סעיף החזקת הדירה נרשמו במחצית הנסקרת ירידות. במידה ניכרת ירדו המחירים של הלבשה והנעלה הירקות והפירות, התחבורה והתקשורת.



הציפיות לאינפלציה לשנה נעו במהלך המחצית הנסקרת, בדרך כלל, בגבולות היעד, מתחת למרכז התחום. לקראת סיום המחצית התקרבו הציפיות לגבול התחתון של היעד, ואף חרגו ממנו כלפי מטה.

של הפעילות היו התמשכות אי השקט הביטחוני, זו השנה השלישית ברציפות, והקצב האיטי יחסית של התאוששות הסחר העולמי. למיתון הפעילות בטווח הקצר תרמה גם המדיניות המקרו-כלכלית, ששמרה על משמעת תקציבית בצד ההוצאות ועל ריבית ריאלית גבוהה יחסית. אלה נדרשו על רקע החרیגות הגבוהות כלפי מעלה מיעדי הגירעון והאינפלציה ב-2002, שערערו את הציבות הפיננסיות. בהמשך השנה, עם התבססות הציבות, התאפשרה הקלה הדרגתית של הרסן המוניטרי לצד המשך שמירה על משמעת פיסקלית. תמהיל זה של המדיניות המקרו-כלכלית, שלווה בקבלת ערבויות מממשלת ארצות הברית, תמך בירידת שיעורי הריבית במשך לכל הטווחים, ויאפשר צמיחה בת קיימא.

על אף התמשכות המיתון והעדר אופק מדיני לסיום הסכסוך עם הפלשתינים, התאפיינה המחצית, כמעט כולה, במגמות חיוביות בשווקים הפיננסיים. מגמות אלו הושפעו ממספר אירועים, שהתרחשו לקראת סוף הרביע הראשון של השנה ובמהלך הרביע השני, ותרמו לירידת אי-הוודאות במהלך השנה כולה: כינונה של ממשלה חדשה בסוף פברואר, אימוץ מהיר של תכנית כלכלית על ידה, ובמסגרתה קיצוץ חד בהוצאות ורפורמות כלכליות חשובות פעלו לעליית האמינות של המדיניות הפיסקלית, על אף חריגה ניכרת מיעד הגירעון; אישור תכנית הערבויות על ידי הממשל האמריקאי במאסר תרם ליציבותו של שוק מטבע החוץ המקומי, לירידה משמעותית בהערכת סיכון החוב החיצוני של ממשלת ישראל ולהערכה כי יתאפשר צמצום של גיוס ההון המקומי ביחס למתוכנן; והסיום המהיר של המערכה הצבאית האמריקאית בעיראק במהלך חודש אפריל הסיר סיכון גאו-פוליטי גדול מהמשק הישראלי. לצד אלה התחדש בחודש יוני גם התהליך המדיני עם הפלשתינאים - ה"הודנה", אך הוא נקטע כעבור זמן קצר.

כל אלה, וכן ירידת פרמיית הסיכון של שווקים מתעוררים בעולם, השרו אווירה חיובית בשווקים הפיננסיים המקומיים בחודשים מארס עד יוני. זו התבטאה בירידה חדה של התשואות על איגרות החוב הממשלתיות ובעליית שיערי המניות, שהוזנה גם על ידי עליות השערים החדות בשוקי העולם. הירידה באי-הוודאות, לצד פערי הריבית הגבוהים יחסית בין השקל לדולר והיחלשות הדולר בשוקי העולם, הובילו לייסוף חד של השקל ביחס לדולר ולהתפתחות מחירים ממונת מאד. גם הציפיות לאינפלציה לשנה ירדו ירידה חדה במהלך תקופה זו (דיאגרמה 3). על רקע זה חידש בנק ישראל את תהליך הפחתת הריבית כבר בחודש אפריל - תחילה בזהירות רבה, בשל סמיכות הזמן לאירועים ומתוך רצון לבחון את תגובת השווקים להפחתות, ואחר כך בקצב מהיר יותר, לנוכח המשך המגמות החיוביות בשווקים וכדי לתמוך בפעילות הריאלית הממונת. הזהירות בשלבים הראשונים של הפחתת הריבית נדרשה גם בעקבות הנסיון של החטאת יעדי הגירעון והאינפלציה ב-2002, וכן על רקע מספר אינדיקטורים משוק מטבע החוץ, שהצביעו עדיין על אי-וודאות גבוהה.

הפחתות הריבית הואצו במהלך המחצית השנייה של השנה, ובה הופחתה הריבית בכל חודש בשיעור של חצי אחוז (למעט החודשים אוקטובר ודצמבר, שבהם הופחתה הריבית ב-0.4 אחוז). בסך הכול הופחתה הריבית במהלך המחצית בשיעור מצטבר של 2.8 אחוזים, ומתחילת השנה - ב-3.9 אחוזים.

בנק ישראל נמנע מהאצה של הפחתת הריבית מעבר למינון של 0.5 אחוז לחודש, שכן הפחתות מהירות יותר היו עלולות לעורר בציבור חשש לאי נחישות

במדיניותו להשגת יציבות מחירים לאורך זמן, וכן לצמצום במהירות רבה מדי את פערי הריבית בין ישראל לחו"ל וללבות התאמות מהירות בתיק הנכסים, שהיו עלולות לערער את היציבות הפיננסית. ההפחתות ההדרגתיות אפשרו בחינה מתמדת של תגובת השווקים לצעדי המדיניות והתאמת המדיניות לתגובות. גם משהתברר, עוד ביוני, כי האינפלציה ב-2003 צפויה להיות נמוכה מהיעד, העדיף בנק ישראל לא להגביר את קצב ההפחתות מעל ל-0.5 אחוז לחודש, שכן הניסיון להשיג עוד בשנת 2003 את יעד יציבות המחירים, לאחר ירידת מחירים מצטברת של 0.5 אחוז במחצית הראשונה של השנה, היה מחייב האצה של האינפלציה בטווח הקצר, תוך הפחתה חדה בריבית; הדבר היה עלול לסכן את השגת היעד בטווח הארוך, וכן לפגוע ביציבות הפיננסית ובתהליך ההתאוששות השברירי של המשק.

גישה זו מתיישבת גם עם החלטת הממשלה מאוגוסט 2000 כי יעד האינפלציה משנת 2003 ואילך לא יהיה עוד יעד קלנדרי, אלא יעד קבוע של יציבות מחירים, המוגדרת כעליית מחירים של 1 עד 3 אחוזים לשנה. לפיכך מדיניות הריבית מכוונת להשגת יציבות מחירים לאורך זמן, ולא לשנה קלנדרית מסוימת, ומאפשרת סטיות לזמן קצר מהיעד לשני הכיוונים. כיוון שהציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון היו בגבולות היעד עד נובמבר, והערכות האינפלציה של החזאים לשנה ול-2004 היו סמוך למרכזו של תחום היעד במהלך השנה כולה, העריך בנק ישראל שהסטייה מהיעד היא זמנית ונמנע מתגובה חדה בריבית; זאת גם משום שהשפעת המדיניות מתבטאת בפיגור, ולכן אינה מתאימה לטיפול באירועים קצרי טווח.

במהלך החודשים יולי ואוגוסט נבלמו חלק מהמגמות החיוביות בשווקים הפיננסיים, או אף התהפכו, על רקע העלייה של שיעורי הריבית לטווח ארוך בארה"ב, שהקטינה את האטרקטיביות היחסית של השקעה במשקים מתעוררים, ובכלל זה במשק הישראלי. נוסף על כך התחזק בתקופה זו הלחץ הציבורי נגד הקיצוצים הצפויים בתקציב, וכן התפרסמו הערכות האוצר בדבר עומקו של הגירעון הצפוי בשנת 2003 - 6 אחוזי תוצר. לצד אלה הופסק שוב התהליך המדיני והתחדשו הפיגועים. למרות השינוי המשיך בנק ישראל בהפחתות הריבית בקצב של 0.5 אחוז לחודש גם בחודשים אוגוסט וספטמבר, שכן לאור התפתחות המחירים המתונה מאוד מתחילת השנה העריך הבנק כי ניתן להמשיך ולהפחית את הריבית בלי לסכן את השגת היעד בטווח של שנה ושנתיים. מלבד זאת, שינוי המגמה בשווקים היה מתון יחסית, לא ניכר לפי כל האינדיקטורים וקיזז אך במעט את המגמות החיוביות שהתפתחו מאפריל.

בספטמבר נתחדשו המגמות החיוביות בשווקים, ובלטו בעיקר המשך הירידה בתשואות הנומינליות והריאליות והיציבות בשוק מטבע החוץ, שבאה לידי ביטוי בפיחות מתון של השקל ביחס לדולר, תוך תנודתיות נמוכה של השער וירידה גם של סטיות התקן הגלומות, הנגזרות משוק האופציות. כן חודשו העליות בשוק המניות. התפתחויות אלה בשווקים וכן רמתן הנמוכה של הציפיות לאינפלציה וההתפתחות המתונה של המחירים בפועל היוו רקע נוח להמשך הפחתות הריבית. ואכן, בנק ישראל הוסיף והוריד את הריבית בקצב של 0.4-0.5 אחוז לחודש גם בחודשים אוקטובר עד דצמבר.

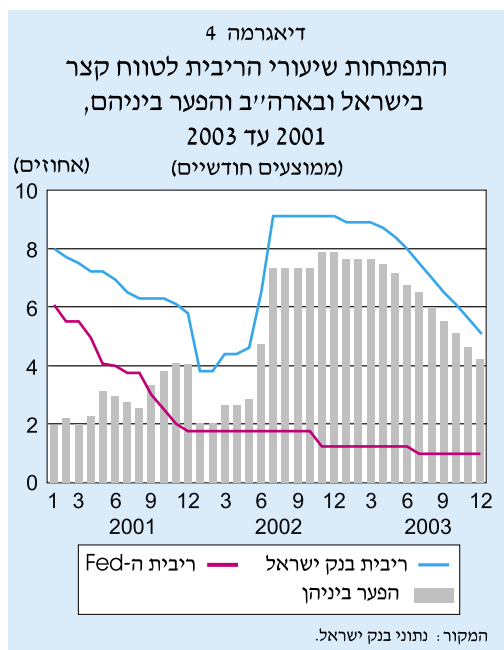
ההימנעות מהפחתות מהירות יותר של הריבית נדרשה גם לנוכח המדיניות הפיסקלית. אמנם ב-2003 גדלה האמינות של המדיניות, שתרמה לירידת התשואות הראליות לטווח הארוך, ובכך אפשרה את הפחתות הריבית המהירות יחסית - אולם על אף הקיצוץ התקציבי הגדול ואישורה המהיר של התכנית הכלכלית היה צפוי כי הגירעון ב-2003 יהיה גבוה במידה ניכרת מהיעד, בשל המיתון. גם משקל החוב בתוצר היה צפוי לגדול ב-2003, וכן בשנתיים הקרובות. כל אלה חייבו הימנעות מהפחתות מהירות יותר של הריבית, כי כשהגירעון התקציבי גבוה, עולה הסכנה כי ירידתן של התשואות לטווחים הארוכים תואט או אף תיבלם, כפי שאירע במהלך החודשים יולי ואוגוסט, כאשר התבהרו ממדי הגירעון הצפוי ל-2003. הפחתה מהירה מדי של הריבית לטווח הקצר הייתה אפוא עלולה ליצור חוסר איזון, שהיה מחייב בסופו של דבר העלאה מחדש של הריבית לטווח הקצר.

לאחר שנה של הפחתות ריבית רצופות הגיע שיעור הריבית במשק הישראלי בדצמבר ל-5.2 אחוזים, ועם הפחתת הריבית הנוספת לינואר 2004 הוא הגיע ל-4.8 אחוזים. אמנם שיעורי ריבית נומינליים כה נמוכים לא שררו במשק מאז שנות השבעים (למעט תקופה קצרה במחצית הראשונה של 2002), אך גם האינפלציה בפועל וזו הצפויה לא היו מעולם כה נמוכות. רמת הריבית הראלית אמנם ירדה, אך נותרה גבוהה מאשר במרבית המדינות המפותחות, והיא מאפשרת המשך הפחתת הריבית. כל עוד יציבות המחירים נשמרת והשווקים הפיננסיים רגועים. אולם הצטמצמות פערי הריבית בין ישראל לחו"ל מחייבת עתה זהירות בהמשך הפחתת הריבית, שכן ככל שפערי הריבית בין המשק לחו"ל נמוכים יותר, יכול כל זעזוע להשפיע ביתר עוצמה על ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים ולערער את היציבות שהושגה. בהקשר זה ראוי לציין כי פערי הריבית לטווחים הארוכים הצטמצמו אף יותר ממה שנגזר מפערי הריבית בין הבנקים המרכזיים, לנוכח עליית שיעורי הריבית לטווח הארוך בארצות הברית מאז יוני ומגמת ההתאוששות המהירה יחסית בשוק האמריקאי, שתוביל, כנראה, לעליות נוספות.

ב. הסיבות לחריגתה של האינפלציה כלפי מטה מהיעד במהלך 2003

שנת 2003 נפתחה ברמה גבוהה של אי-וודאות, שפחתה במידה ניכרת כבר לקראת סוף הרביעי הראשון ובתחילת הרביעי השני. (ההתפתחויות הפוליטיות והכלכליות שהביאו לכך מתוארות בסעיף א לעיל.) הירידה המהירה באי-הוודאות לוותה בירידת פרמיית הסיכון של המשק, בעיקר על רקע אישור הערבויות ועליית האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, ולפיכך הייתה לה השפעה ניכרת על שער החליפין: השקל יוסף מאמצע פברואר עד תחילת יולי בשיעור חד של כ-13 אחוזים ביחס לדולר וכ-12 אחוזים ביחס לסל.

על רקע הייסוף ובשל שיעור התמסורת הגבוה משער החליפין למחירים, המאפיין את המשק הישראלי, פרי הסטוריה אינפלציונית רבת שנים, הייתה התפתחות המחירים במהלך החודשים פברואר עד יולי מתונה מאוד והצטברה לכדי ירידת מחירים של 1.8 אחוזים. ירידה זו הייתה בעיקר תוצאה משקלם הגבוה של מחירי הדיור במדד והקשר ההדוק בין ההתפתחויות במחירים אלה לשינויים בשער החליפין. כך ירדו מחירי הדיור ב-8.4 אחוזים במהלך חודשי הייסוף



במהלך המחצית הנסקרת הצטמצמו פערי הריבית בין השקל לדולר במידה ניכרת, עקב המשך הפחתת הריבית בישראל. בסוף השנה הגיעו פערי הריבית ל-4.2 אחוזים, לעומת 6.75 אחוזים ביוני 2003.

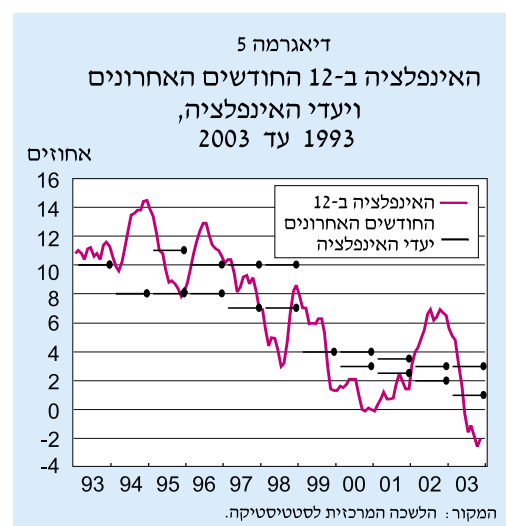
ותרמו לירידת המדד 1.9 אחוזים, בעוד שממוצע המחירים של יתר המוצרים לא השתנה, למרות הייסוף.

לייסוף תרמו גם פערי הריבית הגבוהים בין השקל למטבעות בחו"ל, ובעיקר ביחס לדולר (דיאגרמה 4). פערים אלה גדלו מאוד במהלך המחצית הראשונה של 2002, כתוצאה מהתערערות היציבות בשווקים, שחייבה שלוש העלאות ריבית חדות, לשם מניעת משבר פיננסי. במהלך המחצית הראשונה של 2003, ובעיקר ברביע השני של 2003, שבו פחתה במידה ניכרת אי-הוודאות ונסתמנה רגיעה בשווקים הפיננסיים, החל בנק ישראל בתהליך הפחתת ריבית. קצב הפחתת הריבית היה תחילה איטי וגבר בהדרגה: שכן על רקע הנסיבות שהביאו להעלאה החרפה של הריבית באמצע 2002 היה חשוב להתחיל בהפחתות ריבית מתונות ולבדוק אם המגמות החיוביות יתמידו, הן מבחינת התבססות תנאי הרקע הנוחים יותר והן מבחינת הצורך לברר אם הציבור תופס את קצב הפחתות הריבית כמתיישב עם המשך היציבות. לפיכך נותרו פערי הריבית בין השקל לדולר גבוהים יחסית גם במהלך המחצית הראשונה של 2003- בממוצע 7 אחוזים. רק במהלך המחצית השנייה של 2003, עם ההתגברות וההצטברות של הפחתות הריבית, הצטמצמו פערי הריבית במידה ניכרת והגיעו בדצמבר ל-4.2 אחוזים.

בנק ישראל נמנע משינויים חדים יותר בריבית – משום שהניסיון אשר נצבר במהלך העשור של משטר יעד האינפלציה מלמד כי הפחתות ריבית חדות גוררות תגובות חריפות בשווקים הפיננסיים. לנוכח התנודתיות הרבה של האינפלציה מאז 1992 (דיאגרמה 5) והמשך ההשפעה הניכרת של ההתפתחויות בשער החליפין על האינפלציה היה חשוב לבסס בציבור את התחושה כי שיעורי האינפלציה הנמוכים אינם תופעה חולפת. על כן נמנע בנק ישראל משינויים חדים ומהירים בריבית, שהיו עלולים לפגוע באמינות המדיניות ובהכרה במחויבותו של בנק ישראל לביסוסה של סביבת האינפלציה הנמוכה לאורך זמן.

להתפתחות של המחירים תרמו גם המיתון המתמשך במשק ופער התוצר השלילי. אמנם בחודשי הייסוף התמקדה ירידת המחירים ברכיב הדיור, אולם היא נמשכה גם לאחר שמגמת הייסוף הפכה, ביולי, למגמה של פיחות מתון. ירידות המחירים נמשכו, אף כי בקצב מתון יותר, והקיפו את רוב רכיבי המדד. הן הושפעו בעיקר מירידת הביקושים המקומיים, משיעורי האבטלה הגבוהים ומהשחיקה החדה בשכר הריאלי. אלה, וכן צעדי התייעלות בפירמות בשנתיים האחרונות, הגבירו את נכונותן להוריד מחירים, בעיקר על רקע התמשכות המיתון. מלבד זאת, מגמת הפיחות מול הדולר, שהסתמנה החל מחודש יולי, הייתה מתונה מאוד, ולא הספיקה כדי למחוק את הייסוף החד שנוצר מפברואר עד יוני, כך שהגמישות של הפירמות להוריד מחירים, בעיקר של מוצרים סחירים, נותרה גבוהה.

חריגת האינפלציה ב-2003 מיעדה נבעה בעיקר מהתפתחויות אקסוגניות, שפעלו לייסוף השקל ולמיתון הביקושים, מגמות שאינן בשליטתם של מעצבי המדיניות המקרו-כלכלית. גם לו ניתן לחזות חלק מהתפתחויות אלה, היה קשה להעריך מראש את עוצמת השפעתן על שער החליפין ועל הביקושים, וכן את עוצמת ההשפעה של שער החליפין וירידת הביקושים על המחירים. כוחות אלה היה ניתן לקזז אך במעט באמצעות מכשיר הריבית: הואיל והשפעת הריבית מוגבלת ומתבטאת בחלקה בפיגור, היה קשה להשפיע באמצעותה על המחירים עוד ב-2003 בצורה סדירה הניתנת לחיזוי. נוסף על כך, הפחתות מהירות מדי בריבית



הירידה של שיעורי האינפלציה בישראל בשנים האחרונות לוותה בתנודתיות רבה.

היו אולי משפיעות על התפתחות המחירים ב-2003, אך זאת במחיר של ערעור היציבות הפיננסית ופגיעה ביציבות המחירים ובכוש הצמיחה של המשק לאורך זמן.

ג. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות

לצורך קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים ומטבע החוץ, יחד עם נתונים מקרו-כלכליים על האינפלציה והפעילות הריאלית. ניתוח המידע מתנהל בחלקו במסגרת שיטתית, וחלקו במסגרת מודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה. מעקב אחר התפתחותם של אינדיקטורים אלה מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים על ההתפתחויות ולהמשיך בהפחתות הריבית כל עוד נראה כי ניתן לשמור על יציבות המחירים לשנה-שנתיים הקרובות בריבית נמוכה יותר, בלי לערער את יציבותם של השווקים הפיננסיים.

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

ג.1 אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

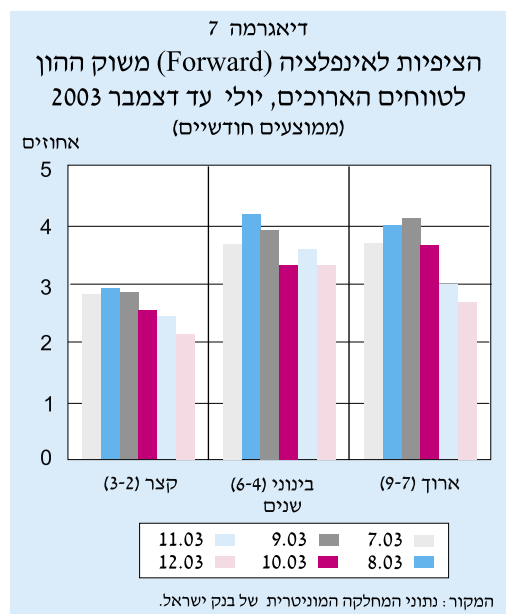
הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה עמדו ביוני בממוצע על 1.5 אחוזים, עלו ביולי ל-2.5 אחוזים, ובחודשים אוגוסט עד אוקטובר שבו וירדו בממוצע ל-1.6 אחוזים, מתחת למרכז תחום היעד (דיאגרמה 6). לאחר פרסום מדד ספטמבר, שהיה נמוך במידה ניכרת מכל ההערכות לגביו, ירדו הציפיות לאינפלציה ירידה נוספת ועמדו בחודשים נובמבר ודצמבר על 1.1 ו-0.7 אחוז בהתאמה. רמתן של הציפיות נשמרה בתוך גבולות היעד עד נובמבר, ובדצמבר היא אף ירדה אל מתחת לגבולו התחתון, על אף ההפחתות הרצופות של ריבית בנק ישראל במהלך המחצית. זאת על רקע עליית האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, היציבות היחסית בשוק מטבע החוץ וההתפתחות המתונה של המחירים. מבנה עקום המק"ם הושפע השנה במידה ניכרת מהרפורמה במס, והדבר הקשה על פירוש נתוני הציפיות שנגזרו ממנו.

הערכות החזאים הפרטיים לגבי האינפלציה החזויה לטווח של שנה עלו בהדרגה במהלך הרביעי השלישי מ-1.4 אחוזים בממוצע ביוני ל-2.5 אחוזים בספטמבר, ובחודשים הבאים הן שבו וירדו עד ל-1.6 אחוזים בדצמבר (דיאגרמה 6). העלייה בהערכות החזאים במהלך הרביעי השלישי לא תאמה את התפתחות הציפיות הנגזרות משוק ההון והתבססה על הערכות של החזאים כי לאחר שורה של מדדים שליליים ברביעים השני והשלישי של השנה ישוב קצב האינפלציה ויעלה במידה ניכרת ברביעי הרביעי, הערכה שהתבררה בדיעבד כשגויה. רק לאחר פרסום מדד ספטמבר, שהיה נמוך במידה ניכרת מכל ההערכות לגבי שיעורו, עדכנו החזאים את תחזיותיהם כלפי מטה, אך גם אז הוסיפו הערכותיהם להיות גבוהות מההערכות הנגזרות מהשווקים. טווח התחזיות, המשמש אף הוא אינדיקטור לרמת אי-הודאות, הצטמצם במהלך המחצית הנסקרת, וההערכות של כל החזאים היו בגבולות היעד לאורך המחצית כולה.

הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווח ארוך (שנה עד 10 שנים), הנמדדות על פי הפרשי התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות ("ישחרי") לאיגרות חוב צמודות למדד ("גלילי"), ירדו במחצית השנייה של השנה, והגיעו בדצמבר ל-2.7 אחוזים בממוצע (דיאגרמה 7). הציפיות לטווחים הקצרים יותר, שנתיים עד שלוש



תגובתן של הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון על ירידת אי-הודאות במהלך המחצית הנסקרת הייתה חזקה מהתגובה של הערכות החזאים, ומאז אוגוסט הן במגמת ירידה ונמוכות מהערכות החזאים.



הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים (2-9 שנים) היו במגמת ירידה במהלך המחצית הנסקרת. הציפיות לטווחים הקצרים יחסית (2-3 שנים) התכנסו ליעד כבר בחודש מאי, ואילו הציפיות לטווחים הארוכים יותר (7-9 שנים) - רק החל מנובמבר. הציפיות לטווחים הבינוניים עדיין חורגות מהיעד כלפי מעלה.

שנים, התכנסו לגבולות היעד כבר בחודש מאי, והציפיות לטווחים הארוכים (9-7 שנים) - החל בנובמבר. הציפיות לטווח הבינוני עדיין חורגות כלפי מעלה מהיעד. ירידתן של הציפיות לטווחים הארוכים מצביעה על ירידתה של פרמיית הסיכון במהלך התקופה, על רקע ירידת אי-הוודאות ועליית האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית.

מודלים אקונומטריים שפותחו בבנק מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ולקביעת תוואי הריבית הדרוש להשגת היעד. המודלים מאפשרים לנתח את התהליכים המחוללים את האינפלציה, בהנחות שונות לגבי התפתחותם העתידית של המשתנים המשפיעים עליה. המודלים מסתמכים על מספר קשרים כלכליים מהעבר לצורך חיזוי ההתפתחויות בעתיד, ובכך מקנים מסגרת מובנית ונוחה לניתוח ההתפתחויות. אולם כיוון שאין באפשרותם של המודלים לשקף התפתחויות ייחודיות לכל תקופה, הרי שבתקופות של אי-ודאות גבוהה ושינויים חדים בתנאים המקרו-כלכליים השימוש בהם מוגבל. במהלך התקופה הנסקרת הראו גם המודלים כי ניתן להוסיף ולהפחית את הריבית בהדרגה בלי לסכן את השגת יעד האינפלציה.

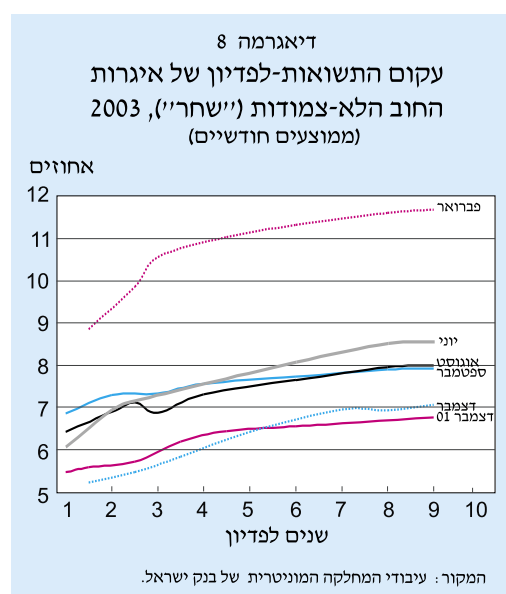
2.2 אינדיקטורים אחרים

התשואות על איגרות החוב הממשלתיות: במהלך התקופה הנסקרת נמשכה המגמה של ירידת התשואות הריאליות והנומינליות, שהחלה עוד בחודשים פברואר ומארס, בהתאמה, עם כינונה של הממשלה החדשה ואימוצה המהיר של תכנית כלכלית שהצביעה על מחויבותה של הממשלה לחזור למשמעת פיסקלית. לירידת התשואות תרמו גם הסיום המהיר של המערכה הצבאית בעיראק, חידוש התהליך המדיני, קבלת הערבויות מממשלת ארה"ב וירידת פרמיית הסיכון של שווקים מתעוררים. כל אלה הביאו לירידה בהערכת סיכון החוב של ממשלת ישראל, שיפור שהתבטא בירידה הדרגתית של עקומי התשואה לכל אורכם. ירידת התשואות נעצרה זמנית באוגוסט, על רקע אכזבה מהפסקת התהליך המדיני ("ההודנה") ועליית שיעורי הריבית בעולם, אולם התחדשה בספטמבר. הכוחות שפעלו להמשך ירידתן של התשואות במהלך המחצית היו המשך התהליך של הפחתת הריבית והתבססות האמינות של המדיניות הפיסקלית, כשהממשלה גילתה נחישות לצמצום הגירעון ודבקות בביצוע רפורמות מבניות חשובות. את הציפיות להמשך ירידתן של התשואות חיזקו הצמצום הצפוי בגיוסי ההון של הממשלה בשוק המקומי, על רקע קבלת הערבויות לצד הפניית קרנות הפנסיה לשוק (תיבה 1).

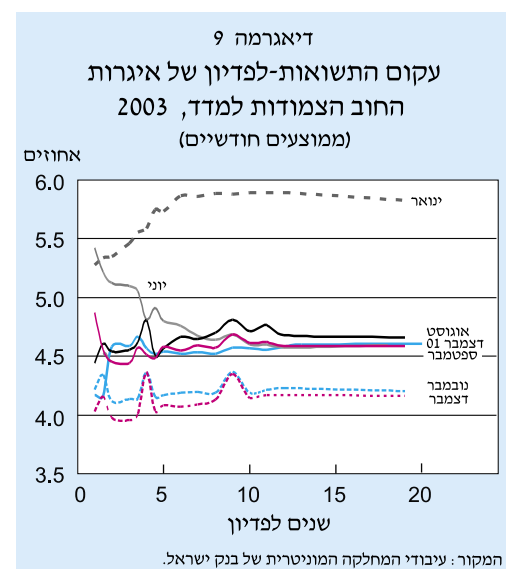
התשואות הנומינליות ירדו במהלך המחצית בכ-1.5 אחוזים - מ-7.5 אחוזים בממוצע ביוני ל-6.0 אחוזים בממוצע בדצמבר (דיאגרמה 8). כיוון שירידת התשואות בטווחים הארוכים של העקום הייתה חזקה יותר, התמתן שיפועו החיובי החד (שהגיע באוגוסט וספטמבר לכ-2.5 אחוזים) - ביטוי לירידת אי-הוודאות גם בטווח הארוך.

התשואות הריאליות הוסיפו אף הן לרדת במידה ניכרת במהלך המחצית, מ-4.9 אחוזים בממוצע ביוני ל-4.2 אחוזים בדצמבר (דיאגרמה 9). שיפוע העקום, שהיה שלילי בתחילת המחצית, הפך לחיובי מעט לקראת סופה, משום שירידת התשואות בטווחים הקצרים הייתה חזקה יותר מאשר בארוכים.

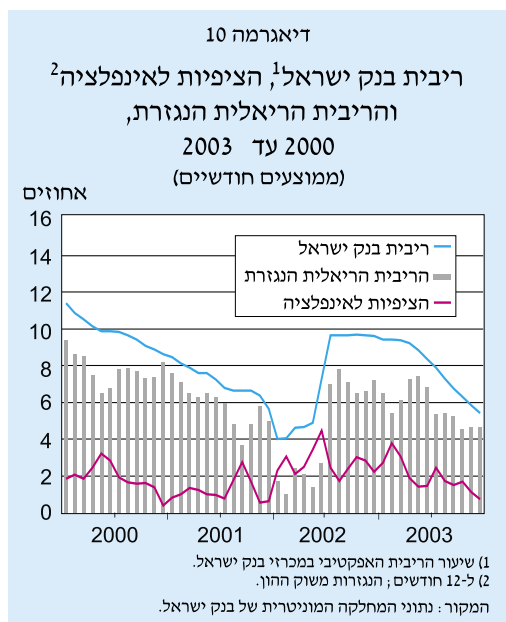
הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל נגזרת מן הפער בין ריבית בנק ישראל לציפיות לאינפלציה, ושיעורה מצביע על מידת הריסון המוניטרי. במהלך



במהלך המחצית נמשכה מגמת הירידה של התשואות הנומינליות, שהחלה עוד במארס. מגמה זו התמידה בכל חודשי המחצית הנסקרת למעט אוגוסט. מאז שיאן בפברואר ירדו התשואות מרמה ממוצעת של 10.6 אחוזים, לרמה ממוצעת של 6.0 אחוזים בדצמבר.



במחצית הנסקרת נמשכה מגמת הירידה של התשואות הריאליות, שהחלה עוד בפברואר. מגמה זו התמידה בכל חודשי המחצית למעט אוגוסט. מאז שיאן בינואר ירדו התשואות הריאליות מרמה ממוצעת של 5.7 אחוזים לרמה ממוצעת של 4.2 אחוזים בדצמבר. שיפוע העקום, שהיה שלילי בתחילת המחצית, השתטח כמעט לחלוטין לקראת סופה.



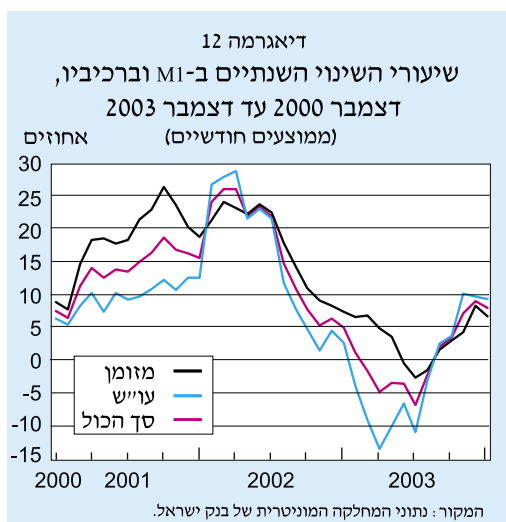
במהלך המחצית ירדה הריבית הריאלית הצפויה במידה ניכרת - מרמה של 6.8 אחוזים ביוני ל-4.6 אחוזים בדצמבר. ירידת הריבית היא תוצאה של המשך הירידה בריבית בנק ישראל, שקווצה בחלקה על ידי ירידתן של הציפיות לאינפלציה.

המחצית השנייה של השנה ירדה הריבית הריאלית הצפויה במידה ניכרת - מ-6.6 אחוזים בממוצע במחצית הראשונה ל-4.6 אחוזים בדצמבר - הודות להפחתות הריבית שביצע בנק ישראל במהלך המחצית, אשר קווצו במקצת על ידי ירידתן של הציפיות לאינפלציה (דיאגרמה 10). הקלת הריסון המוניטרי במהלך המחצית התאפשרה הודות לירידת אי-הוודאות בשווקים הפיננסיים והמשך המיתון בפעילות הריאלית.

הפיקדונות השקליים הלא צמודים של הציבור (M2) שבו לגדול במחצית הנסקרת, בשיעור של 3.4 אחוזים, לאחר שבמחצית הראשונה של 2003 פחתה יתרתם בשיעור של 0.8 אחוז, ובשנת 2002 - בכ-5 אחוזים (דיאגרמה 11). שיעור גידולם של הפיקדונות השקליים הצטמצם מאוד מאז דצמבר 2001, תחילה על רקע הפחתת הריבית החדה ועליית שיעורי האינפלציה, ומאוחר יותר על רקע ביטול יתרון המס של הפיקדונות עם מיסוי החל מינואר 2003 והמשך הפחתות הריבית הרציפות. את המגמה הזאת חיזק שינוי במדיניות המוניטרית של בנק ישראל - מעבר מדורג מניחולה באמצעות פיקדונות הבנקים אל המק"ם, שהוא מכשיר שוק. מעבר זה התאפשר עם ביטול תקרת המק"ם בסוף 2001. חלקם של הפיקדונות קצרי הטווח (עד 3 חודשים), שעלה בהדרגה לאחר הפחתת הריבית בדצמבר 2001, נותר גבוה גם ב-2003 - 78.7 אחוזים בדצמבר, לעומת 72.7 אחוזים בדצמבר 2001.

אמצעי התשלום (שהיוו בדצמבר כ-15 אחוזים מהפיקדונות לטווח קצר) גדלו במחצית הנסקרת בשיעור מצטבר של 8.2 אחוזים, לעומת ירידה בשיעור של 0.3 אחוז במחצית הראשונה של השנה (דיאגרמה 12). עיקר הגידול היה ברכיב העו"ש, שגדל במהלך המחצית ב-11.7 אחוזים, ואילו רכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר - 4.9 אחוזים. העלייה באמצעי התשלום מוסברת בין היתר כתגובה על הפחתות הריבית המצטברות של בנק ישראל.

מיצרף האשראי הכולל (C3), שהתרחב בשיעור שנתי של כ-10 אחוזים בממוצע בשנים 2000-2002, התכווץ ב-2003, וקצב גידולו היה שלילי, -2.7 אחוזים (דיאגרמה 13).



במחצית הנסקרת גדלו אמצעי התשלום בשיעור של 8.2 אחוזים, לעומת ירידה של 0.3 אחוז במחצית הראשונה של השנה. עיקר הגידול היה ברכיב העו"ש, שגדל במהלך המחצית ב-11.7 אחוזים, ואילו רכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר - 4.9 אחוזים.



במחצית הנסקרת שבו הפיקדונות השקליים הלא צמודים לגדול בשיעור של 3.4 אחוזים, זאת לאחר שבמחצית הראשונה פחתה יתרתם ב-0.8 אחוז ובשנת 2002 - בכ-5 אחוזים.

התכווצותו של המיצרף נבעה כנראה הן מצמצום הביקוש לאשראי על רקע המיתון והן מהקשחת הקריטריונים להעמדת אשראי על ידי המערכת הבנקאית, על רקע שינוי בהערכת הסיכון. עוד עולה מנתוני האשראי כי חלקו של האשראי הלא-צמוד עלה מ-27.9 אחוזים בראשית השנה ל-29.6 אחוזים בסופה, במקביל לירידת חלקם של האשראים הצמודים.



מצרף האשראי, שהתרחב בשנים 2000-2002 בשיעור שנתי ממוצע של כ-10 אחוזים, ירד ב-2003 ב-2.7 אחוזים.

שווי של תיק הנכסים של הציבור עלה במהלך שנת 2003 בשיעור חד, כ-12 אחוזים, בעיקר על רקע עליות השערים החדות ברכיבים הסחירים בתיק ובייחוד במניות. לפיכך עלה חלקן של המניות בתיק מ-15.4 אחוזים בדצמבר 2002 ל-21.1 אחוזים בסוף 2003, על חשבון כל יתר רכיבי ההצמדה. בנטרול המניות עלה חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים מ-36.9 אחוזים בדצמבר 2002 ל-39.3 אחוזים בסוף 2003, ואילו חלקם של הנכסים הצמודים ירד (דיאגרמה 14).

נוסף על עליית חלקם של הנכסים השקליים הלא-צמודים השתנה הרכבם: משקל המק"ם וה"שחר" עלה, וחלק הפיקדונות השקליים ירד (כמפורט לעיל). הרקע לעליית חלקם של המק"ם וה"שחר" היה צבירה של כ-31 מיליארדי ש"ח בקרנות הנאמנות, מתוכם כ-21 מיליארדים באלה המתמחות בנכסים שקליים. לפיכך עלתה יתרת נכסי הקרנות בשיעור של כ-82 אחוזים והגיעה בדצמבר לכ-83 מיליארדי ש"ח, כ-6 אחוזים מתיק הנכסים של הציבור. מעבר הציבור להשקעה בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה בנכסים שקליים לא-צמודים נבע מהערכתו כי התשואות על נכסים אלו יהיו גבוהות יותר, לנוכח ציפיות לירידה מתמשכת של שיעורי הריבית. הערכה זו הוזנה גם על ידי מאמצי שיווק נמרצים של הקרנות, אשר התמקדו בשיווק הקרנות המתמחות באותם נכסים שקליים

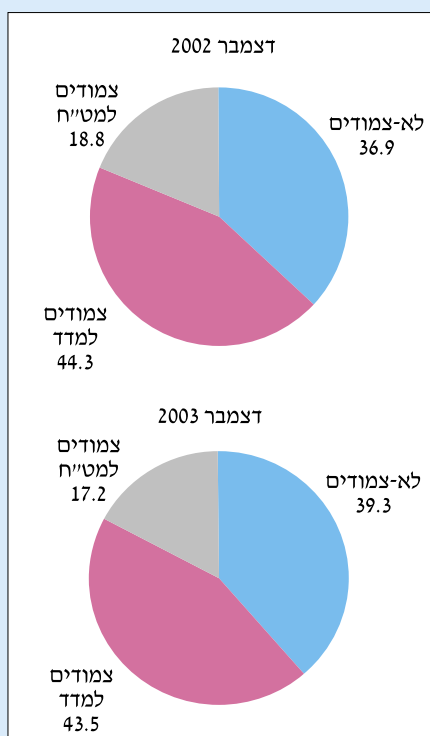
תיבה 1: הרפורמה בקרנות הפנסיה והשפעותיה הצפויות על השווקים

במאי 2003 אישרה הכנסת רפורמה מרחיקת לכת בקרנות הפנסיה, שנועדה לטפל בגירעונות האקטואריים של הקרנות הוותיקות באמצעות סיוע ממשלתי לקרנות במקביל לקיצוץ בזכויות עודפות של חלק מהעמיתים והגדלת ההפרשות לפנסיה. במסגרת הרפורמה מונו מנהלים מיוחדים לקרנות, והוחל על כל הקרנות הגירעוניות תקנון אחיד, שבו נקבע מנגנון של איזון אקטוארי, בדומה למנגנון הקיים בקרנות הפנסיה החדשות. כן הוחלט להקטין במידה משמעותית את היקף ההשקעה של קרנות הפנסיה (הוותיקות והחדשות) באיגרות חוב מיועדות (איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות), להקטין את היקף הסבסוד הגלום באיגרות החוב המיועדות ולהפנות את חלק הארי (70 אחוזים) של החיסכון בקרנות הפנסיה לשוק, באמצעות תהליך הדרגתי, שיימשך מספר שנים. לשם כך אושרו תקנות השקעה חדשות לקרנות, שלפיהן יתרת איגרות החוב המיועדות בקרנות הפנסיה תעמוד על 30 אחוזים בלבד מיתרת נכסיהן (לעומת 70 אחוזים ולפחות 93 אחוזים בקרנות החדשות והוותיקות, בהתאמה, לפני הרפורמה). היקף ההשקעה באיגרות החוב המיועדות יקטן באמצעות תהליך הדרגתי, שעל פיו הופסקה כבר בספטמבר 2003 ההנפקה של איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות, והנפקתן לקרנות החדשות תופסק בינואר 2004. כתוצאה מכך צפויה יתרת איגרות החוב המיועדות לרדת בהדרגה. הנפקתן תחודש רק כשיתרן תרד מתחת ל-30 אחוזים מהנכסים, וזאת בסכום שיידרש כדי להעמיד את היתרה על 30 אחוזים.

על פי אומדנים של אגף שוק ההון במשרד האוצר צפוי כי בכל אחת מהשנים הקרובות יזרמו קרנות הפנסיה לשוק ההון כ-12-14 מיליארדי ש"ח, שינבעו מפירעון של איגרות חוב מיועדות ומצבירה נטו בקרנות. הואיל וקרנות הפנסיה הוותיקות מחויבות, לפי תקנות ההשקעה החדשות, להשקיע את עיקר נכסיהן באיגרות חוב ממשלתיות, והיות שבשנים הראשונות לרפורמה עיקר הסכומים האמורים ינבעו מפירעון איגרות חוב מסוג "מירון", המוחזקות על ידי קרנות הפנסיה הוותיקות - צפוי כי רוב הסכום בשנים אלו יופנה להשקעה באיגרות חוב ממשלתיות סחירות.

הפניית קרנות הפנסיה לשוק כשלעצמה אינה צפויה להשפיע על התשואות בשוק איגרות החוב הממשלתיות, שכן במקביל להגדלת הביקוש לאיגרות יגדל גם ההיצע שלהן - כל עוד לא יחול שינוי בצורכי הגיוס של הממשלה. למרות זאת צפוי כי גידולו של מלאי איגרות החוב הסחירות ושינוי של קבוצת משקיעים סולידיים לטווח ארוך בשוק עשויים להביא ליתר שכלול של שוק איגרת החוב ולהקטנת התנודתיות בו. הגדלת התחרות בין קרנות הפנסיה מפני חשיפתן להשקעה בשווקים, ושכלול אפשרויות המעבר בין הקרנות, עשויים להוביל להתמקצעות של הקרנות ולפיתוח מכשירי שוק חדשים. כמו כן צפוי כי חלק מכספי החיסכון לפנסיה (בעיקר של קרנות הפנסיה החדשות) יופנה בהדרגה לאפיקי השקעה חדשים, מה שיגביר את התחרות בשוק וישמש מקור מימון חליפי ארוך טווח למערכת הבנקאות. כדי שהתפתחות זו אכן תתרחש, על הממשלה להקטין את גירעונותיה ואת גיוסי ההון מהמגזר הפרטי.

דיאגרמה 14
הרכב תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור,
2002 עד 2003*
(אחוזים)



* ללא מניות.

המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, בנק ישראל - המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, הפיקוח על הבנקים ועיבודי המחלקה המוניתרית.

שנקבע כי יהיו פטורים ממש ב-2003. תוצאה נוספת של התפתחות זו בקרנות היא עליית חלקם של הנכסים הסחירים בתיק מ-34.9 אחוזים בדצמבר 2002 ל-41.8 אחוזים בסוף 2003. תרמה לכך גם עליית חלקן של המניות בתיק, בעיקר עקב עליית שעריהן.

חלקם של הנכסים הצמודים למדד בתיק ירד והגיע בסוף 2003 ל-43.5, אחוזים לעומת 44.3 אחוזים בסוף 2002, וגם הרכבם השתנה: משקל תכניות החיסכון ירד, וחלקן של איגרות החוב הסחירות עלה. שינוי זה בהרכב הנכסים הצמודים למדד חל כנראה בהשפעתה של הרפורמה במס, אשר ביטלה את הפטור ממש על הריבית בתכניות חיסכון, והפחיתה את שיעור המס על הכנסות ריבית מאיגרות חוב צמודות למדד, מתוך כוונה לקבוע שיעור מס אחיד לכל הנכסים הצמודים למדד.

משקל הנכסים הצמודים למט"ח והנקובים במט"ח ירד ב-2003 מ-18.8 אחוזים ל-17.2 אחוזים, בעיקר בהשפעת הייסוף.

בשנת 2003 עלה היקף גיוסי ההון המקומי של המגזר הפרטי, והם הסתכמו בכ-20.5 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-12 מיליארדים ב-2002. עיקר הגידול היה בהנפקות פרטיות של איגרות חוב לא סחירות למשקיעים מוסדיים, שנאמדו ב-2003 בכ-11.6 מיליארדי ש"ח, לעומת 6.1 מיליארדים ב-2002, הנפקות ששימשו מקור מימון חלופי לאשראי בנקאי. גדלו גם ההנפקות של איגרות החוב הנסחרות בבורסה, והסתכמו ב-2003 ב-6.2 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.2 מיליארדים ב-2002. רוב ההנפקות האלה היו הנפקות של מכשירים פיננסיים צמודים למט"ח, והן נועדו לענות על הביקוש לנכסים צמודים למטבע חוץ, על רקע פירעון ה"גלבושים" (תיבה 2).

התפתחות תיק הנכסים לפי הרכב ההצמדה, 2002-2003

ההתפלגות באחוזים						
סה"כ ללא מניות		סה"כ		היתרה במיליארדי ש"ח		
2003	2002	2003	2002	2003	2002	
39.3	36.9	31.0	31.2	429.8	385.3	לא צמוד
43.5	44.3	34.3	37.5	475.3	463.1	צמוד למדד
17.2	18.8	13.6	15.9	188.4	196.0	צמוד למט"ח
		18.9	13.9	262.7	171.3	מניות בארץ
		2.2	1.5	30.8	18.7	מניות בחו"ל
		100.0	100.0	1,387.0	1,234.4	סה"כ
100.0	100.0			1,093.5	1,044.4	סה"כ ללא מניות

תיבה 2: השפעת הפדיון של איגרות חוב "גלבוע" על שוק מטבע החוץ

הנפקת איגרות חוב צמודות לדולר על ידי הממשלה החלה בסוף שנת 1981 ונמשכה עד תחילת שנת 2000. בשנים אלו הונפקו איגרות חוב מסוגים שונים ובהיקפים משתנים, וההנפקה הבולטת, כמיליארד דולרים, הייתה בשנת 1998, על רקע הפיחות המואץ ברביע האחרון של אותה שנה. בשנת 2000 הפסיקה הממשלה להנפיק איגרות חוב צמודות למטבע חוץ, ועל פי מדיניותה המוצהרת אין כוונתה למחזר את הסדרות שהגיעו לפדיון. הפסקת ההנפקות של איגרות צמודות לדולר בשוק המקומי מצטרפת לשורת צעדים שנועדו להפסיק את מעורבות הממשלה ובנק ישראל בשוק מטבע החוץ.

בפברואר 2003 עמדה יתרת ההון הרשום של איגרות חוב אלה על כ-3.3 מיליארדי דולרים. במאסר פקעו איגרות החוב "גלבוע" בהיקף של 725 מיליוני דולרים, ובספטמבר פקעה סדרה נוספת של איגרות חוב "גלבוע" בהיקף של כ-1.2 מיליארדים. בשנת 2004 יפקעו שתי הסדרות האחרונות, בהיקף של 1.2 מיליארדי דולרים, ובכך יסתיים העידן של איגרות חוב ממשלתיות צמודות למטבע חוץ בשוק המקומי¹.

ב-30 באוגוסט 2003, ערב הפקיעה השנייה, התפלגו החזקות ה"גלבוע" כדלקמן: 39 אחוזים מהיתרה הוחזקו על ידי קרנות הנאמנות – בעיקר אלה המתמחות בהשקעה בנכסים במטבע חוץ בארץ; 28 אחוזים הוחזקו על ידי הבנקים – בעיקר כנגד תכניות חיסכון צמודות למטבע חוץ; 13 אחוזים הוחזקו על ידי משקיעים מוסדיים אחרים (קופות גמל, קרנות השתלמות, חברות ביטוח וקרנות פנסיה), והשאר – על ידי הציבור.

הפירעונות של איגרות חוב "גלבוע" ב-2003 והפירעונות הצפויים ב-2004 מקטינים את היצע הנכסים במטבע חוץ בהיקף משמעותי. כנגד זאת, בצד הביקוש לא הקטינו המחזיקים את חשיפתם ואינם מתכוונים להקטינה² בעתיד בעקבות הפדיונות של איגרות חוב "גלבוע".

לכאורה, היה ניתן לצפות שבמשק פתוח לתנועות הון הפער בין הביקוש להיצע של איגרות החוב הצמודות לדולר ייסגר באמצעות רכישה ישירה של נכסים דומים בחו"ל. אולם בפועל עודף הביקוש הופנה בחלקו לשוק המקומי, שהציע תחליפים באמצעות הנפקת איגרות חוב צמודות לדולר על ידי גופים פרטיים בהיקף מצטבר של כ-0.7 מיליארד דולרים. חלק מאיגרות החוב הונפק על ידי מתווכים פיננסיים מהמגזר הפרטי, שרכשו במרבית התמורה איגרות חוב זרות כגיבוי להנפקה, והחלק האחר הונפק על ידי חברות עסקיות, משיקולי ניהול מטבעי של תיק הנכסים וההתחייבות שלהן. הסיבה העיקרית להעדפת נכסים במטבע חוץ בשוק המקומי על פני איגרות חוב בחו"ל היא האפליה בשיעור המס בין הכנסות מנכסים ישראליים להכנסות מנכסים זרים. אפליה זו נוגעת לכל המחזיקים של איגרות חוב "גלבוע", למעט חברות ביטוח, ובולטת בעיקר בקופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות הפנסיה.

ניתן להעריך שבינואר 2005, לכשיושאו שיעורי המס על איגרות החוב הישראליות והזרות, יפחת עוד יותר הצורך בהנפקת איגרות חוב מקומיות צמודות לדולר, והמענה לביקושים הפוטנציאליים לנכסים במטבע חוץ יינתן על ידי השווקים הזרים. אל גל ההנפקות של איגרות חוב צמודות לדולר חברו מספר גורמים, שהודות להם פדיונות איגרות החוב "גלבוע" בחודשים מארס וספטמבר לא השאירו את רישומם על יציבות השוק:

- (א) המידע על הפדיונות היה קיים בשוק זמן רב לפני התרחשותם, ולפיכך המחזיקים הקדימו ונערכו לקראתם.
- (ב) שוק מטבע החוץ השתכלל במידה משמעותית בשנים האחרונות, כפי שהתבטא בעומק השוק, בנזילותו, בהתפתחות מכשירים פיננסיים נגזרים וכו'.

1 בשנת 2010 צפוי פדיון אחרון של כ-50 מיליוני דולרים.

2 זאת על פי שיחות עם המחזיקים העיקריים.

ד. הפעילות הריאלית



בשנת 2003 החלה התאוששות בפעילות הכלכלית הריאלית במשק, והתוצר עלה ב-1.2 אחוזים. התפתחות זו מבטאת ירידה בתוצר לנפש, אך שינוי מגמה חיובי בהשוואה לשנתיים הקודמות, שבהן ירדה רמתו של סך התוצר.

בשנת 2003 החלה התאוששות בפעילות הכלכלית הריאלית, והתוצר עלה ב-1.2 אחוזים. התפתחות זו ביטאה ירידה בתוצר לנפש, אך שינוי מגמה לעומת השנתיים הקודמות, שבהן ירדה רמתו האבסולוטית של התוצר (דיאגרמה 15). למרות ההתאוששות בפעילות במהלך השנה, נשאר פער התוצר השלילי ברמה גבוהה, ולחץ למיתון עליות המחירים ואף לירידתם. במחצית השנייה של השנה התחזקו סימני ההתאוששות בפעילות, וגידול התוצר, בשיעור שנתי של 1.7 אחוזים, נתמך על ידי עלייה בצריכה הפרטית וביצוא לצד ירידת ההשקעה בנכסים קבועים. לנוכח המשך הירידה בהשקעות עדיין מוקדם לקבוע אם המפנה שחל בפעילות הכלכלית מבשר חזרה למסלול של צמיחה מתמשכת, או שמא אנו עדים להתאוששות זמנית בלבד. על פי המדד המשולב לבחינת מצב המשק, המבוסס על אינדיקטורים ברמה חודשית, שינוי המגמה התרחש לקראת סוף המחצית הראשונה של השנה: בין יוני לדצמבר עלה המדד בשיעור שנתי של 1.5 אחוזים, לאחר שלוש שנים של ירידות רצופות. עליית הביקושים העולמיים למוצרים עתירי טכנולוגיה ושיפור במצב הביטחוני לאורך המחצית השנייה של השנה היו הגורמים האקסוגניים העיקריים לתחילתה של ההתאוששות. לצד אלה הושפעה הפעילות במחצית השנייה של השנה מהמדיניות הפיסקלית, ששמרה על משמעת בצד ההוצאות, ומהמדיניות המוניטרית, שאיפשרה ירידה בריבית הריאלית הקצרה. סימני ההתאוששות עדיין לא נראו בשוק העבודה: תשומת העבודה ברביע השלישי של השנה הייתה גבוהה ב-1.2 אחוזים בלבד מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, ושיעור האבטלה נשאר יציב ברמה של 10.7 אחוזים.

הצריכה הפרטית לנפש עלתה במחצית השנייה של השנה בשיעור ריאלי שנתי של 5.8 אחוזים, ובשנת 2003 כולה שמרה על יציבות, לאחר ירידה של 1.9 אחוזים ב-2002. התמורות החיוביות בצריכה הפרטית מזוהות עם השיפור במצב הביטחוני ברביע השני, אחרי סיום המלחמה בעיראק, וברביע השלישי, הודות ל"הודנה" – שיפור שכנאה השרה בקרב הצרכנים ציפיות אופטימיות לסיום מתקרב של האינתיפאדה והמיתון. גורם נוסף לשינוי המגמה בצריכה הפרטית היה הפחתת מס ההכנסה, במסגרת הרפורמה הרב-שנתית במיסוי הישיר, והשבה של תקרת ההכנסה לתשלומי הביטוח הלאומי וביטוח הבריאות. בכיוון ההפוך השפיעו הקיצוץ הנוסף בקצבאות הביטוח הלאומי, שנכנס לתוקפו ביולי השנה, העלייה המתמשכת של שיעור האבטלה והקשחת התנאים לקבלת דמי אבטלה, שפגעו בהכנסה הפנויה של השכבות החלשות ופעלו לירידה בצריכה הפרטית. נתוני ההשקעה מלמדים כי האופטימיות ששררה בקרב הצרכנים לא הייתה נחלתם של המשקיעים: ההשקעה בנכסים קבועים ירדה במחצית השנייה של השנה בשיעור שנתי של 4.8 אחוזים, בהמשך לירידת ההשקעה בכל מחציות השנים מאז המחצית השנייה של שנת 2000. הירידה במחצית השנייה של שנה זו ביטאה ירידה של ההשקעה בענפי המשק וקיפאון של ההשקעה בבנייה למגורים. קשיי מימון, שמקורם במדיניות אשראי זהירה של מערכת הבנקאות, וריבית ריאלית גבוהה לטווח ארוך² פעלו גם הם לצמצום השקעות חדשות במשק.

2. התשואות הריאליות לטווח הארוך אמנם ירדו מאוד במהלך השנה, אך נותרו גבוהות. כך, למשל, התשואה על אג"ח צמודה ל-10 שנים הייתה בסוף השנה גבוהה מ-4 אחוזים.

הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים המשיך להצטמצם השנה, והסתכם ב-0.6 אחוז תוצר (ראה הערה 7). זוהי תוצאה של המשך רמתה הממונתת של הפעילות, שהתבטאה בעלייה קלה של היבוא ובעלייה משמעותית יותר, 5.6 אחוזים, ביצוא (במחירים שוטפים). ירידת מספרם של העובדים הזרים תרמה יותר מ-300 מיליון דולרים לצמצום הגירעון בחשבון השוטף.

יצוא הסחורות גדל השנה, לאחר ירידה חדה ב-2001 וב-2002.³ לבלימתה של מגמת הירידה ביצוא ותחילת ההתאוששות תרם ככל הנראה השינוי שחל השנה במגמת הביקושים העולמיים. בחינת התפתחות היצוא הישראלי אל מול היבוא של ארה"ב ושל מדינות האיחוד האירופי, משוקללים על פי ענפי היצוא של ישראל, מעלה כי השפעת התאוששות הביקושים של מדינות אלה על היצוא הישראלי הייתה פחותה מהצפוי. בולטת הירידה של חלק מהיצוא הישראלי ביבוא של מדינות האיחוד (מהמדינות שמחוץ לאיחוד) בשנה ומחצית השנה האחרונות (דיאגרמה 16). התפתחויות אלה מעלות לפחות שתי השערות לגבי הסיבות לקשיים של התאוששות היצוא: (1) המצב הביטחוני פוגע במותגים מישראל. (2) צמיחת היצוא הישראלי בשנים האחרונות התבססה על תת-ענפים ספציפיים בתחום הטכנולוגי, שקצב ההתאוששות של הביקוש להם איטי. נתוני קרן המטבע על הסחר העולמי, המתייחסים לממוצע שנת 2003 בהשוואה לממוצע של 2002, מצביעים עדיין על צמיחה איטית של הסחר בשנה זו – 2.9 אחוזים. צמיחה משמעותית יותר – 5.5 אחוזים – צפויה להערכתם של כלכלני הקרן, כבר בשנת 2004⁴ (דיאגרמה 17).

יצוא השירותים הסתכם בשנת 2003 בעלייה של כ-10 אחוזים, אך רמתו הייתה נמוכה ביותר מ-20 אחוזים מזו של שנת 2000 – תוצאת המשברים העמוקים בתיירות וביצוא שירותי התוכנה והמו"פ. מספר הלינות של תיירים בבתי מלון עלה השנה ב-15 אחוזים, ומגמת עלייתו הגיעה לשיאה ברביעי השלישי – תקופה ה"הודנה". לאורך השנה נמשכה הירידה ביצוא שירותי התוכנה והמו"פ, אמנם בקצב נמוך יותר מאשר בשנתיים האחרונות.

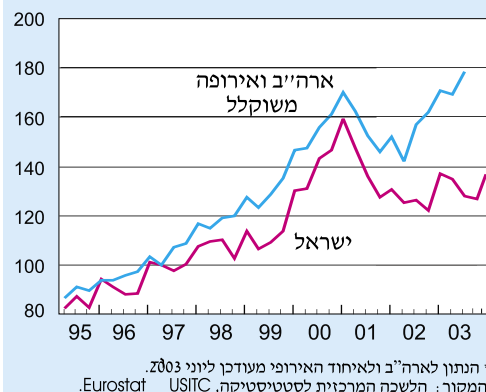
ביבוא הסחורות (במחירים שוטפים) ניכרה מגמת עלייה החל במחצית השנייה של השנה. את המגמה הוביל יבוא חומרי הגלם, המשמש לייצור שוטף, ואילו ביבוא מוצרי ההשקעה, היכול לשמש אינדיקטור לציפיות בדבר יציאה מהמתון, נרשמה יציבות. ביבוא מוצרי הצריכה, שהוא רכיב קטן מיבוא הסחורות, נמשכה מגמת עלייה, שהחלה עוד בראשית 2003.

המדדים השונים להתפתחות שער החליפין הריאלי אינם מצביעים על כיוון אחיד בהתפתחותו, ולכן קשה לנתח את השפעתו על הפעילות. שער החליפין הריאלי, הנמדד כיחס שבין מחירי היצוא למחירי התוצר העסקי (כולל שירותי דיור), יוסף בשיעור של 2.1 אחוזים. מדד אחר, העושה שימוש במחירי היבוא במקום במחירי היצוא, מצביע על פיחות ריאלי של אחוז. היחלשות הדולר ביחס לאירו בשיעור שנתי ממוצע של 20 אחוזים והפער בין המדינות שאנו מייצאים אליהן לאלה שאנו מייבאים מהן תרם לפערים בין שני המדדים לשער החליפין הריאלי. מדד

3 במחירים קבועים עלה היצוא בשלושת הרבועים הראשונים של השנה ב-2 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

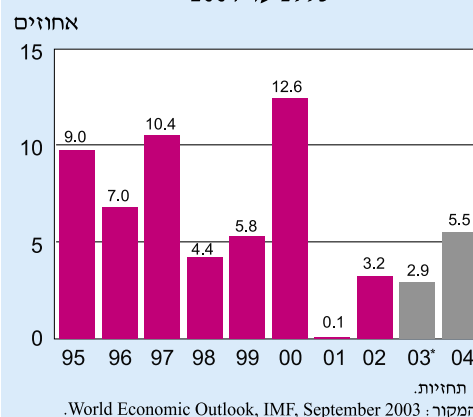
4 בשנים 2002 ו-2003 צמח הסחר העולמי במחירים קבועים בשיעור של כ-3 אחוזים – נמוך לעומת יותר מ-8 אחוזים לשנה בממוצע בשנים 1995 עד 2000.

דיאגרמה 16
מדד היצוא של ישראל מול מדד היבוא
המשוקלל על פי ענפים ומדינות של ארה"ב
והאיחוד האירופי* בדולרים שוטפים,
1995 עד 2003

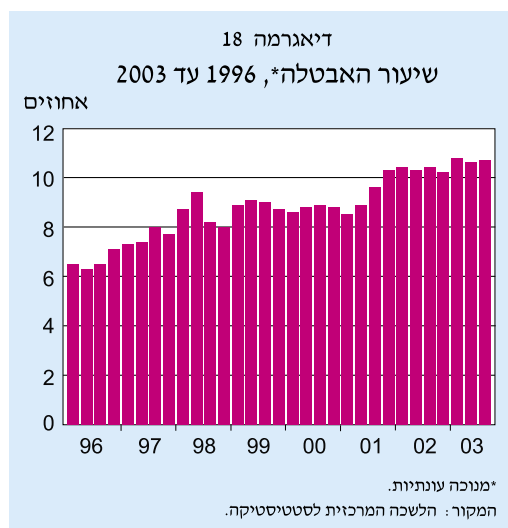


קצב גידולו של יצוא הסחורות הישראלי, ללא יהלומים, לכלל העולם היה, בשנה ומחצית השנה האחרונות, נמוך מזה שהיה צפוי לפי התפתחות היבוא של ארה"ב והאיחוד האירופי.

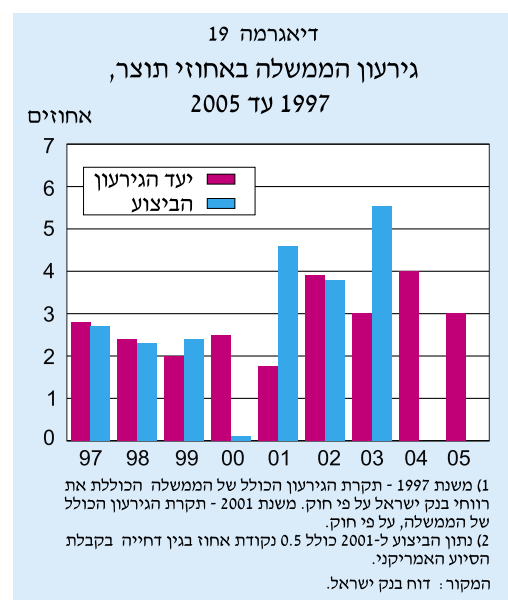
דיאגרמה 17
שיעור הגידול הכמותי של הסחר העולמי,
1995 עד 2004



לקצב ההתאוששות של הסחר העולמי חשיבות מרכזית ביכולת ההתרחבות של היצוא הישראלי.



שיעור האבטלה במחצית הנסקרת נשאר יציב. רמת האבטלה הממוצעת של 10.7 אחוזים ב-2003 גבוהה ב-0.4 נקודות אחוז מן הרמה הממוצעת ב-2002.



גירעון הממשלה הסתכם ב-5.6 אחוזי תוצר - חריגה ניכרת מהיעד של 3 אחוזי תוצר.

לשער החליפין הריאלי המבוסס על שוויון כוח הקנייה (ppp) ביחס למדינות שאנו סוחרים עמן מצביע על פחות של 2.5 אחוזים⁵.

תנאי הסחר של ישראל, המוגדרים ביחס שבין מחירי היצוא למחירי היבוא (ללא יהלומים, אניות ומטוסים), הורעו בשלושת הרבעים הראשונים של השנה ביחס לממוצע של שנת 2002 ביותר מ-3 אחוזים. לנוכח גירעון מסחרי גדול של ישראל מול אירופה ואיזון מול ארה"ב, היחלשות הדולר ביחס לאירו משפיעה לרעה על תנאי הסחר של ישראל. בעבודה שנעשתה בבנק ישראל נמצא כי התחזקות האירו ביחס לדולר תרמה בין 2 ל-2.5 אחוזים להרעה בתנאי הסחר⁶.

סימני ההתאוששות אינם ניכרים בשוק העבודה. שיעור האבטלה במחצית השנייה של השנה נשאר יציב, ורמת האבטלה הממוצעת – 10.7 – הייתה גבוהה ב-0.4 נקודות אחוז מן הרמה הממוצעת של שנת 2002 (דיאגרמה 18). העלייה של שיעור האבטלה ביחס לשנה הקודמת אכן משמעותית, אך נמוכה בהתחשב בהמשך ירידתו של התוצר לנפש בממוצע שנתי. אחד הגורמים העיקריים להאטה בקצב גידול האבטלה הוא מדיניות הממשלה להפחתת מספר העובדים הזרים במשק: בשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2003 פחת מספרם של העובדים הזרים ביותר מ-60 אלף – ירידה חדה של כ-25 אחוזים. השפעת מדיניות זו בולטת במיוחד בענף הבנייה, שבו פחת מספר העובדים הזרים בכ-20 אלף ומספר המועסקים הישראלים עלה בכעשרת אלפים. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה נשאר ברביע השלישי יציב יחסית, 54.2 אחוזים. השנה הושפע שיעור ההשתתפות משני כוחות מנוגדים: העלייה בשיעור האבטלה ובעומק האבטלה פעלה להרחבת תופעת "העובד המתאבד", המקטינה את שיעור ההשתתפות, ואילו הקיצוץ בקצבאות הביטוח הלאומי פעל להרחבת מעגל המשתתפים בכוח העבודה. השפעת המיתון על שוק העבודה התבטאה בהמשך הירידה של השכר הריאלי למשרת שכיר. במגזר העסקי ירד השכר הריאלי בתשעת החודשים הראשונים של השנה ב-3.9 אחוזים, ובמגזר הציבורי הייתה ירידה חריפה עוד יותר – 5.6 אחוזים. הירידה החדה של השכר במגזר הציבורי היא תוצאה של ההסכם בין הממשלה להסתדרות, שכלל הפחתות שכר ופיטורי עובדים לשם התייעלות במגזר הציבורי, שינויים שהתחייבו מן הירידה בהכנסות ממסים.

הגירעון בתקציב (ללא מתן אשראי נטו) הסתכם בשנת 2003 ב-5.6 אחוזי תוצר, חריגה משמעותית מהיעד המקורי שנקבע לשנה זו – 3 אחוזי תוצר (דיאגרמה 19). הסטייה מיעד הגירעון מבטאת את הירידה בהכנסות ממסים – כ-2.5 אחוזים במחירים קבועים (בניכוי שינויי חקיקה והחזרי מס) – תוצאת ההאטה בפעילות, ירידה שלא נחזתה בעת הכנת התקציב. כבר בחודשים הראשונים של השנה היה ברור שהגירעון השנה יחרוג מהיעד וכי נדרשים צעדים משמעותיים בניסיון לעצור את מגמת עלייתו, הנמשכת זה שנתיים – צעדים שיחזירו את תקציב הממשלה לתוואי גירעון יורד. על רקע זה הפעילה הממשלה תכנית כלכלית הכוללת שינויים מקיפים בקצבאות הביטוח הלאומי ובקרנות הפנסיה, בלימת גידולה של התעסוקה בשירות הציבורי, הפחתת שכר במגזר הציבורי והאצת יישומה של הרפורמה במס ההכנסה. שני רכיבים חשובים בתכנית – קיצוץ בתשלומי

5 המדד לשער החליפין הריאלי על פי שוויון כוח הקנייה מבוסס על נתוני שלושת הרבעים הראשונים.

6 יואב פרידמן והלנה קייסר, "השפעת שינויים בשער החליפין אירו-דולר על תנאי הסחר של ישראל", תזכיר פנימי, מחלקת המחקר, בנק ישראל 2001.

ההעברה ושינויים בהסדרי הפנסיה – הם בעלי השלכות משמעותיות על המשק בטווח הארוך. הקיצוץ בתשלומי ההעברה בא בהמשך לקיצוץ בשנת 2002, ולאחר שנים רבות של עלייה ריאלית בסך התשלומים האלה. ברביע השלישי היו תשלומי הבטחת ההכנסה ודמי האבטלה נמוכים ריאלית בכ-20 אחוזים מאשר ברביע המקביל ב-2002. בטווח הארוך מטרת הקיצוץ בתשלומי ההעברה היא להגדיל את שיעור ההשתתפות בכוח העבודה ולאפשר צמצום של משקל הוצאות הממשלה בתוצר - אולם בטווח הקצר הקיצוץ החד והמהיר בתשלומים פוגע בשכבות החלשות, שאינן מסוגלות להתאים את עצמן למצב החדש, במיוחד לנוכח שיעור האבטלה הגבוה. השינוי בהסדרי הפנסיה אמור להביא את קרנות הפנסיה הוותיקות לאיזון, להגדיל את מעורבות קרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות בשוק ההון ולהקטין את התחייבויות הממשלה בגין עובדים במסגרת הפנסיה התקציבית. (הרחבה, כולל הערכה של השפעות הרפורמה על שוק ההון, ראו בתיבה 1.)

ה. התפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ

ה.1 התפתחויות בשער החליפין

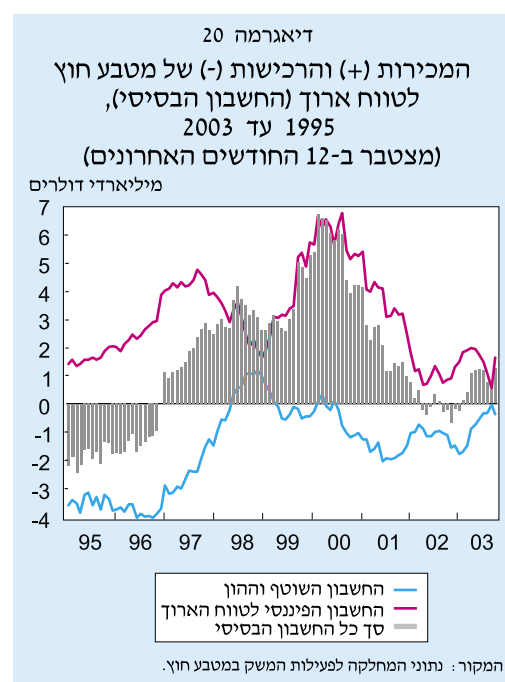
התופעה הבולטת בשוק מטבע החוץ בתקופה הנסקרת היא ההשפעה הניכרת של תושבי חוץ על התפתחות שער החליפין של השקל, בעיקר דרך פעילותם במכשירים קצרי הטווח. פעילות זו הושפעה הן ממגמות כלל-עולמיות והן מהתפתחויות של גורמי אי-וודאות מקומיים ועולמיים, שהביאו לירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי ובסיכון שער החליפין.

לצד הפעילות קצרת הטווח של תושבי חוץ בלטו המגמות החיוביות במספר גורמים ארוכי טווח, שהביאו להתייצבות שוק מטבע החוץ בתקופה הנסקרת. השיפור בגורמים ארוכי הטווח התבטא, בין השאר, במתן ערבויות של ממשלת ארה"ב לגיוס הון; בגידול היקף ההשקעות הישירות של תושבי חוץ במשק הישראלי – בשנת 2003 הסתכמו ההשקעות הישירות בסכום של 3.3 מיליארדי דולרים, לעומת 1.7 מיליארדי דולרים בשנת 2002; בירידת הגירעון בחשבון השוטף⁷ (דיאגרמה 20); בהצטמצמות החשיפה של המגזר העסקי לפיחות (דיאגרמה 21) ובהמשך מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו (דיאגרמה 22).

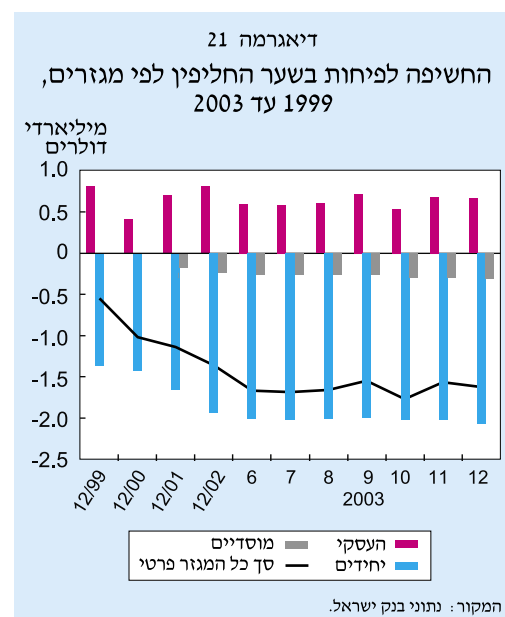
התפתחות שער החליפין של השקל בתקופה הנסקרת מתחלקת לשתי תקופות עיקריות (דיאגרמה 23): בתקופה הראשונה, בחודשים יולי ועד אוגוסט, פחת השקל בשיעור של כ-3 אחוזים מול הדולר של ארה"ב, לאחר ייסוף בשיעור של כ-9 אחוזים במחצית הראשונה של השנה. בתקופה השנייה, מאמצע אוגוסט ועד תום המחצית השנייה של השנה, נע שער החליפין ללא מגמה מובהקת בתחום צר, סביב רמה ממוצעת של 4.45 ש"ח לדולר.

עם סיומה המהיר של המלחמה בעיראק, התפוגג גורם אי-וודאות מרכזי שהאט את ההתפתחות בכלכלה העולמית והמקומית במשך מספר חודשים. נוסף על כך חל מפנה בהתפתחות של מספר גורמי אי-וודאות מקומיים: תהליך הבחירות לכנסת הסתיים בהקמתה של ממשלה יציבה, גובשה תכנית כלכלית שבמרכזה

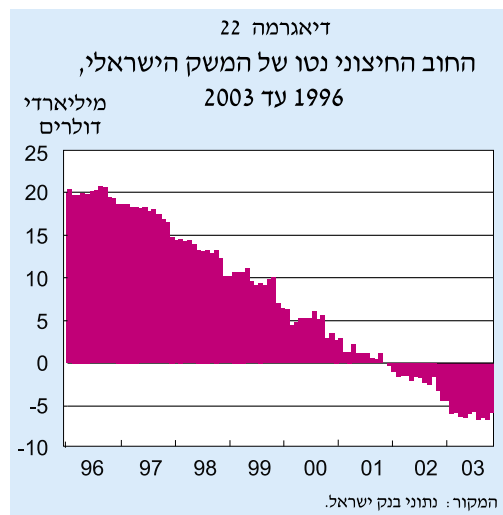
7 על פי הערכות הלמ"ס. עם זאת, אינדיקטורים שונים מצביעים על מעבר מגירעון לאיזון בחשבון השוטף.



במחצית הנסקרת נמשכה מגמת השיפור בחשבון השוטף. בחשבון הפיננסי לטווח ארוך נרשמה הרעה על אף גידול ההשקעות הישירות של תושבי חוץ - וזאת בעיקר בשל גידול ההשקעות של גופים מוסדיים במניות בחו"ל.



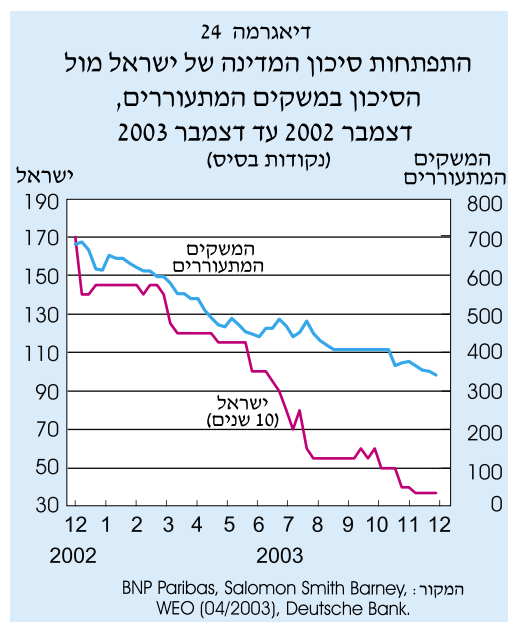
בשנת 2003 צמצמו תושבי ישראל את החשיפה שלהם לפיחות בהיקף של כ-4.1 מיליארדי דולרים.



בשנת 2003 נמשכה מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו של המשק, שהחל מינואר 2002 הפך ממשק לווה מחוי"ל למשק מלווה לחוי"ל.



התפתחות שער החליפין של השקל בתקופה הנסקרת מתחלקת לשתי תת-תקופות: מתחילת יולי 2003 עד אמצע אוגוסט פחת שער החליפין בשיעור של כ-3 אחוזים מול הדולר האמריקני, ולאחר מכן נע השער, ללא מגמה מובהקת, בתחום צר סביב רמה ממוצעת של 4.45 שקלים לדולר.



במחצית הנסקרת המשיכה לרדת פרמיית הסיכון של המשק, אמנם בשיעורים מתונים יותר מאשר במחצית הראשונה של השנה. זאת בדומה להתפתחות פרמיית הסיכון הנדרשת עבור השקעה במשקים המתעוררים.

ההבטחה לשליטה בגירעון הפיסקלי, והתחדש המשא ומתן עם הפלסטינים. הצמצום בגורמי אי-הוודאות והערכות בדבר אישור ערבויות של ממשלת ארה"ב לגיוס הון תרמו לירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי; זו התבטאה, בין השאר, בירידה תלולה של פרמיית הסיכון הנדרשת עבור השקעה באגרות חוב של ממשלת ישראל הנסחרות בחו"ל, כחלק ממגמה שאפיינה את התפתחות פרמיית הסיכון של משקים מתעוררים (דיאגרמה 24). על רקע הירידה בסיכון וכחלק ממגמה כלל-עולמית של התגברות ההשקעה במשקים מתעוררים שהריבית בהם גבוהה, החלו בתי השקעות בין-לאומיים בהסטה של זרמי הון ניכרים להשקעות בנכסים שקליים נושאי ריבית (דיאגרמה 25). התגברות הרכישות של נכסים שקליים קצרי טווח על ידי תושבי חוץ הובילה להתחזקות השקל במחצית הראשונה של 2003.

בעקבות עלייה בתשואות על אגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב בתחילת המחצית השנייה של השנה (דיאגרמה 26) ועל רקע התגברות הציפיות להתאוששות כלכלית בארה"ב, האטו גופים פיננסיים ביו-לאומיים את השקעותיהם במשקים מתעוררים, ובכללן את ההשקעות קצרות הטווח במשק הישראלי. לצד המגמות העולמיות התרחשו מספר התפתחויות מקומיות, שאף הן תמכו בהיחלשות השקל: אוששו ההערכות שהגירעון בתקציב הממשלה יהיה כפול מיעדו המקורי, והתבדו הציפיות לרגיעה בעימות עם הפלסטינים. התפתחויות אלו, שהתרחשו על רקע צמצום הדרגתי בפער הריביות, הובילו להתהפכות התנועות הקצרות של תושבי חוץ: הם החלו לרכוש מטבע חוץ בהיקפים מצומצמים. בעקבות פעילות זו נבלמה מגמת ההתחזקות של השקל, ושער החליפין פוחת בשיעור מתון.

ברביע האחרון של 2003 חידשו הגופים הפיננסיים הבין-לאומיים את השקעותיהם בנכסים שקליים קצרי טווח, אמנם בהיקפים מצומצמים ביחס למחצית הראשונה של 2003. בעקבות פעילות זו הואט הפיחות, ושער החליפין התייצב.

הפעילות בשוק מטבע החוץ במחצית השנייה של 2003 התאפיינה במחזורי מסחר נמוכים, ובאוקטובר נרשמו היקפי המסחר הנמוכים ביותר זה שנים וחצי: ממוצע נפח המסחר היומי (ללא עסקות החלף) עמד באוקטובר על כ-570 מיליוני דולרים, לעומת ממוצע של 820 מיליונים בשנת 2002. הירידה החדה בהיקף הפעילות הקיפה את כל המגזרים הפעילים בשוק מטבע החוץ, לרבות גופים פיננסיים זרים (דיאגרמה 27).

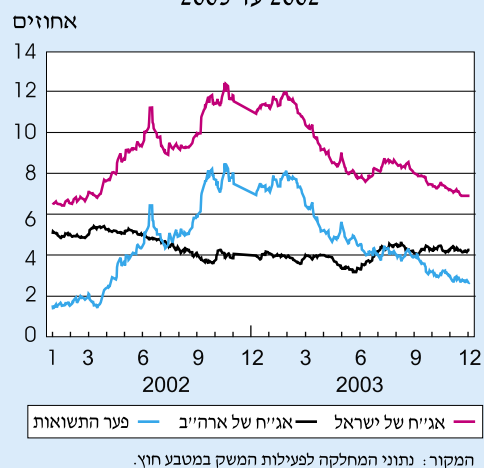
אחד המאפיינים הבולטים בהתפתחות שער החליפין במחצית השנייה של השנה הוא הירידה התלולה בתנודתיות שער החליפין: סטיית התקן של שיעור השינוי היומי בשער החליפין של השקל מול הדולר ירדה מרמה ממוצעת של כ-8 אחוזים במחצית הראשונה של השנה ל-5.6 אחוזים (דיאגרמה 28) - רמה נמוכה יחסית הן בהשוואה בין-לאומית והן בראייה היסטורית. ירידה זו נבעה הן מגורמים קצרי טווח הקשורים להתבהרות מוקדי אי-וודאות שליוו את המשק ב-2002 ובתחילת 2003, והן מהמגמות החיוביות, שתוארו לעיל, בהתפתחות של גורמים ארוכי טווח בשוק מטבע החוץ. סטיית התקן ירדה למרות פעולתם של גורמים מבניים התומכים בעלייתו ובהתקרבותה לרמות השוררות במדינות מפותחות, כגון הגמשת רצועת הניוד והשלמת תהליך הליברליזציה.

בעקבות הירידה החדה בסטיית התקן בפועל ועל רקע ירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי, החלה להסתמן, לראשונה מאז הפחתת הריבית ב-2 נקודות



פעילותם של תושבי חוץ בשנת 2003 השפיעה על מגמת שער החליפין: רכישות מטבע החוץ נטו שלהם נרשמו במקביל לפיחות שער החליפין ולהפך.

דיאגרמה 26
 התשואות ופער התשואות בין ישראל לארה"ב
 באגרות חוב ל-10 שנים,
 2002 עד 2003



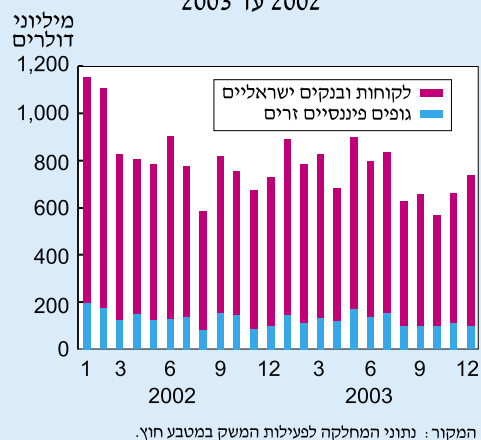
עלייה בתשואות על אג"ח ארוכות של ממשלת ארה"ב במחצית השנייה של השנה לצד ירידה בתשואות על אג"ח ארוכות של ממשלת ישראל הובילו לצמצום של פער התשואות הארוכות.

דיאגרמה 28
 סטיית התקן של שיעור השינוי היומי בשער
 החליפין שקל-דולר וסטיית התקן הגלומה
 באופציות שקל-דולר הנסחרות מעבר לדלפק,
 ספטמבר 2002 עד דצמבר 2003



אחד המאפיינים הבולטים בהתפתחות שער החליפין במחצית השנייה של השנה הוא הירידה התלולה הן בסטיית התקן בפועל של שער החליפין והן בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר הנסחרות בכל הערוצים.

דיאגרמה 27
 הממוצע היומי של נפח המסחר בשוק
 מטבע החוץ (ללא עסקאות החלף),
 2002 עד 2003



הפעילות בשוק מטבע החוץ במחצית השנייה של 2003 התאפיינה במחזורי מסחר נמוכים ביחס לשנתיים הקודמות. הירידה בהיקף הפעילות הקיפה את כל המגזרים הפעילים בשוק מטבע החוץ.

אחוז בדצמבר 2001, ירידה משמעותית בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר הנסחרות בכל ערוצי המסחר. כך, למשל, סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר הנסחרות מעבר לדלפק עמדה בתחילת דצמבר על 5.7 אחוזים, לעומת ממוצע של 8.6 אחוזים ב-2002 ו-9.4 אחוזים במחצית הראשונה של 2003.

הרגיעה בשוק מטבע החוץ בתקופה הנסקרת התבטאה, בין השאר, בירידת ההסתברות לפיחות חד (פיחות של יותר מ-10 אחוזים בתוך 6 חודשים) הנגזרת מהאופציות שקל-דולר; זו ירדה מרמה ממוצעת של 14.3 אחוזים במחצית הראשונה של 2003 לכ-4 אחוזים בדצמבר (דיאגרמה 29).

ה. התפתחות פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ

תושבי חוץ

בשנת 2003 ניכר כי פעילותם של תושבי חוץ, בעיקר במכשירים הקצרים, הובילה את המגמות בהתפתחות שער החליפין (דיאגרמה 25). זו הושפעה בתקופה הנסקרת מהתפתחויות מקומיות וממגמות כלל-עולמיות.

על רקע הכרעת המלחמה בעיראק וירידה מתמשכת של הריביות באירופה ובארה"ב, החלה הסטה של זרמי הון להשקעות במשקים מתעוררים על ידי גופים פיננסיים בין-לאומיים. זרמי ההשקעות הופנו בעיקר למדינות שבהן הריבית גבוהה ותרמו להתחזקות מטבעותיהן (דיאגרמה 30). במקביל למגמות אלו התרחשו מספר התפתחויות כלכליות ופוליטיות מקומיות, שהביאו לירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי. גורמים אלו, לצד פער ריביות גבוה, הביאו לתפנית בהשקעות של תושבי חוץ במשק הישראלי והם רכשו בחודשים פברואר עד יוני נכסים שקליים קצרים בהיקף ניכר של כ-2.5 מיליארדי דולרים. כתוצאה מרכישות אלו עברו תושבי חוץ, לראשונה מזה מספר שנים, לעודף נכסי חוב שקליים: בסוף אפריל עמדה יתרת ההשקעה של תושבי חוץ בנכסים שקליים נושאי ריבית על עודף של כחצי מיליארד דולרים, לעומת עודף התחייבויות של כ-750 מיליוני דולרים בממוצע בשנים 2001 ו-2002 (דיאגרמה 31). העלייה בהיקף ההשקעות נבעה ברובה ממכירות נטו של מטבע חוץ באמצעות עסקאות עתידיות ומרכישות של איגרות חוב ממשלתיות.

התגברות ההערכות בדבר התאוששות הכלכלית בארה"ב ועליית התשואות על איגרות החוב הארוכות של ממשלת ארה"ב בתחילת המחצית השנייה של השנה הביאו להאטה בהשקעות של גופים פיננסיים בין-לאומיים במשקים מתעוררים. מגמות אלו, שהתפתחו על רקע הירידה בפער הריביות ועלייה במספר גורמי אי-ודאות, הובילו להיפוך בפעילות הקצרה של תושבי חוץ: ברבע השלישי של 2003 הם רכשו נטו מטבע חוץ באמצעות עסקאות עתידיות בהיקף מצטבר של כ-0.5 מיליארד דולרים.

ברבע האחרון של השנה שבו הגופים הפיננסיים הבין-לאומיים להשקיע בישראל בהיקפים מצומצמים, אף כי, בשונה מנטייתם להשקיע באפיק המנייתי במשקים מתעוררים, השקעותיהם במשק התרכזו במכשירי חוב קצרי טווח.



במחצית הנסקרת נרשמה ירידה בהסתברות לפיחות חד בשער החליפין (10 אחוזים או יותר), הנגזרת מאופציות לשישה חודשים.



בשנת 2003 התחזקה השפעתן של מגמות כלל-עולמיות על שער החליפין. הדבר השתקף במיתאם גבוה בין התפתחות שער השקל-דולר להתפתחות מדד שער החליפין של מטבעות המשקים המתעוררים מול הדולר.

תושבי ישראל

בשונה מהמחצית הראשונה של 2003, שבה פעלו תושבי ישראל במרבית הזמן בניגוד למגמת שער החליפין, בתקופה הנסקרת הם פעלו לעיתים עם מגמת השער ולעיתים בניגוד לה.

בתקופה הנסקרת החלה להסתמן תופעת משיכות של משקי הבית מפיקדונות בחו"ל, לאחר תקופה ארוכה של צבירות נטו בפיקדונות אלה. תופעה זו, על אף היקפה המצומצם, מעידה על התגברות האמון של משקי הבית במדיניות המקרו-כלכלית, לאחר התערעורתו במחצית הראשונה של שנת 2002.

המגזר העסקי צמצם בשנת 2003 את יתרת החשיפה שלו לפיחות בכ-1.5 מיליארדי דולרים, לאחר גידול של כ-3 מיליארדים ב-2001 ושל 1.1 מיליארדים ב-2002 (דיאגרמה 21). יתרת הנכסים במטבע חוץ של משקי הבית והגופים המוסדיים גדלה בהיקף של 2 מיליארדי דולרים, כך שהחשיפה של תושבי ישראל לפיחות הצטמצמה במהלך השנה בכ-3.5 מיליארדי דולרים.

מבחינת פעילות המגזר העסקי באשראי במטבע חוץ נחלקת התקופה הנסקרת לשתי תת-תקופות: ברביע השלישי נרשמו נטילות אשראי נטו בהיקף של כ-0.6 מיליארד דולרים, ואילו ברביע הרביעי נרשמו פירעונות בהיקף של כחצי מיליארד. עם הגורמים לפירעונות נמנים המשך התהליך של צמצום פער הריביות בין האשראי השקלי לאשראי הדולרי, הצטמצמות האשראי ממערכת הבנקאות והעלייה בגיוסי החוב באמצעות הנפקת איגרות חוב.

1. ההתפתחויות בעולם

בחודשים האחרונים גברו הסימנים המעידים על התאוששות בכלכלה העולמית. בארה"ב, שהיא "קטר" לצמיחתם של משקים רבים בעולם, נרשמה ברביע השלישי צמיחה של יותר מ-8 אחוזים (במונחים שנתיים), לאחר צמיחה של 3.2 אחוזים ברביע הקודם. הזינוק בשיעור הצמיחה מבטא גידול של הצריכה הפרטית – תוצאה מעלייה חדה בהכנסה הפנויה ומהשפעת העושר, שמקורה בעלייה של מחירי המניות – וכן גידול של ההשקעה. במקביל הואט בארה"ב קצב הגידול של הצריכה הציבורית. כלכלת אירופה עדיין חלשה, והאינדיקטורים המצביעים על התאוששות עדיין מואטים. אף על פי כן, נתוני צמיחה חיוביים לרביע השלישי בגרמניה ובצרפת – שני המשקים הגדולים באיחוד האירופי – מצביעים על התאוששות צפויה גם במשקי האיחוד, בין היתר הודות לביקושים ליצוא מצד ארה"ב. ביפן הנתונים הכלכליים האחרונים ממשיכים להצביע על התאוששות, המובלת על ידי ענף התעשייה: התוצר עלה ברביע השלישי ב-2.2 אחוזים, בהמשך לצמיחה של 3.9 ברביע הקודם.

הביטוי של הנתונים החיוביים בנתוני האבטלה הוא לעת עתה חלקי בלבד: שיעור האבטלה המתקן ב-27 מדינות OECD ירד ברביע השלישי בעשירית נקודת אחוז, ל-7.1 אחוזים – נתון המבטא, בין היתר, יציבות של שיעור האבטלה במדינות האיחוד האירופי, ירידה קלה בארה"ב וירידה משמעותית מעט יותר ביפן.

הלחצים לעליות מחירים נותרו בשלב זה נמוכים. שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים בארה"ב עמד על 1.8 אחוזים, באיחוד האירופי על 2.1 אחוזים, ובממוצע של מדינות OECD על 2.0 אחוזים. עליות המחירים הנמוכות



באפריל 2003 עברו תושבי חוץ, לראשונה מזה מספר שנים, לעודף נכסי חוב שקליים: בסוף החודש עמדה יתרת ההשקעה של תושבי חוץ בנכסים שקליים נושאי ריבית על עודף של כחצי מיליארד דולרים, לעומת עודף התחייבויות של כ-750 מיליוני דולרים בממוצע בשנים 2001 ו-2002.

יחד עם המשך פער תוצר שלילי איפשרו להמשיך במדיניות מוניטרית מרחיבה הן באיחוד האירופי והן בארה"ב. לנוכח ההאטה ננקטה השנה גם במדינות המפותחות מדיניות פיסקלית מרחיבה: בארה"ב צפוי הגירעון להגיע ב-2003 ל-6 אחוזי תוצר⁸, לעומת פחות מאחוז תוצר ב-2001, ובגרמניה ובצרפת יגיע הגירעון השנה לכ-4 אחוזי תוצר – חריגה מהשיעור שהמדינות החברות בגוש האירו מחויבות לו⁹. השילוב של מדיניות מוניטרית מרחיבה ומדיניות פיסקלית מרחיבה במדינות המפותחות תרם לעידוד החזרה אל מסלול של צמיחה.

שוקי ההון בעולם האירו פנים למשקיעים בתשעת החדשים האחרונים. סיומה המהיר של מלחמת המפרץ – שהשפיעה לרעה על שווקים אלו תקופה ארוכה לפני שפרצה – יחד עם ריביות נמוכות וסימני יציאה מההאטה – הביאו לעלויות שערים. מדדי המניות המובילים בעולם – ה-DOW JONES, ה-NASDAQ, ה-DAX (גרמניה), ה-FTSE (בריטניה) – עלו מאפריל ועד סוף השנה בשיעורים שבין 20 ל-45 אחוזים, ומגמה דומה נרשמה גם במדדי המניות המובילים בשווקים המתעוררים. במקביל ירדה פרמיית הסיכון הנדרשת על השקעה באיגרות חוב של מדינות בקבוצת השווקים המתעוררים, וירידתה תרמה גם לירידת פרמיית הסיכון של מדינת ישראל.

בשוקי מטבע החוץ נמשכה במחצית השנייה של 2003 מגמת היחלשות של הדולר ביחס למטבעות העיקריים בעולם. מגמה זו נמשכת זה יותר משנה ומשקפת את הגירעון העצום בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בארה"ב – יותר מ-5 אחוזי תוצר ב-2003 – ואת הריבית הנמוכה על הדולר: ביחס לאירו נחלש הדולר בשנה האחרונה בשיעור של כ-20 אחוזים. ההתאוששות בכלכלת יפן הביאה בחודשים האחרונים להתחזקות היין ביחס לאירו בכ-7 אחוזים, אך לקראת סוף דצמבר ותחילת ינואר התהפכה המגמה והיין נחלש ביחס לאירו בכ-3.5 אחוזים.

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הקרובות

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

א.1 ההתפתחויות בעולם¹⁰

התרחיש הסביר ביותר לשנתיים הקרובות הוא של צמיחה בת-קיימא בארה"ב והתאוששות הולכת וגוברת באירופה וביפן, תוך שמירה על רמות אינפלציה נמוכות וירידה של שיעורי האבטלה. תחזית הצמיחה במדינות OECD לשנת 2004 עומדת על 3 אחוזים ועל מעט יותר בשנת 2005, לעומת צמיחה של 2 אחוזים בלבד בשנת 2003. בארה"ב צפויה הצמיחה להגיע בשנת 2004, לשיעור של 4.2 אחוזים, ופער התוצר השלילי צפוי להיסגר כבר בשנה הקרובה. באיחוד האירופי צפויה ב-2004 עלייה של שיעור הצמיחה ל-1.9 אחוזים, אך פער התוצר צפוי להישאר שלילי.

האינפלציה במדינות OECD צפויה להישאר ברמה נמוכה גם בשנת 2004 – כ-1.4 אחוזים. שיעורי האינפלציה החזויים לארה"ב ולאחוד האירופי לשנת 2004

8 כולל את הממשלה הפדרלית והמדינות.

9 שרי האוצר בגוש האירו החליטו לא להטיל לעת עתה סנקציות על המדינות החורגות.

10 מבוסס בעיקר על: OECD Economic Outlook 74, December 2003.

ממשיכים להיות נמוכים - 1.2 ו-1.8 אחוזים, בהתאמה. ביפן צפוי המשך התהליך של ירידת המחירים, שהחל לפני מספר שנים, והתחזית ל-2004 היא לירידת מחירים של 1.3 אחוזים. לנוכח שיעורי האינפלציה הנמוכים ופער התוצר השלילי עדיין, ההערכה היא כי הבנקים המרכזיים של ארה"ב ושל גוש היורו לא ישנו את מדיניות הריבית שלהם בשנה הקרובה. ההערכות לגבי ריבית הבנק המרכזי בארה"ב בסוף 2004 נעות בין אחוז ל-2 אחוזים, ולריבית הבנק המרכזי האירופי – בין 1.75 אחוזים ל-3 אחוזים.

2.א הפעילות הריאלית

במהלך השנה האחרונה התרבו הסימנים המעידים על התאוששות הפעילות הכלכלית הריאלית, לאחר שנתיים של מיתון חריף. התחזית להלן מבוססת על ההנחה שההתאוששות בכלכלות המפותחות בעולם שתרמה לתחילת ההתאוששות בכלכלה הישראלית תימשך לאורך שנת 2004, וכן כי לא יהיה שינוי מהותי במצב הביטחוני. על פי התחזית יצמח התוצר המקומי הגולמי בשנת 2004 בשיעור של 2.4 אחוזים והתוצר העיסקי יעלה בשיעור של 3.7 אחוזים - בהשוואה ל-1.2 ו-1.5 אחוזים, בהתאמה בשנת 2003. בצמיחת התוצר תומכת, על פי התחזית, עלייה בצריכה הפרטית בשיעור של 2.8 אחוזים, עלייה בהשקעה בנכסים קבועים בשיעור של 2.0 אחוזים, לאחר שלוש שנים של ירידה בהשקעות, ועלייה ביצוא של 5.5 אחוזים, שיעור דומה לעלייה ביצוא השנה. תחזית זו קרובה יחסית לתחזית האופטימית שפורסמה על ידי בנק ישראל במסגרת פרסום "ההתפתחויות הכלכליות והמדיניות המאקרו-כלכלית 2003 - 2005"¹¹. הנתונים המעודכנים המצביעים על עלייה בסחר העולמי, יחד עם הנתונים על סימני התאוששות במחצית השנייה של השנה שהעלו את נקודת המוצא לתחזית, העלו את שיעור הצמיחה הצפוי בשנת 2004 לכדי צמיחה חיובית לנפש בשנה הבאה.

3.א המדיניות הפיסקלית

מדיניות הממשלה להעלאת הפעילות הכלכלית על תוואי של צמיחה בת-קיימא מתבססת על הקטנת משקלו של המגזר הציבורי. כדי להשיג מטרות אלה קבעה הממשלה יעד גירעון של 4 אחוזי תוצר לשנת 2004, וכן קבעה כי בשנים 2005 עד 2010 הוצאות הממשלה לא יגדלו ריאלית ביותר מאחוז אחד והגירעון לא יעלה על 3 אחוזי תוצר. מהתחזית להתפתחות המצרפים הפיסקליים בשנת 2004 עולה כי הגירעון בתקציב הממשלה צפוי להיות מעט גבוה מ-4 אחוזי תוצר, וזאת בהנחה של שיעור צמיחה של 2.4 אחוזים.

4.א ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

על פי תחזית הבנק לגבי הפעילות ארוכת הטווח בשוק מטבע החוץ צפוי בשנת 2004 עודף של יבוא הון לטווח ארוך. תחזית זו מתבססת, בין השאר, על הערכות של גורמים מהמגזר העסקי בדבר עלייה בהנפקות של חברות ישראליות בחו"ל ובהשקעות בחברות הזנק ישראליות - על רקע התגברות הציפיות להתאוששות של הכלכלה העולמית, ובפרט של מגזר הטכנולוגיה העילית.

11 בנק ישראל, אוקטובר 2003.

יבוא ההון ארוך הטווח של תושבי חוץ צפוי להתקזז בחלקו על ידי יצוא הון ארוך טווח של תושבי ישראל, שעל פי הערכות יגדילו את השקעותיהם בחו"ל; זאת כחלק מההיערכות לקראת ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראלים לזרים בשנת 2005, וכחלק ממגמה ארוכת טווח של התאמת תיק הנכסים.

אשר לפעילות קצרת הטווח - המשך הפחתות של ריבית בנק ישראל, לצד עלייה אפשרית של הריבית בארה"ב במחצית השנייה של 2004 (כך לפי התחזיות הנוכחיות ממקורות שונים), עשוי להניע תהליך של יצוא הון. עם זאת, הניסיון מהשנים האחרונות מלמד שמלבד פער הריביות בין המשק לחו"ל, תנועות ההון הקצרות מושפעות משורה של גורמים מקומיים וגלובליים, ולפיכך קשה להעריך את כיווןן ואת עוצמת השפעתן על התפתחות שער החליפין.

עם הגורמים המשפיעים על הפעילות הקצרה בשוק מטבע החוץ נמנים, בין השאר, מגמות כלל-עולמיות המשפיעות על הנטייה של גופים פיננסיים בין-לאומיים להשקיע במשקים מתעוררים, וגורמי אי-וודאות מקומיים, המשפיעים על הערכת הסיכון של המשק ועל סיכון שער החליפין של המשק. סיכון שער החליפין ירד במחצית השנייה של 2003 לרמות נמוכות הן בהשוואה בין-לאומית והן בראייה היסטורית. ירידתו נבעה ברובה מהתבהרות של מוקדי אי-וודאות בכלכלה המקומית והתרחשה אף על פי ששינויים מבניים בשוק מטבע החוץ בשנים האחרונות תומכים בעליית הסיכון ובהתקרבותו לרמות השוררות בשוקי מטבע החוץ של מדינות מפותחות.

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

ב.1 הערכות האינפלציה העתידית

לאחר שנתיים רצופות של חריגה ניכרת מהיעד, צפויה האינפלציה ב-2004 לשוב ולהתכנס בתחום היעד, מתחת למרכזו; כך עולה מכל הערכות האינפלציה - לפי שוק ההון, החזאים הפרטיים וסקר החברות של בנק ישראל. מרבית ההערכות מתבססות על ציפיות לשינוי מתון בשער החליפין, מדיניות פיסקלית החותרת להשגת היעדים שנקבעו והמשך ההפחתה של ריבית בנק ישראל, שלפי חלק מההערכות, תגיע לידי מיצוי כבר ברביע הראשון של השנה. הנחות נוספות שבבסיס מרבית ההערכות הן כי במהלך 2004 לא יחול שינוי מהותי במצב הביטחוני, וכי קצב הצמיחה בישראל יהיה מתון יחסית.

גם ההערכות בבנק ישראל הן כי השגת היעד בשנת 2004 תתאפשר אולי תוך המשך הפחתת הריבית במהלך שנה זו - כל עוד הציפיות לאינפלציה חורגות כלפי מטה מהיעד והשווקים הפיננסיים רגועים.

הערכות האינפלציה ל-2004 (אחוזים)

יעד	על פי שוק ההון	החזאים הפרטיים	סקר חברות
הטווח	3-1	1.8-0.8	
הממוצע	2	1.5	2.0

ב.2 מאזן סיכוני האינפלציה

לפי הערכות האינפלציה דלעיל, החשש להחטאת היעד מלמטה עדיין עולה על החשש להחטאתו מלמעלה. בתמונה זו תומכים להערכתנו מספר גורמים:

- שיעורי הצמיחה ב-2004 צפויים להיות עדיין נמוכים יחסית; זאת בין היתר על רקע הערכות כי המצב הביטחוני-מדיני באזור לא ישתנה מהותית. התמשכות הפעילות הממונתת זו השנה השלישית ברציפות צפויה להוסיף ולפעול למיתון עליית המחירים; זאת בעיקר על רקע הצפי להמשך המיתון בביקושים המקומיים, משום שהירידה החדה של השכר הריאלי, הקיצוץ בקצבאות ושיעורי האבטלה, שצפויים להישאר גבוהים, ימתנו את הצריכה הפרטית.

- ההתאוששות שנצפתה ב-2003 במשקי המדינות המפותחות, ובפרט בארצות הברית, והצפי לעליית שיעורי הצמיחה ב-2004 מגבירים את הסיכוי גם להתעוררות שוקי ההנפקות. חידוש גיוסי ההון של חברות ישראליות בחו"ל והתגברות זרם ההשקעות הישירות של תושבי חוץ בישראל עשויים להתבטא בגידול יבוא ההון לישראל וללחוץ לייסוף השקל.

אם יתברר במהלך 2004 כי הערכות האינפלציה הקיימות הן מתחת ליעד וכי השווקים הפיננסיים נשארים רגועים, ימשיך בנק ישראל בהפחתת הריבית, כדי להחזיר את האינפלציה לגבולות היעד.

למרות האמור לעיל יש חשש כי המשך הצמצום הצפוי של פערי הריבית בין ישראל לחו"ל - עקב הפחתות הריבית הנוספות הצפויות אצלנו ועל רקע הצפי לעליית שיעורי הריבית בחו"ל - עלול לעודד את יצוא ההון מישראל. סכנה זו תגבר בעיקר אם תתערער האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית, או אם יתרחשו אירועים פוליטיים חריגים שיגדילו את סיכון המדינה.

סכנה לפגיעה מחודשת באמינות המדיניות הפיסקלית התעוררה בתחילת 2004, על רקע תהליך אישור התקציב ל-2004 בכנסת, שהיה כרוך בהגדלה ניכרת של ההוצאה התקציבית מעבר למה שתוכנן מראש ואושר בממשלה. הגדלה כזאת תפגע ביכולתה של המדיניות להשיג את יעד הגירעון שנקבע בתקציב ועלולה לשוב ולשחוק את אמינות המדיניות, שאך שוקמה.

ראוי להזכיר כי למרות תהליך הדיסאינפלציה הממושך, ואף שבחמש השנים האחרונות שררו במשק שיעורי אינפלציה נמוכים מאוד (להוציא תקופה חריגה במחצית הראשונה של 2002), עדיין פועלים במשק מנגנוני הצמדה לדולר או למדד, המעצימים את ההשפעות של זעזועים – ולו זמניים – בשער או במדד על המחירים, ומגבירים את הסיכון להחטאת היעד מלמטה או מלמעלה.

נספח 1 : לוח נ' – 1
תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן,
סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2003
(אחוזים)

תחום השינוי במדד המחירים לצרכן					
השנה	שיעור האינפלציה השנתי	השינוי החודשי המרבי	השינוי החודשי המזערי	הפער בין השינוי החודשי המרבי למזערי	סטיית התקן הבין-חודשית
	(1)	(2)	(3)	(4) = (2) – (3)	(6)
1993	11.2	1.4	0.1	1.3	0.46
1994	14.5	2.0	0.6	1.4	0.36
1995	8.1	1.2	-0.1	1.3	0.46
1996	10.6	1.7	0.3	1.4	0.45
1997	7.0	1.2	-0.3	1.5	0.55
1998	8.6	3.0	-0.2	3.2	0.93*
1999	1.3	0.7	-0.8	1.5	0.44
2000	0.0	0.9	-0.6	1.5	0.48
2001	1.4	0.9	-0.6	1.5	0.42
2002	6.5	1.5	-0.8	2.3	0.71
2003	-1.9	0.4	-0.7	1.1	0.36

* הסטייה הניכרת של נתון זה ביחס למגמה הרב-שנתית נובעת מהעלייה החדה של שער החליפין באוקטובר 1998, שהייתה בבחינת זעזוע זמני בלבד.

נספח 2 : ההודעות לעיתונות על התכנית המוניטרית יולי 2003 - ינואר 2004

תכנית מוניטרית לחודש יולי 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש יולי לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב- 0.5 אחוזים לרמה של 7.5 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר כי הפחתת הריבית התאפשרה על רקע הציפיות הנמוכות לאינפלציה לשנה הקרובה, המשך הרגיעה בשוק מטבע החוץ ובשוקי הכספים וההון, והירידה בקצב עליית המחירים בפועל. בחודשים האחרונים התייצבו הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, והן נמצאות מתחת לאמצע יעד יציבות המחירים שקבעה הממשלה (1 עד 3 אחוזים). הציפיות לאינפלציה לשנה השניה ואילך המשיכו לרדת והן נמצאות כיום בתחום העליון של היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה נמצאות בתחום שבין 1 ל- 2 אחוזים, ומודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לשנה הנוכחית ולשנה הבאה, תוך המשך הפחתת הריבית של בנק ישראל. חשוב לציין, כי מדיניות הריבית מכוונת להשגת יציבות מחירים לשנה הקרובה ולשנים הבאות, ולא בהכרח בטווח של שנה קלנדרית מסוימת. ירידת הסיכון התבטאה בשווקים בהתחזקות השקל בחודשים האחרונים, ובהמשך הירידה בשערי הריבית על איגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות לטווח ארוך, לרמה של כ- 8.0 אחוזים לעומת כ- 11.7 אחוזים בפברואר, וירידה של למעלה מ- 1% בתשואה על איגרות החוב הממשלתיות הצמודות ל-10 שנים, לרמה של 4.7 אחוזים באותה תקופה. התפתחויות אלו מוסברות בעיקר בהקטנת אי-הוודאות הפוליטית האזורית עם סיום המלחמה בעיראק, באישור הערבויות ע"י ממשלת ארצות-הברית וכחלק ממגמה כלל עולמית של ביקוש לאיגרות חוב בשווקים מתעוררים. עם זאת קיימת עדיין אי ודאות ונראה כי למרות הקיצוץ התקציבי עם אישור התכנית הכלכלית, הגרעון השנה ובשנים הבאות יהיה גבוה באופן משמעותי מהתוואי אשר נקבע על ידי הממשלה. תסריט זה, אם יתממש, לא יאפשר לריבית לטווח ארוך למצות את פוטנציאל הירידה שלה, הנדרש כדי לעודד השקעות וצמיחה במשק ויכל, בנסיבות מסוימות, להיות אף מקור לחוסר יציבות.

בבנק ישראל מציינים כי, אמנם, התכנית הכלכלית עוצרת את הידרדרות המצב הפיסקאלי, ואולם ההשלמה עם גרעון ממשלתי שבין - 5% ל- 6% מהתוצר בשנת 2003 והערכות דומות לגבי הגרעון בשנת 2004, הגבוהים בכל קנה מידה בינלאומי, אינם מבטיחים התכנסות לתוואי יורד של הגרעון ומשקל החוב בתוצר, ואינם עומדים בהחלטת הממשלה לדבוק בתוואי יורד של הגרעון משיעור של 3% ב- 2003 לשיעור של 1% בשנת 2007. על הממשלה, איפא, בתכנון תקציבה לשנת 2004, לחזור ליעדי הגרעון שנקבעו ולתוואי יורד של יחס החוב לתוצר.

חשוב לזכור כי עלייה בחוב משמעותה גידול בנטל המיסים בעתיד. בבנק ישראל מדגישים כי משמעת תקציבית היא תנאי הכרחי ליכולת להעביר מקורות מהחסכון הפרטי להשקעות ולאשראי במשק, להמשך הירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה – לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובה לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה.

בבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, תוך שמירה על יציבות המחירים, תלוי במידה רבה ביכולתה של הממשלה לקיים משמעת תקציבית תוך חזרה לתוואי פוחת של גרעון וחוב, הדרושה גם לחיזוק המערכת הפיננסית.

בנק ישראל עוקב אחרי התפתחות שער החליפין, ובמיוחד בוחן את השלכותיו על קצב האינפלציה, אך בבנק מזכירים כי שער החליפין, ברמה כזו או אחרת, מגמתו או התנודתיות בו, אינם מהווים, כשלעצמם מטרה למדיניות המוניטרית. בחודשים האחרונים ניכרת תנודתיות גבוהה בשוק המתבטאת בעלייה בפרמיית הסיכון, כפי שהיא נגזרת מהאופציות שקל-דולר שמנפיק בנק ישראל, וכן בעלייה בתנודתיות היומית ובמרווחי הקניה והמכירה של מטבע חוץ בבנקים. בבנק ישראל מזכירים כי שוקי מטבע חוץ בעולם מאופיינים בתנודתיות רבה, לעיתים תוך שינויים חדים במגמה, והשוק בישראל, שרמת התפקוד בו גבוהה, דומה מבחינה זו לשווקים הבינלאומיים.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה להבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך יפעל הבנק כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש אוגוסט 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש אוגוסט לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.5 אחוזים לרמה של 7.0 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית התאפשר למרות עלייה מסויימת בציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, על רקע המשך הרגיעה בשוק מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון, והירידה בקצב עליית המחירים בפועל. בחודשים האחרונים עלו במקצת הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, אך נותרו בסביבת אמצע יעד יציבות המחירים שקבעה הממשלה (1 עד 3 אחוזים). הריבית הריאלית לטווח קצר ירדה, איפא, בתקופה זו הן בשל ירידת הריבית הנומינלית והן בשל עליית הציפיות לאינפלציה. הציפיות לאינפלציה לשנה השניה ואילך המשיכו לרדת והן נמצאות כיום בתחום העליון של היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה נמצאות קרוב לאמצע היעד ומודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לשנה הנוכחית ולשנה הבאה, תוך המשך הפחתת הריבית של בנק ישראל. ירידת הסיכון בשווקים הפיננסיים התבטאה בהתחזקות השקל בחודשים האחרונים שהואטה לאחרונה, בהמשך הירידה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות לטווח ארוך לרמה של פחות מ-8.0 אחוזים, ירידה מצטברת של כ-4 נקודות אחוז מפברואר וירידה של כ-1.5 נקודות אחוז בתשואה על איגרות החוב הממשלתיות הצמודות ל-10 שנים, לרמה של 4.4 אחוזים באותה תקופה. התפתחויות אלו מוסברות בעיקר בהקטנת אי-הוודאות הפוליטית האזורית עם סיום המלחמה בעיראק, באישור הערבויות ע"י ממשלת ארצות-הברית וכחלק ממגמה כלל עולמית של גידול בביקוש לאיגרות חוב בשווקים מתעוררים. עם זאת קיימת עדיין אי ודאות משום שלמרות הקיצוץ התקציבי, הגרעון השנה ובשנים הבאות יהיה גבוה באופן משמעותי מהתוואי אשר נקבע על ידי הממשלה. תסריט זה, אם יתממש, לא יאפשר לריבית לטווח ארוך למצות את פוטנציאל הירידה שלה, הנדרש כדי לעודד השקעות וצמיחה במשק ויכול, בנסיבות מסויימות, להוות אף מקור לחוסר יציבות.

בבנק ישראל מדגישים כי מדיניות הריבית מכוונת להשגת יציבות מחירים לשנה הקרובה ולשנים הבאות, בהתאם להחלטת הממשלה משנת 2000 על פיה היעד לשנת 2003 ואילך הוא בתחום שבין 1 ל-3 אחוזים, שהוגדר כיציבות מחירים, ולא בהכרח לשנה קלנדרית מסוימת. בהקשר לכך ראוי לציין כי נסיונות לשנות את הגדרת יעד יציבות המחירים עלולים להתפרש על ידי השוק כראשית נסיגה ממחויבות הממשלה ליציבות מחירים, דבר שיכל להעלות את פרמיית הסיכון של המשק, להעלות את מחיר גיוס ההון של הממשלה ולהקשות על המשך תהליך הפחתת הריבית לטווח קצר.

בבנק ישראל מציינים כי, אמנם, התכנית הכלכלית עוצרת את הידרדרות המצב הפיסקאלי, ואולם גרעון ממשלתי של כ-6% מהתוצר בשנת 2003 ובשיעור קרוב לכך בשנת 2004, הגבוהים בכל קנה מידה בינלאומי, אינם עומדים בהחלטת הממשלה לדבוק בתוואי יורד של הגרעון משיעור של 3% ב-2003 לשיעור של 1% בשנת 2007. הירידה שנרשמה בתשואות בשווקים משקפת אמון מצד הציבור בכך שהממשלה תחזור לתוואי יורד של הגרעון ושל משקל החוב בתוצר. לשם כך נדרשת החלטה על קיצוץ בתקציב 2004 שתבחן, בסופו של דבר, בביצוע. אם הציבור יעריך כי הקיצוץ הנדרש לא מתבצע, עלולה מגמת הירידה בתשואות להיפסק ואף לשנות כיוון. התפתחות כזו תערער את אמינות הממשלה באשר ליכולתה לחזור למשמעת תקציבית ותגרום אף היא לעלייה בשערי הריבית בכל הטווחים, אשר תפגום בסיכויים של המשק לחזור למסלול של צמיחה והגברת התעסוקה. בבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, תוך שמירה על יציבות המחירים, תלוי במידה רבה ביכולתה של הממשלה לקיים משמעת תקציבית תוך חזרה לתוואי פחת של גרעון וחוב, הדרושה גם לחיזוק המערכת הפיננסית.

בנק ישראל עוקב אחרי התפתחות שער החליפין, ובמיוחד בוחן את השלכותיו על קצב האינפלציה, אך בבנק מזכירים כי שער החליפין, ברמה כזו או אחרת, מגמתו או התנודתיות בו, אינם מהווים, כשלעצמם מטרה למדיניות המוניטרית. בבנק ישראל מזכירים כי שוקי מטבע חוץ בעולם מאופיינים בתנודתיות רבה, לעיתים תוך שינויים חדים במגמה, והשוק בישראל, שרמת התפקוד בו גבוהה, הכוללת מכשירים פיננסיים נגזרים המאפשרים להתמודד עם התנודתיות, דומה מבחינה זו לשווקים

הבינלאומיים. בהקשר זה מסבירים בבנק ישראל כי תנועות ההון אל המשק וממנו מושפעים, בין היתר, משערי הריבית בשווקים בארץ ובחו"ל, שהשנויים בהם אינם תואמים בהכרח את השנויים בשערי הריבית שנקבעים על ידי הבנקים המרכזיים. כך למשל, מתחילת השנה, ירד הפער בין התשואות של אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך בישראל לאלו שבארצות הברית בלמעלה מ-3 אחוזים, בעוד שהפער במונחי ריבית הבנק המרכזי ירד בסביבות אחוז אחד בלבד. משמעות הדבר ששערי הריבית של השוק מצביעים על לחץ קטן יותר ליבוא הון ממה שיכל להשתקף מפערי הריביות של הבנקים המרכזיים.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה להבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך יפעל הבנק כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש ספטמבר 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש ספטמבר לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.5 אחוזים לרמה של 6.5 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית מתאפשר בשל רמת הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנמצאת בתחום יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים), ועל רקע המשך הירידה בקצב עליית המחירים בפועל, התייצבות בפעילות הריאלית ברמה ממונתנת והרגיעה היחסית בשוק מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון וזאת למרות עלייה מסויימת שנרשמה בשבועות האחרונים בשער החליפין ובתשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, נותרו כאמור באוגוסט ברמה דומה לציפיות של יולי, והציפיות לאינפלציה בשנה השניה ואילך עלו במקצת, אך מרביתן נמצאות בתחום העליון של היעד. הערכות החזאים הפרטיים לשנה קדימה נמצאות באמצע היעד, והמודלים של בנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך הפחתת הריבית. בבנק ישראל מציינים כי מדיניות הריבית מכוונת להשגת יציבות מחירים לאורך זמן בהתאם להחלטת הממשלה על פיה יעד האינפלציה לשנת 2003 ואילך הוא בתחום שבין 1 ל-3 אחוזים, שהוגדר כיציבות מחירים, ולא בהכרח לשנה קלנדרית מסויימת. בהתאם לכך, מדיניות בנק ישראל נועדה בכל עת על פני השנה להשיג יציבות מחירים לטווח של שנה ושנתיים קדימה.

בחודשיים האחרונים, לצד ירידת הריבית של בנק ישראל, עלו, כאמור, התשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך, לאחר מגמה של ירידה מתמשכת בהן מחודש פברואר השנה, שניזונה מהקטנת אי-הוודאות הביטחונית-מדינית באיזור ואישור הערבויות על ידי ממשלת ארצות הברית. להערכת בנק ישראל, לא ברור עדיין אם השני שנרשם בחודשיים האחרונים במגמת שער החליפין – מייסוך לפיחות – ובתשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך – מירידה תשואות לעלייה בהן – מהווה סטייה זמנית במגמת היציבות המאפיינת את השווקים. במשטר הנוכחי של התכנסות ליציבות מחירים ניתן לשאת תנודות זמניות מעל ומתחת לתחום יציבות המחירים ללא תגובה מיידידת ריבית, אם יש הערכה כי קיימים גורמים אחרים אשר יפעלו להחזרת תוואי המחירים אל היעד. גורמים אלה, בנסיבות של היום, יכולים להיות ההאטה במשק ומדיניות תקציבית אמינה לשנת 2004 המחזירה את שיעורי הגרעון והחוב לתוואי יורד.

בבנק ישראל מציינים כי, אמנם התכנית הכלכלית האחרונה עצרה את ההדרדרות הפיסקלית, ואולם גרעון ממשלתי צפוי של כ-6 אחוזי תוצר בשנת 2003 הוא גבוה בכל קנה מידה בינלאומי, ואינו עומד בהחלטות הממשלה לחתור לחזרה לתוואי יורד של הגרעון ולהורדת משקלו של החוב בתוצר. לכן, החלטות הממשלה לגבי היקף התקציב והגרעון לשנת 2004 תהווה מבחן חשוב ליכולת השליטה התקציבית של הממשלה. כך, העדר קיצוץ מתאים ונחישות לחזור לתוואי יורד של גרעון המבטא משמעת פיסקלית עלול להביא להמשך העלייה בתשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך, כפי שהחל להסתמן לאחרונה, וזו תפגע בסיכויים של המשק לחזור למסלול של צמיחה והגברת התעסוקה. בהקשר זה לא סביר להניח שהשווקים ישלימו עם מציאות בה הריבית של בנק ישראל יורדת, ואילו הריבית לטווח ארוך עולה.

בנק ישראל עוקב אחרי התפתחות שער החליפין, ובמיוחד בוחן את השלכותיו על קצב האינפלציה, אך בבנק מזכירים כי שער החליפין, ברמה כזו או אחרת, מגמתו או התנודתיות בו, אינם מהווים, כשלעצמם מטרות למדיניות המוניטרית. בהקשר זה מסבירים בבנק ישראל כי תנועות ההון אל המשק וממנו, אשר נרשמה בהן האטה בחודשיים האחרונים, מושפעות, בין היתר, משיעורי הריבית

לטווחים השונים בשווקים בארץ ובח"ל, והשנויים בהם אינם תואמים בהכרח את השנויים בשערי הריבית שנקבעים על ידי הבנקים המרכזיים.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה להבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך יפעל הבנק כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש אוקטובר 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש אוקטובר לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.4 אחוזים לרמה של 6.1 אחוזים. ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל מאז דצמבר 2002 מסתכמת, עם ההפחתה הנוכחית, ב-3.0 נקודות אחוז.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית מתאפשר בשל רמת הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנמצאת בתחום יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים), ועל רקע קצב מתון של עליית המחירים בפועל, התייצבות בפעילות הריאלית ברמה ממותנת והרגיעה היחסית בשוק מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, נותרו בספטמבר, ברמה דומה לאוגוסט, באמצע תחום היעד (קצת פחות מ-2%), והציפיות לאינפלציה לשנה השניה עומדות גם החודש בחלק העליון של תחום היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה עלו במקצת אך גם הן נמצאות באמצע תחום היעד, והמודלים של בנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך הפחתת הריבית. בבנק ישראל מציינים כי מדיניות הריבית מכוונת להשיג יציבות מחירים לאורך זמן ולא בהכרח לשנה קלנדרית מסויימת, וזאת בהתאם להחלטת הממשלה משנת 2000. בהתאם לכך, מדיניות בנק ישראל מיועדת בכל עת על פני השנה להשיג יציבות מחירים לטווח של שנה ושנתיים קדימה.

בחודש האחרון נעצרה העלייה שנרשמה בתשואות הריאליות והנומינליות על איגרות החוב הממשלתיות, אשר החלה ביולי. זאת, לאחר ירידה מתמשכת בהן בין פברואר ליוני, אשר ניזונה מהקטנת אי-הוודאות הביטחונית מדינית באזור, אישור הערבויות על ידי ממשלת ארצות הברית והתכנית הכלכלית של הממשלה ל-2003. התייצבות זו מבטאת, ככל הנראה, עמדת המתנה מצד השווקים הפיננסיים בהערכתם את החלטות התקציב לשנת 2004 והשלכות אפשריות של אי הוודאות הביטחונית על חידוש הפעילות במשק.

בבנק ישראל מציינים כי חשוב שתקציב הממשלה לשנת 2004 יבטא כוון ברור של התכנסות למגמה יורדת של הגרעון ותוואי החוב של הממשלה. בהקשר זה ראוי היה שהממשלה תאמץ מנגנון בקרה חדשי על ביצוע התקציב ועמידה ביעדי הגרעון כדי לאפשר לתקן סטיות, אם תהיינה, עוד במהלך השנה. על פי הערכות בנק ישראל קיימת עתה הסתברות נמוכה לעמוד ביעד הגרעון ל-2004, בשיעור של 4 אחוזי תוצר, ואף בשיעור גרעון זה צפוי גידול נוסף בחוב הממשלתי יחסית לתוצר. בנוסף לכך, קיימת אי בהירות לגבי אפשרות הביצוע של תכנית ההשקעות הכוללת בתשתית ושל התכנית לצמצום מספר העובדים הזרים ע"י ייקור עלות העסקתם. יחד עם זאת, ישנם בתקציב שאושר צעדים חיוביים בעלי השלכות ארוכות טווח, התורמים לביסוס היציבות ולהעלאת המשק למסלול של צמיחה. מנגד, שחיקה בתהליך אישור מסגרת התקציב והעדר נחישות לחזור לתוואי יורד של הגרעון המבטא משמעת פיסקלית, עלול לפגום ביציבות ולהביא לעלייה בתשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך ולהקשות על תהליך ההתאוששות של המשק. בהקשר זה מעריכים בבנק ישראל כי אין זה סביר להניח שהשווקים ישלימו לאורך זמן עם מציאות בה הריבית של בנק ישראל יורדת, ואילו הריבית לטווח ארוך עולה.

בנק ישראל עוקב אחרי התפתחות שער החליפין, ובמיוחד בוחן את השלכותיו על קצב האינפלציה, אך בבנק מזכירים כי שער החליפין, ברמה כזו או אחרת, מגמתו או התנדויות בו, אינם מהווים, כשלעצמם מטרות למדיניות המוניטרית. בהקשר זה מסבירים בבנק ישראל כי תנועות ההון אל המשק וממנו, אשר נרשמה בהן האטה בחודשיים האחרונים, מושפעות, בין היתר, משיעורי הריבית לטווחים השונים בשווקים בארץ ובח"ל, והשנויים בהם אינם תואמים בהכרח את השנויים בשערי הריבית שנקבעים על ידי הבנקים המרכזיים.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה להבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות

מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך יפעל הבנק כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש נובמבר 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש נובמבר לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב- 0.5 אחוזים לרמה של 5.6 אחוזים. ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל מאז דצמבר 2002 מסתכמת, עם ההפחתה הנוכחית, ב- 3.5 נקודות אחוז.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית נדרש בשל רמת הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנמצאת בתחום יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים), ועל רקע הירידה בפועל במדד המחירים ב- 12 החודשים האחרונים, המשך הפעילות הריאלית הממונת של המשק והרגיעה היחסית בשוק מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון. הפחתת הריבית תומכת, איפא, במדיניות הממשלה שנועדה לעודד את צמיחת המשק ולהגביר את התעסוקה, זאת תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, ירדו במקצת בחודש אוקטובר, והם מתחת לאמצע תחום היעד (קצת פחות מ- 2%), והציפיות לאינפלציה לשנה השניה עומדות גם החודש בחלק העליון של תחום היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה ירדו במקצת ונשארו באמצע תחום היעד, והמודלים של בנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך הפחתת הריבית.

בבנק ישראל מציינים כי מדיניות הריבית מכוונת להשיג יציבות מחירים לאורך זמן ולא בהכרח לשנה קלנדרית מסוימת. הניסיון להשיג עוד בשנת 2003 את יעד יציבות המחירים, לאחר ירידת מחירים בתחילת השנה, מחייב האצה גדולה של האינפלציה בטווח הקצר, תוך הפחתה חדה בריבית, דבר שעלול לפגוע ביציבות המחירים, ביציבות הפיננסית ובתהליך ההתאוששות השברירי של המשק. על כן, מדיניות בנק ישראל מיועדת בכל עת להשיג יציבות מחירים לטווח של שנה ושנתיים קדימה.

בחודשים האחרונים התחדשה הירידה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות כאשר התשואות הנומינליות ירדו בשיעור מצטבר של כ- 4 אחוזים מתחילת השנה, לרמה של כ- 7.8 אחוזים והתשואות הריאליות ירדו בכ- 1.5 אחוזים באותה תקופה לרמה של כ- 4.4 אחוזים. נראה כי הירידה בריביות לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות מצביעה על כך שהציבור רואה את הגרעון התקציבי (הגדול יחסית) כנובע בעיקר מרמת הפעילות הנמוכה המשפיעה זמנית על הכנסות הממשלה ממיסים, ובמידה פחותה כבעיה של גרעון מבני שהוא בעייתי בטווח הארוך.

בבנק ישראל מציינים כי ירידת הריבית לטווח קצר, כשלעצמה, איננה מספקת לחידוש הצמיחה. תנאי הכרחי הוא שמירת משמעת תקציבית ואכן, תקציב הממשלה לשנת 2004 כפי שהוגש לכנסת, מציג תחילת כוון של התכנסות למגמה יורדת של הגרעון ותוואי החוב של הממשלה, לאחר עלייה בהם בשלוש השנים האחרונות. זאת, ביחד עם הרפורמה בשוק העבודה וצמצום במספר העובדים הזרים, ביצוע תכניות ההשקעה בתשתיות, וצעדים נוספים בעלי השלכות ארוכות טווח על ריסון ההוצאה הציבורית, אמורים לתרום לביסוס היציבות ולהעלאת המשק על מסלול של צמיחה. חשוב שבתהליך אישור התקציב בכנסת לא תחול שחיקה במסגרת התקציב ובנחישות לחזור לתוואי יורד של הגרעון המבטא משמעת פיסקלית, שעלולים לפגוע ביציבות, להביא לעלייה בתשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך ולהקשות על תהליך ההתאוששות של המשק.

בבנק ישראל מציינים כי, בשוק מטבע חוץ נמשכה הרגיעה, כפי שהיא מתבטאת בסטיית התקן הגלומה באופציות שמנפיק בנק ישראל, שעמדה במוצע בחודש אוקטובר על כ- 6.5 אחוזים לעומת קרוב ל- 9 אחוזים בחודש יוני. בנוסף, פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת בשוק ה- CDS (Credit Default Swap) ל- 5 שנים, ירדה החודש, והיא עומדת כיום על 70 נקודות בסיס, בהמשך למגמת ירידה רצופה מאז הרבעון הראשון של 2003. רגיעה בשוק חלה, כנראה, על רקע הערבויות שהתקבלו מממשלת ארה"ב והאמינות בה מתקבלת המדיניות המקרו-כלכלית בעיני הציבור, וזאת על אף אי-הוודאות הביטחונית שגברה לאחרונה.

בנק ישראל עוקב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה להבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך ימשיך הבנק לפעול כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש דצמבר 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש דצמבר לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.4 אחוזים לרמה של 5.2 אחוזים. ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל מאז דצמבר 2002 מסתכמת, עם ההפחתה הנוכחית, ב-3.9 נקודות אחוז.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית מתאפשר בשל רמת הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנמצאת בתחום יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים), ועל רקע הירידה בפועל במדד המחירים ב-12 החודשים האחרונים, המשך הפעילות הריאלית הממונת של המשק והרגיעה היחסית בשוק מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון. הפחתת הריבית תומכת, איפא, במדיניות הממשלה שנועדה לעודד את צמיחת המשק ולהגביר את התעסוקה, זאת תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, ירדו בחודש נובמבר, והן נמצאות כיום בתחום התחתון של היעד (קצת מעל ל-1%) והציפיות לאינפלציה לשנה השניה עומדות גם החודש בחלק העליון של תחום היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה נשארו באמצע תחום היעד, וחלק מהמודלים של בנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך איטי של הפחתת הריבית.

בבנק ישראל מציינים כי מדיניות הריבית מכוונת להשיג יציבות מחירים לאורך זמן ולא בהכרח לשנה קלנדרית מסוימת. הניסיון להשיג עוד בשנת 2003 את יעד יציבות המחירים, לאחר ירידת מחירים מתחילת השנה, היה מחייב האצה גדולה של האינפלציה בטווח הקצר, תוך הפחתה חדה בריבית, דבר שעלול לפגוע ביציבות הפיננסית, בתהליך ההתאוששות של המשק ובסופו של דבר ביציבות המחירים. על כן, מדיניות בנק ישראל מיועדת בכל עת להשיג יציבות מחירים לטווח של שנה ושנתיים קדימה.

בחודשים האחרונים התחדשה הירידה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות לאחר שעלו במיקצת בחודשים יוני-אוגוסט. מתחילת השנה ירדו התשואות הנומינליות בשיעור מצטבר של למעלה מ-4 אחוזים, רמה של כ-7.4 אחוזים והתשואות הריאליות ירדו ביותר מ-1.5 אחוזים באותה תקופה לרמה של כ-4.2 אחוזים. נראה כי הירידה בריביות לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות מצביעה על כך שהציבור רואה את הגרעון התקציבי (הגדול יחסית) כנובע בעיקר מרמת הפעילות הנמוכה, המשפיעה זמנית על היקף הכנסות הממשלה ממסים, ובמידה פחותה כבעיה של גרעון מבני שהוא בעייתי בטווח הארוך.

בבנק ישראל מציינים כי ירידת הריבית לטווח קצר, כשלעצמה, איננה מספקת לחידוש הצמיחה. תנאי הכרחי הוא שמירת משמעת תקציבית ואכן, תקציב הממשלה לשנת 2004 כפי שהוגש לכנסת, מציג תחילת כוון של התכנסות למגמה יורדת של הגרעון ותוואי החוב של הממשלה, לאחר עלייה בהם בשלוש השנים האחרונות. זאת, ביחד עם הרפורמה בשוק העבודה וצמצום במספר העובדים הזרים, ביצוע תכניות ההשקעה בתשתיות, וצעדים נוספים בעלי השלכות ארוכות טווח על ריסון ההוצאה הציבורית, אמורים לתרום לביסוס היציבות ולהעלאת המשק על מסלול של צמיחה. חשוב שבתהליך אישור התקציב בכנסת לא תחול שחיקה במסגרת התקציב ובנחישות לחזור לתוואי יורד של הגרעון, שעלולים לפגוע ביציבות, להביא לעלייה בתשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך ולהקשות על תהליך ההתאוששות של המשק.

בבנק ישראל מציינים כי, על אף שבשוק מט"ח נרשמה בחודשים האחרונים היחלשות, לא רציפה, של השקל, ירדה במקביל סטיית התקן הגלומה באופציות שמנפיק בנק ישראל, שעמדה במוצע בחודש נובמבר על כ-6.5 אחוזים לעומת קרוב ל-9 אחוזים בחודש יוני. בנוסף, פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS (Credit Default Swap) ל-5 שנים, ירדה החודש, והיא עומדת כיום על כ-60 נקודות בסיס, בהמשך למגמת ירידה רצופה מאז הרבעון הראשון של 2003. הרגיעה בשוק חלה, כנראה, על רקע הערבויות שהתקבלו מממשלת ארה"ב והאמינות בה מתקבלת המדיניות המקרו-כלכלית בעיני הציבור, וזאת על אף אי-הוודאות הביטחונית.

בבנק ישראל מזכירים כי תנועות ההון קצרות הטווח של משקיעים זרים לישראל מושפעות, בין היתר, גם מהשנויים בשערי הריבית במדינות מפותחות נוספות ובשווקים המתעוררים (ולא רק בארה"ב ובאירופה). אינדיקציה לכך ניתן לראות בלוח 3: ריבית בנק ישראל דומה כיום לרמה הגבוהה של הריבית בבנקים מרכזיים במדינות המפותחות (אוסטרליה וניו-זילנד - 5%), והיא במרכז תחום הריבית של בנקים מרכזיים במדינות המתעוררות ובמדינות מתפתחות אחרות.

בנק ישראל עוקב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה להבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך ימשיך הבנק לפעול כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש ינואר 2004

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש ינואר 2004 לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב- 0.4 אחוזים לרמה של 4.8 אחוזים. ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל מאז דצמבר 2002 מסתכמת, עם ההפחתה הנוכחית, ב- 4.3 נקודות אחוז.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית מתאפשר בשל רמת הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנמצאת מעט מתחת ליעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים), ועל רקע הירידה בפועל במדד המחירים ב- 12 החודשים האחרונים, המשך הפעילות הריאלית הממותנת של המשק והרגיעה היחסית בשוק מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון. הפחתת הריבית תומכת בעידוד הצמיחה ובהגברת התעסוקה – הריבית הריאלית הקצרה ירדה מ-7.2% בדצמבר 2002 ל-4.5% בדצמבר 2003 – תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, ירדו בחודש דצמבר, והן נמצאות כיום מעט מתחת לגבול התחתון של היעד (קצת פחות מ-1%) והציפיות לאינפלציה לשנה השנייה עומדות בתחום היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה ירדו במקצת והן מתחת לאמצע תחום היעד וחלק מהמודלים של בנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך איטי של הפחתת הריבית.

בהרכב תיק הנכסים של הציבור מסתמנים שנויים הנובעים, בין השאר, מתהליך הפחתת הריבית ע"י בנק ישראל. בין אלה בולטת השנה העלייה במשקל המניות בתיק עקב העלייה בשעריהן אשר תרמה כשני שלישי לגידול בתיק מתחילת השנה ועד אוקטובר 2003. הירידה בשערי הריבית לטווח קצר וארוך הביאו לגידול בערך הנכסים הסחירים ומשקלם גדל יחסית לפקדונות בבנקים. בנוסף לכך, למרות הצמצום הניכר שנרשם בפערי הריבית בין ישראל לבין חו"ל עקב תהליך הפחתת הריבית בישראל, נרשמה התאמה הדרגתית במשקל הנכסים השקליים ובנכסים הצמודים למטבע-חוץ בתיק, תוך המשך התפקוד הסדיר של השווקים.

בבנק ישראל מציניים כי מדיניות הריבית מכוונת להשיג יציבות מחירים לאורך זמן ולא בהכרח לשנה קלנדרית מסויימת. הניסיון להשיג עוד בשנת 2003 את יעד יציבות המחירים, לאחר ירידת מחירים מתחילת השנה, היה מחייב האצה גדולה של האינפלציה בטווח הקצר, תוך הפחתה חדה בריבית, דבר שעלול היה לפגוע ביציבות הפיננסית, בתהליך ההתאוששות של המשק ובסופו של דבר ביציבות המחירים. על כן, מדיניות בנק ישראל מיועדת בכל עת להשיג יציבות מחירים לטווח של שנה ושנתיים קדימה.

בחודשים האחרונים נמשכת, אם כי בקצב איטי יותר, הירידה של התשואות על איגרות החוב הממשלתיות: מתחילת השנה ירדו התשואות הנומינליות (אג"ח שחר ל-10 שנים) בשיעור מצטבר של קרוב ל-4.5 אחוזים, לרמה של כ-7.0 אחוזים, והתשואות הריאליות לטווח ארוך ירדו ביותר מ-1.5 אחוזים באותה תקופה לרמה של כ-4.2 אחוזים. נראה כי הירידה בריביות לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות מצביעה על כך שהציבור רואה את הגרעון התקציבי (הגדול יחסית וגבוה מזה של 2002) כנובע בעיקר מרמת הפעילות הנמוכה במשק, המשפיעה זמנית על היקף הכנסות הממשלה ממיסים, ובמידה פחותה כבעיה של גרעון מבני שהוא בעייתי בטווח הארוך.

בבנק ישראל מציניים כי, אישור התקציב לשנת 2004 במועד ומניעת פריצת המסגרת שלו חיוניים לשמירה על היציבות שהושגה. התמדה ונחישות לחזור לתוואי יורד של גרעון ממשלתי וחוב, תוך ביצוע רפורמות בשוק העבודה וביצוע תכניות ההשקעה בתשתיות, תורמים להעלאת המשק למסלול של צמיחה. סטייה ממסלול זה, על רקע רמת החוב הממשלתי הגבוה, עלולה להביא לעלייה בתשואות הנומינליות והריאליות ולהקשות על תהליך ההתאוששות של המשק, שהחל להסתמן לאחרונה.

בשוק מטבע-חוץ נמשכה הרגיעה שהתבטאה בהתחזקות השקל ביחס לדולר ובפחות ניכר ביחס לאירו, המשקפים שנויים בשוקי המטבע הבינלאומיים. פרמיית הסיכון של ישראל כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS (Credit Default Swap) ל-5 שנים, נשארה החודש ברמה של כ-60 נקודות בסיס, לאחר מגמת ירידה רצופה מאז הרבעון הראשון של 2003. הרגיעה בשוק חלה, כנראה, על רקע הערבויות שהתקבלו מממשלת ארה"ב והאמינות בה מתקבלת המדיניות המקרו-כלכלית בעיני הציבור.

בבנק ישראל מזכירים כי תנועות ההון קצרות הטווח של משקיעים זרים לישראל מושפעות, בין היתר, גם מהשנויים בשערי הריבית במדינות מפותחות נוספות ובשווקים המתעוררים (ולא רק בארה"ב ובאירופה) אליהם מופנים זרמי ההון של ההשקעות הבינלאומיות. אינדיקציה לכך ניתן לראות בלוח 3: ריבית בנק ישראל כבר נמוכה במקצת מהרמה הגבוהה של הריבית בבנקים

מרכזיים במדינות המפותחות (אוסטרליה וניו-זילנד - 5%), גבוהה בנקודת אחוז בלבד מזו שבאנגליה, והיא במרכז תחום הריבית של בנקים מרכזיים במדינות המתעוררות ובמדינות מתפתחות אחרות.

בנק ישראל עוקב אחר ההתפתחויות בשווקים וימשיך לפעול כדי להחזיר את קצב האינפלציה לתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. בכפיפות לכך ימשיך הבנק לפעול כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולהאצה בפעילות הכלכלית.

נספח 2 : לוח נ-2 : שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית

שיעורי הריבית של בנקים מרכזיים						
פער התשואות						
בין אג"ח						
ממשלתיות ל-10						
שנים	פער ריביות של בנקים מרכזיים**	ארה"ב		ישראל		
בין ארה"ב לישראל***		שינוי	שעור הריבית	שינוי	שעור הריבית*	
-	8.75	-	4.75	-	13.5	סופי שנה 1998
-	5.70	-	5.50	-	11.2	1999
-	1.70	-	6.50	-	8.2	2000
1.6	4.05	-	1.75	-	5.8	2001
6.8	7.85	-	1.25	-	9.1	2002
						נתונים
						חודשיים
7.8	7.35	-	1.75	0.0	9.1	אוקטובר
7.4	7.85	0.50-	1.25	0.0	9.1	נובמבר
6.8	7.85	-	1.25	0.0	9.1	דצמבר
7.5	7.65	-	1.25	0.2-	8.9	ינואר 2003
7.9	7.65	-	1.25	0.0	8.9	פברואר
7.0	7.65	-	1.25	0.0	8.9	מארס
5.6	7.45	-	1.25	0.2-	8.7	אפריל
5.0	7.15	-	1.25	0.3-	8.4	מאי
4.7	6.75	-	1.25	0.4-	8.0	יוני
4.1	6.50	0.25-	1.00	0.5-	7.5	יולי
4.3	6.00	-	1.00	0.5-	7.0	אוגוסט
4.0	5.50	-	1.00	0.5-	6.5	ספטמבר
3.6	5.10	-	1.00	0.4-	6.1	אוקטובר
3.3	4.6	-	1.00	0.5-	5.6	נובמבר
3.0	4.2	-	1.00****	0.4-	5.2	דצמבר
				0.4-	4.8	ינואר 2004

(*) ריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית המוניטרית החודשית עבור החודש המצוין בלוח.

(**) פרמיית הסיכון, כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS ל-5 שנים, נשארה החודש ברמה של כ-60 נקודות בסיס, בדומה לחודש הקודם.

(***) הפער בין תשואות השחר ל-10 שנים לבין תשואת איגרות חוב של ממשלת ארצות הברית לאותו טווח.

(****) ב-28 לינואר צפויה להתכנס "ועדת השוק הפתוח" של הבנק המרכזי בארה"ב לדיון הרגיל על מדיניות הריבית. ריבית הבנק המרכזי בארה"ב עומדת היום, לפני דיון זה, על 1.00%.