



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2004

המחצית הראשונה

אב התשס"ד — יולי 2004

14



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי 3114104014/2

דפוס איילון, ירושלים



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

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 2004 ב-1.4 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הוא נותר ללא שינוי. שיעור עליית המחירים בשנת 2004 וב-12 החודשים הבאים צפוי להיות בתוך גבולות יעד יציבות המחירים - 1 עד 3 אחוזים לשנה – שקבעה הממשלה באוגוסט 2000. יעד קבוע ורציף - ולא קלנדרי, כפי שהיה קודם לכן - מאפשר למדיניות לפעול בכל עת להשגתו בטווח של 12 החודשים הבאים, תוך התרת סטיות זמניות, לשני הכיוונים, לפרקי זמן קצרים, כדי למזער את התנודות בריבית.

בתקופה הנסקרת הואץ קצב עליית המחירים לכיוון אמצע תחום היעד; זאת על רקע התאוששות בפעילות הריאלית, החל מהמחצית השנייה של 2003, לאחר שתי שנות מיתון, ופיחות בשער השקל מול הדולר, לעומת ייסוף משמעותי בשנת 2003. התפתחות המחירים לוותה גם בעלייתת של האינפלציה הצפויה אל מרכז תחום יעד האינפלציה.

בנק ישראל פעל בתקופה זו להשגת יעד יציבות המחירים, תוך המשך הורדת הריבית לרמה נמוכה ככל האפשר ללא פגיעה ביציבות, ובחינה מתמדת של האינדיקטורים המנחים את הבנק במדיניותו. בהתאם לכך הורדה ריבית בנק ישראל מתחילת השנה בשיעור מצטבר של 1.1 אחוזים, עד ל-4.1 אחוזים, ונשמרה ברמה זו לאחר מכן.

ההתפתחויות הכלכליות במשק הישראלי הובלו במידה רבה על ידי התאוששות הביקושים העולמיים, בפרט לתוצר של ענפי הטכנולוגיה העילית, התפתחות שתמכה בהאצת היצוא. לשיפור בסביבה הכלכלית סייעה גם הרגיעה הביטחונית היחסית בתקופה זו, שתרמה לעלייה בהשקעה, בצריכה הפרטית וביבוא. גורמים אלה תמך שיפור בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית - הידוק המשמעת התקציבית והרחבה מוניטרית - שהשתקף ברמה נמוכה יחסית של ריביות ריאליות ארוכות וקצרות.

צמצום ההוצאות של הממשלה בהתאם ליעד שקבעה, יחד עם עלייה משמעותית בהכנסות ממסים הודות להתאוששות בפעילות, צפויים לאפשר לממשלה עמידה ביעד הגירעון ל-2004, שהועלה ל-4 אחוזי תוצר. החלטת הממשלה להפחית את שיעורי המס בעקבות גידולם של תקבולי המסים תוך עמידה ביעד הגירעון, במקום לחזור ליעד הגירעון המקורי של 3 אחוזי תוצר, תבוא לידי ביטוי בהמשך עלייתו של יחס החוב הציבורי לתוצר ב-2004.

למדיניות הממשלה תפקיד חשוב בעיצוב הסביבה הכלכלית. שמירה על משמעת פיסקלית, הנתפסת בעיני הציבור כאמינה, חיונית גם לניהול מדיניות מוניטרית. הערכת הציבור כי הממשלה שומרת על מסגרת התקציב והגירעון צפויה להתבטא ברמה נמוכה יותר של ריביות לטווח ארוך, במיתון הציפיות לאינפלציה בטווח הקצר והארוך יותר, ובהקטנת אי-הוודאות וחוסר היציבות בשווקים הפיננסיים. בכך מאפשרת המדיניות הפיסקלית למדיניות המוניטרית לשמור על יציבות מחירים ברמת ריביות נמוכה יחסית.

שוק מטבע החוץ התאפיין בשנה האחרונה ביציבות יחסית, תוך פיחות מסוים בשער השקל מול הדולר (בחמשת החודשים הראשונים של השנה, אשר קוץ חלקית בהמשך), חלקו תוצאת שינויים בשערי החליפין הצולבים בעולם. היציבות בשוק מטבע החוץ לוותה בהתייבשות פרמיית הסיכון של מדינת ישראל על רמה נמוכה יחסית, בדומה לתהליך שאירע במשקים מתעוררים אחרים, ובהמשך לירידתו של סיכון שער החליפין. התפתחותו של שער החליפין הושפעה, מחד גיסא, מגורמים קצרי טווח, ביניהם צמצום פערי הריבית ותהליך התאמת התיקים של תושבי ישראל, ומאידך - מהמשך מגמת הגידול ביבוא ההון למשק, על רקע ההתאוששות בעולם.

ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ משקפות את השינוי שחל בשוק זה בשנים האחרונות – תהליך ליברליזציה שהביא לפתיחתו של המשק לתנועות הון קצרות וארוכות וניוד-למעשה של שער החליפין. סביבה כזאת, שבה השווקים מגיבים על שינויים בתנאים הכלכליים ומשקפים אותם, מחדדת את הצורך במדיניות מקרו-כלכלית אחראית ואמינה, ובכך תורמת ליעילותה.

הסרת התקרה שהגבילה את מלאי המק"ם המונפק, בסוף 2001, יחד עם הרחבת השימוש שעושה בנק ישראל בכלי שוק - כולל עסקות ריפו, החל בראשית 2004 - תורמות ליעילותה של המדיניות המוניטרית, כלומר מאפשרות להשיג את מטרותיה תוך תנודות מתונות יחסית בריבית. זאת משום שכלים אלו פועלים באמצעות שוק רחב יותר, ובכך משפרים את מנגנון התמסורת של המדיניות.

יעד המדיניות המרכזי לשנה הקרובה ולשנים הבאות הוא שמירה על תנאים כלכליים שיאפשרו למשק למצות את פוטנציאל הצמיחה שלו לאורך זמן, תוך גידול שיעור התעסוקה וצמצום ממדי העוני. לשם כך על הממשלה להתמיד בניהול מדיניות תקציב שתעמוד ביעדים שנקבעו - גידול של עד אחוז לשנה בהוצאה הממשלתית ותקרת גירעון של 3 אחוזי תוצר - כך שמשקל החוב הממשלתי בתוצר יחזור למגמת הירידה שאפיינה אותו עד שנת 2000. המדיניות המוניטרית תמשיך ותפעל לשמירה על יציבות המחירים תוך שמירה על היציבות הפיננסית, ברמת הריבית הנמוכה ביותר האפשרית, ובכך תתמוך בתוואי של צמיחה בת-קיימא. שמירה על משמעת פискаלית ותוואי חוב ממשלתי יורד גם בשנים הבאות תאפשר לעשות זאת בריבית נמוכה יחסית.

במרכזה של המדיניות שתעודד צמיחה מתמשכת בד בבד עם צמצום ממדי העוני והרחבת שיעור התעסוקה, יש להגדיל באופן משמעותי את ההשקעות בתשתית - במימון תקציבי וחוץ-תקציבי. בשל ההיקף, המורכבות והחיוניות של השקעות אלו יש למלא תוכן את החלטת הממשלה שקבעה כי יש לרכז את הטיפול בהן במשרד האוצר. במקביל יש להפעיל שורה של צעדים שיתרמו במישרין לעידוד התעסוקה: מדיניות מסים המגדילה את התמריץ לעבוד, לרבות מס הכנסה שלילי; צמצום משמעותי של מספר העובדים הזרים, בעיקר באמצעים כלכליים; הרחבה משמעותית של תכניות להשמת בלתי מועסקים בעבודה; פיתוח שירותים המקלים על היציאה לעבודה; סיוע לעסקים קטנים ובינוניים, תוך תשומת לב מיוחדת למערך הליווי הניהולי של העסק; הרחבת ההשקעות בחינוך באזורים ובאוכלוסיות שבהם שיעור התעסוקה נמוך במיוחד. צעדים אלה ישלימו את הצעדים שכבר ננקטו לצמצום התמריצים להישארות מחוץ למעגל העבודה - תמריצים הגלומים בקצבאות המיועדות לאנשים בגיל העבודה - ולצמצום מספר העובדים הזרים.

נוסף על צעדים אלו על הממשלה לקדם את הרפורמות שנועדו להגביר את התחרותיות במשק, וביניהן הרפורמות בשוקי ההון והכספים, שתכליתן לפתח תיווך פיננסי חוץ-בנקאי, וכן שינויים מבניים הנדרשים כדי לשפר את המבנה התחרותי של ענפי התשתית.

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 מתקבלות החלטות המדיניות המוניטריות.

דוד קליין

דוד קליין

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והאינפלציה
8	II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית
8	א. המדיניות המוניטרית
11	ב. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות
11	1.ב. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה
12	2.ב. אינדיקטורים אחרים
14	תיבה 1: פיתוח שוק הריפו על ידי בנק ישראל
16	ג. הפעילות הריאלית
17	תיבה 2: השינויים בפער התוצר והשפעתם על המחירים
20	ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ
20	1. ד. ההתפתחויות בשער החליפין
23	2. ד. התפתחות פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ
25	ה. ההתפתחויות בעולם
27	III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הקרובות
27	א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה
27	1. א. ההתפתחויות בעולם
27	2. א. המדיניות הפיסקלית
28	3. א. הפעילות הריאלית
28	4. א. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון
29	ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה
29	1. ב. הערכות האינפלציה העתידית
30	2. ב. מאזן סיכוני האינפלציה
31	נספח 1: ההודעות לעיתונות על התוכנית המוניטרית, ינואר – יולי 2004
	לוח נ-1: תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, סטיית התקן של השינוי
38	החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2004
39	לוח נ-2: שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית
	לוח נ-3: הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב
40	הממשלתיות הצמודות למדד והלא צמודות
41	לוח נ-4: הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל

תקציר

- מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של השנה (המחצית הנסקרת) ב-1.4 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הוא נותר ללא שינוי. עליית המחירים במחצית הנסקרת ביטאה חזרה של האינפלציה לתחום היעד של יציבות המחירים, לאחר שבשנת 2003 ירד מדד המחירים לצרכן בשיעור של 1.9 אחוזים.
- המדיניות המוניטרית פעלה במהלך המחצית הנסקרת על רקע שינויי מגמה בסביבה הכלכלית: עלייה של הערכות האינפלציה ושל המחירים בפועל אל תחום יעד האינפלציה, לאחר שהם נמצאו מתחתיו בשנת 2003, פחות של השקל מול הדולר, לאחר ייסוף ב-2003, וההתאוששות בפעילות הריאלית, שהחלה במחצית השנייה של 2003, לאחר מיתון ממושך.
- ברביע הראשון של השנה עלתה האינפלציה הצפויה לשנה עד השנתיים הבאות אל תחום יעד האינפלציה, ואילו ההערכות לגבי סיכוני שער החליפין הוערכו עדיין כנמוכים. התפתחויות אלו תמכו בהמשך הפחתת הריבית, אולם, בעקבות ההפחתות המצטברות של שנת 2003 - בקצב נמוך מאשר בעבר.
- בחודשים אפריל ומאי נמשכה העלייה של האינפלציה הצפויה בתוך תחומי היעד, במקביל לעלויות של מדדי המחירים. עקומי התשואות עלו תוך התללת שיפועיהם החיוביים - לאחר ירידתם בשנת 2003, הודות לצמצום בגירעון - על רקע עליית תשואות בארצות הברית, ואולי גם על רקע הפניית עודפי הכנסות הממשלה להורדת מסים. כמו כן הצטברו שינויים במספר אינדיקטורים, שיכלו להעיד על לחץ לעליית מחירים. התפתחויות אלו הניעו את בנק ישראל להפסיק את תהליך הפחתת הריבית.
- במהלך התקופה הנסקרת נמשכה ההתרחבות בפעילות הכלכלית, מגמה שהחלה כבר במחצית השנייה של 2003. גידול התוצר שיקף עלייה ביצוא, בצריכה הפרטית ובהשקעה, ואילו הצריכה הציבורית ירדה ברביע הראשון של השנה. העלייה המהירה של התוצר פועלת לסגירת הפער בין התוצר לתוצר הפוטנציאלי. הרקע לתפנית בפעילות הוא בראש ובראשונה שיפור המגמה בביקושים העולמיים, לצד שיפור במצב הביטחוני. כמו כן תמך בתפנית שיפור בתמהיל המדיניות המקרו-כלכלית, שהתבטא ברמה נמוכה יחסית של הריביות הריאליות הארוכות והקצרות.
- שנת 2004 צפויה להסתיים בגירעון של כ-4 אחוזי תוצר בתקציב הממשלה, בהתאם ליעד שנקבע בחוק התקציב, למרות הפחתות המס הסטטוטוריות, שעליהן הוחלט במהלך המחצית הראשונה של השנה, בשיעור מצטבר של קרוב לאחוז תוצר - וזאת הודות לתפנית בפעילות הריאלית ולעלייה בגביית המסים.
- שוק מטבע החוץ אופיין במהלך התקופה הנסקרת ביציבות יחסית, שהיא פועל יוצא של כוחות מנוגדים - גורמים קצרי טווח, שפעלו במרבית התקופה להחלשת השקל, וגורמים ארוכי טווח, שפעלו לחיזוקו. לאחר שברביע הראשון הושפע מהלך שער החליפין בעיקר מגורמים מקומיים, עיקר ההשפעה ברביע השני הייתה של ההתפתחויות הגלובליות בדולר.
- פעילותם של תושבי חוץ התאפיינה בתקופה הנסקרת, כמו בשנת 2003, במכירת מט"ח באמצעות מכשירים פיננסיים ארוכי טווח, שקוזה חלקית על ידי רכישת מט"ח באמצעות מכשירים פיננסיים קצרי טווח. לעומתם תושבי ישראל רכשו מט"ח, בעיקר באמצעות מכשירים פיננסיים ארוכי טווח, אך גם באמצעות מכשירים קצרי טווח.

I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והאינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של השנה ב-1.4 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הוא נותר ללא שינוי. עליית המחירים במחצית הנסקרת ביטאה חזרה של האינפלציה לתחום היעד של יציבות מחירים, לאחר שבשנת 2003 ירד מדד המחירים לצרכן בשיעור של 1.9 אחוזים. החזרה לתחום יציבות המחירים התרכזה בעיקר ברביע השני של השנה, שבו עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.5 אחוזים, לעומת ירידה של 1.3 אחוזים ברביע השני של שנת 2003 (דיאגרמות 1 ו-2).

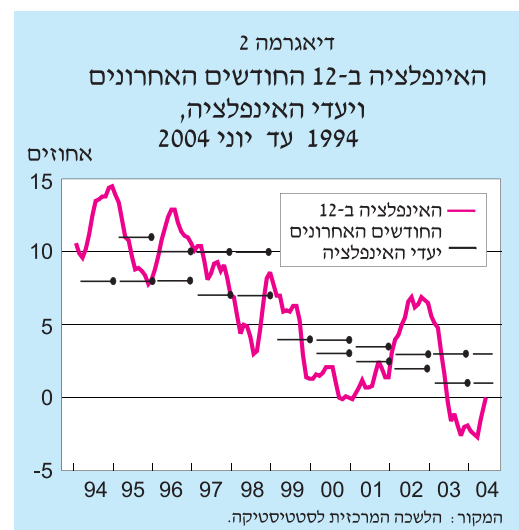
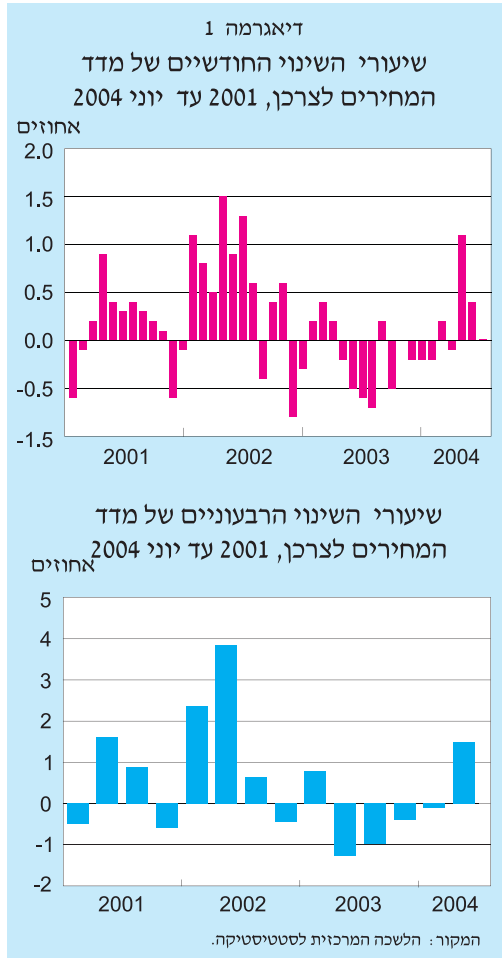
שיעור עלייתו של מדד המחירים לצרכן, בניכוי רכיבים עונתיים שונים (הלבשה והנעלה ופירות וירקות) ודיוור, היה מחצית אחוז ברביע הראשון של השנה ו-1.7 אחוזים ברביע השני שלה. מדד הדיוור, שמשקלו במדד המחירים לצרכן קרוב ל-25 אחוזים, עלה החל מחודש פברואר ב-2.3 אחוזים - בין השאר בהשפעת פיחות של 3.8 אחוזים בשער השקל ביחס לדולר בחודשים הרלוונטיים. מחירי המוצרים הלא-סחירים (ללא דיוור) במדד המחירים לצרכן עלו במחצית הנסקרת ב-0.3 אחוז בלבד.

בחמשת החודשים הראשונים של השנה פחת השקל ביחס לדולר בשיעור של יותר מ-4.5 אחוזים, וביחס לסל בקרוב ל-4 אחוזים, פיחות שלחץ לעליות מחירים לאורך כל המחצית הראשונה של השנה. מעבר לפיחות יש לציין את עליית מחירי המוצרים המיובאים לצריכה פרטית: אלה עלו ברביע הראשון, במונחי דולרים, בשיעור של 1.4 אחוזים. עלייה של 25 אחוזים במחירי הנפט בעולם במהלך המחצית הראשונה של השנה תרמה, להערכתנו, כ-0.3 אחוז לעליית מדד המחירים לצרכן בתקופה זו (דיאגרמה 3). לנוכח ייסוף השקל ביחס לדולר ולסל המטבעות וירידת מחירי הנפט בחודש יוני, צפוי כי גורמים אלו דווקא ימתנו את עליות המחירים בחודשים הקרובים. מדד המחירים הסיטוניים עלה במחצית הנסקרת ב-4.8 אחוזים, לאחר עלייה של 3.3 אחוזים בשנת 2003, אולם על סמך הניסיון בעשור האחרון ספק אם עלייתו צפויה לחלחל למדד המחירים לצרכן.

II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית

א. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית פועלת במהלך השנים האחרונות על רקע שינויים במבנה השווקים הפיננסיים, ובפרט מעבר לשווקים פתוחים יותר. כך, בשוק מטבע החוץ בוצעה ליברליזציה, שבמסגרתה מותרות תנועות הון חופשיות מהמשק ואילו, ושער החליפין נע בחופשיות ברצועת ניוד רחבה. כמו כן הוסרה תקרת המק"ם, דבר המאפשר לבנק ישראל להרחיב את השימוש בכלי שוק זה לניהול המדיניות המוניטרית ולהקטין את השימוש בכלים לא-סחירים כדוגמת פיקדונות הבנקים בבנק ישראל. סביבת פעילות פתוחה יותר מאפשרת לאינפורמציה חדשה לבוא לידי ביטוי בשווקים במהירות וביעילות רבה יותר, ובכך יכולה לסייע למדיניות המוניטרית להשיג את יעדיה תוך תנודות קטנות יותר בריבית.



מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של השנה ב-1.4 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הוא נותר ללא שינוי. עליית המחירים במחצית הראשונה של השנה משקפת את שובה של האינפלציה לתחום יציבות המחירים. זאת לאחר ירידה במדד המחירים לצרכן בשנת 2003 בשיעור של 1.9 אחוזים.



מחירי הנפט עלו במהלך חמשת החודשים הראשונים של השנה והגיעו לשיא בסוף חודש מאי.

גם למדיניות הפיסקלית השפעה על המדיניות המוניטרית הנדרשת להשגת יעד האינפלציה. מאמצע שנת 2003 פועלת המדיניות הפיסקלית לשמירה על משמעת תקציבית ולקידום רפורמות המשפיעות על ההוצאה הממשלתית בטווח הארוך. מדיניות פיסקלית שתפעל להקטנת גירעונות הממשלה ולירידת שיעורו של החוב הממשלתי בתוצר תסייע למדיניות המוניטרית לשמור על יציבות מחירים ברמת ריבית נמוכה יחסית וקרובה יותר לרמות העולמיות.

המדיניות המוניטרית פעלה במחצית הנסקרת על רקע שינויי מגמות בסביבה הכלכלית - עלייה של הערכות האינפלציה ושל המחירים בפועל, שנמצאו מתחת ליעד בשנת 2003, פחות בשער השקל מול הדולר (עד מאי) לאחר ייסוף בשנה הקודמת, והמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית, שהחלה בסוף 2003, לאחר מיתון ממושך.

התפתחויות אלו הביאו להאטת הקצב של הפחתות הריבית ברביע הראשון של השנה ולהפסקתן ברביע השני - לאחר הפחתות בשיעור מצטבר של 5 נקודות אחוז, מ-9.1 אחוזים בתחילת 2003 ל-4.1 אחוזים בסוף המחצית הראשונה של 2004.

ההתפתחויות במשק הישראלי במחצית הנסקרת הושפעו ממגמות כלל-עולמיות, שאליון חברו גורמים מקומיים: ההתאוששות בפעילות הריאלית, שבאה לידי ביטוי בעלייה חדה של היבוא והיצוא ובגידול הצריכה הפרטית וההשקעות, הובלה בעיקר על ידי התאוששות בביקושים העולמיים, ובפרט על ידי התאוששות המשק האמריקאי; שיפור זה נתמך על ידי גורמים מקומיים, בהם הרמה הנמוכה יחסית שאליו הגיעו הריביות הריאליות בתחילת השנה, הירידה היחסית בפיגועים נגד מטרות אזרחיות וכן המדיניות הפיסקלית, ששמרה על מסגרת התקציב והפנתה את עודפי ההכנסות להורדת מסים.

גם ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים הושפעו בעיקר מההתפתחויות העולמיות: ההתאוששות הכלכלית בארצות הברית, על רקע המשך ההאטה באירופה, הביאה להתגברות הציפיות לעליית הריבית בארה"ב ולהתחזקות הדולר מול האירו ומול מטבעות רבים אחרים. בעקבות אלו פחת גם השקל מול הדולר בתקופה זו, בשיעור של 4.6 אחוזים, אולם סיכוני שער החליפין, כפי שהציבור רואה אותם, נותרו ברמה נמוכה יחסית. יציבותו של השקל מקרינה לחיוב גם על היציבות הפיננסית.

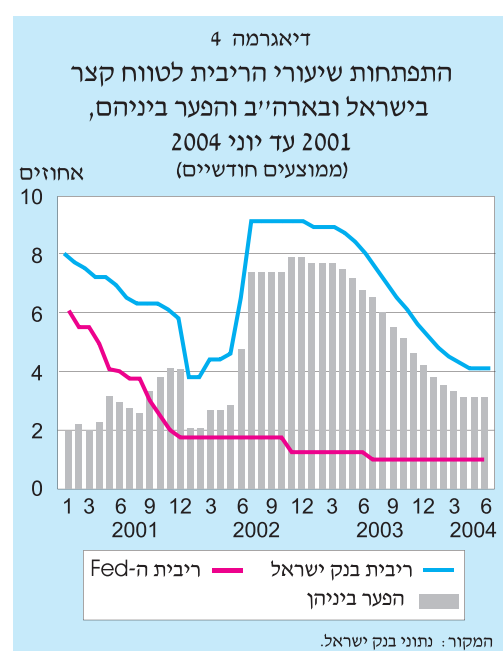
ברביע השני של השנה עלו התשואות על איגרות החוב של ארצות הברית, מפני צפי להעלאת הריבית בעקבות ההתאוששות הכלכלית, ובעקבות זאת עלו התשואות בשוקי האג"ח בעולם, ובפרט במשקים המתעוררים. לעליית התשואות במשקים המתעוררים תרמה גם עליית פרמיית הסיכון שלהם - על רקע מתיחות גיאופוליטית בעקבות פיגועי טרור נגד מטרות מערביות במדינות מוסלמיות - וזאת לאחר ירידתה של הפרמיה בשנת 2003. גורמים אלו תמכו בשינוי מגמה גם בשוק האג"ח המקומי: תשואות האג"ח, הן הצמודות והן הלא-צמודות, עלו. ייתכן שלעליית התשואות תרמה גם המדיניות התקציבית, שהפנתה את עודפי ההכנסות להורדת מסים ולא להקטנת החוב הממשלתי, אשר תפח בשנים האחרונות והגיע בסוף המחצית הנסקרת לכ-106 אחוזי תוצר (אומדן).

במהלך המחצית הנסקרת חלה תפנית גם באינדיקטורים הכלכליים המשמשים להערכת האינפלציה הצפויה, ובפרט התגברה ההערכה בדבר עלייתה של האינפלציה הצפויה לשנה עד השנתיים הקרובות בחזרה לתחומי יעד האינפלציה, לאחר שבמחצית השנייה של שנת 2003 היא הייתה נמוכה ממנו. התפתחות חיובית זו היא בעיקר תוצאת הפחתות הריבית בשנת 2003, והיא נתמכה גם על ידי הפיחות בשער החליפין וההתאוששות בפעילות. ההערכה כי האינפלציה הצפויה עולה ומתבססת בתחום היעד לא הייתה ודאית בתחילת השנה, אלא הלכה והתגברה במהלך המחצית הנסקרת: ברביע הראשון של השנה השינויים באינדיקטורים היו עדיין קלים, ורק עם התמדתם והתגברותם ברביע השני היה ניתן להצביע על שינוי המגמה ביתר ודאות. שיקולים אלו הניעו את קובעי המדיניות להמשיך בהפחתת הריבית במהלך הרביע הראשון, אך בקצב הולך ופוחת, ורק במהלך הרביע השני, מכשנתגברו האינדיקטורים לעלייתה של האינפלציה הצפויה למרכז תחום יציבות המחירים, הופסקו הפחתות הריבית.

ברביע הראשון של השנה עלו הציפיות לאינפלציה משוק ההון לכאחוז בממוצע - בגבולו התחתון של יעד האינפלציה, לאחר שבסוף השנה הקודמת הן נמצאו מתחתיו, והערכות האינפלציה של החזאים עלו לכאחוז וחצי בממוצע - בחלקו התחתון של תחום היעד. כמו כן נעצרה המגמה של ירידות התשואות בשוקי האג"ח, והן אף עלו מעט. תקציב המדינה אושר בכנסת במועד, וההערכה הייתה כי יעד הגירעון ניתן להשגה. כן נרשם פיחות מתון בשער השקל מול הדולר, אך סיכוני שער החליפין, בעיני הציבור, הנגזרים מסטיות התקן של אופציות שקל-מט"ח, נותרו ברמה נמוכה ביותר. אינדיקטורים אלו, על רקע הרמה הנמוכה של הריבית והירידה בפער הריביות (דיאגרמה 4), תמכו בהערכה כי ניתן להמשיך ולהפחית את הריבית, אמנם בקצב נמוך מאשר בעבר.

בחודשים אפריל ומאי נמשכו העלייות הן בציפיות לאינפלציה משוק ההון והן בתחזיות החזאים - לכ-2 ול-2.6 אחוזים, בהתאמה - במקביל לעליית המחירים בפועל ולפיחות בשער החליפין. כן התגברו עליית התשואות בשוקי האג"ח ועליית תשואות המק"ם לשנה; זאת תוך התחזקות השיפועים החיוביים של עקומי התשואות והתרחבות ניכרת של הפער בין תשואות האג"ח והמק"ם לשנה לריבית בנק ישראל, פער שאינו מתיישב לאורך זמן עם יציבות מחירים. המודלים האקונומטריים גם הראו שרמת הריבית הנוכחית נמוכה מזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה בשנה עד השנתיים הבאות. נוסף על אלה הצטברו מתחילת השנה שינויים שיכולים ללחוץ לעליית מחירים: ציפיות לירידה בפער הריביות בעקבות הערכות להעלאת הריבית בארצות הברית¹, אשר לחצו לפיחות בשער החליפין, האצה בגידול של אמצעי התשלום, וכן התאוששות בפעילות הריאלית, שביטאה עלייה בביקושים המקומיים. כל אלו הניעו את בנק ישראל להפסיק את תהליך הפחתת הריבית ולהשאיר את שיעורה לחודשים מאי ויוני ללא שינוי, ברמה של 4.1 אחוזים. ביוני השתררה רגיעה בשווקים, שער החליפין יוסף, תשואות איגרות החוב ירדו מעט, והערכות החזאים ושוק ההון לגבי האינפלציה הצפויה ירדו אל מרכז תחום היעד. על רקע השינוי המצטבר באינדיקטורים הכלכליים במהלך המחצית השנייה, רמת הריבית הנמוכה יחסית והציפיות להצטמצמות של פער הריבית, השאיר בנק ישראל גם את הריבית לחודש יולי ללא שינוי.

1 ואכן, בסוף חודש יוני העלה הבנק המרכזי של ארה"ב את הריבית ב-25 נקודות בסיס.



במהלך הרביע הראשון של השנה הצטמצמו פערי הריבית בין השקל לדולר, עקב המשך הפחתת הריבית בישראל, בעוד שהריבית בארה"ב לא שונתה. בתום המחצית הראשונה של השנה עמדו פערי הריבית על 3.1 אחוזים לעומת 4.2 בדצמבר 2003 ו-6.75 אחוזים ביוני 2003.



הציפיות לאינפלציה לשנה, שנמצאו בסוף 2003 מתחת לגבולו התחתון של יעד האינפלציה, עלו במהלך המחצית הראשונה של שנת 2004 והגיעו למרכז היעד. שער החליפין של השקל מול הדולר פוחת עד חודש מאי, בחודש יוני חל בו ייסוף.



במהלך המחצית הראשונה של שנת 2004, עד לחודש מאי, עלו הן הציפיות משוק ההון והן תחזיות החזאים הפרטיים; ממוצע החזאים היה גבוה מהציפיות משוק ההון במהלך כל המחצית. הן הציפיות והן התחזיות היו במרבית התקופה בתוך תחומי היעד.

הפחתות הריבית במחצית הנסקרת כולה הסתכמו בשיעור של 1.1 נקודות אחוז, והקצב שלהן הלך ופחת, מ-0.4 נקודת אחוז בינואר, ל-0.3 נקודת אחוז בפברואר ול-0.2 נקודת אחוז בכל אחד מהחודשים מארס ואפריל.

ב. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות

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

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

1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה, הנמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא צמודים (מק"ם) לבין איגרות חוב צמודות למדד ("גליל"), אופיינו במחצית הנסקרת, עד אמצע יוני, במגמת עלייה, וזאת לאחר שבסוף שנת 2003 הן ירדו אל מתחת לגבולו התחתון של היעד. מחודש פברואר נמצאו הציפיות לשנה בתחומי יעד האינפלציה, המוגדר כיציבות מחירים, ברביע הראשון של השנה הן היו סמוכות לגבולו התחתון של התחום, ואילו ברביע השני של השנה הן עלו והתקרבו למרכזו. עליות אלו בציפיות התרחשו במקביל לפיחות בשער השקל מול הדולר (דיאגרמה 5), ונתמכו על ידי הפחתות הריבית המצטברות משנת 2003, שנועדו להשיב את האינפלציה הצפויה לתחומי היעד, וכן על ידי ההתאוששות בפעילות הריאלית. בתום המחצית הראשונה של השנה נמצאו הציפיות לאינפלציה במרכז תחום היעד, עם ריביות נומינליות וריאליות נמוכות מאשר בעבר - קרובות יותר לאלו של משקים מפותחים בעולם.

הערכות החזאים הפרטיים לגבי האינפלציה בטווח של שנה, שירדו במהלך הרביע האחרון של 2003 ובינואר 2004 עד לרמה של 1.5 אחוזים בממוצע, עלו החל מחודש פברואר עד ל-2.6 אחוזים במאי, וביוני הן שבו וירדו ל-2.3 אחוזים בממוצע. במהלך כל המחצית הנסקרת היו התחזיות של רוב החזאים בתוך תחומי יעד האינפלציה; בתחילת השנה הן התרכזו בחלקו התחתון של התחום, ובתום המחצית הראשונה עלו רובן ונמצאו במרכז או בחלקו העליון (דיאגרמה 6). תחזיות אלו נשענו, בין השאר, על ההערכה כי תהליך הפחתת הריבית ימוצה במהלך הרביע השני של השנה, וכי לקראת סופה ובמחצית הראשונה של 2005 יהיו העלאות ריבית בשיעור מצטבר של 0.5 עד 1 נקודת אחוז.

במהלך המחצית הנסקרת כולה היו תחזיות החזאים גבוהות מהציפיות הנגזרות משוק ההון, וזאת בניגוד לעבר: תקופה של עלייה באינפלציה הצפויה אופיינה בדרך כלל בעליות חדות יותר, ולרמות גבוהות יותר, דווקא של הציפיות הנגזרות

משוק ההון. ההתפתחות בתחזיות ברביע השני לוותה בירידה של סטיית התקן המנורמלת של טווח התחזיות², דבר המעיד על ירידה של אי-הוודאות בקרב החזאים.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים (שנתיים עד 10 שנים), הנמדדות על פי הפרשי התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות ("שחר") לבין איגרות חוב צמודות למדד ("גליל") עלו במהלך המחצית השנייה של השנה משיעור ממוצע של 3 אחוזים בחודש דצמבר ל-3.6 אחוזים בתום המחצית הראשונה של השנה. הציפיות עלו בכל הטווחים, אולם בטווחים הקצרים הן עלו בתוך תחום היעד ובסוף המחצית נמצאו סמוך לגבול העליון, ואילו בטווחים הבינוניים והארוכים נמצאו הציפיות במהלך כל המחצית מעל הגבול העליון של היעד והגיעו בסופה ל-3.8 ו-3.9 אחוזים (דיאגרמה 7). הרקע לעליית הציפיות היה, בין היתר, ההורדות של ריבית בנק ישראל, שנועדו להשיב את האינפלציה הצפויה לטווחים של שנה עד שנתיים לתחומי היעד, אולם הפחתות אלו משפיעות גם על האינפלציה לטווחים הארוכים יותר. נציין כי הציפיות הנמדדות כוללות בתוכן גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

מודלים אקונומטריים שפותחו בבנק מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ולקביעת תוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. המודלים מאפשרים לנתח את התהליכים המחוללים את האינפלציה, תוך בחינת הנחות שונות לגבי התפתחותם 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 בתקופות של אי-וודאות גבוהה ובתקופות של שינויים חדים או בלתי צפויים בתנאים המקרו-כלכליים השימוש במודלים אינו מספיק. לכן המודלים הם רק אחד הנדבכים בהערכת האינפלציה הצפויה - לצד האינדיקטורים השונים ושיקול דעת.

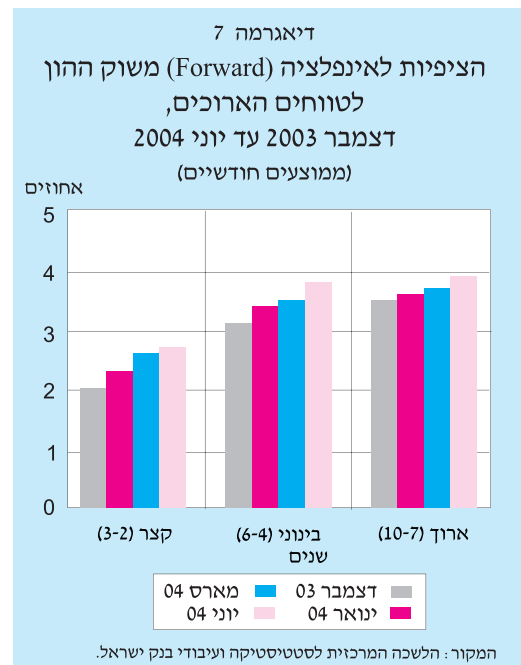
בתחילת התקופה הנסקרת הראו המודלים כי הריבית באותה עת מתאימה לזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה בטווח של שנה-שנתיים. בהמשך הראו המודלים שהריבית נמוכה מזו הנדרשת והצביעו על אפשרות שלקראת סוף 2004 יידרשו ריביות גבוהות יותר.

ב.2 אינדיקטורים אחרים

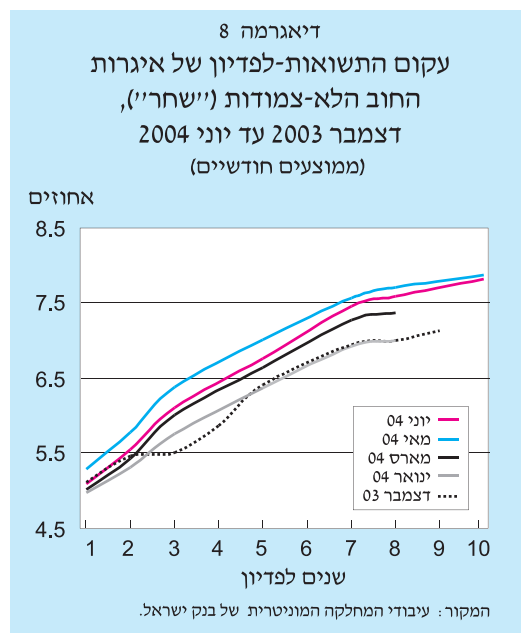
התשואות על איגרות החוב

המגמה של ירידת התשואות, שאפיינה את איגרות החוב הנומינליות והריאליות במרבית שנת 2003, נעצרה בינואר 2004. בפברואר התהפכה המגמה ותשואות איגרות החוב עלו, בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים. ביוני נבלמה מגמת עלייתן של התשואות, והן אף ירדו. עליית התשואות נבעה בעיקר מהשפעות חיצוניות, וייתכן כי היא נתמכה גם על ידי גורמים מקומיים. הגורם המרכזי לעליית התשואות בארץ הוא העלייה של תשואות איגרות החוב בארצות הברית, אשר שיקפה ציפיות להעלאת הריבית שם במהלך שנת 2004, עקב ההתאוששות

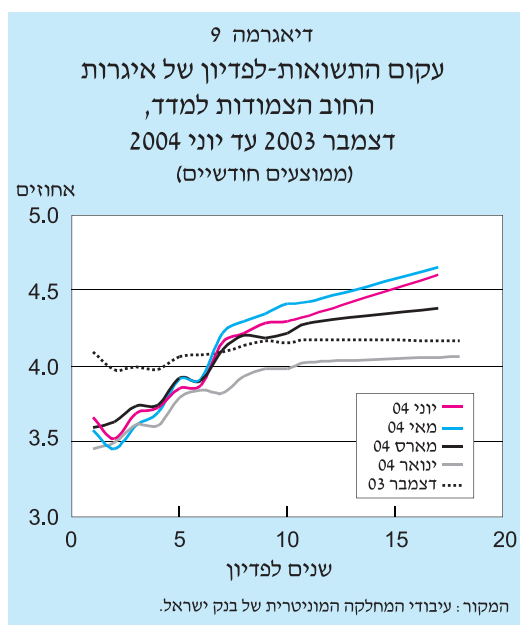
2 סטיית התקן של התחזיות החודשיות מחולקת בממוצע.



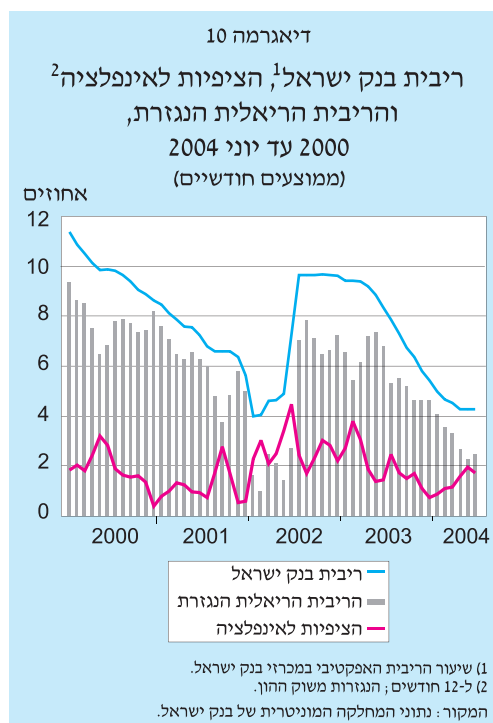
הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים (2-10 שנים) היו במגמת עלייה במהלך המחצית הנסקרת. הציפיות בטווחים הקצרים יחסית (2-3 שנים) עלו ממרכז היעד סמוך לגבול העליון. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים שהיו מעט מעל לגבול העליון של היעד, הוסיפו ועלו עד לשיעור של 3.8-3.9 אחוזים.



מינואר עד מאי 2004 עלו התשואות הנומינליות, לאחר מגמת ירידה בחלקה הגדול של שנת 2003. עליית התשואות הייתה גבוהה יותר בטווחים הארוכים, ושיפועו החיובי של העקום התליל עוד יותר. התשואות הארוכות (מעל 5 שנים) עלו במהלך המחצית הנסקרת ב-0.6 נקודת אחוז לשיעור ממוצע של 7.8 אחוזים בסופה.



בחודש ינואר 2004 נפסקה מגמת הירידה של התשואות הריאליות, שהחלה בחודש פברואר 2003. מחודש פברואר עד מאי 2004 עלו התשואות הריאליות, בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים, ושיפועו החיובי של העקום התליל. בתום המחצית הנסקרת היו התשואות הארוכות ברמה של 4.6 אחוזים - גבוהות בכ-0.4 נקודת אחוז מאשר בראשיתה.



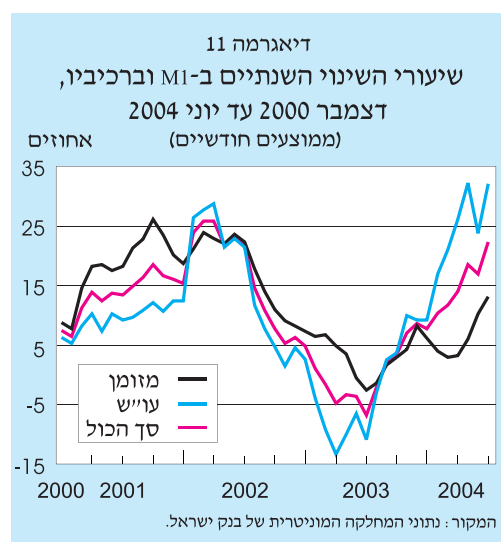
במהלך המחצית הנסקרת ירדה הריבית הריאלית הצפויה בשיעור של 2.1 נקודות אחוז, מ-4.6 אחוזים בדצמבר 2003 לרמה של 2.5 אחוזים בתום המחצית הראשונה. זאת בהמשך לירידה של 2.6 נקודות אחוז בשנת 2003. ירידת הריבית היא תוצאה של המשך ההפחתות בריבית בנק ישראל בשילוב עם העלייה בציפיות לאינפלציה.

בפעילות והעלייה באינפלציה. בעליית התשואות תמכה גם עליית הסיכון הגיאוגרפית של משקים מתעוררים, שבאה לידי ביטוי בעליית מירוחי התשואות. על רקע פערי הריביות הנמוכים ועליית פרמיית הסיכון עלו תשואות האג"ח גם בשוק המקומי. ראוי לציין כי עליית התשואות בשוק האג"ח בארץ הייתה נמוכה מזו שאפינה את המשקים המתעוררים, והיא התחילה מוקדם יותר. בין הגורמים המקומיים שתמכו בעליית התשואות ניתן למנות את ההתאוששות בפעילות במהלך התקופה הנסקרת, ציפיות לגידול ההשקעות, ואולי גם את המדיניות הפיסקלית, שלא ניתבה את עודפי ההכנסות ממסים להורדת הגירעון, ובכך שימרה חוב גבוה ההולך וגדל.

התשואות על איגרות החוב הלא-צמודות ("שחר") עלו מחודש פברואר עד למאי, בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים, וביוני הן ירדו מעט. בסוף המחצית הראשונה הגיעו התשואות בטווחים הבינוניים והארוכים לרמות ממוצעות של 6.8 ו-7.8 אחוזים, בהתאמה - גבוהות בכ-0.4-0.6 נקודת אחוז מאשר בסוף 2003. לעומת זאת בטווחים הקצרים הייתה עליית התשואות מתונה יותר ולא רצופה. כל אלו הביאו להתלכלת שיפועו החיובי של העקום, ששיקפה ציפיות לריביות גבוהות יותר לנוכח עליה צפויה של הריביות בחו"ל (דיאגרמה 8).

התשואות על איגרות החוב הצמודות ("גליל") ירדו בחודש ינואר, בהמשך לירידתן לאורך מרבית שנת 2003; עיקר הירידה היה בטווחים הקצרים, ולכן שיפוע עקום התשואות הפך לחיובי. מפברואר עד מאי עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוכים. עליית התשואות הארוכות במהלך התקופה הנסקרת כולה הסתכמה ב-0.4 נקודת אחוז, הן הגיעו ל-4.6 אחוזים, וכך התליל שיפועו החיובי של העקום הריאלי (דיאגרמה 9).

הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל נגזרת מהפער בין ריבית בנק ישראל לציפיות לאינפלציה, ומשמשת אינדיקטור למידת הריסון המונית. בתקופה הנסקרת ירדה הריבית הריאלית הצפויה במידה ניכרת - מ-4.6

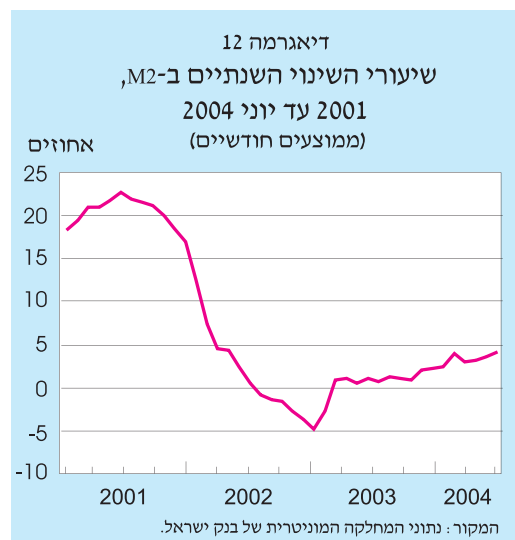


במחצית הנסקרת גדלו אמצעי התשלום בשיעור של 13 אחוזים, בהמשך לעלייה של 8 אחוזים במחצית הקודמת. עיקר הגידול התרחש ברכיב העו"ש, אשר גדל במהלך המחצית ב-18 אחוזים, ואילו רכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר - 7 אחוזים.

אחוזים בסוף שנת 2003 ל-2.5 אחוזים בסוף יוני 2004, בהמשך לירידה בשיעור דומה במהלך שנת 2003 (דיאגרמה 10). התפתחות זו היא תוצאה הורדות הריבית שביצע בנק ישראל בארבעת החודשים הראשונים של השנה ועליית הציפיות לאינפלציה. רמה זו של הריבית הריאלית היא נמוכה יחסית לעבר והתאפשרה הודות לרמת אינפלציה נמוכה וליציבות יחסית בשווקים הפיננסיים.

אמצעי התשלום (המהווים 17 אחוזים מהפיקדונות לטווח קצר בסוף המחצית הראשונה) עלו ב-13 אחוזים במהלך התקופה הנסקרת וב-22 אחוזים במהלך השנה האחרונה, לאחר קצבי שינוי שנתיים שליליים במהלך המחצית הראשונה של שנת 2003 (דיאגרמה 11). עיקר הגידול היה ברכיב העו"ש, שהתרחב בתקופה הנסקרת בשיעור חד של 18 אחוזים, בעוד שרכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר - 7 אחוזים. העלייה באמצעי התשלום מוסברת, בין היתר, כתגובה על הפחתות הריבית המצטברות של בנק ישראל, ועל ההתאוששות בפעילות הריאלית.

הפיקדונות השקליים הלא-צמודים של הציבור (M2) גדלו במחצית הנסקרת ב-2.1 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הסתכמה עלייתם ב-5.4 אחוזים; כך הם התקרבו לרמת השיא שלהם, ששררה בסוף שנת 2001 (דיאגרמה 12). העלייה בפיקדונות בתקופה הנסקרת נבעה ברובה מעליית אמצעי התשלום, ואילו סך המצרף ללא אמצעי התשלום כמעט לא השתנה. קצב השינוי המתון בפיקדונות במהלך השנים האחרונות נובע מביטול יתרון המס של האפיקים השקליים בינואר 2003, מהפחתות של ריבית בנק ישראל, ומשינוי בניהול המדיניות המוניטרית - מעבר מדורג מניהולה באמצעות הפיקדונות בבנקים להתבססות על כלי שוק, ובפרט על המק"ם. במהלך המחצית הראשונה החל בנק ישראל להשתמש בכלי מוניטרי חדש - עסקות ריפו. (ראו תיבה 1).



במחצית הנסקרת גדלו הפיקדונות השקליים הלא-צמודים בשיעור של 2.1 אחוזים; בשנה האחרונה הסתכם גידולם ב-5.4 אחוזים. זאת לאחר ירידה של 5.6 אחוזים ביתרתם במהלך שנת 2002 ובמחצית הראשונה של 2003.

תיבה 1: פיתוח שוק הריפו על ידי בנק ישראל

עסקת ריפו היא עסקה של מכירה ורכישה חוזרת של ניירות ערך, שבמסגרתה צד א' מוכר לצד ב' ניירות ערך ומתחייב לרכוש אותם במועד עתידי ידוע במחיר שנקבע בעת קשירת העסקה.

עסקת ריפו היא כיום אחד הכלים החשובים ביותר בשוקי הכספים בעולם. משתמשים בו רבים מהמשקיעים והסוחרים בשווקים - בהם עושי שוק, בנקים, מוסדות פיננסיים, משקיעים מוסדיים, קרנות למיניהן, פירמות ועוד - ובנקים מרכזיים במדינות מפותחות ומתפתחות מסתייעים בו במדיניותם המוניטרית. לריפו מיגוון רב של שימושים פיננסיים - בהם נזילות, ניהול תזרימי מזומנים, מימון פיננסי (גם כחלופה למימון בנקאי) ופיזור סיכונים - והוא תורם לקיום שוקי אג"ח וכספים מפותחים ויעילים, לשמירה על היציבות הפיננסית ולשאיבת מידע מהשווקים.

מאפיין מרכזי בעסקת הריפו הוא זכות חד-משמעית של כל צד בעסקה לממש את הביטחונות שבידיו אם הצד השני מפר את חלקו בעסקה, ובפרט מתן האפשרות למלווה הכסף (צד ב' לעיל) לממש בקלות את הביטחונות (ניירות הערך) שברשותו אם הלווה (צד א' לעיל) לא החזיר לו את הכסף.

למרות החשיבות של כלי הריפו, לא התפתח שוק זה בארץ עד כה - בין היתר בגלל מספר חסמים. כדי לקדם את הפיתוח של עסקות ריפו לסוגיהן בישראל, וכחלק מתהליך של מעבר לניהול נזילות בכלי שוק, החל בנק ישראל במכרזי ריפו על המק"ם; כן הוא פועל, יחד עם רשויות אחרות, להסרת חסמים לפעילות בריפו, ובעיקר להסדרת מעמדו המשפטי של כלי זה - בפרט מבחינת היכולת לממש את הביטחונות.

במארכ 2004 החל בנק ישראל לבצע מכרזי הריפו, כחלק מניהול המדיניות המוניטרית בכלי שוק. המדיניות המוניטרית פועלת לספוג/להזרים נזילות מהשווקים הפיננסיים, כדי לקבוע את הריבית לטווח הקצר, ובכך להביא ליציבות מחירים תוך יציבות פיננסית. לרשות המדיניות המוניטרית כלים שונים, והמגמה בעולם היא לעבור לשימוש בכלי שוק, דרך פעולות בשוק הפתוח. כלי שוק אלה נגישים לכלל הציבור ולא רק למגזר מצומצם. דוגמה לכך היא הרחבת השימוש במק"ם מאז שנת 2002, המאפשרת לציבור הרחב לתת לבנק המרכזי הלוואה בריבית מובטחת, המתחרה לרוב עם הריביות בבנקים - דבר שתורם להקטנת מירווחי הבנקים, להוזלת עלויות האשראי לכלל הציבור ולשיפור הריבית בפיקדונות. בדרך זו גדלה היעילות של המדיניות המוניטרית ומשתפר מנגנון התמסורת: שינויים בריבית מחלחלים לשווקים במהירות רבה יותר, ומגיעים לקהל יעד רחב יותר.

מכרזי הריפו שמבצע בנק ישראל מתקיימים פעמיים בחודש, ובהם מוכר בנק ישראל מק"ם לתאגידים הבנקאיים ולחברי הבורסה לניירות ערך ורוכש אותו בחזרה כעבור שבועיים. הכמות המוצעת למכירה החל מחודש יוני היא 200 מיליוני ש"ח למכרז (בחודשים מארס עד מאי היא הייתה 100 מיליוני ש"ח), והמשתתפים מתמודדים במכרז על הריבית שיקבלו מבנק ישראל. ההיענות והביקושים למכרזים אלו גבוהים, והריביות שנקבעו בהם דומות לריביות שנקבעו במכרזי הפיקדונות של בנק ישראל. עם התבססותו של כלי הריפו והסרת החסמים לפעילותו תורחב הפעילות בו, והוא עתיד לשמש כלי חשוב ומרכזי בשוק ההון הישראלי.



מצרף האשראי, אשר התרחב בשנים 2002-2000 בשיעור שנתי ממוצע של כ-10 אחוזים, נותר כמעט ללא שינוי במהלך התקופה הנסקרת, לאחר שירד בשיעור של 2.8 אחוזים בשנת 2003.

אשר להתפלגות M2 לפי טווחים: משקלם של הפיקדונות לטווח קצר ירד ב-0.9 נקודת אחוז - אף כי נותר גבוה, 77.7 אחוזים - בעוד שמשקל הפיקדונות לטווח ארוך עלה ב-0.6 נקודת אחוז, ל-13 אחוזים, ומשקל הפיקדונות לטווח בינוני עלה ל-9.3 אחוזים.

מצרף האשראי הכולל (C3) נותר במחצית הראשונה של השנה כמעט ללא שינוי, לאחר התכווצות של 2.8 אחוזים במהלך שנת 2003. זאת לעומת קצבי גידול גבוהים של כ-10 אחוזים במהלך השנים 2000 עד 2002 (דיאגרמה 13). אי הגידול של מצרף האשראי בולט על רקע התאוששות הפעילות במשק, וייתכן שהוא מעיד כי ההתאוששות טרם הקיפה את כל הענפים, אלא מרוכזת בעיקר בענפי הטכנולוגיה העילית, הנשענים פחות על אשראי במימון פעילותם. נוסף על כך נוצר מצב שבו, מחד גיסא, הבנקים הקשיחו את תנאי האשראי לפירמות, עקב הטמעת הצורך בניהול סיכונים, והמשקיעים חיפשו חלופות השקעה בעקבות הריביות הנמוכות. אלו באו לידי ביטוי בגידול האשראי החוץ-בנקאי בשנת 2003 ובמחצית הראשונה של 2004, בפרט בהנפקות אג"ח בבורסה לניירות ערך, שהסתכמו במחצית הראשונה של השנה ב-12.3 מיליארדי ש"ח, לעומת 6.2 מיליארדים בשנת 2003 כולה.

עוד עולה מהנתונים, כי חלקו של האשראי במט"ח נותר במהלך התקופה הנסקרת כמעט ללא שינוי, 33 אחוזים מסך האשראי, בעוד שהאשראי הצמוד למדד ירד בכ-0.8 נקודת אחוז, ל-36.8 אחוזים, ומשקל האשראי הלא-צמוד עלה לכ-30 אחוזים.

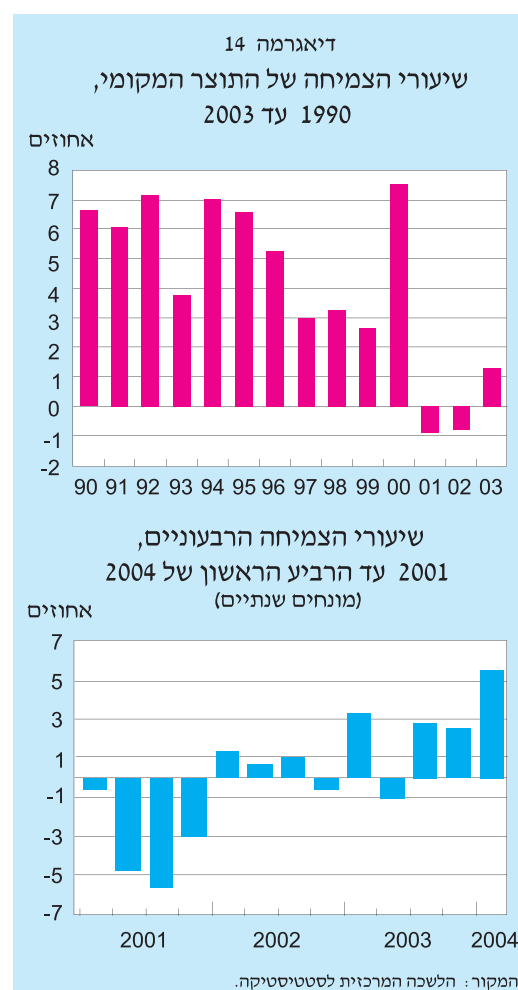
תיק הנכסים של הציבור עלה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2004 (עד מאי) ב-3.5 אחוזים, הודות לעליית שיערי המניות. בהתפתחותו של תיק הנכסים בולטת השפעתה של הרפורמה במס: ביטול אפליות מס שונות התבטא בעיקר בעליית משקלם של הנכסים הסחירים, לכ-46 אחוזים, לעומת 35-42 אחוזים בסופי השנים 2003 ו-2002, בהתאמה, על חשבון הנכסים הלא-סחירים. בחינת התפלגותו של התיק לפי רכיבי הצמדה, ללא רכיב המניות, מראה כי משקל הנכסים הצמודים למט"ח עלה בכנקודת אחוז, ל-18 אחוזים, על חשבון משקלו של הרכיב הצמוד למדד, שירד לכ-42 אחוזים, ואילו משקל הרכיב הלא-צמוד נותר יציב, כ-40 אחוזים מהתיק, לאחר מגמת עלייה בשנים האחרונות. על רקע אי השינוי ברכיב הלא-צמוד בולטת העלייה בנכסים הסחירים - עליית משקל המק"ם על חשבון משקל הפיקדונות, תוצאת המגמה של בנק ישראל להגדיל את חלקם של כלי השוק ביישום המדיניות המוניתרית. גידול של משקל הנכסים הסחירים אפיין גם את הרכיב הצמוד למדד: משקלן של איגרות החוב הצמודות למדד עלה על חשבון משקלן של תכניות החיסכון שירד. זאת, כנראה, בהשפעת הרפורמה

במס, שבמסגרתה נקבע שיעור מס אחיד לנכסים הצמודים, בוטל הפטור ממס על הריבית בתכניות החיסכון, והופחת שיעור המס על הכנסות ריבית מאגרות חוב צמודות למדד. צמצום אפליית המס על ההשקעות במט"ח תרם אף הוא לעליית חלקו של רכיב המט"ח. השנה גם הושוו כללי המס על תעודות סל³ של ניירות ערך זרים הנסחרים בבורסה בתל אביב לאלו החלים על ההשקעות המקומיות. לתחילת 2005 מתוכנן ביצועו של השלב האחרון ברפורמה, שבמסגרתו יופחתו שיעורי המס על רווחי הון מניירות ערך זרים (כיום 35 אחוזים) ויושוו לשיעורי המס הנהוגים על השקעות בארץ: עבור יחידים, לרבות קרנות נאמנות, יופחת המס ל-15 אחוזים, וקופות הגמל וקרנות הפנסיה יהיו פטורות מתשלום מס, כמו על השקעותיהן בארץ, שינוי האמור להעלות את הכדאיות היחסית של ההשקעה בחו"ל.

ג. הפעילות הריאלית

במחצית הראשונה של שנת 2004 התחזקה מגמת השיפור בפעילות הכלכלית, מגמה שהחלה עוד במחצית השנייה של 2003. התוצר המקומי הגולמי עלה ברביע הראשון של השנה בקצב שנתי של 5.1 אחוזים, והתוצר העסקי עלה באותה התקופה בקצב שנתי של יותר מ-7 אחוזים⁴ (דיאגרמה 14). גידול התוצר משקף עלייה ביצוא, בצריכה הפרטית ובהשקעה, ואילו הצריכה הציבורית ירדה ברביע הראשון של השנה. נתונים חלקיים לרביע השני של השנה מצביעים על המשך מגמת העלייה בפעילות גם בחודשים אלה, אמנם בקצב מתון יותר. המדד המשולב לבחינת מצב המשק, המורכב מהתפתחות הייצור התעשייתי, פדיון המסחר והשירותים, יצוא הסחורות ויבוא הסחורות, נשאר יציב ברביע השני, דבר המשקף את המשך העלייה בפעילות בקצב התואם את הצמיחה של הטווח הארוך. מדד אמוץ הצרכנים הגיע ברביע השני של השנה לרמות שיא ביחס לשנתיים וחצי האחרונות, עובדה המצביעה על המשך ההתפתחות החיוביות בצריכה הפרטית גם מעבר לרביע הראשון⁵. הרקע לתפנית בפעילות, שכאמור החלה כבר במחצית השנייה של 2003, הוא בראש ובראשונה שינוי המגמה בביקושים העולמיים, לצד שיפור במצב הביטחוני (ירידת מדרגה בפיגועים), ירידת הריבית הריאלית במהלך 2003, וכן המדיניות הפיסקלית, ששמרה על מסגרת התקציב תוך הפניית עודפי הכנסות להורדת מסים. הגידול המהיר של התוצר פועל לסגירת הפער בין התוצר הפוטנציאלי לתוצר בפועל. כתוצאה מכך נחלש מאוד הלחץ כלפי מטה על המחירים, שפעל בשלוש השנים האחרונות, בגלל המיתון, ואולי אף הפך כיוון⁶.

ברביע הראשון של השנה נמשכה מגמת העלייה המהירה בצריכה הפרטית, מגמה הנמשכת זה כשנה, כך שבארבעת הרבעים האחרונים עלתה הצריכה הפרטית בשיעור מצטבר של 6.9 אחוזים. עלייה מהירה יחסית אפיינה במהלך השנה האחרונה הן את הצריכה השוטפת והן את צריכת בני הקיימא. גידול



במהלך התקופה הנסקרת נמשכה ההתרחבות בפעילות הכלכלית, מגמה שהחלה כבר במחצית השנייה אשתקד. העלייה בתוצר משקפת עלייה ביצוא, בצריכה הפרטית וכן בהשקעה. במקביל, ירדה ברביע הראשון של השנה הצריכה הציבורית. העלייה המהירה בתוצר פועלת לסגירת הפער בין התוצר לתוצר הפוטנציאלי.

3 תעודות הסל הן ניירות ערך הנסחרים בבורסה בתל אביב אשר מבטיחים למשקיעים בהם הצמדה למדד מניית בחו"ל, עם שיעורי מס מופחתים לעומת השקעות בחו"ל בשנת 2004.

4 מנוכה עונתיות; ביחס לרביע הרביעי של 2003.

5 לדיון בקשר שבין מדד אמוץ הצרכנים לצריכה הפרטית ראו: ק' ברוידא ו' פרידמן (2003), "סקר הצרכנים בישראל: מדד מוביל לצריכה הפרטית", בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון 03.11.

6 להגדרת התוצר הפוטנציאלי ולהשפעת הפער בין התוצר לתוצר הפוטנציאלי על האינפלציה ראו תיבה 2 בדוח זה וכן תיבה 2 בדוח האינפלציה למחצית הראשונה של שנת 2001.

תיבה 2: השינויים בפער התוצר והשפעתם על המחירים

פער תוצר הוא ההפרש בין התוצר שאם נתמיד בו לא ייווצר לחץ לשינוי בשיעור האינפלציה (להלן "התוצר הפוטנציאלי") לבין התוצר בפועל. פער תוצר חיובי, דהיינו תוצר הנמוך מהתוצר הפוטנציאלי, משמעו (על פי הגדרה) לחץ כלפי מטה על המחירים.¹ בספרות הועלתה השערה כי התרחבות מהירה של הביקושים, המגדילה במהירות את התוצר ופועלת לסגירת פער התוצר, עלולה ללחוץ לעליית המחירים עוד בטרם נסגר פער התוצר לחלוטין. כך למשל גיוס כוח אדם שהיה מובטל דורש זמן ולעיתים מחייב הכשרה, ופירמות ירכשו מכוונות להרחבת הייצור רק לאחר שהשתכנעו כי הרחבת הביקושים משקפת התרחבות שאיננה זמנית.

עם תחילת ההתאוששות והצפי לצמיחה של התוצר העסקי בשיעור של יותר מחמישה אחוזים בשנת 2004, עלינו לבדוק אם גידולו המהיר של התוצר עלול להפוך את כיוון ההשפעה שהייתה לפעילות הריאלית בשנים האחרונות על המחירים וללחוץ לעליית מחירים. המושג המשמש בספרות בסוגייה זו הוא "השפעת מגבלת המהירות" (speed limit effect). מגבלת המהירות מוגדרת כשינוי המרבי בפער התוצר שאותו ניתן לסגור ביחידת זמן בלי להביא להיפוך הכיוון של השפעת הפעילות הריאלית על המחירים. מגבלת המהירות יחד עם פער התוצר מגדירים את קצב הצמיחה המהיר ביותר שבו הפעילות הריאלית עדיין לא תלחץ כלפי מעלה על המחירים.

שאלת מגבלת המהירות והשפעתה על המחירים היא שאלה אמפירית, שהתשובה עליה אינה פשוטה. זאת בעיקר משום שהתוצר הפוטנציאלי ופער התוצר אינם משתנים נצפים, ויש לאמוד אותם בטרם בוחנים את השפעת פער התוצר על המחירים. רק לאחר שנאמדו גודל הפער והשפעתו על המחירים ניתן להסיק אם קיימת מגבלת מהירות ומה גודלה.

מחקר שבחן את קיומה של מגבלת המהירות בשבע ממדינות OECD² העלה כי בארבע מהן אין כלל "מגבלת מהירות", וכי לגבי שלוש אחרות השפעת מגבלת המהירות היא קטנה, כך שבכל אחת מהן ניתן לסגור כ-70 עד 90 אחוזים מפער התוצר בתוך שנה בלי שיווצר לחץ לעליית המחירים. המחקר נערך בתדירות שנתית, ולפיכך לא היה יכול לבחון השפעות מחירים שייתכן כי היו בתוך הרבעים.

בעבודה של יכין ומנשה³ (2002) העוסקת באמידת פער התוצר בישראל בגישות שונות זוהתה השפעה קטנה של מגבלת המהירות: ירידה של נקודת אחוז בפער התוצר מעלה את המחירים כבעשירית אחוז. בשלוש עבודות נוספות הנוגעות בהשפעת פער התוצר על המחירים בישראל לא זוהתה ההשפעה של מגבלת מהירות: בעבודתם של גיברה וריבון⁴ (2000), המציגה מודל מקרו-כלכלי של המשק הישראלי, בעבודתם של סוחוי ופרידמן⁵ (2004), האומדת את ה-NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment), ובעבודתם של אלשווילי, אלקיים ורגב⁶ (2002), האומדת את התוצר הפוטנציאלי ואת השפעתו על המחירים. כל העבודות התייחסו להשפעת פער התוצר על המחירים בין התקופה שלאחר תכנית הייצוב לסוף שנות התשעים ותחילת שנות האלפיים. כיוון שעבודות אלה לא עסקו באופן ישיר בהשפעת מגבלת המהירות, ולאורך התקופות שנחקרו בהן לא הייתה אף לא יציאה אחת חזקה ממיתון המובלת על ידי ביקושים, יהיה זה לא זהיר לקבוע על סמך ממצאיהן כי השפעת מגבלת המהירות בישראל אינה משמעותית. זאת ועוד, הואיל וישנם אומדנים שונים לגודלו של פער התוצר, שהוא, כאמור איננו משתנה נמדד, קשה מאוד לזהות את מגבלת המהירות גם אם היא קיימת ולאמוד את עוצמת השפעתה.

פער התוצר בישראל עלה בשלוש השנים האחרונות, לפי אומדנים שונים, בשיעור של 7 עד 13 אחוזים, ולפי הערכות שונות הוא אף גבוה מ-15 אחוזים (דיאגרמה 31). עם זאת ייתכן כי אומדנים אלו מוטים כלפי מעלה, משום שהם אינם מביאים בחשבון את האפשרות שחלק מאובדן התוצר בשנים האחרונות הוא פרמננטי⁷. שיעור הצמיחה המהיר של התוצר העסקי ברביע הראשון של השנה - מעל 7 אחוזים במונחים שנתיים - מעלה את האפשרות לשינוי כיוון ההשפעה של הפעילות הריאלית על המחירים, במיוחד אם קצב הצמיחה המהיר יימשך, וזאת עוד בטרם נסגר פער התוצר. התפתחות זו מחייבת את מנהלי המדיניות המוניטרית להתייחס בזהירות להשפעת הפעילות על המחירים, תוך הפעלת שיקול דעת, שכן המודלים המשמשים היום בבנק ישראל אינם מביאים בחשבון השפעה אפשרית של מגבלת המהירות.

1 קיימות הגדרות שונות לתוצר הפוטנציאלי. להגדרה נוספת של התוצר הפוטנציאלי ולדיון בהשפעת פער התוצר על האינפלציה ראו תיבה 2 בדוח האינפלציה למחצית הראשונה של שנת 2001.

2 Dave Turner (1995). "Speed Limit and Asymmetric Inflation Effects from the Output Gap in the Major Seven Economies", OECD Economic Studies, 24 pp. 57-87.

3 י. יכין וי. מנשה, "Mind the Gap: גישות מבניות ולא מבניות לאמידה רבעונית של פער התוצר בישראל", רבעון לכלכלה 49, ספטמבר 2002.

4 Y. Djivire and S. Ribon "Monetary Policy, the Output Gap and Inflation: A Closer Look at the Monetary Policy Transmission Mechanism in Israel" 1989-1999 מאמרים לדיון 00.09, בנק ישראל.

5 ט. סוחוי וי. פרידמן, "אמידת ה-NAIRU בישראל כמשתנה בלתי נצפה", סקר בנק ישראל 76, ינואר 2004.

6 י. אלשווילי, ד. אלקיים ומ. רגב, אמידת פער התוצר ובחינת השפעתו על האינפלציה בישראל בשנים האחרונות, עיונים מוניטריים, אוגוסט 2002, בנק ישראל.

7 ההערכות לגבי פער התוצר מבוססות על המודלים מעבודותיהם של גיברה וריבון ויכין ומנשה, שזכרו לעיל.

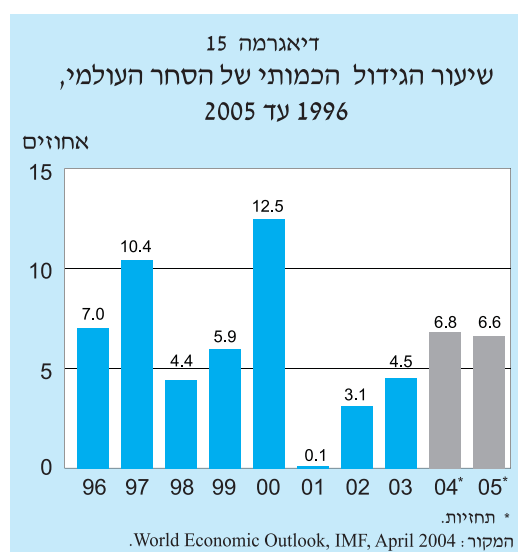
הצריכה הפרטית נבע ממספר גורמים שפעלו לאורך השנה האחרונה. ברביע הראשון של השנה השפיעו במיוחד הרגיעה הביטחונית, המשך העלייה של השכר הריאלי, הריבית הריאלית הנמוכה, המעודדת צריכה, וכן העלייה של מחירי המניות, הפועלת דרך השפעת העושר. נוסף על כך ייתכן כי חלק מהקיצוץ בצריכה הציבורית עודד את הפרטים לרכוש שירותים שבעבר ניתנו על ידי המגזר הציבורי, דבר שפעל לגידול הצריכה הפרטית. הפחתות המסים, שעליהן הודיע האוצר במהלך המחצית הראשונה של השנה, תומכות בהמשך עלייתה של הצריכה הפרטית גם בחודשים הקרובים.

נתוני ההשקעה מלמדים כי האופטימיות השוררת זה יותר משלושה רבעים בקרב הצרכנים חלחלה גם אל המשקיעים: ההשקעה בנכסים קבועים גדלה ברביע הראשון של השנה בקצב שנתי של קרוב ל-8 אחוזים - לאחר ירידה רצופה מאז תחילת 2001 - גידול שביטא עלייה חדה של ההשקעות בענפי משק. השינוי מעיד על הערכה כי מגמת הצמיחה צפויה להימשך. לעומת זאת ירדו ההשקעות בבנייה למגורים ב-7 אחוזים ברביע הראשון של השנה, לאחר עלייה של 10 אחוזים (במונחים שנתיים) ברביע הקודם. ואולם, מצד הביקושים לדירות נראה כי השוק מתחיל להתעורר: סקר מחירי דירות למגורים מצביע על עלייה של 3 אחוזים במחירי הדירות החל מפברואר, לאחר ירידות מחירים מצטברות של יותר מ-7 אחוזים בשנה ומחצית השנה האחרונה, ומלבד זאת ההכנסות ממסים על רכישת דירות עלו מאוד מראשית השנה⁷.

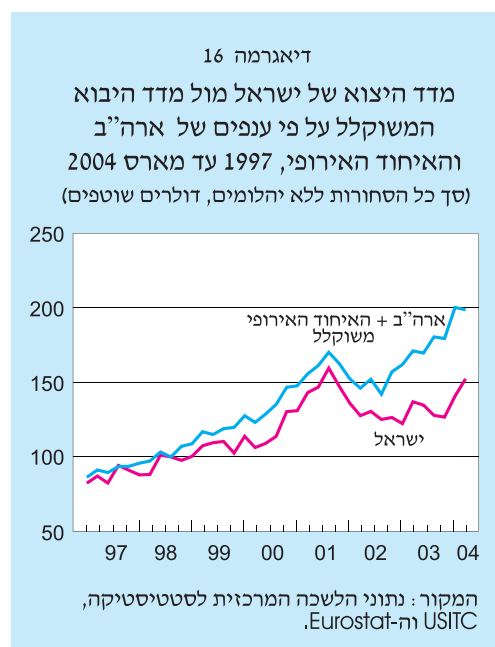
במחצית הראשונה של השנה נמשכה מגמת העלייה החדה ביצוא הסחורות, עלייה שהחלה עוד במחצית השנייה של 2003. היצוא התעשייתי עלה במחצית הנסקרת ב-15 אחוזים ביחס לקודמתה. העלייה ביצוא בולטת במיוחד בתעשיות המתקדמות, שיצואן עלה במחצית הנסקרת ב-17 אחוזים לעומת קודמתה, אך גם ביצוא התעשיות המעורבות והמסורתיות היו עליות, אמנם מתונות יותר. העלייה ביצוא, במיוחד של התעשיות המתקדמות, נובעת בעיקר מגידול הביקושים העולמיים: על פי נתוני קרן המטבע הבין-לאומית עלה הסחר העולמי בשנת 2003 ב-4.5 אחוזים במונחים ריאליים, והוא צפוי להמשיך ולעלות בשנת 2004 ב-6.8 אחוזים; זאת לעומת יציבות בשנת 2001 ועלייה של 3 אחוזים בלבד ב-2002 (דיאגרמה 15). נתונים אלה מבטאים בין היתר את ההתפתחויות בארה"ב ובאיחוד האירופי, שם נמשכת מגמת העלייה ביבוא הסחורות (דיאגרמה 16). ביצוא שירותי התיירות נמשכה במחצית הראשונה של השנה מגמת העלייה: קצב העלייה במספר התיירים הנכנסים לישראל עמד על יותר מ-2 אחוזים בחודש, מגמה הנתמכת בירידה חדה בפיגועי הטרור. היצוא של "שירותים אחרים" ברביע הראשון של השנה היה גבוה ב-17 אחוזים מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, בין היתר כתוצאה מעלייה ביצוא של שירותי תוכנה ומו"פ.

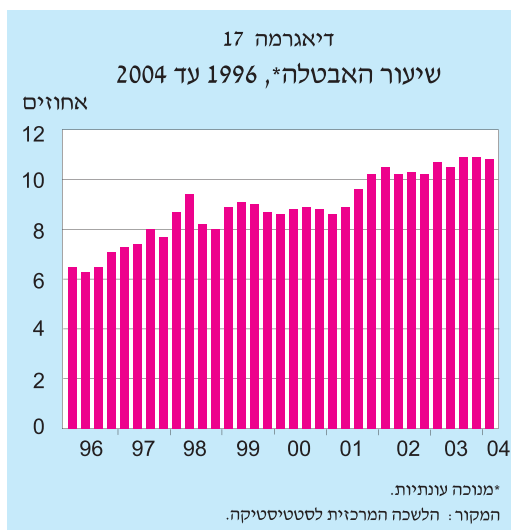
גם ביבוא הסחורות נמשכה מגמת העלייה במחצית הראשונה של השנה. בולטת במיוחד מגמת העלייה ביבוא מוצרי ההשקעה, לראשונה מזה שלוש שנים. ביבוא חומרי הגלם ומוצרי הצריכה נמשכה מגמת העלייה שהחלה כבר בשנת 2003. מגמות אלה ביבוא וביצוא הן אינדיקציה נוספת להתפתחויות החיוביות בפעילות, הנמשכות זה כשלושה רבעים. עליית מחירי הנפט הביאה, ברביע

⁷ עליית ההכנסות ממס רכישת מתקבלת גם לאחר ניכוי ההשפעה של גידול מספר העסקאות, תוצאות העיצומים שהיו במשרדי הממשלה ברביע האחרון של 2003.



העלייה ביצוא, ובמיוחד בתעשיות המתקדמות, נובעת בעיקר מהגידול בביקושים העולמיים: על פי נתוני קרן המטבע הבין-לאומית עלה הסחר העולמי (במונחים ריאליים) בשנת 2003 ב-4.5 אחוזים והוא צפוי להמשיך ולעלות בשנת 2004 ב-6.8 אחוזים, זאת בהשוואה ליציבות בסחר העולמי בשנת 2001 ועלייה של 3 אחוזים בלבד בשנת 2002.





ההתפתחויות החיוביות במשק החלו לחלחל גם לשוק העבודה. סקר כוח אדם לרביע הראשון של השנה מצביע על עלייה משמעותית בשיעור המועסקים ובשיעור ההשתתפות בשני הרביעים האחרונים, כך ששיעור ההשתתפות ברביע הראשון של השנה עמד על יותר מ- 55 אחוזים מכוח העבודה האזרחי. שיעור האבטלה ירד בעשירית אחוז בלבד, לרמה של 10.8 אחוזים.

הראשון, להרעה של חצי אחוז במדד תנאי הסחר, המחושב כיחס שבין מחירי היצוא למחירי היבוא (ללא אניות ומטוסים ויהלומים). ההרעה בתנאי הסחר באה בהמשך להרעה מצטברת בהם בשיעור של 4.3 אחוזים במהלך שנת 2003.

ההתפתחויות החיוביות במשק החלו לחלחל גם לשוק העבודה. סקר כוח האדם לרביע הראשון של השנה מצביע על עלייה משמעותית של שיעור המועסקים ושיעור ההשתתפות בשני הרביעים האחרונים. קצב הגידול השנתי של מספר המועסקים במחצית הנסקרת עמד על יותר מ-4 אחוזים, ועליית מספרם התרכזה במגזר הפרטי, לעומת יציבות במגזר הציבורי. במקביל עלה שיעור ההשתתפות עלייה חדשה של יותר ממחצית נקודת אחוז ועמד ברביע הראשון של השנה על יותר מ-55 אחוזים מכוח העבודה האזרחי. שיעור האבטלה ירד בעשירית אחוז בלבד, לרמה של 10.8 אחוזים (דיאגרמה 17), אך זוהי בעיקר תוצאה של התרחבות מעגל המשתתפים בשוק העבודה. ייתכן כי העלייה בשיעור ההשתתפות עם היציאה מהמיתון וגידול ההסתברות של עובדים למצוא עבודה משקפת את חזרתם לשוק העבודה של עובדים שהתייאשו מלחפש עבודה בעת המיתון. כן אפשר שקיצוץ תשלומי ההעברה תרם גם הוא להרחבת מעגל ההשתתפות בשוק העבודה.

ברביע הראשון של השנה נמשכה מגמת הירידה של מספר העובדים הזרים במשק. במהלך השנה האחרונה ירד מספרם בכ-35 אלף ועמד ברביע הראשון של 2004 על כ-180 אלף. היציאה המאסיבית של עובדים זרים משוק העבודה הישראלי מפנה מקומות עבודה לישראלים, משפרת את הסיכוי של ישראלים לא-מיומנים למצוא עבודה ולוחצת להעלאת שכרם. התמורות החיוביות הבאות לידי ביטוי בשיעור ההשתתפות מתבטאות גם בעליית השכר: החל מאמצע שנת 2003 עלה השכר הריאלי למשרת שכיר בקצב של יותר מ-4 אחוזים לשנה, התפתחות העולה בקנה אחד עם נתוני העלייה בצריכה הפרטית.

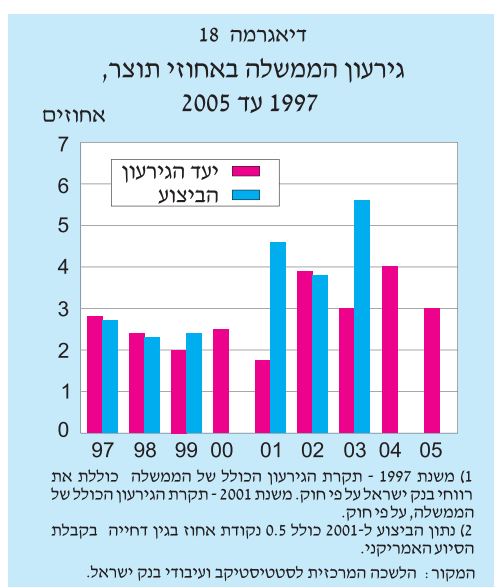
הגירעון המקומי⁸ (ללא מתן אשראי נטו) בתקופה ינואר-יוני 2004 עמד על כ-6 מיליארדי ש"ח - היקף המתיישב עם יעד הגירעון של 4.0 אחוזי תוצר. זאת גם לאחר שמביאים בחשבון את ההשפעה הצפויה של הפחתות המסים (דיאגרמה 18). הכנסות המדינה ממסים במחצית הראשונה של השנה גבוהות ריאלי מאשר בתקופה המקבילה אשתקד ביותר מ-9.5 אחוזים, ובניכוי שינויי חקיקה ועיתוי החזרי מס - ב-9 אחוזים. העלייה הריאלית של ההכנסות ממסים באה לאחר ירידה בהכנסות של 7 אחוזים בשנת 2002 ו-2.5 אחוזים בשנת 2003⁹. העלייה החדה של ההכנסות ממסים בעת היציאה מהמיתון מצביעה על הגמישות הגבוהה של ההכנסות ממסים לפעילות הריאלית בעת שינוי חד בפעילות.

בעקבות העלייה בהכנסות ממסים החליטה הממשלה במהלך החודשים האחרונים על שורה של הפחתות מסים, שחלקן נכנסו לתוקף כבר במהלך המחצית הראשונה של השנה וחלקן - בתחילת יולי 2004: הפחתה של שיעור המע"מ בנקודת אחוז, הפחתת מס ההכנסה לבעלי הכנסות בינוניות ונמוכות, הפחתה של נקודת אחוז במס החברות, לרמה של 35 אחוזים בשנת 2004, החלטה על המשך הפחתתו בכל שנה עד לרמה של 30 אחוזים בשנת 2007 והפחתת מסי קנייה. על פי הערכת האוצר הפחתת המסים תקטין את ההכנסות ממסים בשנת 2004 בכ-3.7 מיליארדי שקלים¹⁰.

⁸ הגירעון על בסיס מזומן.

⁹ בניכוי שינויי חקיקה ועיתוי החזרי מס. המקור: הדוחות החודשיים של מינהל הכנסות המדינה.

¹⁰ כיוון שחלק מהפחתות המסים נכנסו לתוקף רק במהלך השנה ההפחתה במסים במונחי שנת תקציב מלאה גדולה יותר.



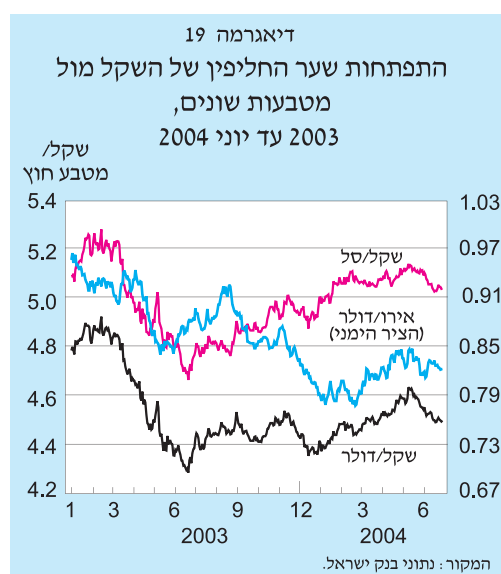
הוצאות הממשלה תואמות את הוצאת התקציב המקומי במלואו. הממשלה החליטה לחזור ולרשום את השקעותיה ברכבת כהוצאה תקציבית החל משנת 2004, החלטה שצפויה להגדיל את ההוצאות הנרשמות בתקציב ב-0.3 אחוז תוצר.

החלטת הממשלה להפחית מסים במקום להקטין את הגירעון בתקציב צריכה להיבחן על רקע העלאת יעד הגירעון לקראת הכנת התקציב לשנת 2004. לנוכח תחזיות הצמיחה הפסימיות ששררו במשך בעת הכנת התקציב לשנת 2004, העלתה הממשלה את יעד הגירעון ל-4 אחוזי תוצר. התפנית בהכנסות ממסים איפשרה לממשלה לבחור באחד משני מסלולים: הפחתת שיעורי מסים ועמידה ביעד הגירעון (המוגדל) או הימנעות מהפחתת מסים וחזרה ליעד הגירעון המקורי. כיוון שהוחלט על הפחתת מסים סטטוטורית, ובמקביל לכך עלו ההכנסות ממסים בסכומים דומים, צפוי כי שנת 2004 תסתיים בגירעון של כ-4 אחוזי תוצר. גירעון זה יתבטא בעלייה נוספת של החוב הציבורי, שעלה מאוד בשלוש שנות המיתון האחרונות.

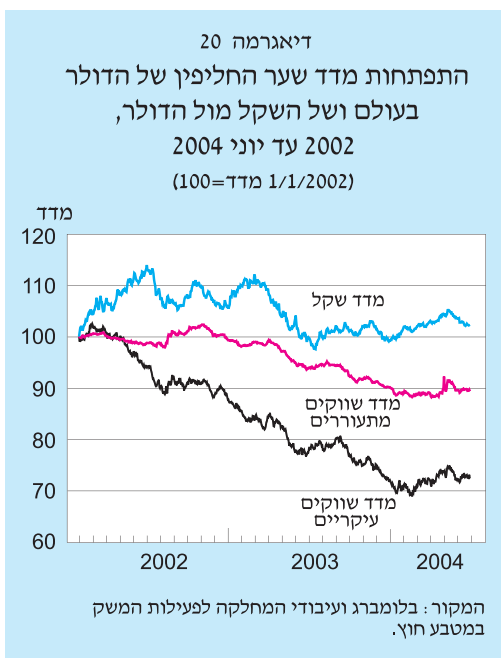
ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ

1. ההתפתחויות בשער החליפין

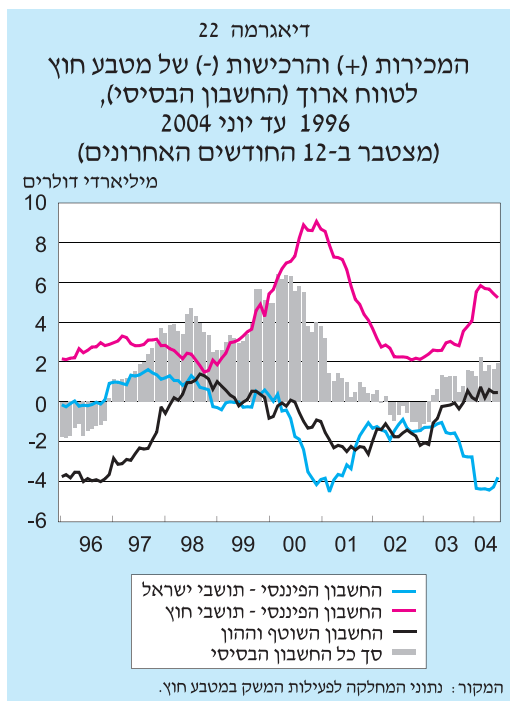
מתחילת השנה פחת השקל ב-2.7 אחוזים מול הדולר וב-1.5 אחוזים מול סל המטבעות (דיאגרמה 19). התפתחות שער החליפין של שקל מול הדולר לא הייתה אחידה על פני התקופה הנסקרת, וכן גם הגורמים לה; במהלך החודשים הראשונים של השנה נחלש השקל מול הדולר; זאת, ככל הנראה, בעיקר תוצאה של תהליך התאמת תיקים על ידי תושבי ישראל בתגובה על החלת השינוי בכללי המיסוי, שהפחית את הכדאיות היחסית של ההשקעה באפיק השקלי לעומת ההשקעה באפיק המט"ח, ועל המשך הצמצום של פער הריביות בין השקל לדולר עם הפחתת הריבית המקומית, מהלך שעיקרו ב-2003. בחודשים הבאים הואט תהליך התאמת התיקים, ושער החליפין של השקל הושפע בעיקר מהמגמות הגלובליות של שערי החליפין: התחזקות הדולר בעולם במהלך חודש אפריל חיזקה אותו גם מול השקל, והיחלשותו בחודשים מאי ויוני החלישה אותו גם מול השקל. יש לציין, כי בהשוואה לשיעורי השינוי בשערי החליפין של מטבעות רבים מול הדולר במהלך הרבע השני, השינויים בשער החליפין של השקל כנגד הדולר היו מתונים (דיאגרמה 20). ככלל, התפתחות השקל מתחילת השנה אופיינה בהמשך יציבותו היחסית. יציבות זו היא תוצאה השפעות מוגדלות של גורמים קצרי טווח שפעלו במרבית התקופה להחלשת השקל, וגורמים ארוכי טווח, שפעלו לחיזוקו, בהמשך למגמה ששררה בשנת 2003. עם הגורמים קצרי הטווח, שפעלו במרבית התקופה להחלשת השקל, נמנים הצטמצמות פערי הריביות והתשוואות (דיאגרמה 21), עלייה באי-הוודאות הפוליטית, האירועים הביטחוניים בשטחים והתנגדות בדולר בשווקים הבין-לאומיים. ההתפתחויות ארוכות הטווח שתמכו בשקל הן: (א) המשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק, על רקע התרחבות הגיוסים של חברות ישראליות בחו"ל, המשקפת את ההתאוששות בכלכלה העולמית, במיוחד בארה"ב, ובכלל זה של ענפי הטכנולוגיה העילית, תוך גידול ההנפקות בתחום זה בארה"ב. התאוששות זו תמכה גם בהמשך ההתרחבות



מתחילת השנה פחת השקל בכ-2.7 אחוזים מול הדולר ובכ-1.5 אחוזים מול סל המטבעות.



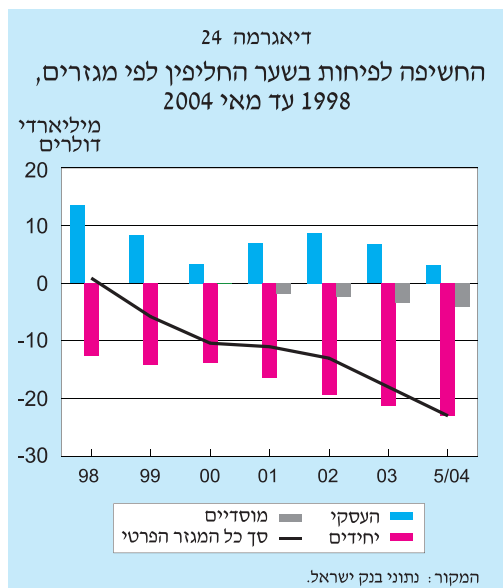
בחוודשים הראשונים של השנה הושפע שער החליפין של השקל מול הדולר, ככל הנראה, בעיקר מתהליך התאמת התיקים על ידי תושבי ישראל בתגובה לצמצום פער הריביות ולרפורמה במס. בחודשים שלאחר מכן נראה כי עיקר ההשפעה נבע מן המגמות הגלובליות של הדולר.



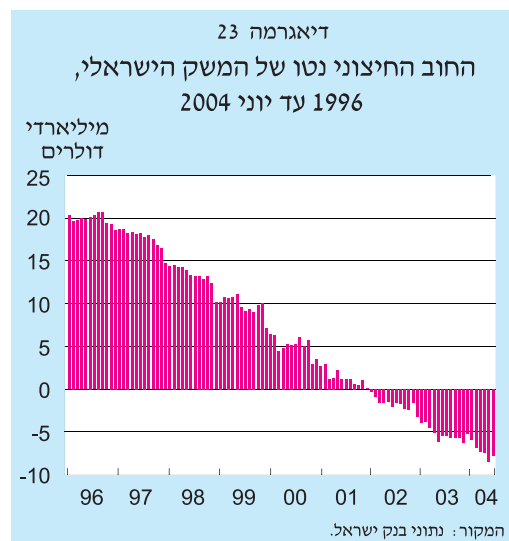
החשבון הבסיסי, המהווה את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, המשיך לתמוך בשקל על רקע התרחבות היצוא הטכנולוגי והמשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק כתוצאה מגיוסי ההון של חברות ישראליות בחו"ל.



ברביע הראשון, על רקע ירידת התשואות המתונה בארה"ב ועליית התשואות בישראל, התרחב פער התשואות בין ישראל לארה"ב. ברביע השני החלו התשואות בארה"ב לעלות במידה ניכרת, בעוד שהתשואות בישראל עלו במידה מתונה, ופער התשואות הצטמצם. זאת בהמשך לתהליך ארוך הטווח שהחל ברביע הראשון אשתקד.



בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה בחשיפה של המגזרים השונים לפיחות.



בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו של המשק, שהפך, החל מינואר 2002, ממשק בעל עודף התחייבויות לחו"ל נטו למשק בעל עודף נכסים נטו בחו"ל.

של יצוא הטכנולוגיה העילית הישראלי, שהחלה במחצית השנייה של 2003, התפתחות התורמת לעודף בחשבון השוטף (דיאגרמה 22). (ב) הנפקות הממשלה בערבות ממשלת ארה"ב. (ג) רמה גבוהה של יתרות המט"ח. (ד) חוב חיצוני נטו שלילי, במיוחד בטווח הקצר (דיאגרמה 23). (ה) פרמיית סיכון נמוכה של המשק. (ו) רמת שיא של החזקת מט"ח על ידי משקי הבית ומגמת ירידה בחשיפה לפיחות של המגזר העסקי (דיאגרמה 24). גורם ארוך טווח הפועל דווקא להחלשת השקל הוא הורדה של רמת המיסוי על השקעות באפיק המט"ח לרמת המס באפיק השקלי, במסגרת הרפורמה במס, שחלקה הוחל בתחילת 2004, וחלק נוסף יוחל בתחילת 2005.

היציבות בשוק שקל-מט"ח התבטאה בזרמי הון בהיקפים מתונים ובפעילות בכיוונים מנוגדים בין ובתוך המגזרים השונים בשוק. נוסף על כך, סיכון שער החליפין, כפי שהוא מתבטא בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר בערוצי מסחר שונים ולטווחי זמן שונים, נשאר נמוך. מגמת הירידה, שאפינה את סטיית התקן במהלך כל המחצית השנייה של 2003, נמשכה גם במהלך הרביע הראשון של 2004, ובחודשים שלאחר מכן התייצבה סטיית התקן ברמה של 5- אחוזים, שהיא נמוכה גם היסטורית וגם בהשוואה בין-לאומית (דיאגרמה 25). זאת למרות פעולתם של גורמים מבניים התומכים בעליית שער החליפין ובהתקרבותה לרמות השוררות במדינות מפותחות, כגון התרחבות רצונת הניוד והשלמת תהליך הליברליזציה. הרגיעה בשוק המט"ח בתקופה הנסקרת התבטאה גם בהמשך ירידת ההסתברות לפיחות חד (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 בסוף 2003 ולכ-2 אחוזים בסוף התקופה הנסקרת (דיאגרמה 26).

פרמיית הסיכון של מדינת ישראל, הנמדדת לפי מכשירים פיננסיים שונים, התייצבה במהלך הרביע הראשון ברמה נמוכה, בדומה להתפתחותה במשקים מתעוררים אחרים.

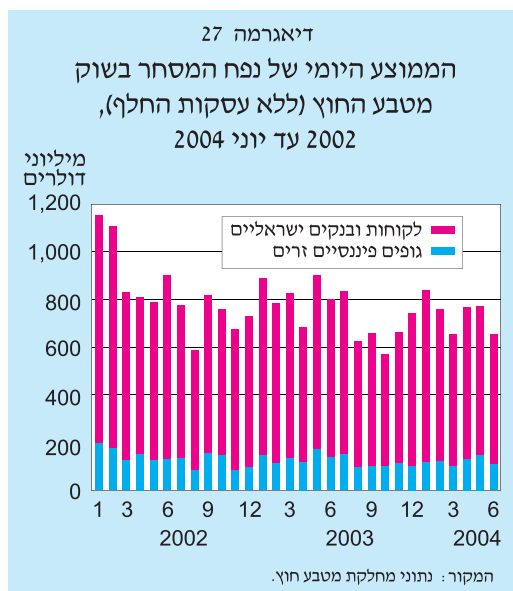
ברביע השני, בעקבות עלייה חדה של התשואות בארה"ב וציפיות להעלאת ריבית קרובה בארה"ב, החל תהליך של עליית תשואות בשוקי האג"ח העולמיים, ובתוכן גם התשואות-לפדיון של אג"ח בשווקים מתעוררים. כאן החלו התשואות לעלות עוד קודם לכן - ככל הנראה, על רקע הגידול הניכר של הנפקות המגזר העסקי ותחושה בשווקים הפיננסיים, שתהליך הפחתת הריבית קרוב למיצוי - אולם התגובה על עליית התשואות בארה"ב הייתה בישראל מתונה יחסית לשווקים מתעוררים אחרים. התגברות הציפיות להעלאת הריבית בארה"ב ובבנקים מרכזיים במדינות מפותחות אחרות הפחיתה את הנכונות של משקיעים בין-לאומיים להשקיע בנכסים מסוכנים, ובפרט במניות ובאג"ח של שווקים מתעוררים. זאת על רקע התגברות הסימנים להתבססות הצמיחה הגלובלית, בפרט בארה"ב, שלאחרונה ניכרה גם בשוק העבודה האמריקאי, ועליית מחירי הסחורות, ובראשן מחיר הדלק, שהאמיר, בתחילת יוני, לשיאים שכמותם נרשמו לאחרונה רק בתקופת מלחמת המפרץ הראשונה. נוסף על כך עלתה הערכת הסיכון בקרב משקיעים בין-לאומיים על רקע ההסתבכות האמריקנית בעיראק, חשש ממתקפות טרור גדולות בעולם המערבי ובעיקר בארה"ב, והתפתחויות גיאופוליטיות שליליות במספר שווקים מתעוררים. מצב זה היה בבחינת היפוך



ברביע הראשון נמשכה מגמת הירידה בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל/דולר הנסחרות בכל הערוצים והתייצבה ברביע השני סביב רמה של 5 אחוזים, רמה נמוכה הן בראייה היסטורית והן בהשוואה בין-לאומית.



ההסתברות לפיחות חד בטווח של חצי שנה התייצבה במהלך התקופה הנסקרת ברמה נמוכה של 2 אחוזים, הדומה לרמה ששררה בסוף 2001.



מחזורי המסחר היומיים בשוק מטבע החוץ דמו לממוצע היומי במהלך שנת 2003 ועלו על הממוצע בששת החודשים הקודמים לתקופה הנסקרת. הגידול לעומת המחצית השנייה של 2003 התבטא בכל המגזרים הפעילים בשוק מטבע החוץ.

המגמות ששררו בעולם בשנת 2003. רמתה של פרמיית הסיכון של ישראל נשארה נמוכה בראייה היסטורית. במהלך חודש יוני נרשמה רגיעה יחסית בשווקים העולמיים, שלוותה בירידה מסוימת של התשואות-לפדיון בשוקי האג"ח. זאת, בין היתר, על רקע הירידה של מחירי הנפט בעולם, לאחר החלטת אופ"ק להגדיל את התפוקה וכתיקון לעלייה בתשואות בחודשיים הקודמים. גם בישראל נרשמה ירידה קלה בתשואות, בין היתר על רקע פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש מאי, שבעקבותיו ירדו הציפיות לאינפלציה.

נפחי המסחר היומיים בשוק המט"ח במהלך המחצית הראשונה של 2004, שהסתכמו בכ-740 מיליוני דולרים, דומים לממוצע היומי במהלך 2003 וגבוהים בכ-60 מיליוני דולרים מהממוצע בששת החודשים הקודמים (דיאגרמה 27). הגידול לעומת המחצית השנייה של 2003 הקיף הן את המוסדות הפיננסיים הזרים והן את לקוחות הבנקים.

2.ד התפתחות פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ

הלוח להלן מתאר את הפעילות נטו של המגזרים העיקריים בשוק המט"ח בתקופה הנסקרת. מהלוח עולה כי המגמות בתקופה זו נקבעו בעיקר ברביע הראשון, שהתאפיין בעוצמה גבוהה יותר של הפעילות. כפי שיפורט בהמשך, התאפיינה תקופה זו גם ביבוא הון ארוך טווח של תושבי חוץ, שקוּזז חלקית ביצוא הון ארוך טווח של תושבי ישראל. תנועות ההון קצרות הטווח הסתכמו בתקופה הנסקרת ביצוא הון של כ-2 מיליארדי דולרים. ברביע הראשון עיקר יצוא ההון היה של תושבי ישראל, ואליו התווסף יצוא הון של תושבי חוץ; ברביע השני המשיכו תושבי חוץ לייצא הון, אמנם במידה פחותה, בעוד שתושבי ישראל ייבאו הון נטו.

אינדיקטורים עיקריים לפעילות בשוק שקל – מטבע חוץ מכירות מט"ח (+) / רכישות מט"ח (-) (מיליארדי דולרים)

רביעים		מחציות			שנים		
2004		2004	2003	א	2003	2002	
II	I	א	ב		2003	2002	
0.5	1.3	1.8	-0.2	1.8	1.5	-1.4	הפעילות הבסיסית ארוכת הטווח (רגישותה לריבית נמוכה)
0.4	0.3	0.7	0.6	0.8	1.3	0.7	סך כל החשבון הפיננסי ארוך הטווח (1+2)
0.5	2.5	3.0	2.2	1.9	4.1	2.1	1. תושבי חוץ
-0.1	-2.2	-2.3	-1.6	-1.1	-2.8	-1.4	2. תושבי ישראל
0.1	1.0	1.1	-0.8	1.0	0.2	-2.1	החשבון השוטף וחשבון ההון
-0.7	-1.5	-2.2	0.6	-0.6	0.0	1.2	הפעילות קצרת הטווח (רגישותה לריבית גבוהה)
0.3	-2.4	-2.1	0.0	-0.2	-0.1	0.8	סך כל הפעילות הקצרה ללא בנקים (1+2)
-0.2	-0.6	-0.8	-0.6	2.4	1.8	0.5	1. תושבי חוץ
0.5	-1.8	-1.3	0.6	-2.6	-1.9	0.3	2. תושבי ישראל
-1.0	0.9	-0.1	0.6	-0.4	0.1	0.4	3. הבנקים

תושבי חוץ

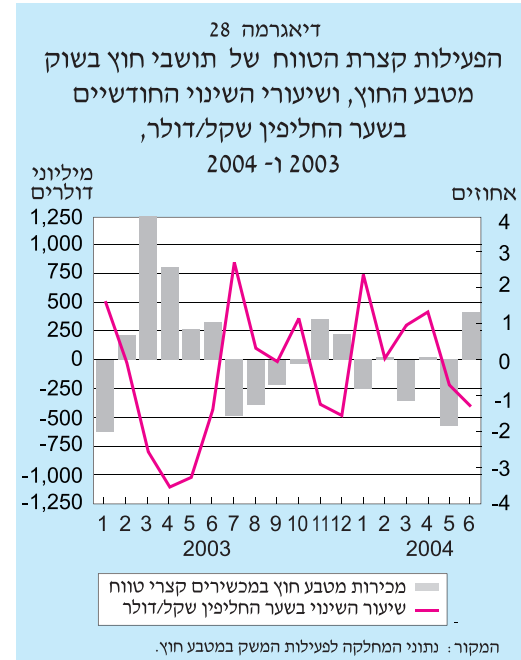
במהלך התקופה הנסקרת מכרו תושבי חוץ מט"ח נטו בהיקף של כ-2 מיליארדי דולרים, לעומת כ-6 מיליארדים במהלך שנת 2003 כולה. פעילותם של תושבי חוץ בשוק שקל-מט"ח נחלקה בין מכירות מט"ח נטו באמצעות מכשירים ארוכים, שהסתכמה ב-3 מיליארדי דולרים, לבין רכישות מט"ח נטו באמצעות מכשירים פיננסיים קצרים, בהיקף של 0.8 מיליארד דולרים.

יבוא ההון של תושבי חוץ לזמן ארוך, שעיקרו ברביע הראשון, מבטא את העניין הגובר של משקיעים מחו"ל במשק הישראלי, על רקע ההתאוששות בכלכלה ובפרט בארה"ב, כולל מגזר הטכנולוגיה העילית. התאוששות שוק ההנפקות בארה"ב באה לידי ביטוי גם בחברות הישראליות, שגייסו במהלך התקופה הנסקרת כ-1.9 מיליארדי דולרים, לעומת כ-0.7 מיליארד בשנת 2003 כולה. השיפור בשוק ההנפקות התבטא גם בחברות ה"סמי-ישראליות"¹¹ ובחברות הקשורות לישראל, שגייסו עד כה 2.1 מיליארדי דולרים, לעומת גיוס של 1.2 מיליארדים בשנת 2003 כולה. עם זאת הראו מספר אינדיקטורים כי לקראת סוף התקופה הנסקרת הייתה בשוק ההנפקות בארה"ב נסיגה מסוימת, שהשפיעה גם על הגיוסים בפועל ועל הגיוסים המתוכננים של מספר חברות ישראליות.

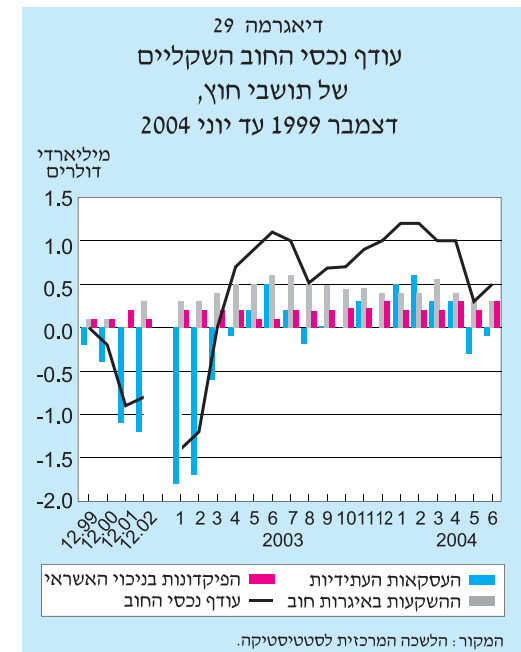
פעילותם של תושבי חוץ באמצעות מכשירים קצרים (דיאגרמה 28) מבטאת את הערכותיהם לגבי ההתפתחויות הצפויות בטווח הקצר בפערי הריבית ובשערי החליפין של השקל מול מטבעות שונים, ובעיקר הדולר. יצוא ההון של תושבי חוץ באמצעות מכשירים קצרים במהלך התקופה הנסקרת, מבטא, ככל הנראה, את הערכתם של תושבי חוץ כי בטווח הקצר, הואיל ופערי הריבית הצטמצמו בעקבות התהליך הממושך של הפחתת הריבית על השקל, פחתה האטרקטיביות של ההשקעה בשקל. זאת נוסף על השינוי שחל בהערכותיהם לגבי השקל במהלך חודש אפריל: לאחר שברביע הראשון היו מוסדות פיננסיים זרים שהעריכו כי בטווח של שנה צפוי ייסוף של השקל כלפי הדולר, ואחרים העריכו כי צפוי דווקא פיחות, הרי בתחילת הרביעי השני העריכו רוב רובם של מוסדות אלה כי השקל יפוח. נראה כי מקצת מהערכות אלה שבו והשתנו לקראת סוף הרביעי, בעיקר על רקע היחלשות הדולר בעולם. חלק הארי של רכישות המט"ח היה באמצעות עסקאות עתידיות, ומקצתו - באמצעות אופציות שקל-דולר. נוסף על כך החלו תושבי חוץ, ברביע השני, למכור חלק מהחזקותיהם בנכסים שקליים הנסחרים בבורסה בתל אביב - בעיקר אג"ח מסוג "שחר" - תופעה שנצפתה גם בשווקים מתעוררים אחרים. בין גורמי הרקע לכך היו רמת התשואות-לפדיון על אג"ח אלה וההערכות של תושבי חוץ כי לא צפויה ירידה משמעותית בהן (בניגוד להערכותיהם בתחילת 2003), התגברות ציפיות האינפלציה בישראל והערכות כי זו תביא להעלאת הריבית המקומית, וכן עליית התשואות בשוק האג"ח האמריקאי, שצמצמה את פער התשואות בין ישראל לארה"ב.

עם זאת, גם לאחר מכירות המט"ח באמצעות מכשירים קצרים המשיכו תושבי חוץ, במהלך התקופה הנסקרת, להחזיק בפוזיציה קצרת טווח לטובת השקל, אמנם בהיקף קטן יותר מאשר קודם לכן (דיאגרמה 29).

¹¹ חברות המוגדרות כ"סמי-ישראליות" הן חברות שנרשמו בחו"ל, ולכן מבחינת מאזן התשלומים נחשבות כחברות זרות - אלא שחלק גדול מפעילותן מתבצע בישראל, ולכן יש להן השפעה על שוק המט"ח בישראל, והן נתפשות כישראליות בעיני תושבי חוץ.



תושבי חוץ רכשו במהלך התקופה הנסקרת מטבע חוץ באמצעות מכשירים פיננסיים קצרי טווח בהיקף של כ-0.8 מיליארדי דולרים; מרביתם באמצעות מכשירים פיננסיים נגזרים וכ-0.2 מיליארד באמצעות מכירת איגרות חוב ממשלתיות.



בתום התקופה הנסקרת המשיכו תושבי חוץ להחזיק בפוזיציה קצרת טווח לטובת השקל, אף לאחר מכירות מטבע חוץ באמצעות מכשירים קצרי טווח.

תושבי ישראל

בתקופה הנסקרת רכשו תושבי ישראל מט"ח נטו בהיקף של כ-3.5 מיליארדי דולרים, לעומת כ-4.7 מיליארדים בשנת 2003 כולה. רכישות המט"ח של תושבי ישראל נחלקו בין רכישות באמצעות מכשירים ארוכים, דהיינו השקעות במניות בחו"ל, שהסתכמו נטו בכ-1.3 מיליארדי דולרים, לבין רכישות באמצעות מכשירים פיננסיים קצרים, בהיקף של כ-1.3 מיליארדים נטו. פעילותם באמצעות המכשירים הקצרים לא הייתה אחידה מבחינת כיוונה: בחלק מהמכשירים נרשמו רכישות מט"ח (רכישת אג"ח זרות, צבירה בפקדונות בארץ ובחו"ל, מתן אשראי במט"ח לתושבי חוץ וקבלת אשראי במט"ח ממערכת הבנקאות), ואלה התקזזו חלקית במכירות מט"ח באמצעות מכשירים אחרים (קבלת אשראי במט"ח מחו"ל, ובעיקר מכירת מט"ח עתידית באמצעות עסקאות עתידיות ואופציות).

בחודשיים הראשונים של השנה התגבר תהליך התאמת התיקים של תושבי ישראל, בתגובה על החלת הרפורמה במס וצמצום פער הריביות, על רקע הפחתת הריבית בישראל, שעיקרה במהלך 2003. התאמה זו התבטאה הן בגידול הנכסים במט"ח של יחידים והן בירידת ההתחייבויות במט"ח של המגזר העסקי. כחלק מתהליך זה, נמשכה בחודשים ינואר ופברואר מגמת הצבירה נטו של יחידים בקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח, אך זו התמתנה מאוד בחודשים שלאחר מכן.

גם בפעילות המגזר העסקי נרשם החל מחודש מארס שינוי. לאחר שבחודשיים הראשונים של השנה פרע המגזר העסקי אשראי במט"ח, החל מגזר זה, במארס, ליטול שוב אשראי במט"ח, אך במקביל החל מגדיל את פיקדונותיו במט"ח. עם זאת יש לציין כי במהלך רוב התקופה הנסקרת מכר המגזר העסקי מט"ח נטו באמצעות עסקאות עתידיות ואופציות.

קצב ההשקעות של המשקיעים המוסדיים בחו"ל היה בתקופה הנסקרת נמוך ביחס להערכותיהם המוקדמות. זאת משום שהעיתוי של השקעותיהם, המשקפות מימוש של אסטרטגיה ארוכת טווח של פיזור השקעות וסיכונים, הושפע גם מגורמים קצרי טווח, ביניהם האטה בקצב הצמצום של פער הריביות בין השקל לדולר, האטה בקצב עליית המחירים בשווקים הפיננסיים בחו"ל, בעיקר בשוק המניות בארה"ב, המדשדש בחודשים האחרונים, ורכישת נכסים במט"ח במקום האג"ח מסוג "גלבוני", המגיעות לפדיון במהלך 2004. השקעות הגופים המוסדיים וקרנות הנאמנות המתמחות במט"ח יושפעו גם מהשינוי הצפוי בכללי המס בתחילת שנת 2005 - ביטול אפליית המס לטובת השקעות בארץ לעומת השקעות בחו"ל.

ה. ההתפתחויות בעולם

בחודשים האחרונים הואץ תהליך ההתאוששות בכלכלה העולמית. ההתאוששות לא הייתה אחידה: בארה"ב ובדרום מזרח אסיה התבססה הצמיחה והתבטאה גם בשוקי העבודה ובביקושים המקומיים. לעומת זאת באירופה עדיין ניכרת חולשה בשוק העבודה ובביקושים המקומיים. ב-OECD צופים כי הצמיחה הגלובלית תימשך ואף תתפשט גם באירופה, בעוד שבארה"ב ובאסיה היא תתמתן בתגובה

על מדיניות מוניטרית פחות מרחיבה. עוד צופים ב-OECD כי ההתאוששות הגלובלית תלווה ביציבות מחירים - למרות העלויות החדות שנרשמו לאחרונה במחירי הסחורות, ובעיקר במחירי הנפט - וזאת משום שבמרבית מדינות OECD עדיין מצויים עודפי כושר ייצור. תרחיש אופטימי זה עלול להיפגע אם תימשך העלייה במחירי הסחורות והאנרגיה ו/או יתחדדו פערי הצמיחה בין הגושים הכלכליים, מה שיגרום לחוסר יציבות ולתנודתיות גבוהה בשערי החליפין. במקרה זה, עליית אי-הוודאות בשוקי הכספים עלולה לפגוע בהקצאת המקורות, בעיקר למשקי גוש האירו ויפן.

בארה"ב, שהיא ה"קטר" לצמיחה הגלובלית, החלו להתקבל ברביע השני של השנה נתונים מעודדים גם לגבי שוק העבודה - לאחר תקופה ממושכת שבה היה נדמה כי הצמיחה הכלכלית המואצת לא באה לידי ביטוי בשוק זה. לאחרונה העריך ה-Fed כי התוצר מתרחב בתוואי יציב ובר-קיימא, וכי למרות ההאצה שנרשמה לאחרונה בקצב האינפלציה, אין, לעת עתה, חשש להתפרצות אינפלציונית, שכן עדיין קיים עודף כושר ייצור ואין ציפיות אינפלציוניות; גם עלייה בשכר בעקבות השיפור בשוק העבודה, צפוי שתבוא על חשבון רווחיות החברות ולא תיתרגם להעלאות מחירים. ההערכות בשווקים הפיננסיים, כפי שהן משתקפות בחוזים העתידיים, הן לעלייה של ריבית ה-Fed לרמה של 2.1 אחוזים בסוף השנה, לעומת 1.25 אחוזים כיום.

הצמיחה בגוש האירו עדיין מפגרת אחרי הצמיחה הגלובלית - אף שנתונה הפתיעו לטובה - ובניגוד לארה"ב ולאסיה עדיין ניכרת חולשה בשוק העבודה ובביקושים המקומיים. ה-ECB מעריך כי תהליך ההתאוששות האיטי יימשך, ואילו סיכון האינפלציה נוטה לעלות בשל עליית מחירי הנפט וסחורות אחרות. בתחילת מאי הצטרפו 10 מדינות חדשות ל-15 החברות באיחוד האירופי. בטווח הקרוב לא צפויה למהלך זה השפעה כלכלית ניכרת, שכן הצטרפות מדינות אלה לאיחוד המוניטרי עדיין רחוקה.

ביפן התפשטה ההתאוששות הכלכלית ממגזר היצוא גם לחלקים אחרים של המשק. השיפור ניכר בשוק העבודה ובתחושת הביטחון בקרב הצרכנים והמגזר העסקי. עם זאת, רמת המחירים ממשיכה לרדת, מגמה שצפויה להימשך עד תחילת השנה הבאה. החשש הוא מהאטה ניכרת בצמיחה הכלכלית בסין, שהיא יעד מרכזי ליצוא היפני; זאת לנוכח האפשרות שקצב הצמיחה הנוכחי בסין יביא להתחממות יתר של המשק הסיני, שתאלץ את קברניטיו לנקוט מהלך של ריסון חד.

ההתפתחות הכלכלית הגלובלית המואצת באה לידי ביטוי בעליית מחירי הסחורות, ובעיקר מחירי הדלק, שהושפעו גם מחוסר יציבות פוליטית וביטחונית בכמה מיצרניות הנפט הגדולות (עירק, סעודיה וניגריה). השווקים הפיננסיים הבין-לאומיים הגיבו בירידת מחירים חדה בשוקי האג"ח ובשוקי המניות ובהתחזקות ניכרת של הדולר מול מרבית המטבעות. לאחרונה התמתנו מגמות אלה במספר שווקים פיננסיים, ובאחרים אף התהפכו.

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הקרובות

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

א.1 ההתפתחויות בעולם

התרחיש הסביר ביותר לשנתיים הקרובות הוא של צמיחה בת-קיימא בארה"ב והתאוששות הולכת וגוברת ביפן ובאירופה, תוך שמירה על רמות אינפלציה נמוכות וירידה של שיעורי האבטלה. תחזית הצמיחה במדינות OECD לשנת 2004 עומדת על כ-3.5 אחוזים וירידה קלה בשנת 2005 - לאחר צמיחה של כ-2 אחוזים בלבד בשנת 2003. בארה"ב צפויה הצמיחה להגיע בשנת 2004 לשיעור של 4.7 אחוזים, ופער התוצר השלילי-עדיין צפוי להיסגר ב-12 החודשים הקרובים¹². באיחוד האירופי צפוי ב-2004 שיעור צמיחה מתון בהרבה, 1.6 אחוזים, ופער התוצר צפוי להישאר שלילי.

שיעור האינפלציה הצפוי בשנת 2004 במדינות OECD עודכן לאחרונה כלפי מעלה, בעיקר בהשפעת העלאת התחזית לגבי ארה"ב, אולם רמתו עדיין נמוכה - כ-1.7 אחוזים, בדומה לשיעור האינפלציה החזוי בארה"ב ובאיחוד האירופי. שיעורי אינפלציה אלה צפויים לשרור גם במהלך 2005. ביפן צפוי המשך ירידת המחירים, שהחלה לפני מספר שנים, והתחזית ל-2004 היא לירידת מחירים של 1.8 אחוזים, שתתמתן ב-2005 לכדי 1.1 אחוזים. בארה"ב החל הבנק המרכזי בתהליך של העלאת הריבית אף כי, לנוכח שיעורי האינפלציה הנמוכים, תהליך זה צפוי להיות הדרגתי, עם האצה מסוימת במהלך 2005. לעומת זאת בגוש האירו ההערכה היא כי הבנק המרכזי לא ישנה את הריבית בשנה הקרובה, ואם כן - רק בשיעור מתון ביותר.

א.2 המדיניות הפיסקלית

שנת 2004 צפויה להסתיים בגירעון של כ-4 אחוזי תוצר בתקציב הממשלה, בהתאם ליעד שנקבע בחוק התקציב. העמידה ביעד הגירעון צפויה למרות הפחתות המס הסטטוטוריות שעליהן הוחלט במהלך השנה בשיעור של קרוב לאחוז תוצר, וזאת הודות לתפנית בפעילות הריאלית ולעלייה בגביית המסים. לקראת הכנת תקציב לשנת 2005 צפויה הממשלה לאשר תקציב עם עלייה ריאלית של לא יותר מאחוז אחד בהוצאות. מגבלה נוספת על התקציב היא עמידה בתקרת גירעון של 3 אחוזי תוצר. לנוכח הפחתות המסים הסטטוטוריות והעלייה בהוצאות השכר בשירות הציבורי עם סיום הסכם הפחתת השכר בו ביוני 2005, צפוי כי המגבלה האפקטיבית על הוצאות הממשלה תהיה עמידה ביעד גירעון של 3 אחוזי תוצר.

12 המקור: OECD Economic Outlook No. 75, May 2004.

א.3 הפעילות הריאלית

על רקע צמיחה בת-קיימא בארה"ב והתאוששות הולכת וגוברת של הפעילות ביפן ובאירופה, צפוי התוצר הגולמי בשנת 2004 לעלות בשיעור של 3.7 אחוזים, והתוצר העסקי - בלמעלה מ-5 אחוזים. היצוא צפוי לגדול בכ-9 אחוזים, והצריכה הפרטית - ביותר מ-4 אחוזים; ההשקעה בנכסים קבועים - שתגובתה על התאוששות אטית יותר, לנוכח אי מיצוי כושר הייצור בעת מיתון - צפויה לגדול במעט פחות מ-4 אחוזים, והיבוא האזרחי צפוי לגדול בכ-9 אחוזים. הצריכה הציבורית - המשקפת את המשך המדיניות של הקטנת ההוצאה הציבורית - צפויה לרדת בקרוב לאחוז. על פי תחזית זו צפוי שיעור האבטלה לרדת רק קלות במהלך השנה. העלייה של שיעור ההשתתפות בשוק העבודה ומגמת הירידה בשיעור האבטלה מצביעות על צמצום פער התוצר. המשך מגמה זו מחליש את הלחץ של הפעילות הריאלית לירידת מחירים, ששרר בשנים האחרונות, ואף צפוי להביא לשינוי כיוונו.

א.4 ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

על פי תחזית הבנק לגבי הפעילות ארוכת הטווח בשוק המט"ח צפוי בשנה הקרובה 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.

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 ישראליים לזרים בשנת 2005, וכחלק ממגמה ארוכת טווח של התאמת תיק הנכסים. תהליך התאמת התיקים כתוצאה מביטול אפליית המס צפוי להיות מדורג ולהתפרש על פני תקופה לא קצרה, וזאת ממספר סיבות - תהליך למידה, העדפה להשקיע בנכסים פיננסיים מקומיים, קצב השינוי בתשואות היחסיות וניצול הזדמנויות השקעה. הערכה זו מבוססת על ההנחה כי המשקיעים המקומיים לא ישנו את דפוסי ההשקעה שלהם בעקבות הרפורמה. עם זאת ייתכן שדפוסים אלו ישתנו בעקבותיה - כלומר שתפחת נטייתם הטבעית להשקעה מקומית, דבר שעלול להעצים את השפעת הרפורמה במס על יצוא ההון.

אשר לפעילות קצרת הטווח - הניסיון מהשנים האחרונות מלמד שמלבד פער הריביות בין המשק לחו"ל, תנועות ההון הקצרות מושפעות משורה של גורמים מקומיים וגלובליים, לרבות שינויים בדולר כלפי מטבעות אחרים, ולפיכך קשה להעריך את כיוונו ואת עוצמת השפעתן על התפתחות שער החליפין. עם זאת, לנוכח הציבות היחסית של השקל והתפתחויות גיאופוליטיות מקומיות ואזוריות נראה כי בתקופה הנראית לעין התנדטויות בשער החליפין תושפע בעיקר מהתפתחויות בדולר במישור הגלובלי.

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

1.1 הערכות האינפלציה העתידית

האינפלציה בשנת 2004 וכן ב-12 החודשים הבאים צפויה להימצא בגבולות יעד האינפלציה. כך עולה מכל הערכות האינפלציה – לפי שוק ההון, החוזאים הפרטיים וסקר החברות של בנק ישראל. מרבית ההערכות מתבססות על העלאה של ריבית בנק ישראל ב-0.5 עד 1 נקודת אחוז במהלך השנה הקרובה, החל ברביע האחרון השנה, על פיחות מתון בשער החליפין, על התאוששות בפעילות הריאלית ועל מדיניות פיסקלית החותרת להשגת היעדים שנקבעו.

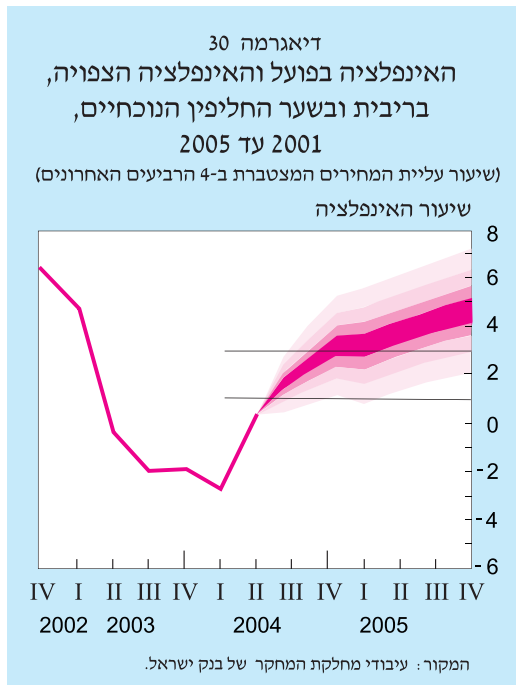
הערכות האינפלציה ל-2004 ולשנה קדימה (אחוזים)

היעד	שוק ההון	החוזאים הפרטיים	סקר החברות
2004, ממוצע (תחום)	2 (1-3)	2.1 (1.8-2.5)	1.6
12 החודשים הבאים, ממוצע (תחום)	2 (1-3)	1.9 (1.5-2.3)	2.7

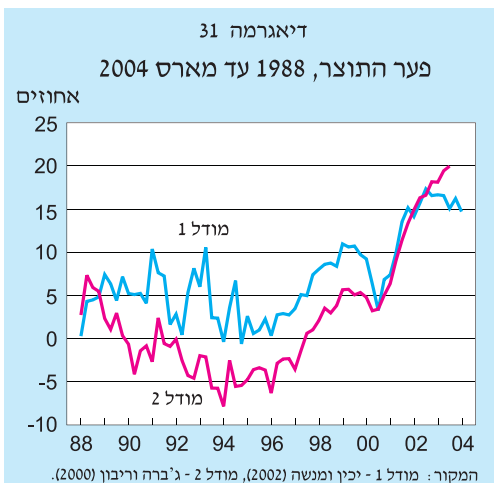
גם ההערכות בבנק ישראל עולות בקנה אחד עם הציפיות והתחזיות השונות. על פי סימולציות שנערכו בבנק באמצעות מודלים אקונומטריים, בהנחה שהריבית ושער החליפין יישמרו ברמותיהם הנוכחיות, האינפלציה ב-12 החודשים הבאים תימצא מעט מעל ליעד, והאינפלציה בשנת 2005 תסתכם ביותר מ-4 אחוזים. סימולציות אלו, בשילוב עם אינדיקטורים נוספים, שתוארו לעיל, משמשות נקודת מוצא לניתוח ההתפתחויות הצפויות ולקביעת תוואי הריבית הנדרש להשגתו של היעד, ולפיהן נראה כי כדי לעמוד ביעד תידרש בעתיד עלייה בריבית הנומינלית הקצרה, אשר עשויה להתבטא גם בעלייה מסוימת של הריבית הריאלית הקצרה. מידת הצורך בכך תיבחן מחדש מדי חודש, כבעבר.

דיאגרמת המניפה¹³ (דיאגרמה 30) מאפשרת לבחון את אי-הוודאות לגבי השגת יעד האינפלציה בהתבסס על משוואת האינפלציה, שהיא חלק מהמודלים המשמשים את בנק ישראל בחיזוי האינפלציה. מנתוני התחזית המוצגים בדיאגרמה לשנים 2004 ו-2005, בהינתן רמת הריבית הנוכחית וללא שינוי בשער החליפין, עולה כי הסתברות שיעד האינפלציה יוחטא מלמעלה גבוהה משמעותית מההסתברות שהוא יוחטא מלמטה. ככל שמתקדמים בזמן, ההסתברות להחטאת יעד האינפלציה מלמעלה הולכת וגדלה. תוצאות אלו נובעות בעיקר מריבית ריאלית נמוכה ומההתאוששות בפעילות הריאלית, שילוו גם בירידה של שיעור האבטלה, ולפיהן, כאמור, תידרש בעתיד עלייה בריבית כדי להבטיח עמידה ביעד יציבות המחירים.

13 להסבר מפורט על דיאגרמת המניפה ראו תיבה 4 בדוח האינפלציה 11.



תחומי הערכים של האינפלציה העתידית סביב התחזית הנקודתית מצוינים בגוונים של אדום. עוצמת הצבע הולכת ונחלשת ככל שערך האינפלציה מתרחק מערך התחזית הנקודתית. מנתוני התחזית לשנים 2004 ו-2005, בהינתן רמת הריבית הנוכחית וללא שינוי בשער החליפין, עולה כי ההסתברות שיעד יציבות המחירים יוחטא מלמעלה גבוהה משמעותית מההסתברות שהוא יוחטא מלמטה.



ב.2 מאזן סיכוני האינפלציה

הגורמים העיקריים שעלולים לפעול לחריגה מעבר לגבול העליון של יציבות המחירים:

- המשך צמצום פער התוצר, המתבטא, בין היתר, בירידה של שיעור האבטלה, צפוי להמשיך ולהתבטא ביצוא ויבוא גבוהים ובעלייה של הצריכה הפרטית וההשקעות. אלו יכולים להחליש את הלחץ לירידת המחירים, ואולי אף ללחוץ לעליית מחירים.

- העלאת הריבית מעבר לצפוי בארצות הברית תביא לצמצום מעבר לצפוי בפער הריביות, שיכול ללחוץ לפיחות השקל. נוסף על כך, השוואת כללי המס על תעודות סל של ניירות ערך זרים הנסחרים בבורסה בתל אביב השנה והשוואת כללי המס על השקעות בחו"ל בתחילת 2005 צפויות לפעול להגדלת ההשקעות בחו"ל.

- הרעה משמעותית בתחום הפיסקלי על רקע שינויים פוליטיים בארץ או בעולם.

הגורמים העיקריים התומכים בהימצאותה של האינפלציה בתחום היעד ואף מתחתיו:

- שיפור במצב הגיאוגרפי והביטחוני, אם יתמיד, עשוי להביא להתגברות יבוא ההון, גם לטווח הארוך, ולפעול להגדלת ההיצעים בשוק המט"ח.

- ההתאוששות במשקים שונים בעולם ובפרט בארצות הברית מגבירה את הסיכוי 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.

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

נספח 1

ההודעות לעיתונות על התוכנית המוניטרית ינואר – יולי 2004

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 השניה 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 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 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 מרמות הפעילות הנמוכה במשק, המשפיעה זמנית על היקף הכנסות הממשלה ממיסים, ובמידה פחותה כבעיה של גרעון מבני שהוא בעייתי בטווח הארוך.

בבנק ישראל מציינים 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 ובפיחות ניכר ביחס לאירו, המשקפים שנויים בשוק 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.

תכנית מוניטרית לחודש פברואר 2004

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש פברואר 2004 לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב- 0.3 אחוזים לרמה של 4.5 אחוזים. ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל מאז דצמבר 2002 מסתכמת, עם ההפחתה הנוכחית, ב- 4.6 נקודות אחוז.

מבנק ישראל נמסר כי המשך תהליך הפחתת הריבית מתאפשר בשל רמת הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנמצאת בתחום התחתון של יעד 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. בבנק ישראל מציינים כי במקביל לתהליך הפחתת הריבית וצמצום פערי הריבית עם חו"ל, גדלו אמצעי התשלום בקרוב ל- 9 אחוזים בשנה האחרונה, וכן נרשם פיתוח בשער השקל ביחס לסל בשעור של כ- 8%, מאז סוף יוני ועד היום. המשך הפחתת הריבית ההדרגתית, על רקע רמת הריבית כיום וההפחתה המצטברת שלמעלה מ- 50% מסוף 2002, הורידה את הריבית הריאלית הקצרה מ- 7.2 ל- 4.1 אחוזים בתקופה זו והיא תומכת, לכן, בעידוד הצמיחה ובהגברת התעסוקה, וזאת תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, עלו במקצת בחודש ינואר, והן נמצאות כיום בגבול התחתון של היעד והציפיות לאינפלציה לשנה השנייה עומדות בתחום היעד. הערכות החוזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה עלו במקצת והן מתחת לאמצע תחום היעד וחלק מהמודלים של בנק ישראל עדיין מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך איטי של הפחתת הריבית.

במהלך שנת 2003 נרשמו שנויים בהרכב תיק הנכסים של הציבור הנובעים, בין השאר, מתהליך הפחתת הריבית ע"י בנק ישראל. בולטת השנה העלייה במשקל המניות בתיק עקב העלייה בשעריהן אשר תרמה כמעט שני שליש מהגידול בתיק. הירידה בשערי הריבית לטווח קצר וארוך הביאו לגידול בערך תיק הנכסים הסחירים, תוך מעבר מפקדונות בבנקים להשקעות סחירות, בין היתר, גם בשל השנויים במיסוי נכסים פיננסיים. בנוסף לכך, למרות הצמצום בפערי הריביות בין ישראל לחו"ל, נרשמה השנה התאמה הדרגתית מתונה במשקל הנכסים השקליים ובנכסים הצמודים למטבע-חוץ בתיק, תוך המשך התפקוד הסדיר של השווקים, ורק בחודשים האחרונים מסתמן גידול מסוים בהשקעות תושבי ישראל בחו"ל.

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 למעלה מ- 4.5 אחוזים, לרמה של כ- 6.9 אחוזים, והתשואות הריאליות לטווח ארוך ירדו בקרוב ל- 2.0 אחוזים באותה תקופה לרמה של כ- 4.0 אחוזים. נראה כי הירידה בריביות לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות מצביעה על כך שהציבור מעריך את הגרעון התקציבי בשנת 2003 (שהיה גדול 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 מציינים כי, לאחר אישור תקציב 2004 ע"י הכנסת, שמירת המסגרת שלו חיונית לביסוס היציבות שהושגה. התמדה ונחישות לחזור לתוואי יורד של גרעון ממשלתי וחוב, תוך ביצוע רפורמות בשוק העבודה וביצוע תכניות ההשקעה בתשתיות, תורמים

להעלאת המשק על מסלול של צמיחה. סטייה ממסלול זה, על רקע רמת החוב הממשלתי הגבוהה, כ- 105 אחוזי תוצר, עלולה להביא לעלייה בתשואות הנומינליות והריאליות ולהקשות על תהליך ההתאוששות של המשק, שהחל להסתמן לאחרונה.

בשוק מטבע-חוץ נמשכה בחודשיים האחרונים הרגיעה תוך התחזקות השקל ביחס לדולר ובפיחות 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 הושפעה גם מהערבויות 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. בהקשר זה ניתן להשוות את רמת הריבית בישראל ביחס לזו שבמדינות אחרות (לוח 3): ריבית בנק ישראל נמוכה במקצת משערי הריבית בבנקים מרכזיים בחלק מהמדינות המפותחות (אוסטרליה – 5.25 וניו-זילנד – 5%), גבוהה בכ- 0.75 נקודות אחוז בלבד מזו שבאנגליה, והיא במרכז תחום הריבית של בנקים מרכזיים במדינות המתעוררות ובמדינות מתפתחות אחרות. נוסף לכך הפער בין הריביות על איגרות חוב ממשלתיות סחירות כמו, למשל, בארה"ב ובישראל, הצטמק בקצב מהיר יותר מזה הנגזר מריביות הבנקים המרכזיים.

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

תכנית מוניטרית לחודש מרץ 2004

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש מרץ 2004 לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.2 אחוזים לרמה של 4.3 אחוזים. ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל מאז דצמבר 2002 מסתכמת, עם ההפחתה הנוכחית, ב- 4.8 נקודות אחוז.

מבנק ישראל נמסר כי הפחתת הריבית התאפשרה, למרות עלייה מסויימת בציפיות לאינפלציה ובשערי הריבית לטווח ארוך, וזאת על רקע המשך הרגיעה בשוקי מטבע-חוץ ובשוקי הכספים וההון, הירידה בפועל במדד המחירים לצרכן בשנה האחרונה, והמשך רמת הפעילות הממונת במשק אשר יוצא באיטיות ממתון. בבנק ישראל מציינים כי במקביל לתהליך הפחתת הריבית, וצמצום פערי הריבית עם חו"ל, גדלו אמצעי התשלום בכ- 10 אחוזים בשנה האחרונה, וכן נרשם פיחות בשער השקל ביחס לסל בשעור של כ- 8 אחוזים מאז סוף יוני 2003. הפחתת הריבית של בנק ישראל מסוף 2002, הביאה לירידה בריבית הריאלית לטווח קצר מ- 7.2 אחוזים לכ- 3.1 אחוזים והיא תומכת, לכן, בעידוד הצמיחה והתעסוקה, וזאת תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, עלו בינואר ובמהלך חודש פברואר, והן נמצאות כיום מעל לגבול התחתון של היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה השניה עלו גם כן והן עומדות בתחום העליון של היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה גם עלו במקצת והן מתחת לאמצע תחום היעד וחלק מהמודלים של בנק ישראל עדיין מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לעוד 12 חודשים ולשנה שלאחר מכן, תוך המשך איטי של הפחתת הריבית.

במהלך שנת 2003 נרשמו שנויים בהרכב תיק הנכסים של הציבור הנובעים, בין השאר, מתהליך הפחתת הריבית ע"י בנק ישראל. בולטת העלייה במשקל המניות בתיק עקב העלייה בשעריהן אשר תרמה כמעט שני שליש מהגידול בתיק. הירידה בשערי הריבית לטווח קצר וארוך הביאו לגידול בערך תיק הנכסים הסחירים, תוך מעבר מפקדונות בבנקים להשקעות סחירות, בין היתר, גם בשל השנויים במיסוי נכסים פיננסיים. בנוסף לכך, למרות הצמצום בפערי הריביות בין ישראל לחו"ל, נרשמה השנה התאמה הדרגתית מתונה במשקל הנכסים השקליים ובנכסים הצמודים למטבע-חוץ בתיק, תוך המשך התפקוד הסדיר של השווקים, ורק בחודשיים האחרונים מסתמן גידול מסויים בהשקעות תושבי ישראל בחו"ל.

בחודש האחרון נעצרה מגמת הירידה בתשואות על איגרות החוב הממשלתיות, ונרשמה עלייה מסויימת ובפרט בתשואות איגרת החוב הלא-צמודה הארוכה ביותר, אשר עלתה לכ- 7.3 אחוזים לעומת כ- 7.0 אחוזים בסף שנת 2003. זאת לאחר ירידה ניכרת בתשואות במהלך שנת 2003, על רקע החזרה לשליטה תקציבית, קבלת הערבויות מממשלת ארה"ב וירידה בסיכון של המשק. בבנק ישראל

מציניים כי חיוני להתמיד בחזרה לתוואי יורד של הגרעון והחוב הממשלתי, כדי לשמר את היציבות ולתמוך בהמשך הירידה בשערי הריבית בכל הטווחים. בהקשר זה צריך לציין כי מגמת הירידה נעצרה גם בתשואות המק"מ, ולראשונה מאז אמצע 2002 תשואות המק"מ ל-12 חודש גבוהה מריבית בנק ישראל. סטייה מתוואי גרעון יורד, על רקע רמת החוב הממשלתי הגבוהה של כ-105 אחוזי תוצר, עלולה להביא לעלייה בתשואות הנומינליות והריאליות ולהקשות על תהליך ההתאוששות של המשק, שהחל להסתמן לאחרונה.

בשוק מטבע-חוץ נמשכה בחודשיים האחרונים הרגיעה תוך היחלשות השקל ביחס לדולר מאז ראשית השנה ופיחות מהיר יותר ביחס לאירו, המשקף שנויים בשוקי המטבע הבינלאומיים. פרמיית הסיכון של ישראל כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS (Credit Default Swap) ל-5 שנים, נשארה גם החודש ברמה של כ-60 נקודות בסיס, לאחר מגמת ירידה רצופה מאז הרבעון הראשון של 2003. 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. בהקשר זה ניתן להשוות את רמת הריבית בישראל ביחס לזו שבמדינות אחרות (לוח 3): ריבית בנק ישראל נמוכה משערי הריבית בבנקים מרכזיים בחלק מהמדינות המפותחות (אוסטרליה – 5.25 וניו-זילנד – 5%), גבוהה בכ-0.3 נקודות אחוז בלבד מזו שבאנגליה, והיא במרכז תחום הריבית של בנקים מרכזיים במדינות המתעוררות ובמדינות מתפתחות אחרות.

בנק ישראל עוקב אחר ההתפתחויות בשווקים וימשיך לפעול, כפי שפעל עד עתה, כדי להביא את קצב האינפלציה לתחום המוגדר כיציבות מחירים תוך חיזוק היציבות הפיננסית. מדיניות זו, אשר גרמה לירידת הריבית הריאלית לטווח קצר, תומכת בעידוד התעסוקה ובהאצת הפעילות הכלכלית, שהיא מטרתה המרכזית של המדיניות הכלכלית.

ריבית בנק ישראל לחודש אפריל 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תכניתו המונית לחודש אפריל 2004, כי ריבית בנק ישראל תופחת ב-0.2 נקודות אחוז ותגיע לרמה של 4.1 אחוזים. בכך מסתכמת ההפחתה המצטברת בריבית בנק ישראל, שהחלה בדצמבר 2002, ב-5 נקודות אחוז.

הפחתה זו עקבית עם הצורך לגרום לכך שהאינפלציה תתכנס ותתייצב בין גבולות תחום יעד יציבות המחירים – בין 1 ל-3 אחוזים. הציפיות להתפתחות האינפלציה לשנה קדימה, כפי שהן נגזרות מתשואות איגרות החוב בשוק ההון, נמצאות עדיין בסביבה של הגבול התחתון של יעד זה – בשיעור של כ-1.2 אחוזים. הערכות החזאים הפרטיים להתפתחות האינפלציה לשנה קדימה הן כ-1.8 אחוזים, בממוצע. ראוי לציין, כי התפתחויות אלה בתחום האינפלציה נתמכות גם בהחלשות האיטית של השקל מול הדולר – ומהירה יותר מול סל המטבעות – ברביע הראשון של השנה. זאת, כאשר נמשכת היציבות בשוק מטבע החוץ בפרט ובשווקים הפיננסיים בכלל.

מההערכות להתפתחות מדיניות התקציב על פני השנה עולה תמונה, לפיה יעד הגירעון בשיעור 4 אחוזי תוצר, שקבעה הממשלה, הינו בר השגה. הערכות אלה משתקפות גם בהתנהגות השווקים הפיננסיים, ובמיוחד בהתפתחות התשואות על איגרות החוב שהממשלה מנפיקה בכדי לממן את הגירעון.

לצד המשך היציבות הפיננסית, ניכר חוסנו הפיננסי של המשק בעיני שוקי ההון הבינלאומיים. כך, הסיכון הפיננסי של המשק הישראלי בעיני המשקיעים המקומיים והזרים, כפי שהוא משתקף מהפרסומים האחרונים של חברות פיננסיות בינלאומיות וכפי שהוא נמדד בשוק ה-CDS (Credit Default Swap) ל-5 שנים, המשיך להצטמצם והגיע לרמה נמוכה.

סימן נוסף ליציבותו של המשק, במיוחד בנסיבות של משק פתוח לתנועות הון, הוא תהליך ההתאמה ההדרגתי בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור – על רקע תהליך הפחתת הריבית, הרפורמה במס הכנסה על יחידים וסיום תהליך הליברליזציה במטבע חוץ – המבטא את רצון הציבור לפזר את השקעותיו בין נכסים מקומיים לנכסים זרים, וכן בין פיקדונות בבנקים לבין השקעות בשוק ההון, ובכך לצמצם את הסיכון על השקעותיו ואף לנסות ולשפר את התשואה עליהן.

בבנק ישראל ממשיכים לעקוב, תוך שימת לב מיוחדת, אחר הפער המתרחב מזה כשלושה חודשים, בין התשואות לטווח ארוך לבין התשואות לטווח קצר בשוק ההון המקומי. כך, למשל, הפער בין תשואת המק"מ לשלושה חודשים לתשואת ה"שחר" לעשר שנים,

שעמד על 2.1 נקודות אחוז בדצמבר 2003, גדל ל- 3.1 נקודות אחוז במארס 2004. המשך גידולו של פער זה, על רקע ההתרחבות של אמצעי התשלום במשק, אינו עקבי לאורך זמן עם יציבות המחירים.

בבנק ישראל מציינים, כי ההפחתה המתמשכת של הריבית מאז סוף 2002 ועד היום תורמת להיווצרות צמיחה בת-קיימא וזאת, תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית של המשק. בהקשר זה ראוי להדגיש, כי הפחתת הריבית של בנק ישראל, בשילוב עם עליית האינפלציה הצפויה לתוך תחום יעד יציבות המחירים, יוצרת תהליך של ירידה בריבית הריאלית הקצרה. ריבית זו ירדה מ-7.2 אחוזים בדצמבר 2002 ל-4.6 אחוזים בדצמבר 2003, והוסיפה וירדה ל-3.3 אחוזים במארס 2004. בכך תורמת מדיניות הריבית להשגת המטרה המרכזית של המדיניות הכלכלית.

בבנק ישראל מציינים עוד, כי בהשוואה בינלאומית, ריבית בנק ישראל ממשיכה להיות נמוכה מהריביות של הבנקים המרכזיים של מספר משקים מפותחים - אוסטרליה וניו-זילנד - ודומה לזו של הבנק המרכזי של אנגליה. כמו כן, דומה ריבית בנק ישראל לריבית הממוצעת של הבנקים המרכזיים של המשקים המתפתחים והמתעוררים האחרים. השוואה זו עם מגוון רחב של ריביות בינלאומיות חשובה, שכן תנועות ההון לטווח קצר אל המשק וממנו (של משקיעים מקומיים וזרים) מושפעות, בין היתר, משינויים בשערי הריבית במדינות השונות – מפותחות ומתפתחות.

בבנק ישראל מדגישים לבסוף, כי מדיניות הריבית הנוכחית תמשך כל עוד תואי האינפלציה עקבי עם יעד יציבות המחירים של הממשלה ושוקי ההון ממשיכים להפגין יציבות וחוסן פיננסיים.

ריבית בנק ישראל לחודש מאי 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תכניתו המוניטרית לחודש מאי 2004, כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמה של 4.1 אחוזים, לאחר הפחתה מצטברת בשיעור של 5.0 אחוזים שהחלה בסוף 2002.

מבנק ישראל נמסר, כי פסק הזמן שהוא נוקט בתהליך הפחתת הריבית, על רקע עלייה מסויימת בציפיות האינפלציה לשנה ובתחזיות החוזאים הפרטיים, נובע מההתפתחויות במספר גורמים שהצטברו מתחילת השנה, אשר לוחצים לעליית מחירים:

ראשית, נרשם פחות מצטבר של השקל ביחס לדולר מתחילת השנה בשיעור של 4% ושל השקל ביחס לסל בשיעור של 2.5 אחוזים;

שנית, חלה האצה בגידול של אמצעי התשלום, אשר עלו ב- 12 חודשים אחרונים בכ- 14%, לעומת כ- 8% בארבעת החודשים הראשונים של 2004;

שלישית, את האצת הגידול באמצעי התשלום יש לראות על רקע העובדה כי מתחילת השנה נעצרה מגמת הירידה בתשואות של המק"מ לשנה ובתשואות על אגרות החוב הממשלתיות - ואלה אף עלו, למרות ההפחתה המקבילה בריבית בנק ישראל - בשיעור של 0.7%;

רביעית, מאמצע שנת 2003 נרשמה עלייה בשכר הנומינלי והריאלי למשרת שכיר, יותר בשירותים הציבוריים מאשר במגזר העסקי, בניגוד למגמת הירידות בהם בשנת 2002 עד אמצע 2003;

חמישית, עודכנו ההערכות לצמיחת התוצר העסקי וזה צפוי לעלות בכ- 5% בשנת 2004, לעומת עליה מתונה של פחות מ- 2% בשנת 2003.

בבנק ישראל מדגישים, כי מתחילת השנה התרחב בשיעור ניכר הפער בין התשואה על אגרות החוב הממשלתיות לבין התשואה על ריבית בנק ישראל - דבר שאינו עקבי לאורך זמן עם שמירה על יציבות מחירים. כך, פער התשואות בין אגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות ("שחר") ל- 10 שנים לריבית בנק ישראל עלה והגיע באפריל לכ- 3.3%, לעומת כ- 2.0% בלבד בינואר 2004. זאת, על רקע עליית התשואה של ה"שחר" לכ- 7.6 אחוזים באפריל, לעומת 7.0 אחוזים בתחילת השנה, כאשר ריבית בנק ישראל נמצאת בירידה. כמו כן התרחב באותה תקופה הפער בין התשואה על אגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד ("גליל") ל- 10 שנים לריבית

הריאלית של בנק ישראל לכ- 1.4 אחוזים, לעומת כ- 0.2 אחוזים בינואר 2004. אף פער זה נפתח בשל עליית התשואה הריאלית על ה"גליל" מחד, וירידת התשואה הריאלית הנגזרת מריבית בנק ישראל מאידך (לוח א'), ל 2.9 אחוזים.

בבנק ישראל מציינים, כי אפשרות חידושו של תהליך הפחתת הריבית בחודשים הבאים תושפע, בין היתר, מההתפתחות העתידית במספר גורמים, ובלבד שהתפתחות האינפלציה תמשיך להיות עקבית עם יעד יציבות המחירים ורגיעה בשווקים הפיננסיים. בין הגורמים האלה ניתן למנות:

ראשית, התגברות אפשרית בייבוא ההון למשק, על רקע ההאצה בפעילות של הסקטור העסקי, עשויה לגרום להתחזקות השקל, אם תהיה בהיקפים גדולים מיצוא ההון, ולצמצום לחצים לעליית מחירים;

שנית, מדיניות תקציבית שתשים דגש בצמצום נטל החוב הגבוה בתוצר – כ- 105 אחוזי תוצר ב- 2003 – עשויה להביא לחידוש מגמת ירידת התשואות בשוק המקומי, בניגוד למגמה בארבעת החודשים הראשונים של השנה, וזו עשויה לאפשר גם הפחתת הריבית לטווח קצר.

בנק ישראל ימשיך לשקול מידי חודש בחודשו את מדיניות הריבית על רקע ההתפתחויות שצוינו וההתפתחויות הרלוונטיות האחרות וזאת, מתוך המשך חתירה לשמירה על יציבות המחירים, במסגרת היעד שנקבע, ובכך לתרום ליצירת התנאים להבטחת המשך התפנית בפעילות הכלכלית והשגת צמיחה בת-קיימא.

עוד נמסר מבנק ישראל, כי ריבית בנק ישראל ממשיכה להיות נמוכה מהריביות של הבנקים המרכזיים של מספר משקים מפותחים- אוסטרליה וניו זילנד- ודומה לזו של הבנק המרכזי של אנגליה וכן לריבית הממוצעת של הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים והמתעוררים.

ריבית בנק ישראל לחודש יוני 2004

מבנק ישראל נמסר, במסגרת תוכניתו המוניתרית לחודש יוני 2004, כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמה של 4.1 אחוזים. כזכור, ריבית בנק ישראל הופחתה בשיעור מצטבר של 5 אחוזים, החל מסוף 2002 ועד חודש אפריל 2004. זה, איפוא, החודש השני ברציפות בו נשארת ריבית בנק ישראל ללא שינוי.

בבנק ישראל מסבירים, כי עליית המחירים הגבוהה יחסית שהשתקפה במדד המחירים לצרכן האחרון שפורסם, וזאת שצפויה להתרחש בחודש הנוכחי - על סמך התחזיות של גורמים מקצועיים שונים - ממחישות פעם נוספת כי למרות יציבות המחירים המאפיינת את המשק הישראלי מאז שנת 1999, התנודתיות החודשית של מדדי המחירים לצרכן בישראל עדיין גבוהה מאוד יחסית למשקים אחרים הנהנים אף הם מיציבות מחירים. מצב זה, על רקע ההתאוששות המואצת יחסית בפעילות הכלכלית, משרה מידה מסוימת של אי וודאות לגבי התפתחות האינפלציה בעתיד ומחייב מעקב מאוד מדוקדק על מנת לוודא שזאת תמשיך להיות עקבית עם תחום יציבות המחירים - 1 עד 3 אחוזים לאורך זמן. ההחלטה שלא לשנות את הריבית בחודש יוני 2004 פירושה המשך הירידה של הריבית הריאלית לטווח קצר, בשל העלייה בציפיות לאינפלציה, לשפל של כ- 2.4 אחוזים. מדיניות זו נועדה להמשיך ולתמוך בהמשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית במשק, זאת, כל עוד בנק ישראל מעריך שהדבר אינו פוגע ביציבות המחירים - שהיא מרכיב חיוני בתנאים הכרחיים ליצירת צמיחה מתמשכת.

בבנק ישראל, מציינים שלוש התפתחויות חשובות ברקע ההחלטה לא לשנות את הריבית בחודש יוני.

ראשית, ההערכות לגבי התפתחות האינפלציה לשנה הקרובה – הנגזרות משוק ההון ומתחזיות של גורמים מקצועיים – ממשיכות להיות עקביות עם תחום יעד יציבות המחירים;

שנית, המדיניות התקציבית ממשיכה להתנהל במסגרת של משמעת תקציבית המגבירה את הסיכויים שהממשלה תעמוד השנה ביעד הגרעון של 4 אחוזי תוצר, ויווצרו התנאים אשר יקלו על הממשלה לרדת לשיעור גרעון של 3 אחוזי תוצר ב- 2005, כפי שהחליטה. אלה הם תנאי רקע הכרחיים לעצירת מגמת העלייה בתשואות איגרות החוב הממשלתיות, אשר החלה בראשית השנה, ולהאצת ההשקעות במשק.

שלישית, שוק מטבע חוץ ממשיך להתאפיין בפעילות סדירה של קונים ומוכרים. מול יבוא הון לטווח ארוך, הנובע מתהליך הצמיחה, עומד יצוא הון לטווח קצר, הנובע מצמצום פערי הריבית. כתוצאה מתנועות אלה נוצר עודף ביקוש מסוים למטבע חוץ אשר החליש את השקל מאז ראשית השנה בכ-5 אחוזים מול הדולר ובכ-4 אחוזים מול סל המטבעות. המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית - במיוחד אם זאת תתבסס על ענפי הטכנולוגיה העילית - עשוי להיות מלווה בהגברת תנועות ההון לטווח ארוך אל המשק במהלך השנה.

עוד נמסר מבנק ישראל, כי ריבית בנק ישראל ממשיכה להיות נמוכה מהריבית של הבנקים המרכזיים של מספר משקים מפותחים - אנגליה, אוסטרליה וניו-זילנד - ודומה לרמת הריבית הממוצעת של הבנקים המרכזיים של המשקים המפותחים והמתעוררים.

ריבית בנק ישראל לחודש יולי 2004

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

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

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

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

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

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

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

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

לוח נ-1
תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן,
סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2004
(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
המחצית הראשונה של 2003	-1.0	0.4	-0.6	1.0	0.40
המחצית הראשונה של 2004	2.8	1.1	-0.2	1.3	0.48

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

לוח נ"2 שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית

סופי שנה	שיעורי הריבית של בנקים מרכזיים				
	פער הריביות של בנקים מרכזיים	ישראל		ארה"ב	
		שיעור הריבית*	השינוי	שיעור הריבית	השינוי
1998	13.5		4.75		8.75
1999	11.2	-2.3	5.50	0.75	5.70
2000	8.2	-3.0	6.50	1.0	1.70
2001	5.8	-2.4	1.75	-4.75	4.05
2002	9.1	3.3	1.25	-0.5	7.85
2003	5.2	-3.9	1.00	-0.25	4.2
נתונים חודשיים					
דצמבר 2002	9.1	0.0	1.25	0.0	7.85
ינואר 2003	8.9	-0.2	1.25	0.0	7.65
פברואר	8.9	0.0	1.25	0.0	7.65
מארס	8.9	0.0	1.25	0.0	7.65
אפריל	8.7	-0.2	1.25	0.0	7.45
מאי	8.4	-0.3	1.25	0.0	7.15
יוני	8.0	-0.4	1.25	0.0	6.75
יולי	7.5	-0.5	1.00	-0.25	6.50
אוגוסט	7.0	-0.5	1.00	0.0	6.00
ספטמבר	6.5	-0.5	1.00	0.0	5.50
אוקטובר	6.1	-0.4	1.00	0.0	5.10
נובמבר	5.6	-0.5	1.00	0.0	4.6
דצמבר	5.2	-0.4	1.00	0.0	4.2
ינואר 2004	4.8	-0.4	1.00	0.0	3.8
פברואר	4.5	-0.3	1.00	0.0	3.5
מארס	4.3	-0.2	1.00	0.0	3.3
אפריל	4.1	-0.2	1.00	0.0	3.1
מאי	4.1	0.0	1.00	0.0	3.1
יוני	4.1	0.0	1.00	0.0	3.1
יולי	4.1	0.0	1.25	0.25	2.85

* הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית המוניטרית החודשית לחודש המצוין בלוח.
 ** הפער בין תשואת ה"שחר" ל-10 שנים לבין תשואת אג"ח של ממשלת ארצות הברית לאותו טווח.

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

התשואה הריאלית ברוטו של אג"ח צמודה ל-9-10 שנים	התשואה ברוטו על אג"ח לא צמודה ל-9-10 שנים	תשואת המק"ם ל-12 חודשים	ריבית בנק ישראל		הריבית המוצגת*	
			ריאלית***	אפקטיבית**		
5.2		12.4	7.9	14.5	13.5	1998
5.2		10.1	9.2	11.9	11.2	1999
5.8		7.8	8.2	8.6	8.2	2000
4.4	6.6	5.0	5.0	5.6	5.8	2001
5.7	10.8	7.9	7.2	9.6	9.1	2002
4.1	7.1	4.9	4.6	5.4	5.2	2003
5.9	11.4	8.1	6.5	9.4	8.9	ינואר 03
5.8	11.7	8.8	5.4	9.4	8.9	פברואר 03
5.7	10.7	8.6	6.1	9.4	8.9	מארס 03
5.4	9.5	8.1	7.2	9.2	8.7	אפריל 03
5.0	8.5	7.6	7.5	8.9	8.4	מאי 03
4.6	7.9	7.1	6.8	8.4	8.0	יוני 03
4.4	8.0	6.7	5.4	7.9	7.5	יולי 03
4.7	8.6	6.6	5.4	7.3	7.0	אוגוסט 03
4.6	8.3	6.2	5.2	6.7	6.5	ספטמבר 03
4.4	7.6	5.8	4.7	6.4	6.1	אוקטובר 03
4.2	7.3	5.4	4.7	5.8	5.6	נובמבר 03
4.1	7.1	4.9	4.6	5.4	5.2	דצמבר 03
4.0	7.0	4.7	4.1	5.0	4.8	ינואר 04
4.1	7.4	4.8	3.5	4.7	4.5	פברואר 04
4.2	7.4	4.7	3.3	4.5	4.3	מארס 04
4.3	7.6	4.8	2.7	4.3	4.1	אפריל 04
4.4	7.9	5.2	2.3	4.3	4.1	מאי 04
4.3	7.8	5.0	2.5	4.3	4.1	יוני 04

- * הריבית המוצגת במונחים שנתיים פשוטים (ללא ריבית דריבית).
- ** הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית.
- *** הריבית האפקטיבית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון.

לוח נ"4

הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל

הפער בין תשואת המק"ם ל-12	הפער בין התשואה על אג"ח לא צמודה ל-9-10 שנים לריבית בנק ישראל האפקטיבית	הפער בין התשואה על אג"ח צמודה ל-10 שנים לריבית בנק ישראל הריאלית
1998	-2.1	-2.7
1999	-1.8	-4.0
2000	-0.8	-2.4
2001	-0.6	1.0
2002	-1.7	1.2
2003	-0.5	1.7
ינואר 03	-1.3	2.0
פברואר 03	-0.6	2.3
מארס 03	-0.8	1.3
אפריל 03	-1.1	0.3
מאי 03	-1.3	-0.4
יוני 03	-1.3	-0.5
יולי 03	-1.2	0.1
אוגוסט 03	-0.7	1.3
ספטמבר 03	-0.5	1.6
אוקטובר 03	-0.6	1.2
נובמבר 03	-0.4	1.5
דצמבר 03	-0.5	1.7
ינואר 04	-0.3	2.0
פברואר 04	0.1	2.7
מארס 04	0.2	2.9
אפריל 04	0.5	3.3
מאי 04	0.9	3.6
יוני 04	0.7	3.5

