



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2005

המחצית הראשונה



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 3114105016/6

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית הראשונה של שנת 2005¹ מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור במסגרת המעקב התקופתי אחר התפתחות האינפלציה והעמידה ביעדי האינפלציה שקובעת הממשלה.

מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 2005 בשיעור של חצי אחוז, וב-12 החודשים האחרונים היה שיעור עלייתו 0.3% – מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים (1 עד 3 אחוזים). בתחילת השנה המשיך בנק ישראל להפחית את הריבית המוניטרית עד לרמה של 3.5%, במטרה לתמוך בעליית המחירים לעבר גבולות היעד. היכולת להפחית את הריבית ולשמור על רמתה הנמוכה, בניגוד להערכות ששררו קודם לכן בשוק ההון כי הריבית תועלה, התאפשרה על רקע היציבות בשווקים הפיננסיים והציפיות לאינפלציה, שהיו בסביבות מרכז היעד. המדיניות הפיסקלית שהייתה עקבית עם יעדיה, הקלה על נקיטת מדיניות מוניטרית מרחיבה, שתמכה בפעילות הכלכלית.

נשאלת השאלה: מדוע, למרות הפחתות הריבית של בנק ישראל ורמתה הנמוכה, היה שיעור עליית המחירים ב-12 החודשים האחרונים נמוך מיעד יציבות המחירים? הסיבה העיקרית היא ששיעור עליית שער החליפין במהלך תקופה זו היה נמוך מזה שהוערך קודם לכן. לפני כשנה, ההערכות בשווקים הפיננסיים, בסקר החברות של בנק ישראל ואלה של החזאים הפרטיים היו כי שני גורמים יובילו לפיחות השקל לעומת הדולר, ולכן לעליית מחירים בטווח היעד – הצטמצמות פער הריביות בין ישראל לארה"ב והשוואת שיעורי המס על נכסים זרים ומקומיים בתחילת 2005. בפועל נותר שער החליפין יציב לאורך מרבית התקופה (עד יוני) למרות הפחתת הריבית, בעיקר על רקע תנועות הון ארוכות טווח אל המשק בהיקף ניכר.

צמיחת המשק נמשכה במחצית הנסקרת וצפויה להימשך גם במחצית הבאה ובשנת 2006. ההתפתחויות החיוביות בשוק העבודה מצביעות אף הן על התבססות הצמיחה ועל ההערכה של הפירמות כי היא תימשך. הצמיחה מונעת על ידי גידול הצריכה הפרטית והמשך גידולו של היצוא – אמנם בקצב נמוך מזה של 2004, בהשפעת האטה מסוימת בסחר העולמי. בהמשך הצמיחה בתקופה זו תמכו האמינות של המדיניות הפיסקלית, שיחד עם המדיניות המוניטרית השתקפה בריביות נמוכות במשק, והמשך הרגיעה הביטחונית. גורמים אלה, ועם סביבה נוחה יחסית בכלכלה העולמית, צפויים להמשיך ולתמוך בצמיחה גם בשנה הקרובה, אולם אי-ודאות אופפת את מידת התמדתם. כך, למשל, אם תהיה הרעה משמעותית במצב הביטחוני והגיאופוליטי, או האטה בצמיחה ובסחר העולמיים, עלול שיעור הצמיחה להיות נמוך מזה שנחזה בהנחה של המשך הרגיעה הביטחונית והצמיחה העולמית.

ב-12 החודשים הקרובים צפויה האצה מסוימת בקצב עליית המחירים, ושיעור עלייתם צפוי להיות בתחום היעד. ההאצה הצפויה תושפע מהמשך הצמיחה וצמצום האבטלה, מהרמה הנמוכה של הריבית הריאלית, ומהפיחות שכבר התממש. המדיניות המוניטרית תפעל להשגת יציבות המחירים – 1 עד 3 אחוזים, תוך חתירה למנוע סטיות מהיעד הן כלפי מטה והן כלפי מעלה ותוך שמירה על היציבות הפיננסית; זאת בד בבד עם תמיכה במטרות הכלכליות של הממשלה, ובראשן צמיחה בת-קיימא.

0.5%

סטנלי פישר

נגיד בנק ישראל

¹ מסמך זה כולל גם דין וחשבון על עליית אמצעי התשלום (M1), בהתאם לסעיף 35 לחוק בנק ישראל תשי"ד (1985); זאת משום שבכל אחד מהחודשים ינואר עד יוני 2005 עלו אמצעי התשלום ב-12 החודשים הקודמים לו ביותר מ-15%. התפתחותם של המצרפים המוניטריים, ובכלל זה של אמצעי התשלום, נדונה בסעיף II ב.3.

תוכן העניינים

תקציר

7

I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והכוחות העיקריים שהשפיעו על המחירים

8

תיבה 1 : מדדי אינפלציה בסיסית - שיטות שונות לחישובם ומה ניתן ללמוד מהם לגבי

10

לתקופה הנסקרת

II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית

12

12

א. המדיניות המוניטרית

15

ב. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות

15

ב.1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

16

ב.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

18

ב.3. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

20

תיבה 2 : שיטה חדשה לחישוב הציפיות לאינפלציה

21

ג. הפעילות הריאלית

24

ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במט"ח

24

ד.1. עיקרי ההתפתחויות - סיכום

25

ד.2. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים

30

תיבה 3 : רצועת הניוד של שער החליפין של השקל מול סל המטבעות וביטולה

31

ה. ההתפתחויות בעולם

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

33

33

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

33

א.1. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

34

א.2. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

35

א.3. ההתפתחויות הצפויות בעולם

36

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

36

ב.1. הערכות האינפלציה העתידית

37

ב.2. מאזן סיכוני האינפלציה

לוח נ"1 :	תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2005	39
לוח נ"2 :	שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית	40
לוח נ"3 :	הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2005	41
לוח נ"4 :	הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב הממשלתיות לריבית בנק ישראל,	42
	2002 עד 2005	
לוח נ"5 :	שיעור האינפלציה הצפוי	43

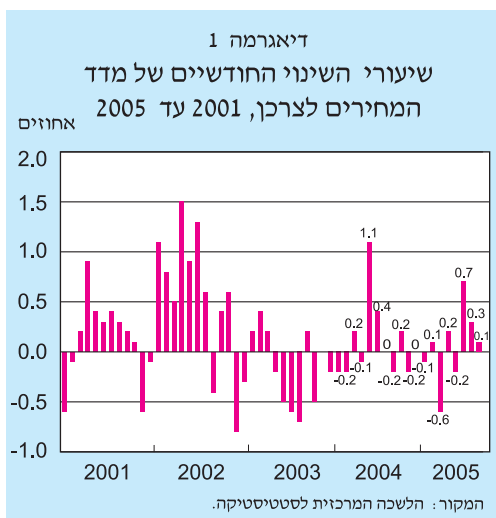
תקציר

- מדד המחירים לצרכן עלה במחצית הראשונה של 2005 בשיעור מצטבר של 0.5%, ובשנים עשר החודשים האחרונים ב-0.3% – שיעור שהוא מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה (1 עד 3 אחוזים). זהו המשך לסביבת אינפלציה הנמוכה מאחוז, המאפיינת את המשק בשנתיים האחרונות.
- המדיניות המוניטרית התבטאה בהמשך ההורדה של ריבית בנק ישראל בתחילת התקופה הנסקרת. זאת על רקע רמת מחירים ממותנת, ציפיות אינפלציה בתחומי היעד, ירידה של תשואות האג"ח ויציבות בשוקי המטבע המקומיים. לפיכך הופחתה הריבית בשיעור של 0.2 נקודת אחוז בכל אחד מהחודשים דצמבר 2004, ינואר ופברואר 2005, והגיעה לרמה נמוכה של 3.5%.
- ברביע השני של השנה נמשכה היציבות בשוקי ההון והכספים, לצד המשך הצטמצמות של פער הריביות קצרות הטווח. נראה היה כי האינפלציה בשנה הקרובה צפויה להימצא סמוך למרכז יעד יציבות המחירים. לפיכך הותיר בנק ישראל את הריבית לחודשים מארס עד יוני ללא שינוי.
- לשער החליפין של השקל לעומת הדולר נודעת השפעה ניכרת על התפתחות המחירים בישראל – הן דרך השפעתו על מחירי הדיוור (הנקובים בחלקם הגדול בדולרים) והן דרך מחירי המוצרים המיובאים. במרבית המחצית הנסקרת השקל נסחר ללא מגמה ותוך תנודתיות מצומצמת, והיווה גורם מרכזי לעלייה המתונה בלבד של מדד המחירים לצרכן. בחודש יוני נרשם פחות מואץ של השקל מול הדולר, שהשפעתו על המחירים טרם ניכרה במלואה.
- גורמים עולמיים, ובראשם התחזקות הדולר בעולם, פעלו במרבית התקופה הנסקרת להחלשת השקל (מול הדולר), ואילו השפעת הגורמים המקומיים הייתה זניחה. לעומת זאת הפחות המואץ בחודש יוני נבע רובו ככולו מגורמים מקומיים.
- פער הריביות של הבנקים המרכזיים שקל-דולר ארה"ב לטווח קצר עמד בסוף התקופה על 0.25 נקודת אחוז בלבד. הצטמצמות לפער חסר תקדים זה, ללא זעזועים בשוק המט"ח, התאפשרה על רקע ירידת סיכון המשק ועליית הסיכון המטבעי של הדולר האמריקני.
- המשך הגידול של הפעילות המשקית במחצית הנסקרת, אמנם בקצב נמוך מאשר במחצית המקבילה אשתקד, והירידה החדה של שיעור האבטלה ברביע הראשון של השנה לא יצרו לחץ לעליית מחירים - על רקע עודף כושר ייצור במשק.
- שני גורמים מייצבים נוספים השפיעו על התפתחות המחירים ועל המדיניות המוניטרית במחצית הנסקרת: (א) המחויבות של המדיניות הפיסקלית ליעדיה, שהציבור האמין בה למרות העיכוב באישור התקציב, והיא התבטאה בירידת התשואות העתידיות על איגרות החוב לטווחים ארוכים; (ב) הרגיעה הביטחונית בארץ בתקופה זו.
- שיעור עליית המחירים בשנה האחרונה, שהיה נמוך כאמור מטווח היעד, היה נמוך גם מההערכות ששררו במשק לגביו שנה קודם לכן. בסוף המחצית הראשונה של 2004 הציפיות לאינפלציה – על פי שוק ההון, החזאים הפרטיים, החברות שענו על סקר החברות והמודלים של בנק ישראל – היו כי שיעור עליית המחירים בשנה הקרובה יהיה בטווח יעד יציבות מחירים, תוך העלאה של ריבית בנק ישראל. הפער בין האינפלציה בפועל לבין זו שנחזתה בעבר נבע בעיקר מהערכות שהיו לפני שנה כי הצטמצמות פער הריביות קצרות הטווח בין ישראל לעולם והשוואת שיעורי המס בין נכסים מקומיים לזרים יובילו לפחות בשער השקל מול הדולר, ולכן – לעליית מחירים. פחות זה כאמור לא אירע, למרות התגובה של תושבי ישראל על הצטמצמות פערי הריביות, וזאת בעיקר כתוצאה מתנועות ההון הגדולות של תושבי חוץ לתוך המשק, שעוצמתן לא נחזתה אשתקד.
- כיום ההערכות והציפיות של הפעילים בשוק הכספים – כולל הציפיות לאינפלציה משוק ההון ושל החזאים הפרטיים וההערכות העולות מסקר החברות של בנק ישראל – הן כי שיעור עליית המחירים יואץ מעט בהמשך השנה, לשיעור המתיישב עם אמצע הטווח של יעד יציבות מחירים (2%). חלק מהערכות אלה נשענות על ההנחה כי ריבית בנק ישראל תועלה מעט לקראת סוף השנה. סימולציות המבוצעות בבנק ישראל בהתבסס על מודלים כלכליים מעלות, כי אם שער החליפין של השקל מול הדולר יתבסס סביב הרמה שאלה הוא הגיע בסוף יוני, וריבית בנק ישראל תישאר ברמתה הנוכחית, שיעור עליית המחירים בשנת 2005 יהיה בקרבת הגבול העליון של יעד האינפלציה, ובמהלך 12 החודשים הבאים הוא אף עשוי להיות מעט מעליו ולחייב בהמשך העלאה של הריבית. בהנחות אלה, על-פי המודלים, האצת קצב עליית המחירים ביחס להתפתחותם עד עתה תושפע מהמשך הצמיחה ומצמצום האבטלה, מהרמה הנמוכה של הריבית הריאלית ומהפחות שכבר התממש.

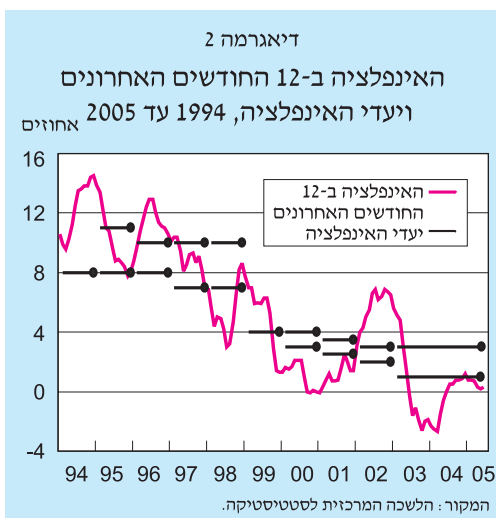
I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והכוחות הכלכליים שהשפיעו על המחירים

הכוחות הכלכליים העיקריים שפעלו למיתון קצב עליית המחירים לצרכן במחצית הנסקרת היו התפתחות שער החליפין ועודף כושר הייצור במשק (פער התוצר). שער החליפין של השקל לעומת הדולר נותר כמעט ללא שינוי עד תחילת חודש יוני, שבו נוצר פחות (דיאגרמה 4), והתפתחותו לאורך 12 החודשים האחרונים אופיינה ביציבות גבוהה, תוך מגמת ייסוף במחצית השנייה של 2004. להתפתחות זו השפעה ממתנת לא רק על מחירי המוצרים המיובאים הנכללים בסל התצרוכת, אלא גם על מחירי הדיור – הנקובים בחלקם הגדול בדולרים, ומשקלם במדד גבוה (למעלה מ-20%). יציבות שער החליפין שקל-דולר עד חודש יוני בלטה על רקע המשך ירידת הריביות לרמה נמוכה יחסית לריביות הנומינליות השוררות בעולם המערבי, ובפרט בארה"ב, ועל רקע השלמת הרפורמה במס (שהשוותה את המיסוי על רווחי הון בין נכסים זרים למקומיים). הגורם השני למיתונות של קצב עליית המחירים במחצית הנסקרת הוא עודף כושר ייצור במשק – למרות המשך הצמיחה הכלכלית והירידה הניכרת של שיעור האבטלה. עודף זה מתבטא בין היתר בשיעור אבטלה גבוה הן בהשוואה היסטורית והן ביחס לשיעור המוערך כ"טבעי" למשק הישראלי – כ-7%. עודף זה של כושר ייצור מניע את הפירמות להיענות לביקושים במשק ללא עליית מחירים משמעותית. ביציבות המחירים תמך גם שיעור המיתון של עליית השכר במשק, שהיה נמוך מעליית פריזון העבודה.

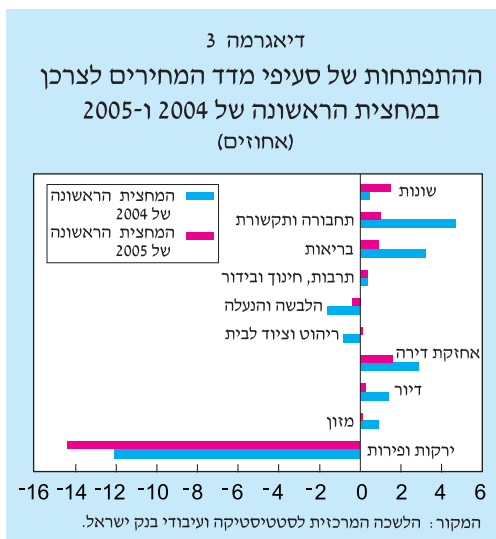
למרות סביבת האינפלציה הנמוכה, חלק מהכוחות הכלכליים שפעלו במשק במחצית הנסקרת תמכו בקצב מהיר יותר של עליית מחירים.

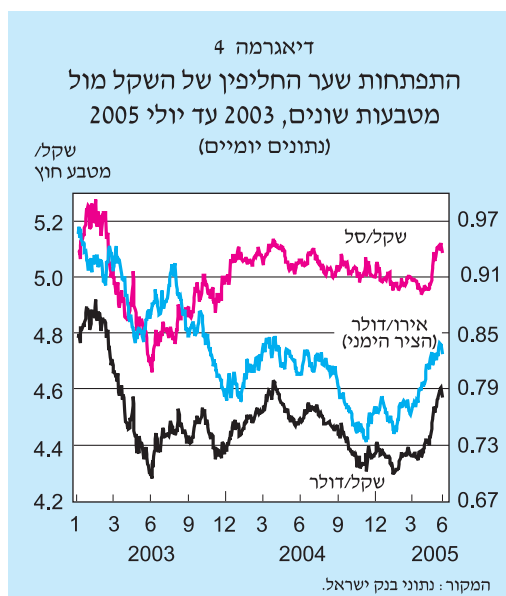


ברביע הראשון של 2005 ירדו המחירים, ואילו ברביע השני הם עלו – בין השאר בהשפעת עונתיות.



שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים היה נמוך מאחוז – הגבול התחתון של היעד.





במרבית המחצית הראשונה של השנה נע השקל מול הדולר והסל בתחום צר יחסית לעבר וללא מגמה מובהקת. מחודש אפריל הסתמנה היחלשות קלה של השקל מול הדולר על רקע התחזקות הדולר בעולם, מגמה שהואצה בחודש יוני ונבלמה בתחילת יולי.



מחירי הנפט בעולם המשיכו לעלות, לאחר הגעתם לרמת שיא אשתקד.

כך, המדיניות המוניטרית המשיכה להיות מרחיבה: ההפחתות של ריבית בנק ישראל מהחודש האחרון של שנת 2004 ועד פברואר, שבו היא הורדה לרמה של 3.5%, התבטאו בהמשך ירידתן של הריביות הנומינליות לרמות נמוכות היסטורית*. ירידתה של ריבית בנק ישראל התבטאה גם בירידת הריביות הריאליות הצפויות לטווח קצר. אלה הגיעו לרמה נמוכה מזו המוערכת כריבית שתשרור במשך בטווח הארוך ("הריבית הטבעית"). כוח כלכלי נוסף שתמך בתקופה זו בעליית המחירים הוא המשך עלייתם של מחירי התשומות המיובאות, ובראשם מחירי הנפט, שעלו לאחר עלייה ניכרת אשתקד (דיאגרמה 5). עם זאת, השפעת הנפט על המחירים בישראל פחתה בעשורים האחרונים, בעקבות צמצום השימוש בנפט בתהליכי הייצור במשק (כפי שמתואר בדוח האינפלציה למחצית השנייה של 2004), ולכן סך השפעתם על האינפלציה במחצית הנסקרת לא הייתה גדולה. למרות זאת תיתכן גם השפעה של מחירי הנפט בפיגור, שכן עלייתם התבטאה בעלייה ניכרת של מדד המחירים הסיטוניים במחצית השנה הנסקרת – 5.1% במונחים שנתיים – וחלק מעלייה זו צפוי להתבטא בהמשך בעליית המחירים לצרכן¹.

ההתפתחות הממונת של המחירים ב-12 החודשים האחרונים מעלה את השאלה מדוע יעד יציבות המחירים לא הושג בתקופה הנסקרת. שאלה זו מתחדדת על רקע המשך הורדתה של ריבית בנק ישראל בתקופה זו – לרמה נמוכה היסטורית ונמוכה גם ביחס להערכות לגביה ששררו קודם לכן בשוק ההון. הסיבה המרכזית לאי השגתו של יעד האינפלציה היא היציבות של שער החליפין בתקופה זו, אשר הפתיעה גם את הפעילים בשוק ההון; הם העריכו באמצע שנת 2004 כי שער החליפין יפוח, על רקע הצטמצמות פער הריביות קצרות הטווח מול ארה"ב והשוואת המס על נכסים מקומיים וזרים, ולכן ציפו כי שיעור עליית המחירים יואץ – אולם השפעות אלו קוזזו על ידי כניסה גדולה של תנועות הון ארוכות טווח של תושבי חוץ אל המשק, עם ירידת פרמיית הסיכון של ישראל.

* הודעות בנק ישראל על השינויים בריבית מופיעות באתר הבנק:

www.bankisrael.gov.il

¹ תיבה על הקשר בין מדד המחירים הסיטוניים למדד המחירים לצרכן מוצגת בסקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 109. מהניתוח עולה כי בטווח הארוך שני המדדים מתואמים ביניהם, ואילו בטווח הקצר ייתכנו סטיות בין השניים, המתוקנות תוך התאמה של מדד המחירים לצרכן למדד המחירים הסיטוניים.

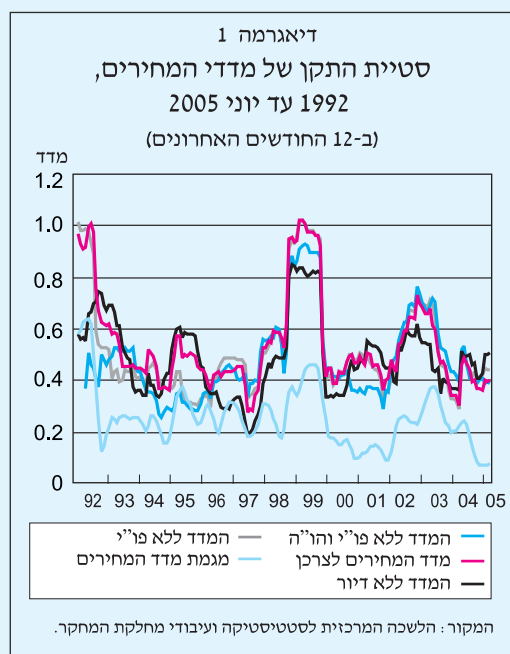
תיבה 1: מדדים לאינפלציה הבסיסית: שיטות שונות לחישובם ומה ניתן ללמוד מהם

לגבי התקופה הנסקרת¹

השינויים במדד המחירים לצרכן מחודש לחודש מאופיינים בתנודתיות, ולכן יכולים להקשות על זיהוי תפניות בהתפתחות האינפלציה. התנודתיות בישראל גבוהה מאשר במדינות רבות בעולם², ולמרות ירידת האינפלציה היא נותרה יציבה יחסית ב-15 השנים האחרונות (דיאגרמה 1). התנודתיות נובעת הן משינויים עונתיים או זמניים בחלק מהמחירים, אשר אינם משקפים שינוי מתמשך במחירים, כלומר מאינפלציה, והן משינויים במחירים היחסיים בין מוצרים שונים. כיוון שמטרתם של קובעי

המדיניות היא לזהות את שיעור האינפלציה ואת התפניות באינפלציה לצורך החלטה על המדיניות שתאפשר את השגת יעד האינפלציה³, נהוג להשתמש במונח אינפלציה בסיסית (inflation underlying) או אינפלציה ליבה (core inflation). אף שהמונח מקובל מאוד בתחום הכלכלה, אין דרך אחת מוסכמת, "נכונה", לחישובו, בהיותו בלתי נצפה. על פי גישה מרכזית שפותחה בספרות ובבנקים מרכזיים בעולם האינפלציה הבסיסית היא הרכיב המתמשך של האינפלציה בפועל, אשר משקף את הלחצים הכלכליים המתמשכים במשק. לפיכך, כדי לחשב את האינפלציה הבסיסית יש לבדוד את ה"רעשים" הקיימים במחירים החודשיים מהאיתות הקיים בהם לגבי ההתפתחויות הצפויות, כלומר לבדוד את ה"חדשות".

את הגישות לחישוב האינפלציה הבסיסית ניתן לחלק לשתי קבוצות עיקריות: חישובים סטטיסטיים שונים ורבים, וחישובים מבניים, המתבססים על מודל הבוחן את הגורמים הבסיסיים המשפיעים על האינפלציה. להלן נתמקד בעיקר בקבוצה הראשונה. דרך אחת לחשב מדד לאינפלציה הבסיסית היא לנכות את ה"רעשים"



והתנודות קצרות הטווח מהמדדים החודשיים. ניתן לעשות זאת באמצעות ניכוי (קטימה) של אחוז מסוים מהשינויים החודשיים הגדולים או הקטנים במחירים, או באמצעות חישוב מגמת המחירים בשיטות סטטיסטיות שונות. המוטיבציה לחישובים אלה היא ששינויים במחירים הנמצאים בקצה ההתפלגות יכולים לשקף את לחצי האינפלציה פחות מאשר השינויים במרכז ההתפלגות. החיסרון של שיטה זו הוא התעלמות גם מזעזוע אמיתי באינפלציה שיש בו מידע חדש וחשוב. בחינת התנודתיות במגמת מדד המחירים לצרכן בישראל⁴, אשר למעשה "מחליקה" את הרעשים במדד, מעלה כי היא

1 תיאור המושגים והגישות השונות מבוסס על: Mankiker and Paisley, 2004, "Core Inflation: a critical guide", Working paper no. 242, Bank of England.

2 ראו גם דוח בנק ישראל לשנת 2003, תיבה ב-1, בנושא השוואת סטיות התקן הבין-חודשיות בין ישראל למדינות נבחרות.

3 בישראל יעד האינפלציה מוגדר לפי מדד המחירים לצרכן. מדינות נוספות שאימצו יעדי אינפלציה בשנות התשעים התייחסו למדד הכללי של המחירים לצרכן (כגון קנדה, שבדיה וספרד); אחרות (ניו-זילנד, בריטניה, פינלנד ואוסטריה) בחרו להגדיר את היעד לפי מדד "אינפלציה בסיסית" הנגזר ממדד המחירים לצרכן. ראו ר' אמיר וס' ריבון (1999), "בחירה וניסוח של יעד האינפלציה בישראל", בתוך: אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל, בעריכת ליאו לייזרמן.

4 המחושבת ומפורסמת על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשיטה המתבססת על שיטת הממוצעים הנעים הסימטריים של הנדרסון וכוללת טיפול בתצפיות חריגות.

נמוכה משמעותית מזו של המדד כולו (דיאגרמה 1), אולם כנגד יתרון זה, חסרוננו הגדול של מדד המחירים הוא שמשנים אותו בדיעבד, שכן את חישוב המגמה מעדכנים בהתאם למידע חדש; הדבר יכול להקשות על שימוש במגמת המדד בזמן אמת לשם הבנת סביבת האינפלציה.

דרך אחרת ומקובלת מאוד לחישוב מדדי אינפלציה בסיסית היא להוציא מתוך מדד המחירים לצרכן כמה רכיבים שידוע כי הם תנודתיים מאוד, ולכן מוסיפים "רעש" רב בבחינה חודשית. בישראל (בדומה לעולם) שני סעיפים מרכזיים של מדד המחירים לצרכן מאופיינים בתנודתיות גדולה מחודש לחודש, בעיקר עקב עונתיות ושינויים זמניים בהיצע – מחירי הפירות והירקות ומחירי ההלבשה וההנעלה (אף כי האחרונים הושפעו בעשור האחרון גם מחשיפה של המשק ליבוא מחו"ל, ולכן מחירים היחסי ירד מאוד ולא שיקף רק שינויים עונתיים). עם זאת, בחינה על פני זמן מעלה כי בישראל הוצאת סעיפי הפירות והירקות וההלבשה וההנעלה ממדד המחירים לצרכן אינה מקטינה משמעותית את התנודתיות במדד (דיאגרמה 1), וזאת משום שמשקלם של שני סעיפים אלה בו אינו גדול. במדינות רבות נהוג לנכות ממדד המחירים גם את מחירי האנרגיה, משום שאף הם מאופיינים בתנודתיות רבה ומושפעים מזעזועים זמניים בהיצע העולמי. אולם ניכוי כזה אינו ברור מאליו, משום שיש תקופות שבהן השינוי במחירי האנרגיה נובע משינוי בביקושים, בדומה להתפתחות שהייתה בעולם בשנה ומחצית השנה האחרונות, בעקבות הצמיחה העולמית, בפרט בסין.

גישה נוספת היא לנסות ולבודד את ההשפעות של שער החליפין על המדד. בישראל, כיוון שמחירי הדיור נמדדים באמצעות חוזי שכר דירה, שחלקם הגדול נקוב בדולרים, שינויים בשער החליפין שקל-דולר מתבטאים מייד במדד המחירים לצרכן ומגדילים את תנודתיותו. סטיית התקן של מדד המחירים לצרכן ללא דיור הייתה בחלק גדול מהשנים האחרונות נמוכה מזו של המדד כולו (דיאגרמה 1). לכן, אף שההוצאה על דיור היא הוצאה מרכזית בסל התצרוכת של משקי הבית (למעלה מ-20%), המדד ללא דיור יכול לשמש אינדיקטור פחות תנודתי להתפתחות המחירים.

שאלה מרכזית בהחלטה אם מדד כלשהו לאינפלציה הבסיסית הוא מדד טוב, היא עד כמה הוא משיג את מטרתו – הערכה של סביבת האינפלציה הנוכחית ושל זו הצפויה. לשם כך מקובל בספרות לבדוק אם האינפלציה הבסיסית על פי מדידה כלשהי עונה על שלושה קריטריונים: היא מתפתחת בטווח הארוך יחד עם האינפלציה הנמדדת בפועל לפי מדד המחירים לצרכן; במקרים של סטיות קצרות טווח בין שני המשתנים הללו מדד המחירים לצרכן מתכנס לעבר האינפלציה הבסיסית; אין התכנסות בכיוון ההפוך (מהאינפלציה הבסיסית למדד המחירים לצרכן). מבדיקות שערכנו לגבי ישראל עולה כי מדד המחירים לצרכן ללא פירות וירקות וללא הלבשה והנעלה עונה על הקריטריונים האמורים, ולכן יכול לשמש כמדד ליבה. מדד מגמת המחירים לצרכן עומד אף הוא בשני הקריטריונים האמורים המגדירים מדד טוב לסביבת האינפלציה. כנגד זאת, בדיקה לגבי המדד ללא דיור מעלה כי הוא אינו מתאים, לפי הגדרה זו, לשמש מדד לאינפלציה הבסיסית, מפני שבשמונה השנים האחרונות מדד הדיור לא השתנה יחד עם מדד המחירים לצרכן. (נוצרה סטייה שלא תוקנה.) ייתכן שתוצאה זו נובעת מהירידה המתמשכת בפעילות הענף בשנים האחרונות.

בסיכום – ישנם מדדים שונים לאינפלציה הבסיסית, ולכל אחד מהם יתרונות וחסרונות. השימוש במדדים המנוכים יכול לתרום לניתוח סביבת האינפלציה ולסייע בחיזוי האינפלציה הצפויה, יחד עם אינדיקטורים אחרים מהשווקים הפיננסיים (כגון הציפיות לאינפלציה משוק ההון), וזאת במטרה לנהל מדיניות מוניטרית שתשיג את יעד יציבות מחירים המוגדר למדד המחירים לצרכן כולו. בחינת התפתחות המדדים המנוכים האמורים במשך השנה האחרונה מעלה כי שיעור עלייתם מצוי מעט מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. כך, המדד ללא פירות וירקות והלבשה עלה בשיעור של 0.6%, והמדד ללא דיור, פירות וירקות, מבוקרים והלבשה והנעלה עלה בשיעור של 0.9%. זאת ועוד, מגמת מדד המחירים לצרכן – שבין יתרונותיה, כאמור תנודתיות פחותה – מעלה שסביבת המחירים במשק נמוכה מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים.

II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית

א. המדיניות המוניטרית

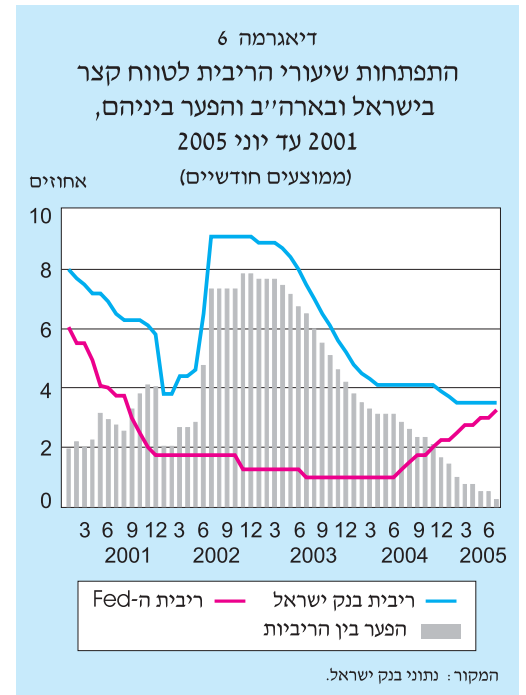
המדיניות המוניטרית פעלה במחצית הראשונה של 2005 על קרקע נוחה של התבססות היציבות בשוקי הכספים וההון המקומיים – שהתבטאה בין היתר, בציפיות לאינפלציה נמוכה ובתחומי היעד – וכן על רקע מדיניות פיסקלית אחראית, הזוכה לאמינות, והמשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית.

היציבות בשווקים הפיננסיים בלטה בעיקר על רקע התהליך המתמשך של הצטמצמות פערי הריביות בין השקל לדולר בשנה האחרונה והצפי להמשך צמצום. פערי הריבית ירדו מ-3.1% ביוני 2004 ל-0.25% ביוני 2005, צמצום שרובו נבע מהעלאות הריבית בארצות הברית, ומיעוטו – מהורדות הריבית בישראל בתחילת השנה (דיאגרמה 6). אף שפערי הריבית בתקופה הנסקרת היו נמוכים היסטורית, לא השתנה מהותות שער השקל מול הדולר, וסיכוני שער החליפין, בעיני הציבור, הנגזרים מסטיות התקן הגלומות באופציות שקל-מט"ח, נותרו נמוכים. אף פרמיית הסיכון של ישראל נותרה יציבה במהלך המחצית הנסקרת, למרות עלייה מסוימת של שנת הסיכון הגלובלית באפריל, אשר לוותה ביציאת הון מהשווקים המתעוררים, ופסחה על השוק המקומי. נציין כי לקראת תום התקופה הנסקרת נוצר פיחות בשער השקל מול הדולר, שהגיע בשיאו ל-4.7%, ובא לידי ביטוי בעלייה של סיכוני שער החליפין הנגזרים משוקי האופציות.

במהלך התקופה הנסקרת המשיכו השווקים הפיננסיים ליחס אמינות למסגרת של משמעת תקציבית רב-שנתית שגיבשה הממשלה, וזאת אף על פי שהתקציב לא אושר, אלא בתום הרביע הראשון של השנה. נראה היה שהציבור העריך כי תימשך המגמה של ניהול מדיניות אחראית, אשר התבטאה, בין היתר, ביישום רפורמות מבניות המביאות לגידול הנזילות והסחירות בשוק ההון וכן לצמצום ההוצאה הממשלתית והחוב הממשלתי בטווח הארוך. הערכות אלו תרמו אף הן להמשך הירידה בתשואות איגרות החוב לטווחים הבינוניים והארוך, במקביל לירידת תשואות המק"ם.

ההתאוששות בפעילות הכלכלית, שהחלה בשנת 2004, נמשכה בתקופה הנסקרת, על אף האטה מסוימת בקצב הגידול, אשר נבעה בעיקר מהאטה בסחר העולמי. המשך המגמות הריאליות החיוביות נתמך על ידי מדיניות מקרו-כלכלית שפעלה לשמר את יציבות המחירים ברמה נמוכה של ריביות קצרות וארוכות, וכן על ידי רגיעה יחסית בתחום הביטחוני. על אף ההתאוששות בביקושים המקומיים, לצד ירידה בשיעור האבטלה, נראה (על פי אומדנים; ראו הערה 5) כי במשך מצוי עדיין עודף כושר ייצור, ולכן אלו לא לחצו משמעותית לעליית מחירים.

בתקופה הנסקרת המשיכה המדיניות המוניטרית לפעול להשגת יציבות מחירים, במסגרת של יעד יציבות מחירים המוגדר בהחלטת ממשלה



החל מיוני 2004 הועלתה ריבית ה-Fed ב-2.25 נקודות אחוז, ל-3.25%. חודשים דצמבר 2004, ינואר ופברואר 2005 הורדה ריבית בנק ישראל בשיעור מצטבר של 0.6 נקודות אחוז, ל-3.5%. לפיכך הצטמצם פער הריביות בין ישראל לארצות הברית מ-3.1 נקודות אחוז ביוני 2004 ל-0.25 נקודות אחוז ביולי 2005.

כאינפלציה של 1% עד 3%. המדיניות המוניטרית פעלה בסביבה של ריביות נמוכות, על רקע מדיניות של הפחתות הריבית שיושמה משנת 1999, בד בבד עם ירידת המדרגה של האינפלציה לשיעורים מערביים. מדיניות זו, שהופסקה זמנית בשנת 2002 בשל עלייה זמנית במחירים, שבה וחודשה בתחילת 2003, ובתקופה זו ועד אפריל 2004 הופחתה הריבית בשיעור מצטבר של 5 נקודות אחוז והגיעה ל-4.1% – רמה שלא שונתה עד נובמבר 2004.

המדיניות המוניטרית בתקופה הנסקרת הושפעה בין היתר מההתפתחויות במשק במחצית השנייה של שנת 2004, שנמשכו גם בראשית 2005, ביניהן רמת מחירים ממותנת וציפיות ותחזיות לאינפלציה בתחומי היעד, היציבות בשוק המט"ח ומדיניות התקציב האחראית. אלו הביאו להערכה כי ניתן להמשיך ולשמור על יציבות המחירים ברמת ריבית נמוכה יותר, ולכן הופחתה ריבית בנק ישראל ב-0.2 נקודת אחוז בכל אחד מהחודשים דצמבר 2004, ינואר ופברואר 2005 והגיעה לשיעור של 3.5%.

לאחר שלוש הפחתות הריבית ב-0.6 נקודת אחוז במצטבר, הראו האינדיקטורים השונים בחודשים פברואר ומארס, כי האינפלציה העתידית צפויה להימצא במרכז יעד יציבות המחירים: ציפיות האינפלציה לשנה עלו והתייצבו סמוך למרכז היעד; תחזיות החזאים נותרו סמוך למרכז היעד; נעצרה ירידת התשואות של איגרות החוב והמק"ם; בשוק המט"ח ניכרה יציבות, שהתבטאה, בין היתר, בתנודתיות נמוכה של שער החליפין, בסטיות תקן נמוכות הגלומות באופציות, ובפרמיית הסיכון של ישראל, שנתרה יציבה ברמה נמוכה – על אף המשך ההצטמצמות של פער הריביות קצרות הטווח והצפי להצטמצמות נוספת. אלו הביאו להערכה כי רמת הריבית ששררה באותה עת מתאימה להשגת היעד, וכי לא נדרשת הורדת ריבית נוספת. בהערכה זו תמכו גם גורמים נוספים, מהתחום הריאלי ומהתחום הפיסקלי: נתוני הצמיחה שפורסמו לשנת 2004 היו גבוהים מהתחזיות המוקדמות, והתקציב לא אושר אלא בתום הרביע הראשון של השנה. נוסף על אלה ירדה הריבית הריאלית הצפויה לשיעור נמוך של 1.5%. בהתחשב במכלול הגורמים דלעיל הותיר בנק ישראל את הריבית לחודשים מארס ואפריל ללא שינוי.

גם ברביע השני של השנה ההערכות היו שהאינפלציה העתידית צפויה להימצא סמוך למרכז יעד היציבות, ואולי אף נמוך ממנו: ציפיות האינפלציה לשנה ירדו אל מתחת למרכז היעד, ותחזיות החזאים נותרו יציבות סמוך למרכזו. הציפיות לטווחים הארוכים ירדו אף הן ונמצאו סמוך לגבולו העליון של היעד. הערכות דומות התקבלו גם מהמודלים המשמשים את בנק ישראל, וכן מסקר החברות שעורך הבנק; גם מהשווקים הפיננסיים עלתה בתקופה זו (להוציא את סופה) תמונה של יציבות יחסית: תשואות איגרות החוב והמק"ם שבו וירדו; בשוק המט"ח נמשכה היציבות ששררה ברביע הראשון של השנה; הריבית הריאלית הצפויה אמנם עלתה מעט, אך נותרה בשיעור נמוך, 1.8%; המדיניות הפיסקלית פעלה במסגרת של תקציב מאושר לשנת 2005, ונתונים ריאליים לרביע הראשון של שנה

זו העידו על המשך הצמיחה, אף כי בשיעור נמוך מזה של 2004. לאור גורמים אלו ההערכה הייתה כי רמת הריבית ששררה באותה עת תואמת אינפלציה במרכז יעד היציבות, או מעט מתחתיו. הגורם העיקרי שסיכן את השגת היעד ברביע זה היה ההצטמצמות המתמשכת של פער הריביות קצרות הטווח והצפי להמשכה בגלל העלאות הריבית הצפויות בארצות הברית, התפתחות שיכלה להוביל לשינויים חדים בשער החליפין. לנוכח מכלול הגורמים האלה הותיר בנק ישראל את הריבית לחודשים מאי ויוני ללא שינוי.

המגמות השונות שאפיינו את מרבית התקופה הנסקרת נעצרו בשבועיים האחרונים של יוני ובתחילת יולי. שער החליפין של השקל פוחד מול הדולר ב-4.7%, וסיכוני השער, כפי שהם נגזרים משוק האופציות, עלו. בשוקי המק"ם והאג"ח התהפכה מגמת ירידתן של התשואות, ששררה במרבית התקופה הנסקרת, והתשואות עלו. בעקבות התפתחויות אלו עלו ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון לשנה הקרובה, ועברו במעט את מרכז יעד היציבות. לעומתן, הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו יציבות סמוך לגבולו העליון של היעד. על אף השינויים העריך בנק ישראל כי היציבות הפיננסית עדיין נשמרת וכי האינפלציה צפויה להימצא בתחומי היעד, ולכן השאיר את הריבית לחודש יולי ללא שינוי.

בסיכום – ריבית בנק ישראל הופחתה בחודשים ינואר ופברואר בשיעור מצטבר של 0.4 נקודת אחוז, המשך להפחתה של דצמבר 2004, ואילו בחודשים מארס-יולי היא הושארה ללא שינוי ברמה של 3.5%.

ההערכה כי האינפלציה ב-12 החודשים הבאים תימצא סמוך למרכז היעד נותרה בעינה גם בתום המחצית הראשונה של שנת 2004. בהערכה זו תמכו ציפיות האינפלציה משוק ההון, תחזיות החזאים הפרטיים, סקר החברות של בנק ישראל וכן המודלים המשמשים את בנק ישראל. כל אלו התבססו על הערכות כי במהלך השנה השקל יפחת מעט ביחס לדולר, כי ריבית בנק ישראל תועלה בשיעור מתון, כי תימשך הצמיחה בפעילות הריאלית, וכי המדיניות הפיסקלית תמשיך לחתור להשגת היעדים שנקבעו. אולם בפועל שיעור עליית המחירים בתקופה זו היה נמוך מההערכות המוקדמות ונמוך אף מגבולו התחתון של היעד.

בחינת ההתפתחות של האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים ושל המשתנים השונים שהשפיעו עליה מעידה כי ההערכה האמורה לגבי כיוון התפתחותו של שער השקל מול הדולר לא התממשה, וזאת כנראה הסיבה לפער בין האינפלציה בפועל לבין התחזית לגביה. לפני כשנה עלה ממכלול הציפיות והתחזיות כי הצטמצמות פער הריביות קצרות הטווח יחד עם השוואת שיעורי המס בין נכסים זרים ומקומיים צפויות להביא לפיחות מסוים בשער החליפין, שיגרום לעליית מחירים. בפועל יוסף שער החליפין במהלך השנה האחרונה – בין היתר על רקע הגדלת ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ במשק – ולפיכך הייתה האינפלציה נמוכה מזו שנצפתה.

ב. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות

לשם קבלת החלטות הריבית עוקב בנק ישראל אחר התפתחותם של אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים והמט"ח, וכן מנתח נתונים מקרו-כלכליים על האינפלציה והפעילות הריאלית, בעזרת מודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה. מעקב אחר ההתפתחות של מכלול אינדיקטורים אלה מאפשר לבנק ישראל לבחון בהתמדה את תגובת השווקים ואת השלכותיה על האינפלציה הצפויה, ולקבוע את מינון הריבית המתאים, להערכתו, להשגת יעד האינפלציה לשנה-שנתיים הקרובות תוך שמירה על יציבותם של השווקים הפיננסיים.

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

1. אינדיקטורים לאינפלציה הצפויה

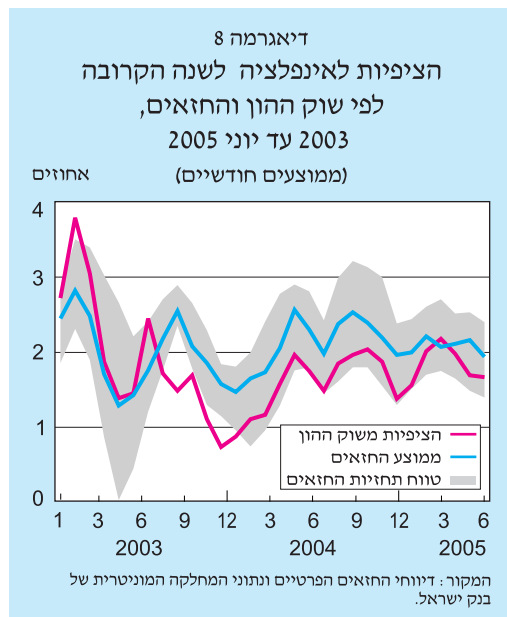
נדגיש כי הציפיות והתחזיות השונות לגבי האינפלציה, מעבר לשימוש בהן כאינדיקטורים לאינפלציה העתידית, גם משפיעות על המחירים, וזאת דרך מנגנוני עדכון המחירים על ידי הפירמות וקביעת השכר בשוק העבודה. הואיל וספקי המוצרים והשירותים אינם מעדכנים את המחירים באופן רציף אלא אחת לתקופה (שכן הדבר כרוך בעלות), הרי בעת עדכון המחירים הם מביאים בחשבון גם את עליית המחירים הצפויה בעתיד. באופן דומה החוזים בשוק העבודה נחתמים אחת לתקופה, ומגלמים בין היתר את עליית המחירים הצפויה.

הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה, הנמדדות על פי הפרש התשואות בין ניירות ערך לא-צמודים (מק"ם) לבין אג"ח צמודות למדד ("גליל"), נעו במחצית הראשונה של השנה בתוך תחום יעד יציבות המחירים. בתחילת השנה, במקביל להפחתות הריבית שבוצעו, עלו הציפיות מ-1.4% בממוצע בדצמבר 2004 ל-2.2% אחוזים במאוס, ואילו ברביע השני הן ירדו, והגיעו ל-1.7% בממוצע במאי ובמחצית הראשונה של יוני. במחצית השנייה של יוני הן עלו למעט מעל מרכז יעד היציבות, ביטוי לאי השקט ששרר בשוקי ההון והכספים באותה עת (דיאגרמה 7). בתום התקופה הנסקרת נמצאו הציפיות לאינפלציה סמוך למרכז תחום יעד היציבות, עם ריביות נומינליות וריאליות נמוכות – בדומה למצב במשקים מפותחים בעולם.

הערכות החזאים² לגבי האינפלציה הצפויה לשנה התייצבו במהלך המחצית הנסקרת סמוך למרכז יעד יציבות המחירים. במהלך תקופה זו נעו כל תחזיות החזאים בתחומי היעד, והפער בין תחזית האינפלציה הגבוהה ביותר לתחזית הנמוכה ביותר היה קטן יחסית – לא יותר מנקודת אחוז (דיאגרמה 8). הערכות אלו לוו בתחזיות להעלאת הריבית במהלך



במהלך המחצית הנסקרת נעו הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון בתחומי יעד יציבות המחירים בשיעור חודשי ממוצע של 1.6% עד 2.2%. במהלך הרביע הראשון הן היו במגמת עלייה, ואילו במהלך הרביע השני (למעט סופו) הן ירדו.



הערכות החזאים הפרטיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה התייצבו במהלך המחצית הנסקרת סמוך למרכז יעד יציבות המחירים. כאשר הפער בין תחזית האינפלציה הגבוהה ביותר לתחזית הנמוכה ביותר היה קטן יחסית – עד נקודת אחוז. הציפיות לאינפלציה משוק ההון היו ברוב התקופה נמוכות מממוצע תחזיות החזאים.

² מדגם של שבעה חזאים מהמגזר הפיננסי, רובם ממערכת הבנקאות.

המחצית השנייה של שנת 2005, אולם מועד ההעלאה החזוי נדחה מדי חודש בחודש, ושיעורה ירד.

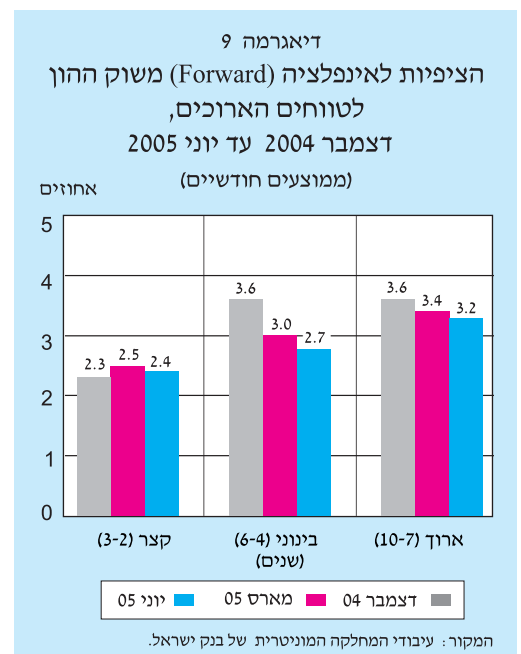
הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים (שנתיים עד 10 שנים) נמדדות על פי הפרשי התשואות בין אג"ח שקליות לא-צמודות ("שחרי") לבין אג"ח צמודות למדד ("גלילי"). הציפיות לשנתיים עד שלוש שנים נעו במהלך התקופה הנסקרת בתוך תחום יציבות המחירים ומעל למרכז; הציפיות לטווחים הבינוניים (4 עד 6 שנים) והארוכים (7 עד 10 שנים), שעמדו בדצמבר 2004 על 3.6%, ירדו במהלך התקופה, הגיעו בטווחים הבינוניים לתוך תחומי היעד, 2.7%, ובטווחים הארוכים – מעט מעליו, 3.2% (דיאגרמה 9). נציין כי הציפיות הנמדדות כוללות בתוכן גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

המודלים האקונומטריים שפותחו בבנק מסייעים להערכת האינפלציה הצפויה ותוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה. המודלים, שהם כלי מקובל כמעט בכל הבנקים המרכזיים בעולם לניתוח כלכלי ולחיזוי התפתחויות, משמשים את קובעי המדיניות לבחינת תחזיות שונות, המותנות בהנחות חלופיות לגבי המשתנים השונים. המודלים מסתמכים על קשרים כלכליים מהעבר לצורך חיזוי ההתפתחויות בעתיד, ובכך מקנים מסגרת מובנית ונוחה לניתוח ההתפתחויות. אולם כיוון שאין באפשרותם של המודלים להתמודד עם שינויים משמעותיים ולא צפויים בסביבה הכלכלית ולשקף התפתחויות ייחודיות לכל תקופה, תוצאותיהם לא תמיד מדויקות. לכן המודלים הם רק אחד הנדבכים בהערכת האינפלציה הצפויה, לצד כלי ניתוח נוספים והערכה שיפוטית של כל האינדיקטורים.

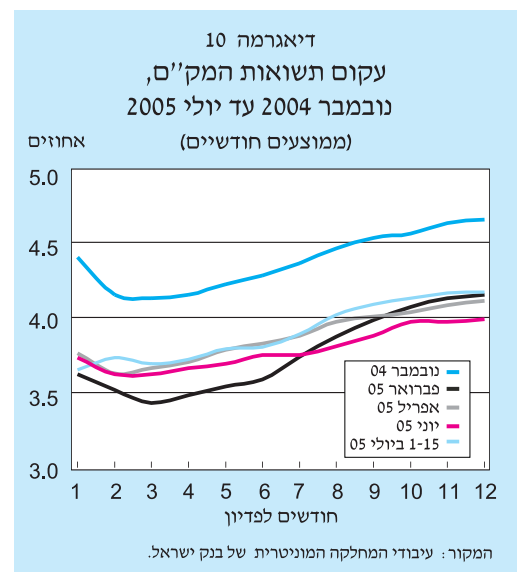
ברביע הראשון של השנה הראו המודלים כי ריבית בנק ישראל בפועל נמוכה מזו הנדרשת להשגת יעד האינפלציה, והצביעו על צורך להעלאתה בהמשך שנת 2005. זאת בדומה לתמונה שעלתה מהמודלים במחצית השנייה של שנת 2004. החל מהרביע השני של 2005 הראו המודלים כי הריבית מתאימה לזו הנדרשת או נמוכה ממנה במעט, והצביעו על אפשרות להעלאתה בעתיד, אך בשיעור מתון מזה שנחזה בתחילת השנה. ייתכן שהפער בין תוואי הריבית הנגזר מהמודלים לבין התוואי שנדרש בפועל נבע מהתגברות האמינות שהציבור מייחס למדיניות – גורם שאינו מקבל ביטוי מפורש במודלים בישראל, ואף לא ברוב המודלים בעולם, מפאת הקושי להעריך אותו כמותית. עם זאת ייתכן שגורם האמינות משתקף בעקיפין בפרמטרים שנאמדו, אך אלו נאמדו בעבר, כשהאמינות הייתה נמוכה יותר.

ב.2. אינדיקטורים נוספים משוק ההון

תשואות האג"ח והמק"ם ירדו בחודשיים הראשונים של השנה, במקביל להורדת ריבית בנק ישראל, ולאחר עצירה מסוימת של מגמה זו בחודשים מארס ואפריל הם שבו לרדת בחודש מאי. בתום המחצית הנסקרת נמצאו כל התשואות ברמה הנמוכה ביותר זה מספר שנים. הן מעידות



במהלך התקופה הנסקרת נעו הציפיות לאינפלציה בטווחים הקצרים סמוך למרכז יעד יציבות המחירים. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים, שבדצמבר 2004 עמדו על 3.6%, ירדו במהלך התקופה הנסקרת ל-2.7% ו-3.2% בהתאמה.



תשואות המק"ם ירדו בחודשים דצמבר 2004 עד פברואר 2005, במקביל להורדת הריבית המוניטרית, וכן בחודש מאי. מאמצע יוני ובמחצית הראשונה של יולי הן עלו.

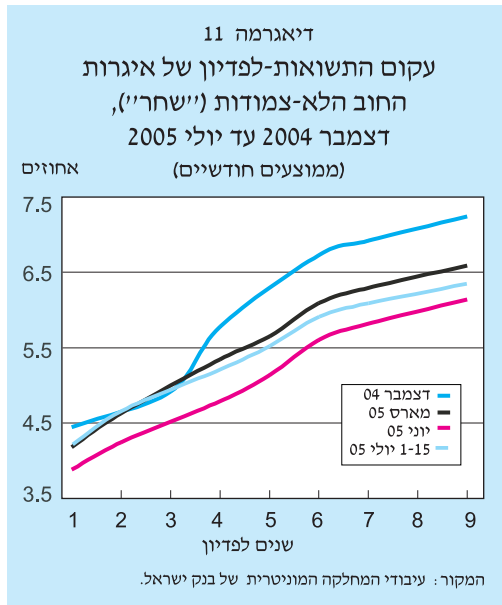
על התבססות היציבות בשוק ההון, שנתמכת על ידי ציפיות לאינפלציה נמוכה, ריבית מוניטרית נמוכה ומשמעת פיסקלית. נציין כי לקראת תום התקופה הנסקרת ובתחילת חודש יולי עלו תשואות המק"ם והאג"ח הלא-צמודות ("שחר").

תשואות המק"ם, שהיו יציבות בחודשים האחרונים של שנת 2004, ירדו בחודשים דצמבר 2004 עד פברואר 2005 ב-0.7 נקודת אחוז בטווחים הקצרים וב-0.5 נקודת אחוז בטווחים של עד שנה, במקביל להפחתות הריבית המוניטרית בחודשים אלו. בחודשים מארס ואפריל נעצרה מגמה זו, והתשואות, בעיקר בטווחים הקצרים, עלו מעט, אולם החל מחודש מאי הן שבו וירדו (דיאגרמה 10). תשואות המק"ם מצויות בתום המחצית הראשונה של השנה ברמות נמוכות ביותר – בין 3.7% בטווחים הקצרים ל-4% בטווחים הארוכים, ומעידות על התבססות היציבות בשוקי ההון, הנתמכת על ידי ציפיות אינפלציה בתחומי היעד וריבית מוניטרית נמוכה. שיפועו החיובי המתון של העקום התמתן עוד יותר בסוף התקופה הנסקרת, והעיד על ציפיות מתונות להעלאת הריבית בטווח של שנה. שיפוע מתון זה כולל גם פרמיית סיכון, המפצה על אי-ודאות עתידית.

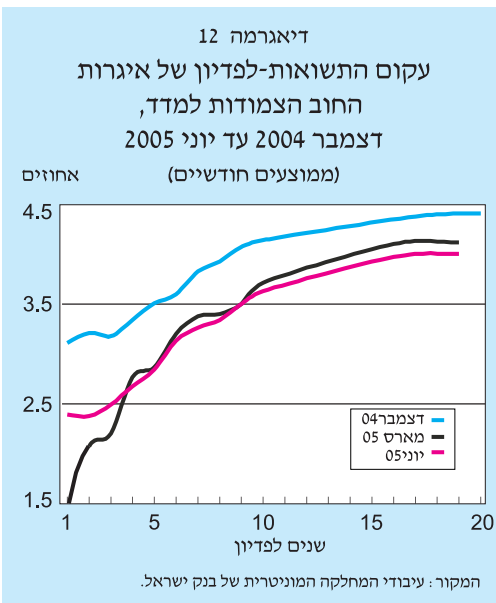
תשואות ה"שחר" ירדו במהלך התקופה הנסקרת בכ-0.5 נקודת אחוז בטווחים הקצרים עד נקודת אחוז אחת בטווחים הארוכים (דיאגרמה 11). מרבית ירידתן התרחשה בחודשים ינואר ופברואר, במקביל להורדת הריבית המוניטרית, ובחודש מאי, בעקבות צפי לירידה בהנפקות של אג"ח מדינה, לנוכח ההפרטה הגבוהה יחסית, וכן בעקבות ירידת התשואות הארוכות על האג"ח בארצות הברית החל מהרבע השני של השנה. בתום התקופה הנסקרת הגיעו תשואות ה"שחר" לרמה נמוכה ביותר כ-3.9% בטווחים הקצרים עד 6.2% בארוכים. שיפועו החיובי של עקום התשואות התמתן, ומעיד על ציפיות נמוכות יותר להעלאת הריבית בטווחים הארוכים, או על ירידה של פרמיית הסיכון המגולמת בתשואות.

התשואות של האג"ח הצמודות למדד ירדו ברבע הראשון של השנה. עיקר הירידה – יותר מנקודת אחוז – הייתה בטווחים הקצרים, ואילו בטווחים הארוכים שיעורה היה מתון יותר, 0.3 נקודת אחוז (דיאגרמה 12). כך התליל שיפועו החיובי של העקום – ביטוי להרפיית הריסון המוניטרי. ברבע השני של השנה עלו התשואות הקצרות, ואילו הארוכות נותרו ללא שינוי מהותי, כך ששיפוע העקום התמתן. גם התשואות הריאליות מצויות כיום ברמה הנמוכה מזה שנים – בין 2.4% בטווחים הקצרים ל-4% בארוכים.

הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל נגזרת מהפער בין ריבית בנק ישראל לציפיות האינפלציה, ומשמשת אינדיקטור למידת הריסון המוניטרי. הריבית הריאלית הצפויה ירדה מ-2.6% בדצמבר 2004 ל-1.5% בתום הרבע הראשון של השנה, ירידה שנבעה ברובה מעלייה בציפיות האינפלציה ובחלקה מהורדת ריבית בנק ישראל. ברבע השני של השנה נרשמה עלייה קלה בריבית הריאלית הצפויה, עקב ירידה בציפיות



תשואות ה"שחר" ירדו במהלך התקופה הנסקרת בשיעורים שבין 0.6 נקודת אחוז בטווחים הקצרים ל-1.1 נקודות אחוז בטווחים הארוכים. חלק הארי של ירידת התשואות התרחש בחודשים ינואר ופברואר, במקביל להורדת הריבית המוניטרית, וכן בחודש מאי. החל מאמצע יוני ובמחצית הראשונה של יולי עלו תשואות ה"שחר".



ברבע הראשון של השנה ירדו התשואות של איגרות החוב הצמודות למדד, בעיקר בטווחים הקצרים לפדיון, שבהם הן ירדו ביותר מנקודת אחוז; בטווחים הארוכים הירידה הייתה מתונה יותר – 0.3 נקודת אחוז. ברבע השני של השנה עלו התשואות הקצרות, ואילו שאר העקום נותר כמעט ללא שינוי.

האינפלציה, ובתום המחצית עמד שיעורה על 1.8%, לעומת כ-5% בסוף 2003 (דיאגרמה 13). שיעורה הנמוך של הריבית הריאלית הוא תוצאה של מדיניות מוניטרית ארוכת טווח הפועלת במסגרת של יעד אינפלציה רב-שנתי, בד בבד עם מדיניות פיסקלית המגלה מחויבות גוברת לצמצום הגירעון של הממשלה. מדיניות מקרו-כלכלית משולבת זו היא רקע חיוני לצמיחה בת קיימא תוך יציבות מחירים, וזאת בסביבה של ריביות ריאליות נמוכות, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך.

ב.3. מצרפי הכסף והאשראי ותיק הנכסים של הציבור

אמצעי התשלום, שבמשטר של ניהול המדיניות המוניטרית באמצעות הריבית במסגרת יעד אינפלציה נקבעים על ידי הביקוש לכסף, עלו בכ-13% במהלך התקופה הנסקרת וב-19% במהלך השנה האחרונה, המשך לעלייה של 18% בשנת 2004 (דיאגרמה 14). עיקר הגידול באמצעי התשלום נבע מרכיב העו"ש, שהתרחב בתקופה הנסקרת בשיעור חד של כ-17%, בעוד שרכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר – כ-7%. התפתחותה של כמות אמצעי התשלום הושפעה מהמשך ההתאמה לריבית הנמוכה, שהופחתה מאז ראשית 2003, כפי שעולה גם מאומדנים אקונומטריים של הביקוש לכסף (המוצגים בדוח האינפלציה מס' 15, תיבה 2), וכן מהתרחבות הפעילות הריאלית.

הפיקדונות השקליים הלא-צמודים של הציבור הנושאים ריבית עלו במהלך התקופה הנסקרת בשיעור מתון של כ-4%, המשך להאטת גידולם מאז דצמבר 2001, וזאת בעיקר עקב תהליך הפחתת הריבית הנומינלית. מגמה זו נתמכת על ידי מעבר הדרגתי מניהול המדיניות המוניטרית באמצעות פיקדונות הבנקים לניהול באמצעות מכשירי שוק – המק"ם והריפו. **מצרף הכסף הרחב**, M2, גדל במהלך התקופה הנסקרת בכ-5%, בעיקר עקב התרחבות אמצעי התשלום. חלקם של הפיקדונות לטווח ארוך עלה במהלך התקופה הנסקרת בכמעט נקודת אחוז והגיע לרמה גבוהה ביותר – 15.1%. עלייה זו באה על חשבון הפיקדונות לטווח הבינוני, שירדו ל-7.8%, בעוד שהפיקדונות לטווח הקצר נותרו כמעט ללא שינוי ברמה של 77% (דיאגרמה 15). על אף מגמת ההתארכות של טווח הפיקדונות משנת 2003, הפיקדונות לטווח הקצר הם עדיין חלק הארי של סך הפיקדונות.

מיצרף האשראי הבנקאי הכולל נותר כמעט ללא שינוי במהלך התקופה הנסקרת, המשך לירידה מצטברת של כאחוז בשנים 2003 ו-2004 (דיאגרמה 16). הירידה באשראי הבנקאי על אף ההתאוששות במשך נובעת, מחד גיסא, מצמצום היקף האשראי שמעמידים הבנקים בשנים האחרונות, עם הטמעת הצורך בניהול סיכונים תוך מגבלות פיקוחיות על הלואים, ומאידך – מהגדלת היצע האשראי החוץ-בנקאי על ידי המשקיעים, שחיפשו אפיקי השקעה חלופיים, בשל רמות הריביות הנמוכה. כך הלך והצטמצם חלקו של האשראי הבנקאי בסך מקורות האשראי למימון פעילות העסקית של החברות, ובמקביל התפתח בשנים האחרונות שוק חליפי של **אג"ח**



הריבית הריאלית הצפויה ירדה מ-2.6% בדצמבר 2004 ל-1.5% בתום הרביע הראשון של השנה, ירידה שנבעה ברובה מעלייה בציפיות לאינפלציה ובחלקה מהורדת ריבית בנק ישראל. ברביע השני של השנה עלתה מעט הריבית הריאלית הצפויה, עקב ירידה בציפיות לאינפלציה, ושיעורה בתום המחצית עמד על 1.8%.



אמצעי התשלום, עלו ב-11% במהלך התקופה הנסקרת וב-17% בשנים עשר החודשים האחרונים. עיקר הגידול באמצעי התשלום נבע מרכיב העו"ש, שהתרחב בתקופה הנסקרת בשיעור חד של 15%, בעוד שרכיב המזומן עלה במידה מתונה יותר – כ-7%.



חלקם של הפיקדונות לטווח ארוך עלה במהלך התקופה הנסקרת כנקודת אחוז, ל-15.2%, על חשבון הפיקדונות לטווח הבינוני, שירד ל-7.8%, ואילו חלקם של הפיקדונות לטווח הקצר נותר כמעט ללא שינוי ברמה של 77%. על אף מגמת ההתארכות של טווח הפיקדונות משנת 2003, הפיקדונות לטווח הקצר הם עדיין חלק הארי של סך הפיקדונות.



מיצרף האשראי הבנקאי הכולל נותר כמעט ללא שינוי במהלך התקופה הנסקרת, בהמשך לירידה המצטברת של כאחוז בשנים 2003 ו-2004.

פרטיות, סחירות ולא-סחירות. בחודשים ינואר עד מאי 2005 גדל בשיעור ניכר הגיוס באמצעות האג"ח הפרטיות, והסתכם ב-18 מיליארדי ש"ח, בדומה לסכום הגיוס שהיה בשנת 2004 כולה. זאת על רקע תהליך מתמשך של ירידת תשואות האג"ח הממשלתיות, המשמשות בסיס לתמחור האג"ח הפרטיות, בשילוב עם המירווח הנמוך מולן, אשר תרמו להוזלת גיוס החוב של החברות. לגידולו של הגיוס באמצעות האג"ח הפרטיות תרם גם פינוי מקורות של המשקיעים המוסדיים, שנבע מהרחבת אפשרויות ההשקעה שלהם ומצמצום הנפקות הממשלה בשוק המקומי; בתקופה הנסקרת נמשכה גם ההאצה, שהחלה בשנת 2004, בהנפקות באמצעות **מכשירים פיננסיים מובנים** (אג"ח מובנות, תעודות פיקדון ותעודות סל), שאינם משמשים חלופה לאשראי בנקאי למימון פעילות לא-פיננסית, אלא מופנים להשקעה חוזרת בשוק ההון. להאצה זו תרומה לשכלול שוק ההון, להעמקתו ולהגדלת הנזילות בו, דבר שצפוי להוזיל את גיוס ההון, ובכך לתרום להמשך ההתרחבות של ההנפקות למימון הפעילות הלא-פיננסית של המגזר העסקי. על אף כל זאת שוק האג"ח הפרטיות בישראל עדיין קטן, ורמת הפעילות בו³ עדיין נמוכה יחסית לשוק האג"ח הממשלתיות.

נוסף על אפיקי הגיוס השונים שתוארו לעיל מגייסות החברות העסקיות הון גם בבורסה לניירות ערך. **גיוס ההון בבורסה** על ידי מניות ובני המרה הסתכם בתקופה הנסקרת ב-4.4 מיליארדי ש"ח, לעומת 6 מיליארדים בשנת 2004 כולה.

שווי של תיק הנכסים הכספיים של הציבור המשיך לעלות במהלך חמשת החודשים הראשונים של שנת 2005 בשיעור של 6.2%, עלייה שנבעה בעיקרה מהמשך עליות השערים בשוק המניות. בחינת התפלגותו של התיק לפי רכיבי הצמדה, ללא רכיב המניות, מעידה כי נבלמו ואף התהפכו המגמות שאפיינו את הרכב התיק בשנים האחרונות – מגמת העלייה של משקל הרכיב הלא-צמוד ומגמת הירידה של משקל הרכיב הצמוד. משקלו של הרכיב הלא צמוד ירד ב-1.7 נקודת אחוז, לשיעור של 40.2%, בעוד שהרכיב הצמוד למדד עלה ב-1.3 נקודת האחוז, ל-41.6%, והרכיב הצמוד למט"ח עלה אף הוא מעט, ל-18.2%. עליית הרכיב הצמוד למדד נובעת בחלקה מגידול ההנפקות של אג"ח פרטיות, שרובן צמודות למדד. בתקופה הנסקרת נמשך גידול חלקם של הנכסים הסחירים, על חשבון הלא-סחירים. הנכסים הסחירים הגיעו לכמחצית מהתיק, לעומת 35% בלבד בשנת 2002. זאת על רקע הרפורמה במס על יחידים והרפורמה בשוק הפנסיה, שיישומן החל בשנים האחרונות.

³ מחזורי המסחר בשוק האג"ח הפרטיות עלו מכ-8 מיליוני ש"ח ליום בממוצע בשנת 2002 ל-155 מיליונים בממוצע בשנת 2005, אולם הם נמוכים יחסית למחזוריים בשוק האג"ח הממשלתיות – שהם גבוהים ממיליארד ש"ח ליום.

תיבה 2: שיטה חדשה לחישוב הציפיות לאינפלציה

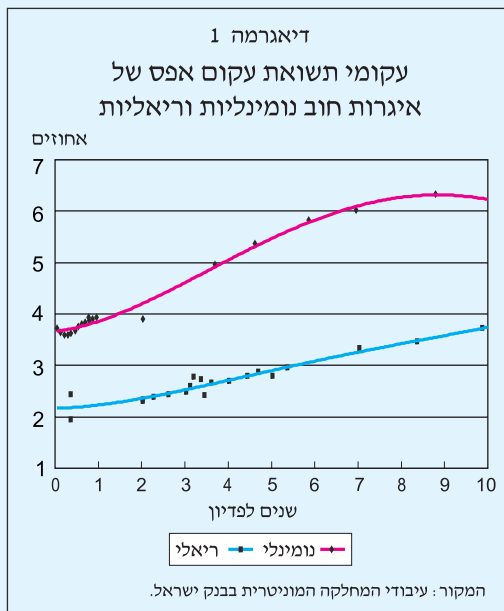
לאחרונה שינה בנק ישראל את שיטת החישוב של ציפיות האינפלציה הנגזרות מנתוני שוק ההון. ציפיות אלו, ובמיוחד הציפיות לשנה, הן אינדיקטור מרכזי בגיבוש המדיניות המוניטרית. הן מחושבות (בקירוב) כהפרש בין התשואה-לפדיון על אג"ח לא-צמודה לשנה (מק"ם לשנה) לבין התשואה על אג"ח צמודה לאותו אופק.

השינוי בשיטת חישובן של הציפיות לאינפלציה התחייב מהתגברות ניכרת של תנודתיות התשואות על האג"ח הצמודות שהתקופה לפירעון כשנה, על רקע דילול ניכר של מספר הסדרות הקיימות באופק זה.

בשיטה החדשה נגזרות הציפיות לאינפלציה לאופק של שנה מתשואה ריאלית המחושבת מעקום תשואה נטולת ריבית נקובה (קופון אפס), ולא כממוצע פשוט של התשואות על אג"ח שמועדי פירעון סביב שנה, כפי שהיה נהוג עד כה. תיבה זו מציגה את עיקרי השיטה החדשה ואת הסיבה להזדקקות לה.

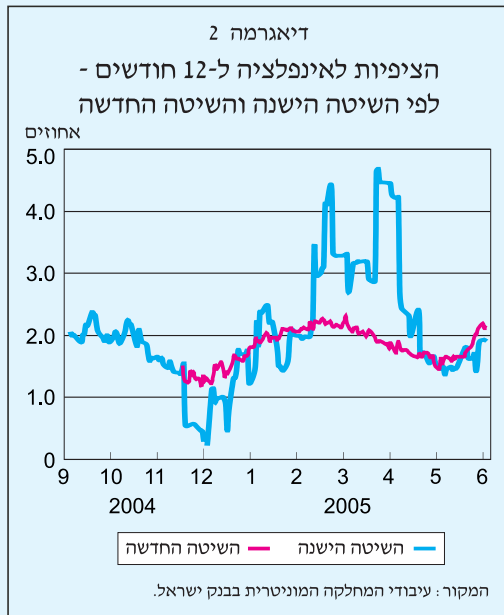
זה מספר שנים מתנהל תהליך של צמצום צורכי המימון של הממשלה ומדיניות הנפקות המעודדת סחירות בשוק האג"ח באמצעות הגדלת היקפן של הסדרות וצמצום מספרן. צמצום זה הביא לפערים הולכים וגדלים בין התקופות לפדיון של סדרות האג"ח, הצמודות והלא-צמודות – אך חישוב מדויק של הציפיות מחייב, בין היתר, ששתי הסדרות תהיינה לאותן תקופות לפירעון בדיוק. בפועל, תכונה זו קיימת במציאות רק לעיתים רחוקות. כדי להתגבר על הקושי בחישוב ציפיות מתשואות שאינן מסונכרנות בתקופה לפירעון, היה מקובל, בשיטה הישנה, לחשב ממוצעים פשוטים של התשואות הריאליות לפדיון בסדרות שהתקופות לפירעון סביב שנה. התשואה הנומינלית שנלקחה הייתה תמיד זו של סדרת המק"ם הארוכה ביותר, שמועד פירעונה כמעט שנה. בדרך כלל היו כמה סדרות של אג"ח צמודות בתוך הטווח הרלבנטי סביב כל שנה, כך שכאשר הייתה תשואה חריגה בסדרה בודדת מסיבה מיוחדת כלשהי, כגון חוסר סחירות בשוק או ריכוז החזקות של הסדרה בידי מעט מחזיקים, השפעתה התמתנה בגלל מיצוע התשואה עם התשואות בסדרות הסמוכות.

מעבר לבעיית חוסר ההתאמה בתקופות לפירעון בין סדרת המק"ם הארוכה ביותר לסדרות איגרות החוב הצמודות, התעוררה בעיה נוספת – התרחקות מועדי הפירעון של הסדרות הצמודות מתקופות הסמן, שהן שנים שלמות. הואיל והאיגרות מונפקות לתקופות מקוריות של שנים רבות, התפתחות התופעות שהוזכרו הייתה צפויה, ובנק ישראל נערך לקראתה, כפי שיתואר להלן.



בעיות אלו מוכרות בעולם כי רוב המדינות מפתחות מתמודדות עם תופעות דומות: צורכי המימון של הממשלות היו נמוכים (יחסית לתוצר) אף יותר מאשר בישראל, ומדיניות של הנפקת סדרות גדולות, מעטות, הייתה מקובלת בהן זה זמן רב. הגישה הנפוצה לטיפול בבעיות הנובעות ממספר קטן של תצפיות על תשואות בודדות היא לאמוד עקום תשואה רציף העובר בין התשואות על ציר זמן שבו נמדדים מועדים לפירעון (דיאגרמה 1), מאחר שאיגרות החוב השונות הן בעלות ריבית נקובה (קופון) בשיעורים שונים, נהוג להביא אותן למכנה משותף מבחינת הריבית על ידי חישוב תשואה וירטואלית בהנחה של ריבית נקובה אפס (קופון אפס או Zero coupon equivalent yield); לאחר אמידת שני עקומי תשואה בריבית נקובה אפס – אחד לתשואות הלא-צמודות ואחד לתשואות הצמודות – ניתן לגזור ציפיות לאינפלציה לכל אופק נבחר עד לאופק המרבי הקצר יותר מבין שני סוגי האיגרות¹.

¹ לסקירה ראו למשל הספר Anderson, Nicola, et. al., Estimating and Interpreting the Yield Curve, New York: Wiley, 1996.



בבנק ישראל הוחלט לאמץ גישה זו². ישנן שיטות פרטניות שונות ליישום גישת עקומי התשואה, ובחירה אחת השיטות הנפוצות ביותר, הנהוגה למשל בבנק המרכזי של אנגליה. על פי שיטה זו, אומדים מספר תשואות סמן באופן הממזער סכום של שני סוגי "קנס": (1) סכום המרחקים בין התשואות המחושבות לתשואות בפועל; (2) אומדן התנודתיות של העקום עצמו³.

השיטה הוכנסה לשימוש פנימי בבנק ישראל בדצמבר 2004 ובמשך תקופת הרצה של כמה חודשים הושו נתוני הציפיות לאינפלציה הנגזרות בשתי השיטות (דיאגרמה 2). את הציפיות לאינפלציה לאופק מסוים ניתן כמובן לחשב כהפרש בין התשואה המחושבת מהעקום הנומינלי לזו המחושבת מהעקום הריאלי, אך מאחר שעל פי מדיניות הנפקת המק"ם של בנק ישראל תהיה תמיד סדרת מק"ם עם אופק קרוב לשנה שהיא תצפית ישירה מהשוק, הוחלט להשתמש בציפיות לשנה המחושבות על סמך ההפרש בין התשואה של סדרת המק"ם הארוכה ביותר לבין התשואה המחושבת מהעקום הריאלי לאופק זהה.

דיאגרמה 2 מציגה את נתוני הציפיות לאינפלציה לשנה בשיטה הישנה מתחילת אוקטובר 2004, ובשתי השיטות מאמצע דצמבר 2004. רואים בבירור את התמתנות התנודתיות בנתוני הציפיות – כלומר את השיפור בסבירותן.

² ראו Wiener Zvi and Pompushko Elena, "Deriving Smooth Zero-Yield Curves From Bond Market Data", Monetary Department, Bank of Israel, unpublished memorandum forthcoming as discussion paper, 2005.

³ בספרות על עקומי תשואה, השיטה מכונה "קנס לחספוס משתנה" (Variable Roughness Penalty), והיא מקבילה למסנן "הודריק-פרסקוט" (Hodrick-Prescott Filter), המשמש במקרו-כלכלה.

ג. הפעילות הריאלית

צמיחת הפעילות המשקית היא אחד הגורמים המשפיעים בטווח הקצר על התפתחות המחירים במשק⁴. עדויות לגבי ישראל מעלות כי חלק מהשפעה זו מתבטא בפיגור מסוים: גם הצמיחה ברביע הקודם משפיעה על המחירים שקובעות הפירמות ברביע הנוכחי. ואולם, צמיחת המשק – הנמשכת מסוף 2003, אז החלה היציאה מהמיתון – לא יצרה לחצים לעליות מחירים. זאת על רקע עודף כושר ייצור (פער תוצר) – כלומר אי ניצול מלא של גורמי הייצור המצויים במשק, ובראשם כוח העבודה – המאפשר לפירמות להיענות לגידול הביקושים ללא העלאות מחירים משמעותיות⁵.

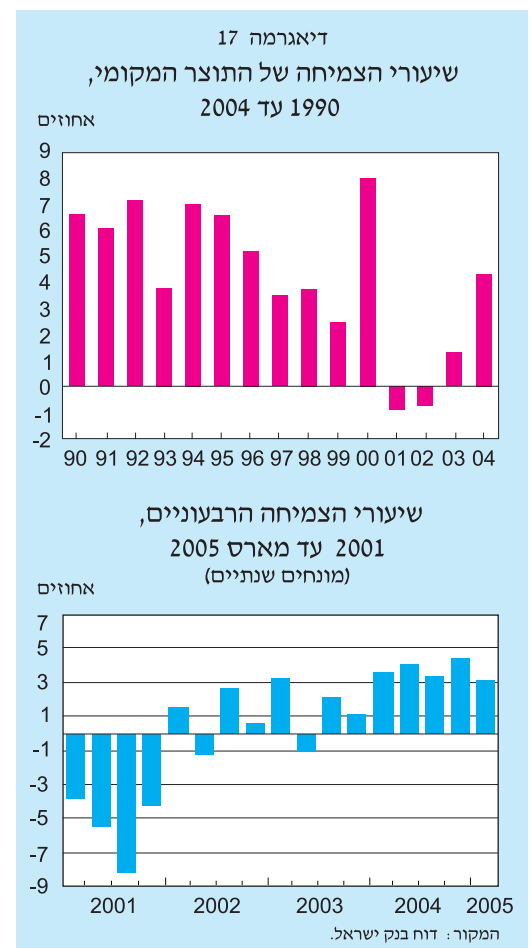
⁴ זאת כל עוד התוצר נקבע על פי הביקושים. בטווח הארוך התוצר נקבע לפי ההיצע, המושפע מהיקפי ההון והעבודה.

⁵ בישראל יושמו גישות שונות לחישוב פער התוצר – הפער שבין התוצר לתוצר הפוטנציאלי. (ראו תיבה א'-1 בדוח בנק ישראל לשנת 2004). מכולן עולה כי למרות היציאה מהמיתון בסוף שנת 2003, והצמיחה המהירה יחסית של המשק מאז, קיים עדיין פער, המונע לחצים אינפלציוניים.

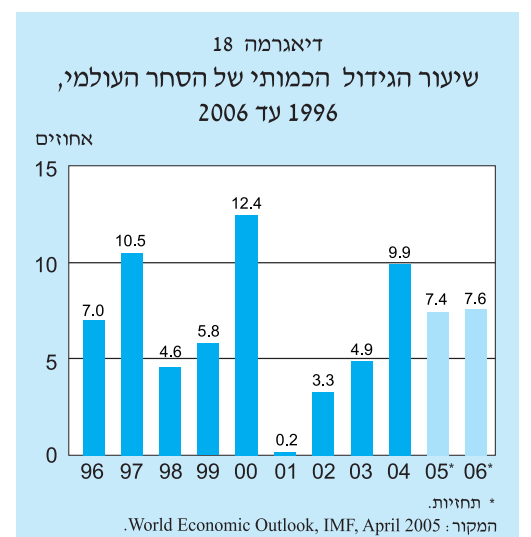
קצב הצמיחה של המשק אמנם הואט במחצית הנסקרת יחסית לשנת 2004, אולם ההתפתחויות החיוביות בשוק העבודה מצביעות על התבססות הצמיחה ועל הערכה של הפירמות כי היא תימשך. ברביע הראשון של השנה גדל התוצר המקומי ב-3.3% (במונחים שנתיים), לעומת גידול של 4.5% במשך שנת 2004 כולה, והתוצר העסקי גדל ב-3.9%, בהמשך לגידול של 6.6% ב-2004 (דיאגרמה 17). האטת קצב הצמיחה נבעה בעיקר מהאטה בצמיחה העולמית, שהתבטאה בהאטת גידולו של הסחר העולמי (מ-9.9% אשתקד לשיעור צפוי של 7.4% השנה, (דיאגרמה 18); אף כי המשך גידולו של הסחר העולמי בקצב נאה בהשוואה לממוצע של השנים האחרונות ממשיך לפעול להמשך הצמיחה בישראל). גורם נוסף להאטת הצמיחה במחצית הנסקרת היא מדיניות פיסקלית מצמצמת שנקטה בתקופה זו, בעיקר בשל העיכוב באישור התקציב עד לסוף חודש מארס, אשר לה השפעות מצמצמות בטווח הקצר. בהמשך הצמיחה בתקופה זו תמכו היציבות הביטחונית, האמינות של המדיניות הפיסקלית, אשר הוכיחה מחויבות להשגת יעדיה, וכן הריביות הנמוכות השוררות במשק לכל הטווחים, אשר פועלות לעידוד הביקושים המקומיים. מסקר החברות והעסקים של בנק ישראל לרביע השני של השנה עולה כי העלייה בפעילות המשק נמשכה גם בתקופה זו, והקיפה את רוב הענפים.

הצמיחה ברביע הראשון של השנה הונעה בעיקר על ידי גידול **הצריכה הפרטית**. הצריכה הפרטית השוטפת, ללא מוצרים בני קיימא, עלתה בשיעור של 3.6%, וזאת לאחר עלייה מהירה ברביע האחרון של 2004. על המשך התרחבותה המהירה העידו אינדיקטורים לרביע השני של השנה, ובראשם תשובותיהן של החברות בענף המסחר לסקר החברות והעסקים של בנק ישראל; אלו דיווחו על המשך גידול מהיר של הפעילות ועל ציפיות להמשכו ברביע הבא. הצריכה הושפעה מגידול ההכנסה הפנויה של הציבור, מירידת שיעור האבטלה, מהריביות הנמוכות במשק, ומאפקט העושר הנובע משוק ההון. **היצוא** המשיך לגדול במחצית הנסקרת, אולם בקצב איטי מאוד יחסית לשנת 2004, שבה היצוא הוביל את צמיחת המשק. על פי נתוני החשבונאות הלאומית צמח היצוא ברביע הראשון של 2005 בקצב של 2% לשנה. האטת קצב גידולו של היצוא מוסברת בעיקרה בהאטה בסחר העולמי, לאחר גידולו המהיר אשתקד. עם זאת, גידולו של היצוא ברביע זה היה נמוך מגידול הסחר העולמי. בשנים האחרונות נמצא קשר הדוק בין התפתחות היצוא של ישראל בתחומי הטכנולוגיה העילית (רכיבים אלקטרוניים, מוצרי תקשורת ועוד) לסחר של ארה"ב בתחומים אלה (דיאגרמה 19). בחינת קשר זה לתקופה הנסקרת מעלה כי הוא נשמר, וההאטה ביצוא של ישראל בתחומים מתקדמים מתואמת עם האטה בסחר של ארצות הברית באותה תקופה. אינדיקטורים שוטפים של סחר החוץ לרביע השני מצביעים על המשך ההאטה של התרחבות היצוא.

לעומת התרחבות הצריכה הפרטית השוטפת, **ההשקעה המקומית הגולמית** ירדה ברביע הראשון של השנה בשיעור ניכר – כ-10%. זאת למרות המשך גידולה של הפעילות והמשך הירידה של הריביות במשק, שאמורים לתמוך בגידול ההשקעות. עם זאת, בחינת הרכב ההשקעה מעלה

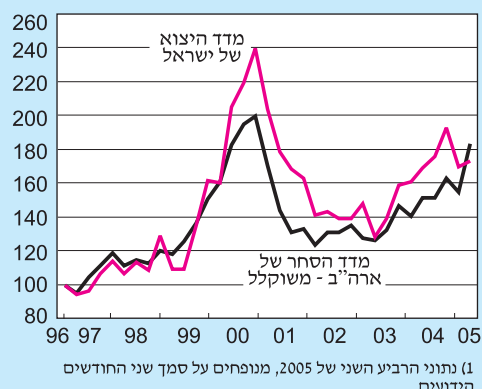


שיעור הצמיחה הואט ברביע הראשון של השנה ביחס ל-2004.



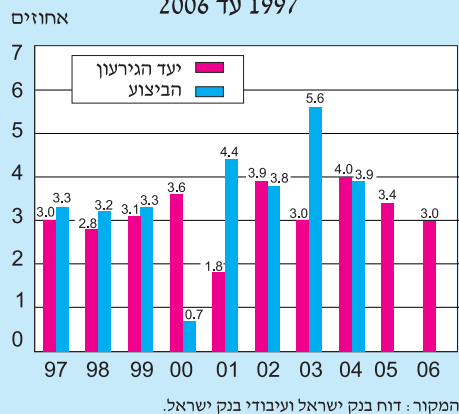
גידולו של הסחר העולמי השנה צפוי להיות נמוך מאשר אשתקד, ובכך לפעול להאטת גידולו של היצוא הישראלי.

דיאגרמה 19
ענף האלקטרוניקה: היצוא מישראל
והסחר של ארה"ב,
דצמבר 1996 עד יוני 2005¹



האטת גידולו של היצוא המתקדם בתקופה הנסקרת
הושפעה מהאטת הסחר של ארה"ב ברביע הראשון של
השנה, בענפים המתקדמים.

דיאגרמה 20
גירעון הממשלה באחוזי תוצר,
2006 עד 1997



גירעון הממשלה צפוי לרדת השנה לשיעור של 3.4%.

כי הירידות התמקדו בהשקעות בענפי המשק – לאחר עלייתן בשיעור גבוה
ברביע האחרון של 2004 – ואילו ההשקעות בדיוור נותרו כמעט ללא שינוי.
התפתחות זו של ההשקעות בדיוור שונה משמעותית מהתפתחותן בשנת
2004, וייתכן כי היא מלמדת על תחילת התייצבות **בענף הבנייה**, שרמת
הפעילות בו ממונתת מאז שנת 1997 (כפי שמתבטא בירידה מתמשכת של
תפוקתו). עם זאת, על פי סקר החברות והעסקים נמשכו הירידות בפעילות
הענף גם ברביע השני של השנה, אולם החברות צופות שברביע הבא הן
תיפסקנה. מזה זמן מה שוררים תנאי רקע כלכליים התומכים בגידול
הביקוש לדיוור – גידול ההכנסה הפנויה במשק, ירידת שיעור האבטלה,
ירידת שיעורי הריבית על משכנתאות לרמה נמוכה מאוד בהשוואה לשנים
האחרונות והתרחבות הענף בקצב נמוך מהמשתמע מגידול האוכלוסייה.
חשיבותו של ענף הדיוור להתפתחות המחירים רבה מהשפעתו הישירה על
הפעילות במשק, מפני משקלה הגבוה של ההוצאה לדיוור בסל הצריכה
של הציבור, ולכן גם במדד המחירים לצרכן. התפתחות מחירי הדיוור
נמדדת בעיקר על פי שכר הדירה, המושפע בעקיפין משוק הדיוור. במחצית
השנה הנסקרת מדד הדיוור המשיך לרדת (ב-1.1%), אולם בקצב נמוך מעט
מאשר אשתקד. נראה שאם הענף יתחיל לצמוח, תשתנה גם מגמת הירידה
של מחירי הדיוור, והדבר ישפיע על מדד המחירים כולו. (עם זאת, כידוע,
מדד שכר הדירה מושפע מאוד גם משער החליפין של השקל לעומת הדולר,
לא רק מההתפתחויות בענף הדיוור.)

גורם נוסף שתורם כאמור לירידת הביקושים בתקופה הנסקרת הוא
הצריכה הממשלתית⁶. זו ירדה ברביע הראשון של השנה ב-4.9%, זו
השנה השלישית ברציפות. הוצאות הממשלה היו עד חודש מאי נמוכות
גם מהרמה המתיישרת עם ניצול מלא של התקציב, על פי התוואי העונתי
ויעד הגירעון לשנה זו, שהוא 3 אחוזי תוצר ללא הוצאות ההתנתקות ו-
3.4 אחוזי תוצר כולל הוצאות אלה (דיאגרמה 20). התפתחות זו נבעה
בעיקר מדחיית אישורו של תקציב הממשלה לסוף חודש מארס, שהובילה
לתת-ביצוע בכל משרדי הממשלה. למרות אי אישורו של התקציב במועד,
אינדיקטורים משוק הכספים (כגון הריבית על איגרות חוב לטווחים
ארוכים) העידו כי הציבור ראה בכך מצב זמני והאמין במחויבות הממשלה
ליעדיה. ההשפעה המייצבת של אמינות המדיניות הפיסקלית על השווקים
הפיננסיים מאפשרת שמירה על סביבת מחירים יציבה, ובמהלך התקופה
הנסקרת היא איפשרה גם את המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה.
המדיניות הפיסקלית התבטאה גם בשיפור החיסכון של המגזר הציבורי,
התומך בצמצום הגירעון בחשבון השוטף וביציבות שער החליפין.

הצמיחה המהירה של המשק אשתקד מצאה ביטוי בולט בנתוני **שוק
העבודה** במחצית השנה הנסקרת, שכן שוק זה נוטה להגיב על התפתחות
הפעילות בפיגור מסוים. שיעור האבטלה ירד ברביע הראשון של השנה

⁶ השפעה זו של צמצום הוצאות הממשלה על הביקושים במשק היא קצרת טווח. לאחר
זמן, צמצום משקלה של ההוצאה הציבורית עשוי להוביל להרחבת הפעילות המשקית,
בין היתר עקב ההשפעה שיש לכך על יכולתו של המגזר הפרטי לגייס מקורות מימון
לשם הגדלת השקעותיו.

ירידה מהירה מזו שנצפתה מראש, והגיע ל-9.1% מכוח העבודה (דיאגרמה 21). בכך נמשכה והתעצמה מגמה שהסתמנה כבר מהרבע השני של שנת 2004, אשר לפניו עמד שיעור האבטלה על שיא 10.9%. במקביל עלה שיעור התעסוקה ברבע הראשון של השנה ל-49.7%, לעומת 49.2% ברבע האחרון אשתקד. בצד התפתחויות אלה עלה שיעור ההשתתפות בכוח העבודה (לאחר מגמת ירידה בשלושת הרבעים הקודמים), ירד שיעור מחפשי העבודה מעל חצי שנה, ומספר המועסקים במגזר העסקי נרשמה 64.6% מסך המועסקים). גם במספר משרות השכיר במגזר העסקי נרשמה ברבע הראשון של השנה עלייה – 2.3% לעומת הרבע המקביל אשתקד. בארבעת הרבעים האחרונים (דיאגרמה 22) הקיף הגידול של מספר המועסקים את כל ענפי המשק העיקריים, למעט ענף הבנייה, והתרכז במגזר העסקי. עם זאת, ברבע הראשון של 2005 גדל מספר המועסקים דווקא במגזר הציבורי. ההשפעה הישירה של שוק העבודה על התפתחות המחירים פועלת דרך מנגנון שינוי השכר, המשפיע על הוצאות הפירמות, ובהתאם לכך הן משנות את מחירי מוצריהן. ברבע הראשון של השנה עלה השכר הריאלי במגזר העסקי בשיעור מתון של 1.3% – פחות מאשר בשנת 2004, שבה עלייתו (3.7%) הייתה נמוכה מעליית פריון העבודה, ולכן לא לחצה לעליית מחירים.

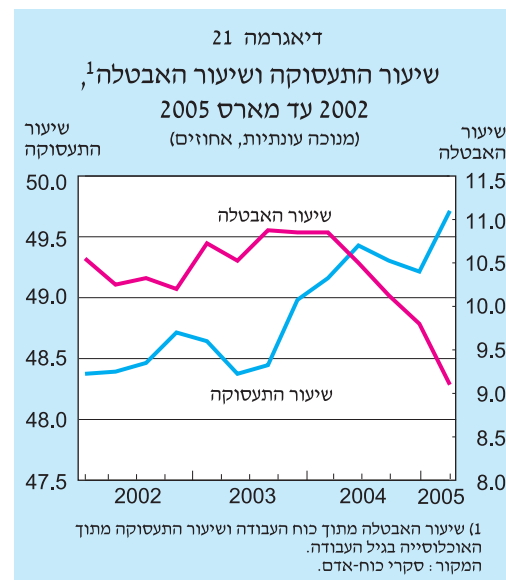
ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ

ד.1. עיקרי ההתפתחויות - סיכום

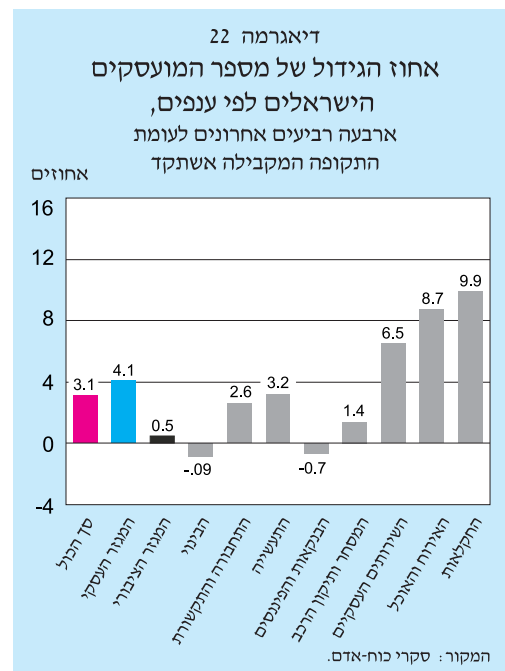
בחודשים ינואר עד יוני 2005 השקל נסחר ללא מגמה ובתחום תנודה צר. תושבי חוץ הגבירו בשיעור ניכר את השקעותיהם ארוכות הטווח במשק, לכ-4.9 מיליארדי דולרים, ובמקביל רכש המגזר הפרטי הלא בנקאי מט"ח באמצעות מכשירים קצרי-טווח בהיקף ניכר של 5.6 מיליארדי דולרים. פעילות המשק במט"ח ומול חו"ל התאפיינה במרבית התקופה, ביציבות רבה, על רקע השיפור המקרו-כלכלי וחזוק היציבות הפיננסית, ועל אף המשך ההצטמצמות של פער הריביות קצרות הטווח מול חו"ל והשלמת הרפורמה במס. בחודש יוני היה פיחות מואץ של השקל מול הדולר בשיעור מצטבר מרבי של כ-4.7%, על רקע רכישות מט"ח מוגברות של משקי הבית.

פירוק השינוי בשקל במהלך התקופה מעיד כי מרבית הפיחות עד חודש יוני מוסברת בגורמים עולמיים⁷, ואילו השפעת הגורמים המקומיים הייתה

⁷ פירוק ההשפעות המקומיות והעולמיות על שער החליפין שקל-דולר מתבצע באמצעות השוואת השינוי בשער חליפין זה למול השינוי בשערי חליפין של מטבעות המשקים המתעוררים מול הדולר. ההנחה בבסיס הבדיקה היא שהכוחות החיצוניים משפיעים על שער החליפין שקל-דולר בדומה להשפעתם על שערי חליפין של מטבעות המשקים המתעוררים למול הדולר. השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר שמעבר לשינוי בשער החליפין של המטבעות האחרים למול הדולר מיוחס להשפעות המקומיות הייחודיות על שער החליפין. (הסבר מובא בתיבה II-א'1 בפרק שוק שקל-מטבע חוץ בסקירה השנתית של המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ לשנת 2004).



שיעור האבטלה ירד ירידה חדה ברבע הראשון של השנה, תוך עלייה בשיעור התעסוקה.



גידול התעסוקה ברבע הראשון הקיף את רוב ענפי המשק.



מפירוק רכיבי השינוי בשער החליפין של השקל עולה, שבמרבית המחצית הנסקרת גורמי השפעה גלובליים לחצו לפיחות השקל, וגורמים מקומיים לחצו להתחזקותו. עם זאת, הפיחות בחודש יוני נבע ברובו מגורמים מקומיים.

זניחה. לעומת זאת הפיחות המואץ ביוני נבע בעיקר מגורמים מקומיים (דיאגרמה 23).

עיקר ההשקעות של תושבי חוץ היו ישירות ובמניות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב. היקפי השקעתם בבורסה היו גבוהים מאשר בעבר ועמדו על כ-2.1 מיליארדי דולרים. כנגד זאת פעילותם של תושבי חוץ במכשירים לטווח קצר הייתה בתקופה הנסקרת מצומצמת. מכירות המט"ח הניכרות של תושבי חוץ אפשרו לתושבי ישראל לפרוע אשראי במט"ח בשער חליפין נמוך יחסית, על רקע ההצטמצמות המתמשכת של פער הריביות קצרות הטווח מול חו"ל, שייקרה את עלותו היחסית של האשראי במט"ח.

היציבות של שער החליפין בתקופה הנסקרת היא תוצאה של מספר גורמים, וביניהם התאוששות בפעילות במשק, שהתבטאה במאזנים הפיננסיים של המגזר העסקי ושל כלל המשק, שיפור במצב הגיאו-פוליטי, שיפור בהתנהלות הפיסקלית וקידום תהליכי ההפרטה והרפורמות המבניות – גורמים שפעלו בין השאר לצמצום סיכוני המשק ולעידוד ההשקעה בו. כן נהנה המשק הישראלי מ"דחיפה" (push) בהשקעות מחו"ל, שמקורה במגמת משקיעים בשוקי ההון העולמיים להשקיע במניות במשקים מתעוררים.

על רקע השיפור במשק, ההשפעות של המשך ההצטמצמות בפער הריביות קצרות הטווח ושל השלמת הרפורמה במס בתחילת 2005 היו מתונות: פער ריביות נמוך ללא תקדים לא חולל זעזועים בשער החליפין, על רקע רמת הסיכון הנמוכה של השקל; קצב ההתאמה של תיקי המשקיעים המוסדיים ומשקי הבית להשוואת המס על השקעות בחו"ל לשיעורו על השקעות בארץ היה מתון, בעיקר בזכות גידול האטרקטיביות של שוק ההון המקומי.

בחודש יוני בוטלה רשמית רצועת הניוד של השקל מול סל המטבעות אשר הונהגה בשנת 1989, ובכך הפך שער השקל לנייד לחלוטין. נציין שבפועל התנהל שער החליפין ללא התערבות ישירה של בנק ישראל מאז אמצע 1997 – למעט ימים בודדים בסוף אותה שנה. (התפתחות הרצועה מתוארת בתיבה 3).

ד.2. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים

במרבית המחצית הראשונה של השנה נע השקל מול הדולר והסל בתחום צר יחסית לעבר וללא מגמה מובהקת. מתחילת התקופה ועד ה-8 ביוני פוחת השקל בשיעור קטן של כ-2.3% מול הדולר של ארה"ב, ושערו מול סל המטבעות כמעט לא השתנה (דיאגרמה 4). השקל נחלש מול הדולר, תוצאת התחזקותו של הדולר בעולם, אך התחזק ביחס לאירו ולמטבעות של משקים מתעוררים אחרים. בסוף התקופה הואצה התחזקות הדולר בעולם ומול השקל, והשקל פוחת בשיעור נוסף של כ-3.5%.

נפח המסחר במט"ח התרחב ברביע הראשון למוצא יומי של כמיליארד דולרים (לעומת כ-0.6 מיליארד במוצא בשנתיים הקודמות), וחלקם של הזרים במסחר עלה במקצת – ביטוי מסוים לעלייה הניכרת במכירות

והרכישות של מט"ח על ידי תושבי חוץ והמגזר הפרטי הלא-בנקאי בתקופה הנסקרת. פעילותם של תושבי חוץ – הן במכשירים פיננסיים נגזרים "מעבר לדלפק" והן בבורסה בתל אביב – נותרה הטרוגנית במהלך התקופה. גידול הפעילות במט"ח במשק הגיע לשיאו בחודשים מארס ואפריל, במקביל להתגברות הפעילות של תושבי חוץ בבורסה.

המשק הישראלי נהנה מ"דחיפה" בהשקעות מחו"ל, שמקורה במגמת משקיעים בשוקי ההון העולמיים להשקיע במניות במשקים מתעוררים, מפני התשואה הגבוהה בהם יחסית למשקים מפותחים והצפי לצמיחתם. להשקעות אלו תרמה גם רמה נמוכה של שנאת סיכון בקרב משקיעים אלו (על פי מדדים לשנאת סיכון). לעומתם, בשווקים המפותחים ממדי המניות לא בלטו בביצועיהם, על רקע צפי לצמיחה איטית בהם ואי-ודאות.

גידול הפעילות בתקופה הנסקרת לווה בהתבססות היציבות בפרמטרים השונים של המסחר. סיכון שער החליפין (הנמדד באמצעות סטיית התקן הגלומה) שב וירד מתחילת התקופה הנסקרת משיא תקופתי של 6.7% והתייצב לאחר מכן ברמה של כ-4%, שהיא נמוכה הן בראייה היסטורית והן יחסית למטבעות אחרים (דיאגרמה 24). עד חודש פברואר ירדת הסיכון של השקל תאמה את מגמות הסיכון המטבעי של משקים מתעוררים אחרים, אך סיכון השקל הוסיף וירד גם בהמשך התקופה הנסקרת, בעוד שבמשקים מתעוררים אחרים נבלמה המגמה של ירידת הסיכון. ההתייצבות של סיכון שער החליפין ברמת שפל היסטורית בולטת במיוחד על רקע השינויים המבניים שחלו בשנים האחרונות בשוק המט"ח – בעיקר הגמשת רצועת הניוד והשלמת תהליך הליברליזציה – התומכים בעליית הסיכון ובהתקרבותו לרמות השוררות במדינות מפותחות. אחת הסיבות שעשויה להסביר את המשך הירידה של הסיכון היא התגברות תנועות ההון הנכנסות ארוכות הטווח (דיאגרמה 25), שהקטינה את ההשפעה היחסית של תנועות ההון הקצרות על תנודתיות שער החליפין.

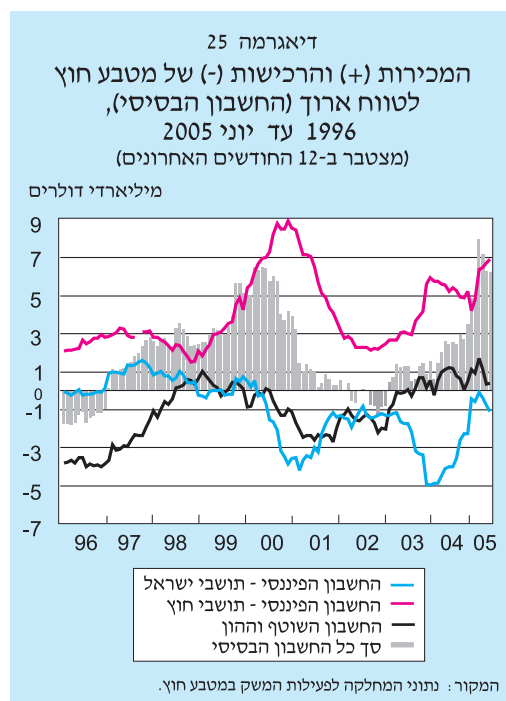
סיכון המדינה הצטמצם אף הוא, הן ביחס לתקופות קודמות והן ביחס למשקים מתעוררים אחרים. מירווח האשראי של המשק הגיע לשפל של כ-80 נקודות בסיס, ומירווח ה-CDS – לכ-30 נקודות בסיס (דיאגרמה 26).

ברקע היציבות ששררה ניתן למנות מספר התפתחויות ארוכות טווח: השיפור במצב הריאלי, שיפור במאזני הפירמות, המשך השיפור במדיניות הפיסיקלית, ובכללן בגירעון הממשלתי, וקידום רפורמות, אמינות המדיניות המוניטרית, שיפור במצב הגיאו-פוליטי, עודף נכסי החוב החיצוני והרכבם היציב (דיאגרמה 27), החשיפה של מגזרי המשק לייסוף (דיאגרמה 28), עלייה בתנועות ההון הארוכות למשק ואיזון בחשבון השוטף (שני רכיבי החשבון הבסיסי).

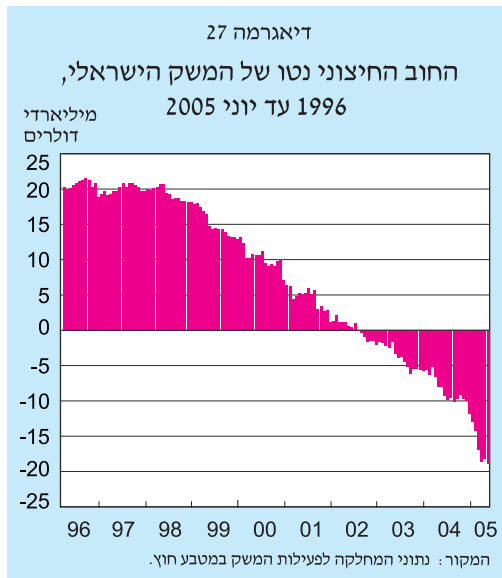
היציבות ורמת הסיכון הנמוכה תמכו ביציבות שער החליפין, אף שפער הריביות קצרות הטווח מול חו"ל הצטמצם לשפל היסטורי של 0.25 נקודת אחוז (דיאגרמה 29). פער התשואות קצרות הטווח ופער התשואות הארוכות הצטמצמו אף הם, אמנם בשיעור מתון יותר.



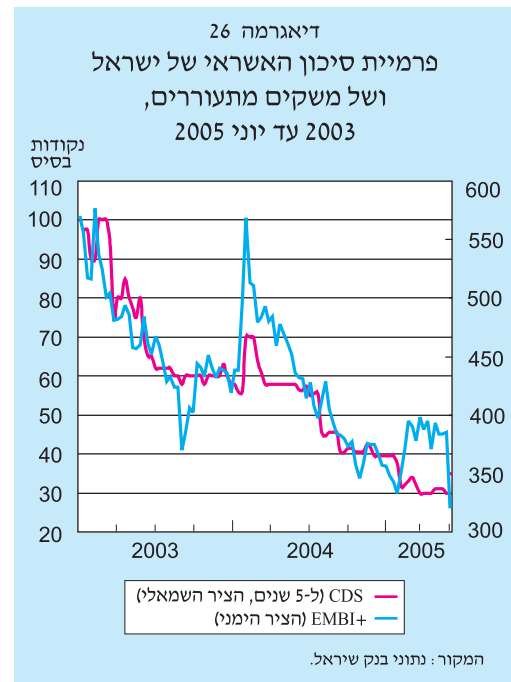
סיכון שעי"ח הגיע לרמה נמוכה של כ-4%, לאחר שבתחילת השנה הוא גדל במקביל לגידול הסיכון המטבעי של משקים מתעוררים אחרים.



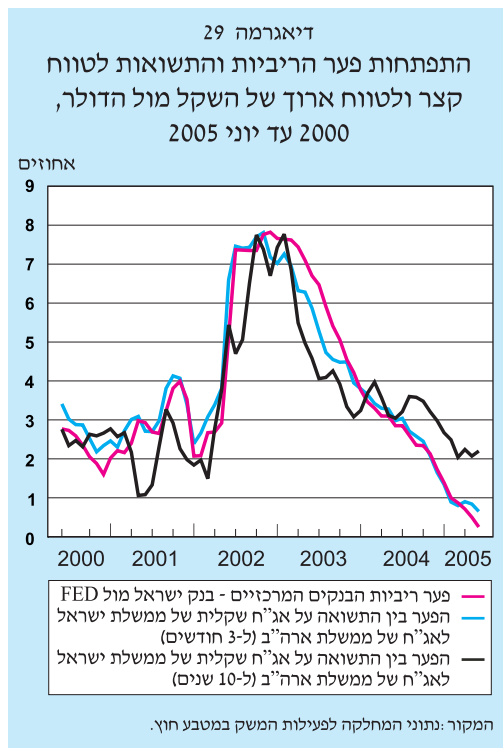
החשבון הבסיסי, המבטא את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק, המשיך לתמוך בשקל, על רקע איזון בחשבון השוטף והמשך יבוא ההון ארוך הטווח אל המשק.



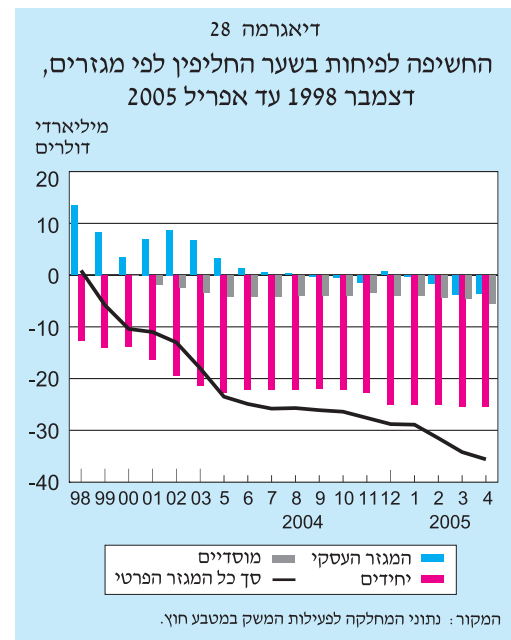
בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו של המשק, שהחל מינואר 2002 הפך ממשק לוה מחוייל למשק מלווה לחוייל.



סיכון המדינה ירד לרמתו הנמוכה ביותר, היסטורית, ובחודשים אפריל ומאי הוא ירד גם ביחס למשקים מתעוררים אחרים.



פער הריביות של הבנקים המרכזיים ופער התשואות לטווח קצר הצטמצמו לרמתם הנמוכה ביותר.



הנכסים במט"ח המוחזקים על ידי משקי הבית התייצבו בתקופה הנסקרת ברמת שיא, וזאת במקביל לירידה חדה בהיקף החשיפה לפיחות של המגזר העסקי.

ההתפתחויות בתקופה הנסקרת מדגישות כי רמת פער הריביות לטווח קצר המתיישבת עם יציבות השוק משתנה בהתאם לשינויים בתנאי הרקע ולרמת הסיכון המקומי – יחסית לסיכונים של נכסים חליפיים בחו"ל. השיפור המתמיד בתנאי הרקע איפשר את המשך תהליך הצמצום של פער הריביות תוך הקטנת עוצמתם היחסית של הכוחות קצרי הטווח במכלול הכוחות המשפיעים על שער החליפין, בעיקר יחסית לכוחות ארוכי הטווח שתמכו ביציבות השקל.

אינדיקטורים שונים לחודשים אפריל ומאי העידו על ביצועים טובים של המשק ביחס למשקים אחרים. המגמות של שער החליפין, השקעות תושבי חוץ במשק וסיכון שער החליפין היו בדרך כלל דומות למגמות מקבילות בעולם ונבדלו מהן רק בעוצמתן. כך, לדוגמה, ההתחזקות וההיחלשות של השקל ביחס לדולר האמריקני היו מתואמות עם מגמותיהם של מטבעות אחרים בעולם ביחס לדולר (דיאגרמה 30); המגמה של השקעות תושבי חוץ דמתה לרוב למגמות ההשקעה ששררו במשקים מתעוררים אחרים. עם זאת, מספר התפתחויות באפריל ומאי – כגון עלייה גבוהה יותר של מדד המניות בתל אביב ביחס למדדי מניות אחרים, יציאת הון זניחה בתגובה על עליית התשואות ארוכות הטווח בארה"ב באפריל, היחלשות פחותה של השקל מול הדולר האמריקני וירידה תלולה יותר של סיכון שער החליפין וסיכון המדינה – מעידות על ביצועים טובים יחסית של המשק הישראלי.

האצת ההשקעות במשק הגדילה את יתרת ההשקעות של תושבי חוץ בו, ועיקר הגידול נרשם במכשירי הון. כנגד זאת הגדילו תושבי ישראל את יתרת נכסי החוב שלהם בחו"ל, ובעיקר גדלו פיקדונות הבנקים בחו"ל. כתוצאה מכך עודף מכשירי החוב נטו של המשק מול חו"ל המשיך לגדול, תוך שיפור נוסף בהרכבו – ביחס שבין נכסי החוב לטווח קצר לנכסי החוב לטווח ארוך.

מכלול ביטויי היציבות שנסקרו מצביע על **שיפור ביציבות הפיננסית של פעילות המשק מול חו"ל ובמט"ח**. ואולם, ביציבות זו עלולות לפגום שתי התפתחויות: (א) גדלה חשיפת המשק לחו"ל והסיכונים הקשורים לכך, כתוצאה מגידול התחייבויותיו ונכסיו בחו"ל ומגידול החשיפה של המגזרים השונים לייסוף השקל, על רקע החשש מהתחזקות מהירה וניכרת של השקל. (ב) ההשקעות במניות בתיק למסחר אמנם מסווגות כהשקעות לטווח ארוך, אך בהתחשב בנזילותן הרבה ובתלותן במגמות גלובליות ניתן לסווגן גם כהשקעות קצרות טווח, ומשמע שהן עלולות להתהפך בנקל. עם זאת במחצית השנייה של התקופה פחתו ההשקעות מסוג זה, וגדלו ההשקעות הישירות – שינויים המקטינים את פגיעות המשק מול חו"ל.

ניתוח הפעילות בשוק שקל-מט"ח מבוסס על פילוח הפעילים בשוק למגזרים על פי מאפייני פעילות ושיקולי החלטה שניתן לייחס להם. כך, לדוגמה, יש לשער שתושבי חוץ המנהלים תיקי השקעה עולמיים מגיבים על התפתחויות פיננסיות גלובליות מהר וחזק יותר מאשר תושבי ישראל, ולמשקי הבית ניתן לייחס התנהגות פיננסית מורכבת פחות מאשר למגזרים



מגמת התפתחות של השקל מול הדולר תואמת לאלה של מטבעות אחרים מולו. בחלקה השני של המחצית הנסקרת התחזק הדולר בעולם מול יתר המטבעות.

אחרים. הערכת הכוחות השונים הפועלים על שער החליפין מסייעת להבנת התפתחותו, ומכאן – להערכת השפעתו על האינפלציה.

במחצית הראשונה של 2005 המגזר הפרטי הלא-בנקאי, ובפרט המגזר העסקי, רכשו מט"ח בהיקף ניכר, 6.4 מיליארדי דולרים, **והמגזר העסקי פרע אשראי במט"ח מהבנקים בארץ בהיקף ניכר**, כ-2.3 מיליארדי דולרים. פירעון האשראי היה מפורז בין חברות רבות, שעיקר פעילותן שקלית, מענפי הנדל"ן וההחזקות. המניע העיקרי לכך היה המשך הצמצום של פער הריביות הנמוך מול חו"ל, אשר ייקר את העלות היחסית של הלוואה במט"ח מול הלוואה בשקלים. גם הרמה הנמוכה של שער החליפין, שהושפעה מההשקעות המרובות של תושבי חוץ במשק, עודדה פירעון אשראי.

המשקיעים המוסדיים השקיעו בחו"ל ובמט"ח במהלך התקופה הנסקרת כ-1.0 מיליארד דולרים. האצה מסוימת בהשקעותיהם נרשמה בחודשים מארס ואפריל, כשהתשואות ארוכות הטווח על אג"ח אמריקניות עלו.

בתחילת השנה הושו תנאי המיסוי להשקעה בחו"ל ובארץ עבור חלק מהמשקיעים המוסדיים – קרנות הפנסיה החדשות וקופות הגמל. צעד זה היה אמור להניע משקיעים אלה להגביר את קצב השקעותיהם בחו"ל, אולם בפועל, מאז ראשית השנה קצב זה נמוך יחסית – 0.1 מיליארד דולרים בחודש. מתינותו של תהליך ההתאמה מוסברת במספר גורמים: (א) האטרקטיביות הנמוכה של שוקי ההון בחו"ל יחסית לשוקי ההון בארץ במהלך התקופה – בעיקר אי-הוודאות לגבי שוק האג"ח האמריקני, על רקע ציפיות להמשך עליית הריביות והתשואות ארוכות הטווח בו. (ב) עליית הסיכון של השקעה בנכסים דולריים, אשר יחד עם המגמות החיוביות בשוק ההון המקומי פעלה להעדפת שוק זה. (נציין כי המשקיעים המוסדיים, על אף טבעם כמשקיעים לטווח ארוך, נוקטים לעיתים שיקולי השקעה קצרי טווח; זאת, בין השאר, מפני חובתם לדווח לציבור על שווי נכסיהם וביצועיהם בתדירות גבוהה.) (ג) המשך תהליך ההיערכות של הגופים המוסדיים לשינויים הצפויים בדפוסי השקעתם.

השקעותיהם של **היחידים** בחו"ל נבלמו בחודשים הראשונים של התקופה הנסקרת על אף המשך ההצטמצמות של פער הריביות לטווח קצר ויישום הרפורמה במס. זאת בניגוד לתחילת 2004, תקופה שבה משקי הבית רכשו מט"ח בהיקף ניכר. במהלך חודש יוני שבו משקי הבית ורכשו מט"ח בהיקף ניכר של כ-0.7 מיליארד דולרים, כאפיקי השקעה חלופיים למניות ולפיקדונות ואג"ח שקליים. זאת על רקע התחזקות הדולר בעולם והתגברות אי-הוודאות סביב תכנית ההתנתקות.

תושבי חוץ מכרו נטו מט"ח במחצית הראשונה של 2005 בסכום של כ-3.3 מיליארדי דולרים, אשר שימש בעיקר **להשקעה ניכרת בניירות ערך ישראליים (4.9 מיליארדי דולרים)**, **ביחוד במניות בתיק למסחר בבורסה בתל אביב (1.6 מיליארדי דולרים)**. עיקר ההשקעות בתל אביב היו במניות של כמה חברות גדולות. היקפי הפעילות של המשקיעים הזרים וחלקם

במסחר עלו בשיעור ניכר, ופעילותם תרמה לעליית מחירי המניות בבורסה בתל אביב. היקף ההשקעות של תושבי חוץ באג"ח ממשלתיות נשאר קטן. בעבר העדיפו תושבי חוץ להשקיע במניות ישראליות בחו"ל; השקעה בתל אביב בהיקפים אלו היא תופעה חדשה, הנובעת בחלקה מתהליך ההפרטה. ההשקעות של תושבי חוץ בתל אביב פחתו במהלך החודשים אפריל ומאי, בהתאם למגמות עולמיות.

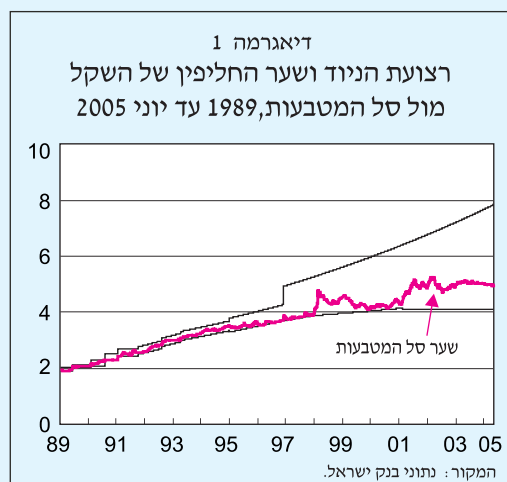
במקביל לגידול ההשקעות ארוכות הטווח **הצטמצמה הפעילות של המשקיעים הזרים במכשירים לטווח קצר**, על רקע התמעטות העניין בסוג השקעה זה, תוצאת פער הריביות הנמוך והתנודתיות הנמוכה של שער החליפין. יתרת עודף הנכסים (הפוזיציה) הקצרה של תושבי חוץ בשקלים משמשת להערכת הלחץ של תושבי חוץ על השקל בטווח הקצר – כיוונו ועוצמתו – והיא עמדה בסוף התקופה על כמיליארד דולרים בעד השקל (דיאגרמה 31).



במרבית התקופה הנסקרת התנהלה הפוזיציה השקלית קצרת הטווח של תושבי חוץ ברמה יציבה של כמיליארד דולרים.

תיבה 3 : רצועת הניוד של שער החליפין של השקל מול סל המטבעות וביטולה

ביוני 2005 בוטלה רצועת הניוד של שער החליפין מול סל המטבעות בהחלטה משותפת של משרד ראש הממשלה, משרד האוצר ובנק ישראל. זאת לאחר תקופה ארוכה שבה הרצועה הייתה מיותרת, מפני רוחבה הרב והתנהלות שער החליפין למעשה באופן חופשי לחלוטין במרכז התחום. רצועת הניוד הונהגה בינואר 1989, אז נתאפשר לשער החליפין מול סל המטבעות לנוע בתחום של 3% מעל ומתחת לשער אמצע. רצועה זו החליפה משטר של שער החליפין קבוע כלפי הדולר, שהונהג במסגרת תכנית הייצוב הכלכלית ב-1985 (ולאחר מכן הוחלף בשער קבוע כלפי סל המטבעות). כדי לשמור על שער החליפין בגבולות הניוד נהג בנק ישראל לרכוש מט"ח מהציבור ולמכור מט"ח לציבור.



במהלך השנים עודכנו והשתנו מאפייני הרצועה (דיאגרמה 1). כך שונה (פחת) לעיתים שער האמצע, וגבולות הרצועה הורחבו ל- $\pm 5\%$. בדצמבר 1991 הוכנס במדיניות של קביעת שער החליפין שינוי נוסף – התאמה הדרגתית, קבועה וידועה מראש, של שער האמצע ושל תחום הניוד: שער האמצע עלה מדי יום ביום בשיעור קבוע, כך ששיעור עלייתו השנתי המצטבר היה קבוע וידוע מראש. רצועת הניוד הייתה משופעת, ומכאן שמה "רצועת האלכסון". במאי 1995 הורחבה הרצועה ל- $\pm 7\%$, וביוני 1997 היא הורחבה ל- $\pm 15\%$.

המטרה של משטר האלכסון הייתה לסמן תוואי מוגדר וידוע מראש להתפתחות שער החליפין, ובכך להקטין את אי-הודאות במשק.

השיטה הייתה אמורה להקטין גם את ההסתברות להתהוות תנועות הון ספקולטיביות, שהיינו עדים להן בעבר כל אימת שהתפתחו ציפיות להתאמה חד-פעמית גדולה יחסית של הרצועה האופקית. התאמות כאלה בוצעו מדי פעם בפעם בשל הפרשי האינפלציה בין ישראל לבין הארצות שהיא סוחרת עמן, והיו מלוות בתנודות חריפות של שיעורי הריבית. שיעור השיפוע של הרצועה האלכסונית נגזר תחילה מן הפער בין יעד האינפלציה בישראל במהלך השנה הקרובה, שנקבע על ידי הממשלה, לבין האינפלציה החזויה בחו"ל. הודות לתהליך הדיס-אינפלציה המוצלח במשך עודכן שיעור השיפוע של הרצועה עם השנים כלפי מטה. בשנים האחרונות לפעולתה נותר שיפוע הגבול העליון ללא שינוי בשיעור של 6% בשנה. לעומתו מותן שיפוע הגבול התחתון בהדרגה עד כדי השטחתו המלאה וקביעת שער החליפין של 4.1021 ש"ח ליחידת סל מטבעות. כתוצאה מכך הלך תחום הניוד והתרחב, עד שבמועד ביטולה היה רוחבה של הרצועה מעל 60%.

רצועת הניוד איבדה מחיוניותה עם השנים, כשבנק ישראל עבר, ב-1994, משימוש בשער החליפין כעוגן מוניטרי למשטר של יעדי אינפלציה תוך שימוש בריבית ככלי מרכזי של מדיניות. זאת על רקע אי היכולת של הבנק לשלוט בזמנית ולאורך זמן גם בשיעור הריבית, גם בשער החליפין וגם בכמות הכסף ("השילוש הבלתי אפשרי"). חולשה זאת התבטאה בשנים 1995 עד 1997, כשתושבי ישראל נטלו אשראי במט"ח בהיקף ניכר, על רקע הריבית המקומית הגבוהה, והמירו אותו לשקלים; בנק ישראל נאלץ לרכוש מט"ח זה לשם הגנה על הגבול התחתון של הרצועה, ובמקביל נאלץ ללוות מהציבור – בריבית – את תמורתו השקלית, לשם עיקור השפעת ההרחבה המוניטרית שנוצרה בעטיין של רכישות הדולרים. השפעה שלילית נוספת של הרצועה הייתה הפחתת סיכון שער החליפין בעיני הציבור: המגזר הפרטי נטה ליטול סיכון יתר בניהול חשיפתו לשער החליפין, משום שבנק ישראל למעשה ביטח אותו נגד סיכון שער החליפין. לצמצום התועלת מקיומה של הרצועה תרמו גם צעדי מדיניות משלימים כפיתוח שוק השקל-מט"ח, הליברליזציה בתנועות ההון, שיישומה הושלם בראשית 2003, וכן השתלבות המשק בעולם, על רקע התפתחותם של ענפי הטכנולוגיה העילית.

מאז אמצע 1997 – למעט ימים בודדים בסוף אותה שנה – לא נאלץ בנק ישראל להתערב ישירות כדי להגן על הרצועה, ובפועל התנהל שער החליפין באופן חופשי. לפיכך ביטול הרצועה לא אמור להשפיע על המסחר במט"ח, ועיקר מטרתו לתת ביטוי רשמי לאופיו של שוק המט"ח בישראל כשוק חופשי, בדומה לשווקים מפותחים בעולם. הגדרה זו חשובה במיוחד למוסדות הפיננסיים הבין-לאומיים ולמשקיעים הזרים בשוק הישראלי. מלבד זאת הרצועה הגבילה את מירווח הניוד הפוטנציאלי של שער החליפין, ולעיתים היה חשש כי היא יוצרת עיוות מסוים בתפישת הסיכון של השחקנים בשוק.

ה. ההתפתחויות בעולם

המשק הישראלי, בהיותו משק קטן ופתוח לתנועות הון, נתון להשפעתן של הצמיחה העולמית, המובילה את היצוא, ושל האינפלציה בעולם, המשפיעה על השינוי במחירי המוצרים והתשומות המיובאים, ובכלל זה גם על התפתחות המחירים בישראל. האינדיקטורים הכלכליים שהתקבלו עד כה לשנת 2005 מעידים **שהצמיחה העולמית** נמשכת, אך בקצב נמוך יותר מאשר בשנת 2004. לאחר צמיחה של 5.1% בשנת 2004 צפויה הכלכלה העולמית לצמוח ב-2005, על פי תחזיות קרן המטבע הבין-לאומית, בשיעור של 4.3%. בצמיחה זו יתמכו שיעורי הריבית הנמוכים, שיפור במאזני החברות, עלייה הדרגתית בתעסוקה וכלכלה חזקה בסין. עם זאת, עלייה משמעותית נוספת של מחירי הנפט מסכנת את תחזית הצמיחה בשנה הקרובה. את הצמיחה העולמית בשנת 2005 מובילות בעיקר ארה"ב וסין, בעוד ששיעורי הצמיחה של משקי גוש האירו ויפן נמוכים יותר.

במהלך 2004 וברביע הראשון של 2005 בלט חוסר איזונים גלובלי: הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב התרחב בשנת 2004 לכדי 5.7% מהתמ"ג, וכתוצאה מכך גדל החוב החיצוני נטו של ארה"ב לשיעור של 30.7% מהתמ"ג. לעומת זאת הציגו יפן, המדינות המתפתחות באסיה, מדינות במזרח התיכון ורוסיה עודף בחשבון השוטף ועלייה בנכסי החוץ נטו שלהן.

במהלך המחצית הראשונה של שנת 2005 אפפה את יחסי הכוחות שבין **המטבעות המרכזיים** בעולם אי-וודאות, שנבעה מהגורמים הבאים: היקפו הניכר של הגירעון בחשבון השוטף בארה"ב ושאלת יכולתו של המשק האמריקני להתמיד בכך ללא זעזועים, הערכות לגבי המשך המדיניות הכלכלית המרסנת בארה"ב, על רקע הערכת מצב הפעילות הכלכלית שם, השפעת הצמיחה המואצת בסין על הסחר העולמי והשפעת המשך הקיבוע של שער החליפין שלה מול הדולר על המטבעות בעולם, וכן השפעת אי-הוודאות לגבי עתידו של האירו על היחלשותו מול הדולר. בחלקה השני של התקופה הנסקרת נבלמה מגמת ההיחלשות של הדולר מול יתר המטבעות, בניגוד למרבית ההערכות לגביו בתחילת השנה.

ארה"ב ממשיכה להוביל את הצמיחה העולמית. אמנם, לאחר צמיחה של 4.4% אחוזים בתמ"ג שלה בשנת 2004, התמתן גידולו ברביע הראשון של שנת 2005 לשיעור של 3.5%,⁸ אך אינדיקטורים כלכליים נוספים מצביעים על המשך פעילות כלכלית איתנה, ובראשם גידול מספר המועסקים, המשך הביקושים הגבוהים של הצרכנים והירידה ביבוא, שהביאה לשיפור במאזן המסחרי. לאחר תשע העלאות ריבית רצופות של רבע נקודת אחוז, עומדת ריבית הבנק המרכזי בארה"ב כיום על 3.25%.

בגוש האירו, על אף נתוני הצמיחה המפתיעים לטובה ברביע הראשון, צפויה להימשך גם השנה האטה בפעילות הכלכלית, שהחלה במחצית השנייה של 2004. האטה זו מוסברת במחירי הנפט הגבוהים ובשיעור האבטלה הגבוה, המשפיעים לשלילה על ביטחון הצרכנים והעסקים, ובעקבות זאת על הביקושים המקומיים, וכן בחוזקו של האירו, המפחית את כוח התחרות של הגוש מול שווקים אחרים. עם זאת, לקראת סיום המחצית הראשונה של 2005 ניכרת מגמה של התחזקות הדולר מול האירו; זאת בשל אי הבהירות בנושא אישור החוקה ועדכון כלפי מטה של תחזיות הצמיחה בגוש האירו, מחד גיסא, והמשך הצמיחה בארה"ב, העלאות הריבית ושיפור בנתוני הגירעון המסחרי שלה, מאידך. לגוש האירו משקל משמעותי בסחר של ישראל: בשנת 2004 היווה הסחר עם הגוש 36.6% מהסחר הכולל של ישראל⁹, ומשקל היצוא לגוש היה 33.0% מסך היצוא. מכאן שלהמשך ההאטה בפעילות הכלכלית בגוש האירו עלולות להיות השלכות שליליות על הפעילות המקומית.

⁸ שיעורי השינוי המוצגים בסקירה זו הם במונחים שנתיים.

⁹ היקף הסחר מחושב כסך היצוא והיבוא הישראליים של סחורות ללא יהלומים. הנתונים מתבססים על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה ותחזית לשנים הבאות

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

א.1. הפעילות הריאלית והמדיניות הפיסקלית

הפעילות בשנים 2005 ו-2006 צפויה להתרחב – המשך למגמה הברורה של היציאה מהמיתון, שהחלה בסוף 2003. הקצב של צמיחת התוצר המקומי הגולמי צפוי להיות השנה 3.5%, והתוצר העסקי צפוי לצמוח ב-4.1% – שיעורים נמוכים מאשר אשתקד – על רקע האטה מסוימת של הצמיחה בעולם ושל הסחר העולמי בהשוואה לשנת 2004 (מ-9.9% אשתקד לגידול צפוי של 7.4% השנה). בשנת 2006 צפוי קצב הצמיחה של התמ"ג להיות כ-4%. למרות ההאטה לעומת אשתקד ממשיך הסחר העולמי להתרחב בקצב נאה, יחסית לממוצע של השנים האחרונות, בפרט בארה"ב, ולכן צפוי לתמוך בגידול היצוא ובצמיחת התוצר המקומי. גורמים נוספים שצפויים לתמוך בהמשך הצמיחה הם הריביות הנמוכות השוררות במשך כיום לכל הטווחים, האמינות שהציבור מייחס למדיניות הפיסקלית והמוניטרית – המתבטאת בין היתר ביציבות בשווקים הפיננסיים – והיציבות הביטחונית, בהנחה שתימשך. הרכיבים שיובילו את צמיחת המשק בשנה הנוכחית והבאה הם המשך הגידול של היצוא וגידול מהיר של הצריכה הפרטית; זה יושפע מהמשך ירידת המיסוי, על פי תכנית הממשלה שאושרה בתחילת חודש יוני, מעליית ההכנסה הפנויה, מהריביות הנמוכות ומעלייה בערך התיק של נכסי הציבור, ובפרט ברכיב המניות, היוצרת אפקט עושר חיובי. הצמיחה האמורה לא צפויה ליצור במהלך השנה הנסקרת לחצים לעליית מחירים, מפני עודף כושר הייצור המצוי כיום במשק.

הממשלה צפויה לעמוד השנה ביעד הגירעון של 3.4% (כולל הוצאות ההתנתקות), ולא לחרוג מהיעד שנקבע לגידול הוצאותיה. שמירה על היעדים תתמוך בהמשך היציבות בשווקים הפיננסיים, ולכן תאפשר את השמירה על יציבות מחירים. עמידה ביעד הגירעון השנה תתבטא בירידת הגירעון לעומת שנת 2004, שבה הוא הסתכם ב-3.9 אחוזי תוצר. העמידה ביעדים צפויה למרות חוסר מסוים הצפוי בהכנסות, בעיקר על רקע צפי לביצוע חלקי של ההוצאות שתוקצבו. בהמשך השנה צפויה הצריכה הממשלתית להתרחב, לאחר צמצום ניכר בה ברביע הראשון של השנה, שנבע, כאמור, מהעיכוב באישור התקציב. בהערכה זו תומכים נתוני סקר כוח אדם, המצביעים על עלייה משמעותית של התעסוקה בשירותים הציבוריים ברביע הראשון של השנה ובקודמו, ונתמכים בנתוני משרות השכיר של המוסד לביטוח לאומי.

בניגוד לצפי בדבר יכולתה של הממשלה לעמוד ביעדיה השנה, אופפת אי-ודאות רבה את יכולתה לעמוד ביעדים בשנת 2006: הוצאות ההתנתקות שתוקצבו ל-2005 הן כ-2.2 מיליארדי ש"ח, ובשנת 2006 תתאפשר הוצאה

בגובה דומה – סכומים שעל פי הערכות שונות הם אומדן חסר להוצאות שיידרשו (כפי שמוסבר בסקירת ההתפתחויות בחודשים האחרונים 109). ייתכן אפוא כי הממשלה לא תוכל לעמוד ביעדיה בשנת 2006, ומה עוד שהתממשות תחזית הצמיחה ל-2006 נשענת על הנחות בדבר המשך הצמיחה העולמית והרגיעה הביטחונית.

א.2. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובתנועות ההון

על פי הערכות בנק ישראל לגבי הפעילות ארוכת הטווח בשוק המט"ח צפוי במחצית השנייה של שנת 2005 **איזון בין ההיצע לביקוש ארוכי הטווח של מט"ח**, שצפוי לפעול ליציבות שער החליפין. כנגד זאת, קשה לצפות את מגמתן ועוצמתן של תנועות ההון קצרות הטווח.

תחזית זו מתבססת, בין השאר, על הערכות כי **השקעות תושבי חוץ במשק יימשכו, אמנם בקצב נמוך מאשר במחצית הראשונה של 2005**, על רקע האטה צפויה בתהליך ההפרטה אחרי הפרטה מואצת במחצית הראשונה. הנפקת חברות ישראליות בחו"ל צפויה להימשך בקצב דומה לזה של המחצית הראשונה. כמו כן צפוי גידול של העודף בחשבון השוטף. היקפי ההשקעות של תושבי חוץ בתיק למסחר בשוק המשני קשים לחיזוי, מפני תלותם הרבה בהתפתחות השווקים בישראל ובעולם, אך מסתמנת מגמת האטה בהשקעות במשקים מתעוררים. ההשפעה של הפחתת מס החברות צפויה להגביר את כוח המשיכה של המשק להשקעות ישירות של תושבי חוץ.

כנגד זאת, **ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל צפויות להימשך בקצב מתון**, כחלק מתהליך התאמת התיקים להשלמת הרפורמה במיסוי על השקעה בניירות ערך בחו"ל. קצב זה עשוי להשתנות על פי מידת האטרקטיביות של השווקים הפיננסיים בחו"ל ביחס לשווקים בישראל, בייחוד אם התשואות על האג"ח הארוכות יתייצבו ברמה הנתפשת כבת קיימא. נוסף על כך, המשך ההצטמצמות של פער הריביות לטווח קצר מול חו"ל פועל להחלשת השקל בהגדילו את האטרקטיביות היחסית של השקעה בחו"ל – אך מידת השפעתו על ההשקעות תלויה גם בשינויים בסיכון המיוחס להשקעה בדולר ובאירו.

התפתחותו הצפויה של שער השקל מול הדולר תושפע גם מהתפתחויות כלכליות ופיננסיות בין-לאומיות ומשינויים בדולר כלפי מטבעות אחרים. זאת על רקע חשש לאי-יכולת ההתמדה של הגירעונות התאומים בארה"ב, שינויים בהערכות לגבי מאפייני המדיניות המוניטרית בארה"ב והריבית שם, שינוי צפוי במדיניות שער החליפין של סין וחשש ליציבותו של האירו. התפתחויות אלו צפויות להשפיע על האטרקטיביות של מטבעות אחרים, גם של משקים מתעוררים, ובכללם ישראל, אך קשה להעריך מראש מה יהיה כיוון השפעתן על השקל. בסוף התקופה הסתמנה התחזקות של הדולר, המחלישה גם את השקל.

התפתחות שער החליפין עשויה להיות מושפעת גם מההתפתחויות הגיאוגרפיות, פוליטיות במחצית השנייה, ובראשן השלכות של תכנית ההתנתקות והאפשרות של הליכה לבחירות כלליות אחריה, אך כיוון ההשפעה על שער החליפין ועוצמתה אינם ברורים.

א.3. ההתפתחויות הצפויות בעולם

על פי תחזיות קרן המטבע הבין-לאומית, **הצמיחה העולמית** צפויה להימשך בשנים הקרובות, אולם בקצב מתון מזה של שנת 2004. שיעור הצמיחה הצפוי לשנת 2006 הוא 4.4%. מחירי הנפט צפויים להמשיך ולפעול להאטת קצב הצמיחה בטווח הקרוב, ואילו חוסר האיזונים העולמי עלול להשפיע לשלילה על הצמיחה בטווח הארוך יותר. קצב הצמיחה של המשקים המפותחים צפוי להיות 2.6% בשנת 2005 ו-3.0% בשנת 2006, ושיעורי האינפלציה הצפויים לשנתיים אלו הם 2.0% ו-1.9%, בהתאמה.

יש קונצנזוס רחב למדי בדבר הבעייתיות של **חוסר האיזונים הגלובלי**, כפי שסוכם בסקירת קרן המטבע הבין-לאומית. להערכתה של הקרן הצעדים הנדרשים לטיפול בבעיה הם ייצוב פיסקלי בארה"ב, רפורמות מבניות לעידוד הצמיחה והביקוש המקומי באירופה ויפן וכן צעדים להגמשת שער החליפין במדינות המתפתחות באסיה. על פי תחזיות הקרן, הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב בשנה הקרובה צפוי לעמוד על 5.5% מהתמ"ג, בעוד שביפן העודף צפוי לעלות לכדי 4% מהתמ"ג. המדינות המתפתחות באסיה, מדינות המזרח התיכון ורוסיה צפויות להמשיך ולשמור על עודף בחשבון השוטף, אמנם קטן יותר מאשר בשנת 2004. אי התקדמות בביצוע הצעדים האמורים מעלה את הסיכון לירידה תלולה של ביקוש המשקיעים להתחייבויות דולריות בעתיד, וכתוצאה מכך – לעלייה חדה של שיעור הריבית בארה"ב, עם השלכות על הצמיחה העולמית ועל שווקים פיננסיים בין-לאומיים.

התוצר של **ארה"ב** צפוי לצמוח, על פי תחזיות כלכלני ה-OECD, בשיעור של 3.6% בשנת 2005 ובשיעור של 3.3% בשנת 2006, והאינפלציה בה צפויה להסתכם בשנת 2005 ב-2.7%. הבנק המרכזי של ארה"ב צפוי להמשיך במדיניות הריסון המוניטרי המדוד במטרה להפחית את הלחצים האינפלציוניים, הנובעים מהצטמצמות פער התוצר (כפי שמתבטא בירידת שיעור האבטלה ובגידול הניצול של כושר הייצור). ריבית הבנק המרכזי צפויה לעמוד בסוף 2005 על 4.0%.

ההתאוששות **בגוש האירו** צפויה להתחדש רק בשנת 2006; בשנת 2005 צפויה שם צמיחה של 1.2% בלבד, ועם התרחבות הביקושים המקומיים, בשנת 2006, הצמיחה צפויה להגיע ל-2.0%. הגורמים העלולים להביא לדחיית ההתאוששות של גוש האירו הם עלייה נוספת של מחירי הנפט והתחזקות האירו מול הדולר. בשל מתינותה של הפעילות הכלכלית והחולשה המאפיינת את שוק העבודה לא צפויים בטווח הקרוב לחצים אינפלציוניים, וההסתברות להעלאת הריבית בגוש קטנה. תישקל אף אפשרות של הורדת הריבית בגוש כדי לעודד את הצמיחה. שיעור

האינפלציה השנתית צפוי לעמוד בשנת 2005 על 1.9% ובשנת 2006 על 1.7%.

ביפן צפויה להימשך מגמת ההתאוששות: גידול הביקוש המקומי והמשך הצמיחה וההתרחבות של כלכלות ארה"ב וסין צפויים לתרום להתאוששותה של הכלכלה בה. הבנק המרכזי היפני צופה המשך הדיפלציה בשנת 2005, לאחר דיפלציה של 1.2% בשנת 2004.

לוח 1:

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

2006	2005	2004	
3.3	3.6	4.4	הצמיחה ארה"ב
2.0	1.2	1.8	גוש האירו
6.0	6.3	7.2	שווקים מתעוררים
9.2	9.0	9.5	סין
2.4	2.7	2.7	האינפלציה ארה"ב
1.7	1.9	2.2	גוש האירו
4.6	5.5	5.7	שווקים מתעוררים
2.5	3.0	3.9	סין

המקור: אומדנים ותחזיות מתוך ה-OECD Economic Outlook, מאי 2005 ו-IMF World Economic Outlook, אפריל 2005.

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

ב.1. הערכות האינפלציה העתידית

האינפלציה בשנת 2005 וכן ב-12 החודשים הבאים צפויה להימצא בגבולות יעד יציבות המחירים. כך עולה מכל הערכות האינפלציה – לפי שוק ההון, החזאים הפרטיים וסקר החברות של בנק ישראל. מרבית ההערכות מתבססות על העלאה מתונה של ריבית בנק ישראל בשיעור של עד נקודת אחוז במהלך השנה הקרובה, העלאה שתחל ברביע האחרון השנה, על פיחות מתון בשער החליפין מול הדולר, על המשך הצמיחה של הפעילות הריאלית ועל מדיניות פיסקלית החותרת להשגת היעדים שנקבעו.

על פי סימולציות שנערכו בבנק ישראל באמצעות מודלים אקונומטריים – בהנחה שהריבית תישמר ברמתה הנוכחית, ושער החליפין יתייצב על הרמה שאליה הגיע בסוף יוני – האינפלציה בשנת 2005 תימצא בחלקו העליון של יעד יציבות המחירים, והאינפלציה ב-12 החודשים הבאים ובשנת 2006 תימצא בקרבת הגבול העליון, או מעט מעליו. סימולציות אלו, בשילוב עם אינדיקטוריים נוספים, שתוארו לעיל, משמשות נקודת

הערכות האינפלציה ל-2005 ולטווח של שנה (אחוזים)

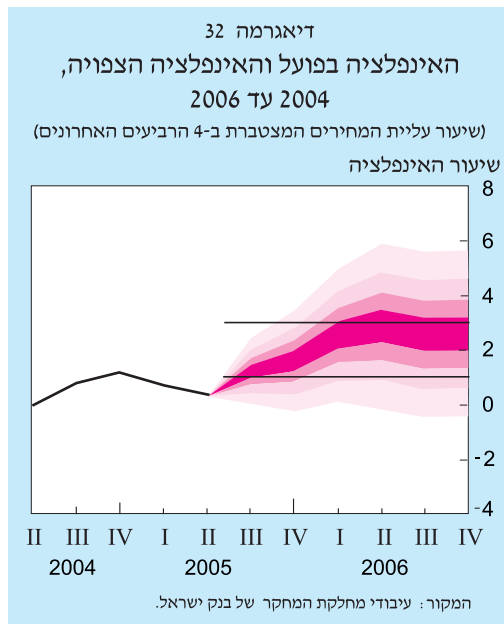
סקר החזאים	החזאים הפרטיים	שוק ההון	היעד	
	1.8		2	2005, ממוצע
	(2-1.3)		(3-1)	(תחום)
2.4	2.1	1.8	2	12 החודשים הבאים, ממוצע
	(2.4-1.5)		(1.3)	(תחום)

מוצא לניתוח ההתפתחויות הצפויות ולקביעת תוואי הריבית הנדרש להשגת היעד. לפיהן נראה כי כל עוד לא יחולו שינויים במשתנים השונים, ייתכן כי תידרש העלאה מסוימת של הריבית כדי להשיג את יעד יציבות המחירים בטווח של שנה. מידת הצורך בהעלאת הריבית תיבחן בכל חודש, כמו בעבר.

דיאגרמת המניפה¹⁰ (דיאגרמה 32) מאפשרת לבחון חלק מאי-הוודאות¹¹ לגבי השגת יעד האינפלציה בהתבסס על משוואת אינפלציה, שהיא אחד המודלים המשמשים את בנק ישראל בחיזוי האינפלציה. מנתוני התחזית המוצגים בדיאגרמה לשנת 2005 עולה, כי בהינתן רמת הריבית הנוכחית וללא שינוי בשער החליפין ההסתברות להימצא בתחומי יעד יציבות המחירים היא כ-50%, וכי ההסתברות שהיעד יוחטא מלמטה גבוהה מההסתברות שהוא יוחטא מלמעלה. באותן הנחות מתקבל כי ב-12 החודשים הבאים ובשנת 2006 מרכז ההתפלגות מצוי בסביבת הגבול העליון של יעד היציבות, ולפיכך עולה ההסתברות להחטיא את היעד מלמעלה ליותר מ-40%, ואילו ההסתברות להימצא בתחומי היעד יורדת לכשליש וההסתברות להחטיא את היעד מלמטה – לכרבע. תוצאות אלו נובעות בעיקר מריבית ריאלית נמוכה ומהמשך ההתאוששות בפעילות הריאלית, המתבטאת בסימולציה בהמשך הירידה של שיעור האבטלה בשנת 2006.

ב.2. מאזן סיכוני האינפלציה

גורם הסיכון המרכזי בהתפתחות המחירים בשנת 2005 וב-12 החודשים הבאים הוא שער החליפין. התפתחותו של שער החליפין, שאת כיוונה קשה לחזות, עלולה ליצור לחצי מחירים כלפי מעלה, אם ייווצר פחות, אך ייתכן גם שהיציבות תישמר או ששער השקל ייוסף – התפתחויות שיכולות ללחוץ על המחירים כלפי מטה. על שער החליפין פועלים כעת שני כוחות מנוגדים: בטווח הקצר עלול הצמצום המתמשך של פער הריביות



התחזית לשנים 2005 ו-2006, בהינתן אי-שינוי בתוואי הריבית ובשער החליפין. תחומי הערכים של האינפלציה העתידית סביב התחזית הנקודתית מצוינים בגוונים של אדום. עוצמת הצבע הולכת ונחלשת ככל שערך האינפלציה מתרחק מערך התחזית הנקודתית.

¹⁰ להסבר מפורט על דיאגרמת המניפה ראו תיבה 4 בדוח האינפלציה 11.

¹¹ אי הוודאות הנבחנת באמצעות המניפה היא זו האופפת את השפעת המשתנים השונים על האינפלציה. אי-וודאות נוספת, שאינה מתבטאת במניפה, אופפת את ההתפתחות העתידית של המשתנים השונים המשפיעים על האינפלציה, כגון שער החליפין.

קצרות הטווח בין השקל לדולר להביא להסטת תנועות הון אל מחוץ למשק וליצור פיחות מסוים בשער החליפין; כנגד זאת הכוחות של הטווח הארוך, בהם המשך הצמיחה בעולם והסיכוי להתעוררות שוקי ההנפקות, פועלים ליבוא הון. זאת גם על רקע השיפור במצב המדיני-ביטחוני והנטייה של המשקיעים לאחרונה להגדיל את השקעותיהם בשווקים המתעוררים ובענפי הטכנולוגיה העילית.

נוסף על אלו קיימים גורמי סיכון אפשריים מצד שער החליפין – הן לכיוון של ייסוף והן לכיוון של פיחות:

- חוסר האיזונים הגלובלי יכול לבוא לידי ביטוי בשינויים חדים בשערי החליפין הצולבים דולר-אירו, ואלו עשויים להשפיע על שער החליפין של השקל מול שני המטבעות. היות שהמחירים מושפעים משינויים בשער השקל מול הדולר יותר מאשר משערו מול האירו, שינויים חדים בו, לשני הכיוונים, עלולים לבוא לידי ביטוי בשינויים בלתי צפויים במחירים, כלפי מעלה או כלפי מטה.

- המגזר הפרטי הלא-בנקאי חשוף לייסוף. אם יתחיל תהליך של ייסוף, ניסיונות של סגירת החשיפות אליו (למשל מכירת מט"ח) עלולים להביא להגברתו.

- ניסיון העבר מלמד שהתאמת תיק הנכסים של משקי הבית במט"ח לשינויים מבניים או צפויים בשווקים לרוב אינה הדרגתית – שלא כמו במגזרים אחרים. תהליך התאמה מהיר ופתאומי של משקי הבית לרפורמה במס או לשינוי בפערי הריביות עלול להביא לפיחות חד ומהיר בשער החליפין.

- אם תהיה הדרדרות במצב הגיאו-פוליטי והביטחוני, עלול להיווצר לחץ כלפי מעלה על שער החליפין. (פירוט ראו להלן).

נוסף על שער החליפין, קיימים גורמי סיכון מהכיוון הגיאו-פוליטי, בפרט גורמים הקשורים ליישומה של תכנית ההתנתקות, שיכולות להיות להם השפעות על התפתחות המחירים:

- נראה כי הוצאות ההתנתקות שתוקצבו נמוכות משמעותית מאלה שיידרשו בפועל. הדבר יכול להקשות על השגת יעדי הממשלה, בפרט בשנת 2006, וללחוץ על המחירים כלפי מעלה.

- הדרדרות במצב הביטחוני-פוליטי עלולה לערער את היציבות הפיננסית, ללחוץ כלפי מעלה על שער החליפין, ודרכו על המחירים.

- אם תהיה הרעה משמעותית במצב הביטחוני בעת תהליך ההתנתקות או אחריו, אזי, על פי ניסיון העבר, עלולות להיפגע בעיקר התיירות, ההשקעה והצריכה הפרטית. במצב זה שיעור צמיחת התוצר עלול להיות נמוך משמעותית מזה שנחזה בהנחה של רגיעה במצב הביטחוני, וללחוץ כלפי מטה על המחירים – אולם כנגד זאת תוגבל מאוד יכולתה של הממשלה לעמוד ביעד הגירעון.

- בסוף שנת 2006 צפויות בחירות לכנסת ולראשות הממשלה, שאף הן יכולות לסכן את השגת יעדי הממשלה וליצור אי-ודאות בשווקים הפיננסיים.

בהתחשב במיגוון התרחישים האפשריים, ימשיך בנק ישראל להעריך באופן שוטף את ההתפתחויות השונות ולהתאים את הריבית למינון הנדרש, להערכתו, לשם עמידה ביעד האינפלציה.

לוח נ' 1

תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1993 עד 2005 (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)	(5)	
11.2	1.4	0.1	1.3	0.46	1993
14.5	2.0	0.6	1.4	0.36	1994
8.1	1.2	-0.1	1.3	0.46	1995
10.6	1.7	0.3	1.4	0.45	1996
7.0	1.2	-0.3	1.5	0.55	1997
8.6	3.0	-0.2	3.2	0.93 ¹	1998
1.3	0.7	-0.8	1.5	0.44	1999
0.0	0.9	-0.6	1.5	0.48	2000
1.4	0.9	-0.6	1.5	0.42	2001
6.5	1.5	-0.8	2.3	0.71	2002
-1.9	0.4	-0.7	1.1	0.36	2003
1.2	1.1	-0.2	1.3	0.37	2004
המחצית הראשונה של 2004	2.8	-0.2	1.3	0.48	
המחצית השנייה של 2004	-0.4	-0.2	0.4	0.16	
המחצית הראשונה של 2005	1.0	-0.6	1.3	0.4	

¹ הסטייה הניכרת מנתון זה ביחס למגמה הרב-שנתית נובע מהעלייה החדה של שער החליפין באוקטובר 1998, שהייתה בבחינת זעזוע זמני בלבד. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

לוח נ"2
שיעורי הריבית בישראל ובארצות הברית, 1998 עד 2005

סופי תקופה		שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים			
		ישראל		ארה"ב	
		שיעור הריבית ¹	השינוי	שיעור הריבית	השינוי
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים של ישראל וארה"ב ³	פער הריביות בין הבנקים המרכזיים של ישראל וארה"ב ²	1998	13.5	4.75	8.75
		1999	11.2	5.5	5.7
		2000	8.2	6.5	1.7
		2001	5.8	1.75	4.05
		2002	9.1	1.25	7.85
		2003	5.2	1.00	4.2
ינואר 2004		4.8	1.00	3.8	3.1
	פברואר	4.5	1.00	3.5	3.5
	מארס	4.3	1.00	3.3	3.8
	אפריל	4.1	1.00	3.1	3.6
	מאי	4.1	1.00	3.1	3.2
	יוני	4.1	1.00	3.1	3.0
	יולי	4.1	1.25	2.85	3.2
	אוגוסט	4.1	1.5	2.6	3.7
	ספטמבר	4.1	1.75	2.35	3.8
	אוקטובר	4.1	1.75	2.35	3.4
	נובמבר	4.1	2.00	2.1	3.2
	דצמבר	3.9	2.25	1.65	2.7
ינואר 2005		3.7	2.25	1.45	2.6
	פברואר	3.5	2.25	1.25	2.6
	מארס	3.5	2.50	1.0	2.0
	אפריל	3.5	2.75	0.75	2.3
	מאי	3.5	3.00	0.5	2.1
	יוני	3.5	3.00	0.5	1.9
	יולי	3.5	3.25	0.25	

¹ הריבית שנקבעה בחודש הקודם בתכנית הריבית החודשית לחודש המצוין בלוח.

² פרמיית הסיכון, כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS ל-5 שנים, עמדה ביוני על רמה של 29 נקודות בסיס, בדומה לחודש הקודם.

³ הפער בין תשואות אג"ח ממשלתיות לא-צמודות ל-10 שנים לבין תשואות אג"ח של ממשלת ארה"ב לאותו טווח.

המקור: עיבודי מחלקת מטבע חוץ והמחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ' 3

הריבית הנומינלית והריאלית של בנק ישראל, תשואת המק"ם ותשואות איגרות החוב הממשלתיות הלא-צמודות והצמודות למדד, 2002 עד 2005 (ממוצעים חודשיים, אחוזים)

	התשואה הנומינלית ברוטו על אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים	התשואה הריאלית ברוטו על אג"ח צמודות למדד ל-10 שנים	תשואת המק"ם לשנה	ריבית בנק ישראל			התקופה
				הריאלית ³	האפקטיבית ²	המוצהרת ¹	
2002	10.9	5.7	8.3	7.2	9.6	9.1	דצמבר
2003	7.1	4.1	4.9	4.6	5.4	5.2	דצמבר
2004	7.0	4.0	4.7	4.1	5.0	4.8	ינואר
	7.4	4.1	4.8	3.5	4.7	4.5	פברואר
	7.4	4.2	4.7	3.3	4.5	4.3	מארס
	7.6	4.3	4.8	2.7	4.3	4.1	אפריל
	7.9	4.4	5.2	2.3	4.3	4.1	מאי
	7.8	4.3	5.0	2.5	4.3	4.1	יוני
	7.8	4.3	4.8	2.8	4.3	4.1	יולי
	7.9	4.3	4.8	2.4	4.3	4.1	אוגוסט
	7.7	4.2	4.7	2.3	4.3	4.1	ספטמבר
	7.6	4.2	4.8	2.2	4.3	4.1	אוקטובר
2005	7.4	4.2	4.7	2.3	4.3	4.1	נובמבר
	7.2	4.1	4.3	3.0	4.1	3.9	דצמבר
	6.9	4.0	4.2	2.3	3.9	3.7	ינואר
	6.7	3.8	4.2	1.6	3.7	3.5	פברואר
	6.6	3.7	4.1	1.5	3.7	3.5	מארס
	6.6	3.8	4.1	1.6	3.7	3.5	אפריל
	6.2	3.6	4.0	2.0	3.7	3.5	מאי
	6.2	3.7	4.0	1.8	3.7	3.5	יוני

¹ הריבית המוצהרת במונחים שנתיים פשוטים (ללא ריבית דריבית).

² הריבית לפי חישוב ריבית דריבית יומי, על פי הריבית הבין-בנקאית. (ראו "מבט כלכלי" 6).

³ הריבית הריאלית מחושבת על פי הריבית האפקטיבית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון. המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ' 4
הפער בין התשואות על המק"ם ואיגרות החוב
הממשלתיות לריבית בנק ישראל, 2002 עד 2005
(אחוזים)

התקופה	הפער בין תשואת המק"ם לשנה לריבית האפקטיבית של בנק ישראל	הפער בין התשואה על אג"ח לא צמודה ל-10 שנים לריבית הריאלית של בנק ישראל
2002 דצמבר	-1.3	1.3
2003 דצמבר	-0.5	1.6
2004 ינואר	-0.3	2.0
פברואר	0.1	2.7
מארס	0.2	2.9
אפריל	0.5	3.3
מאי	0.9	3.6
יוני	0.7	3.5
יולי	0.5	3.5
אוגוסט	0.5	3.6
ספטמבר	0.4	3.4
אוקטובר	0.5	3.3
נובמבר	0.4	3.1
דצמבר	0.2	3.1
2005 ינואר	0.3	3.0
פברואר	0.5	3.0
מארס	0.4	2.9
אפריל	0.4	2.9
מאי	0.3	2.5
יוני	0.3	2.5

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

לוח נ"5
שיעור האינפלציה הצפוי

ממוצע תחזיות ³ האינפלציה ל-12 חודשים קדימה	הציפיות משוק ההון			התקופה
	לשנה השלישית ואילך	לשנה השנייה ²	לשנה הראשונה ¹	
1.6	2.5	1.3	0.6	דצמבר 2001
2.0	5.4	3.8	2.2	דצמבר 2002
1.6	2.8	2.6	0.7	דצמבר 2003
1.5	3.3	2.1	0.9	ינואר 2004
1.7	3.5	2.5	1.1	פברואר
1.7	3.4	2.8	1.2	מארס
2.0	3.6	3.0	1.6	אפריל
2.6	3.7	3.1	2.0	מאי
2.3	3.7	2.6	1.7	יוני
2.0	3.8	2.2	1.5	יולי
2.4	3.9	2.6	1.9	אוגוסט
2.5	3.7	2.3	2.0	ספטמבר
2.4	3.6	2.5	2.0	אוקטובר
2.2	3.4	2.0	1.9	נובמבר
2.0	3.5	1.9	1.4	דצמבר
2.0	3.3	2.0	1.6	ינואר 2005
2.2	3.1	2.4	2.0	פברואר
2.1	3.1	2.4	2.2	מארס
2.1	3.1	2.0	2.0	אפריל
2.2	3.0	1.9	1.7	מאי
1.9	2.9	2.2	1.9	יוני

¹ הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים קדימה.

² מחושב על בסיס התשואות של איגרות חוב מסוג "שחר" ומסוג "גליל" או "שגיא" לטווחים מקבילים.

³ ממוצע של תחזיות לאינפלציה של בנקים מסחריים וחברות ייעוץ כלכלי המפרסמים את תחזיותיהם באופן סדיר.

המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.