



בנק ישראל

דוח האינפלציה

2003

המחצית הראשונה

אב התשס"ג - יולי 2003

12



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרופה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי 3114103012/7

דפוס איילון, ירושלים



דוח האינפלציה למחצית הראשונה של שנת 2003 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 - היא רכיב חשוב בהגדלת הוודאות, הדרושה לפועלים במשק, ובפרט למשקיעים, ישראלים וזרים.

באוגוסט 2000 קיבלה הממשלה החלטה על תוואי יעדי אינפלציה לשנים הקרובות, שעל פיו יעד האינפלציה משנת 2003 ואילך יהיה 1-3 אחוזים לשנה - טווח שהוגדר כיציבות מחירים. לפיכך, מכאן ואילך היעד למדיניות המוניטרית איננו יעד קלנדרי אלא יעד קבוע ורציף, והמדיניות, בכל נקודת זמן, פועלת להשגתו בטווח של 12 החודשים הבאים. זאת תוך התרת סטיות זמניות מהטווח האמור, לשני הכיוונים, לפרקי זמן קצרים, כדי למזער תנודות בריבית. סטיות זמניות תיתכנה בשל היות יציבות המחירים תלויה בגורמים נוספים כגון מידע נוסף על הגירעון התקציבי, תנועות קצרות טווח בשוק מטבע החוץ, זעזועים בשוק העולמי ושינויי מדרגה במתח הביטחוני - אשר השפעתם אינה ניתנת לקיזוז בטווח הקצר על ידי מדיניות הריבית.

מדד המחירים לצרכן ירד במחצית הראשונה של 2003 ב-0.5 אחוז, וב-12 החודשים האחרונים - ב-0.3 אחוז. הגורם המרכזי שפעל למיתון עליית המחירים במחצית הראשונה של השנה הוא הייסוף המשמעותי של שער החליפין. תרומתו של גורם זה באה לידי ביטוי בולט במחירי הדיור: אלה ירדו ב-6.4 אחוזים בששת החודשים האחרונים וב-10.9 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. ללא רכיב הדיור עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.3 אחוזים בששת החודשים האחרונים וב-3.0 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. המשך המיתון בפעילות הריאלית, זו השנה השלישית, בעיית של המצב הביטחוני-מדיני וההאטה בכלכלה העולמית, תרם גם הוא לסביבה המתונה של עליית המחירים.

המדיניות המוניטרית שננקטה החל מאמצע 2002 תמכה בחזרה ליציבות מחירים, לאחר הסטייה מהתוואי במחצית הראשונה של 2002. שיעור עליית המחירים בשנת 2003 צפוי עתה להיות נמוך מהגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. עם זאת, ב-12 החודשים הבאים (יולי 2003 עד יולי 2004) צפוי קצב עליית המחירים להיות בהתאם ליעד. אחת הסיבות לכך נעוצה בהערכה כי לא צפויה שנה נוספת של התחזקות השקל בממדים שאפיינו את 12 החודשים האחרונים. כידוע, על רקע האירועים המיוחדים בשוק מטבע החוץ בשנת 2002, התחזק השקל מול הדולר בכ-10 אחוזים בין יוני 2002 ליוני 2003.

שני החודשים הראשונים של 2003 אופיינו באי-ודאות גדולה, על רקע התנאים הגיאוגרפיים ששררו באותה עת והחשש כי הממשלה לא תוכל לעמוד ביעדי הגירעון שקבעה לעצמה. תנאים אלו באו לידי ביטוי בהרעה באינדיקטורים לסביבת האינפלציה, ובפרט בפחות שער של השקל ובעליית הציפיות לאינפלציה. ממארכס - עם פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה, אישור הערבויות מממשלת ארה"ב, ולאחר מכן סיום המלחמה בעיראק וחדוש התהליך המדיני - נרשם שיפור משמעותי בכל האינדיקטורים לסביבת האינפלציה. השיפור התבטא, בין השאר, בייסוף השקל, שהושפע בעיקר מגידול משמעותי של פעילות התושבים הזרים במטבע ישראלי - הודות לירידת סיכון המדינה המיוחס לישראל וכחלק ממגמה כלל-עולמית של גידול תנועות ההון למשקים מתעוררים - בירידת הציפיות לאינפלציה ובירידת הריביות לטווח ארוך. מגמות אלה איפשרו לחדש את התהליך של הורדת הריביות לטווח קצר. הריבית הורדה בהדרגה, כדי לאפשר בחינה של השינויים בתנאי הרקע ובסביבת האינפלציה, ולא לסכן את היציבות בשווקים, המשפיעה על יציבותו של המשק כולו.

על ההתפתחויות החיוביות בשוקי הכספים מעביר גירעון הממשלה, שיהיה ככל הנראה כ-6 אחוזי תוצר - גבוה במידה ניכרת מהיעד של 3 אחוזי תוצר, שנקבע לשנה זו. בתכנית הכלכלית שאומצה יש רכיבים האמורים לפעול להקטנת ההוצאה הציבורית בטווח הבינוני, ובכך לתמוך בירידת הגירעון התקציבי והחוב הממשלתי בעתיד. ואולם, ללא צעדי מדיניות נוספים לא צפוי הגירעון לרדת במידה הדרושה גם בשנת 2004.

יעד המדיניות המרכזי לשנה הקרובה ולשנים הבאות הוא החזרת המשק לתוואי של צמיחה בת-קיימא, שתאפשר הגדלה של התעסוקה, הקטנה של האבטלה וצמצום ממדי העוני, תוך שמירה על היציבות הכלכלית, ובכללה יציבות המחירים. במרכז של מדיניות זו צריך לעמוד צמצום נמרץ של מספר העובדים הזרים והגדלה מאסיבית של ההשקעות בתשתית. הטיפול בעוני ובהגדלת התעסוקה צריך לכלול, נוסף על השינויים בקצבאות הביטוח הלאומי, שכבר בוצעו, גם שיפור מנגנוני האבחון וההשמה, מיקוד ההכשרה המקצועית וצעדים נוספים המקלים על יציאה לעבודה. השוואת עלות העסקתם של העובדים הזרים לזו של הישראלים היא חיונית כדי לתמוך בהגדלת התעסוקה של ישראלים. הגדלה מאסיבית של השקעות בתשתית מחייבת התארגנות מיוחדת של הממשלה להכנת מלאי הולם של פרויקטים לביצוע, רובם מחוץ לתקציב המדינה, ודאגה לזמינות של מקורות מימון ארוכי טווח המתאימים להשקעות מסוג זה.

כדי להשיג את יעדי המדיניות נדרשת מדיניות פיסקלית שתבטיח חזרה לתואי גירעון פוחת, שיתמוך בהמשך המגמות החיוביות בשווקים הפיננסיים, ובכללן ירידת הריביות הארוכות. מדיניות זו, אשר תתבטא בהקטנת צורכי המימון של הממשלה, היא תנאי הכרחי כדי לספק את המימון הדרוש להגדלת ההשקעות בתשתית, שהיא רכיב הכרחי במדיניות לחידוש הצמיחה.

המדיניות המוניטרית תפעל לשמירה על יציבות המחירים בריבית הנמוכה ביותר האפשרית, כדי לתמוך גם בפעילות הריאלית ללא סיכון היציבות הפיננסית. חזרה לתוואי גירעון פוחת תאפשר לבסס את יציבות המחירים בשיעור ריבית נומינלית נמוך יותר מזה שיידרש בהיעדרה. שילוב זה יאפשר לאורך זמן גם ירידה של הריבית הריאלית הצפויה לטווח קצר, כדי לעודד את הפעילות הכלכלית.

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

דוד קליין

דוד קליין

נגיד בנק ישראל

תוכן העניינים

7	תקציר
8	I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והאינפלציה
8	א. התפתחות מדד המחירים לצרכן
8	ב. הכוחות המרכזיים שהשפיעו על שיעור האינפלציה
9	II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית
9	א. המדיניות המוניטרית
12	ב. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות
12	1. ב. הציפיות לאינפלציה ותחזיות האינפלציה
14	תיבה 1: השימוש במודלים בקביעת המדיניות המוניטרית
15	2. ב. אינדיקטורים משוק הכספים וההון
16	ג. הפעילות הריאלית
20	ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ
21	1. ד. ההתפתחויות בפעילות המשק במטבע חוץ
21	2. ד. התפתחות פעילות המגזרים השונים במטבע חוץ
24	תיבה 2: הפעילות קצרת הטווח במטבע חוץ והשפעתה על שער החליפין
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
27	3. א. הפעילות הריאלית
28	4. א. התפתחויות צפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובשער החליפין
29	ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה
29	1. ב. הערכות האינפלציה העתידית
30	2. ב. מאזן הסיכונים בהתפתחות האינפלציה
	נספח 1: לוח נ' - 1: תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן, סטיית התקן של
32	השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1992 עד 2003
32	נספח 2: ההודעות לעיתונות על התוכנית המוניטרית ינואר 2003 - יולי 2003
38	לוח נ' 2-1: השינויים בשיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים בישראל ובארה"ב

- מדד המחירים לצרכן ירד במחצית הראשונה של 2003 בשיעור של 0.5 אחוז, לאחר עלייה מתונה של 0.2 אחוז במחצית השנייה של 2002. ב-12 החודשים האחרונים ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.3 אחוז. בהעדר אירועים חריגים, צפוי שיעור עליית מחירים בשנת 2003 כולה להיות נמוך מהגבול התחתון של יעד האינפלציה (שהוא 1 עד 3 אחוזים). ב-12 החודשים הבאים צפוי מדד המחירים לעלות בשיעור התואם את תחום יעד האינפלציה.
- החל משנת 2003 יעד האינפלציה איננו יעד קלנדרי אלא יעד קבוע ורציף של יציבות מחירים (1 עד 3 אחוזים). לפיכך המדיניות פועלת, בכל נקודת זמן, להשגתו בטווח של 12 החודשים הבאים. זאת תוך התרת סטיות זמניות, לטווחים קצרים, לשני הכיוונים, מהטווח שהוגדר כיציבות מחירים, כדי למזער את התנודות בריבית.
- הגורם המרכזי למיתון עליית המחירים במחצית הראשונה של 2003 הוא הייסוף בשער החליפין. אחד הביטויים לכך הוא שבניכוי ירידת מחירי הדיור עלה המדד ב-1.3 אחוזים במחצית הראשונה של 2003 וב-3 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. המשך המיתון בפעילות הריאלית תרם גם הוא לסביבה הנמוכה של קצב עליית המחירים. הגורמים המרכזיים להמשך הרפיון בביקושים הם המצב הביטחוני-מדיני וההאטה בכלכלה העולמית. המדיניות המוניטרית המרסנת החל במחצית השנייה של 2002 תרמה להאטת קצב עליות המחירים בכמה ערוצים: בהשפעתה לייסוף השקל ולמיתון הביקושים, ובמיתון הציפיות לאינפלציה.
- בחודשיים הראשונים של השנה - על רקע המלחמה הצפויה בעיראק, שהביאה לעלייה בסיכון הגיאופוליטי של ישראל, ומפאת החשש בציבור לגבי יכולתה ומחויבותה של הממשלה לעמוד ביעדי הגירעון שקבעה לעצמה - נרשמה הרעה בכל האינדיקטורים לסביבת האינפלציה ולא-הוודאות. במטרה לתמוך בהתבססותה של היציבות בשווקים, השאיר בנק ישראל את הריבית המוניטרית לחודשים פברואר ומארס ללא שינוי.
- בחודשים מארס-יולי היינו עדים לשיפור ניכר בסביבת האינפלציה ובאי-הוודאות; זאת בזכות פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה החדשה ואישורה בכנסת, אישור הערבויות מממשלת ארה"ב, סיומה המהיר של המלחמה בעיראק וחדוש התהליך המדיני. במהלך תקופה זו נרשמה ירידה בריביות לטווח ארוך, התחזקות של השקל ועלייה במחירי המניות. על רקע זה התחזקו ההערכות כי יעד האינפלציה יושג השנה, וכי היציבות הפיננסית עשויה להישמר, ולכן הפחית בנק ישראל את הריבית המוניטרית בשיעורים הולכים וגדלים. במהלך הרביעי השני הופחתה הריבית לטווח קצר בשיעור מצטבר של 0.9 נקודות אחוז, ולחודש יולי - ב-0.5 נקודות אחוז נוספת, לרמה של 7.5 אחוזים.
- גירעון הממשלה ב-2003, אף לאחר הפעלת התכנית הכלכלית, יהיה, ככל הנראה, גבוה במידה ניכרת מהיעד של 3 אחוזי תוצר, שנקבע לשנה זו; שיעורו הצפוי עתה הוא כ-6 אחוזי תוצר. ללא צעדי מדיניות נוספים הוא צפוי להישאר ברמה דומה גם ב-2004. עם זאת, התכנית הכלכלית, אם תיושם במלואה, צפויה לפעול להקטנה של הגירעון התקציבי בטווח הארוך יותר, וכך תתאפשר מגמת ירידה הדרגתית של החוב הממשלתי. זאת באמצעות צמצום מתמשך של הוצאות הממשלה.
- ההתפתחויות בפעילות המשק במטבע חוץ במחצית הראשונה של 2003 הושפעו משינויים מהותיים בסיכון של המשק. מסוף 2002 ועד אמצע פברואר גברו סיכון המדינה וסיכון המטבע, והשקל נחלש. מסוף פברואר פחת הסיכון במהירות, הודות למכלול ההתפתחויות החיוביות שזכרו. ירידת הסיכון, על רקע פער הריביות שבין המשק לחוץ לארץ - ועל אף הפחתות ריבית בנק ישראל - תרמה לחיזוק השקל. ירידת סיכון המשק הייתה שלובה במגמה עולמית של ירידת הסיכון של משקים מתעוררים מסוף 2002 והתגברות תנועות ההון אליהם.
- את התחזקות השקל הובילו תושבי חוץ, בהגדילם את מכירות מטבע החוץ קצרות הטווח החל מחודש פברואר, בעיקר באמצעות עסקאות עתידיות. המגזר העסקי רכש מתושבי חוץ מטבע חוץ בהיקף גדול, תוך כדי ירידת שערים, וניצל זאת להקטנת חשיפתו לפיחות השקל ולפירעון אשראי במטבע חוץ. משקי הבית המשיכו לרכוש מטבע חוץ, אך בהיקף קטן יותר מאשר במחצית הראשונה של 2002. ברביעי השני של 2003 גם תנועה זו נפסקה למעשה. במחצית הראשונה של 2003 הסתמן שיפור גם בחשבון השוטף של המשק מול חו"ל.
- מטרת המדיניות המוניטרית היא לשמור על יציבות מחירים בהתאם ליעד ארוך הטווח (1 עד 3 אחוזים), בריבית הנמוכה ביותר המתיישבת עם יעד זה, ובכך לתמוך גם בהתאוששות הפעילות הריאלית של המשק. המשך התהליך של הורדת הריבית בחודשים הקרובים והקצב שלו תלויים בהתפתחותם של גורמים אחרים המשפיעים על האינפלציה. הריבית קצרת הטווח תורד בהדרגה, כדי לאפשר בחינה של התנאים המשתנים והתאמת רמתה אליהם, וכדי לא לסכן את היציבות של השווקים הפיננסיים ושל המשק בכלל. התכנסות הגירעון בתקציב לתוואי שיאפשר את ירידת משקלו של החוב הממשלתי בתוצר, שתבטא בהמשך מגמת הירידה של הריבית לטווח הארוך, תאפשר שמירה על יציבות מחירים בריבית קצרה נמוכה יותר.

I. התפתחות מדד המחירים לצרכן והאינפלציה

א. התפתחות מדד המחירים לצרכן

מדד המחירים לצרכן ירד במחצית הראשונה של 2003 בשיעור של 0.5 אחוז, לאחר עלייה מתונה של 0.2 אחוז במחצית השנייה של 2002. בשלושת החודשים הראשונים של השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.8 אחוז, ואילו בשלושת החודשים שלאחר מכן הוא ירד ב-1.3 אחוזים (דיאגרמה 1). ב-12 החודשים האחרונים ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.3 אחוז (דיאגרמה 2).

להתפתחותם של מחירי הדיור, המושפעים במידה ניכרת מהשינויים בשער החליפין, הייתה השפעה משמעותית על התנואי של מדד המחירים. עלייה מהירה של שער החליפין בחודשיים הראשונים של השנה התבטאה בעלייה גדולה יחסית של מחירי הדיור, אך בחודשים שלאחר מכן הם ירדו, בשל הייסוף באותה עת. השפעתו הניכרת של שער החליפין על מחירי הדיור בטווח הקצר מבטאת את השפעת ההיסטוריה האינפלציונית של המשק הישראלי על התנהגותם של הפרטים; בגלל היסטוריה זו הם עדיין נוהגים לנקוב את מחירי הדיור בדולרים. התפתחות שער החליפין של השקל השפיעה על מחיריהם של המוצרים הסחירים: בארבעת החודשים הראשונים של השנה עלו מחירי המוצרים הסחירים במדד (ללא הלבשה והנעלה) יותר ממחיריהם של המוצרים הלא-סחירים (ללא דיור ופירות וירקות), ובחודשיים שלאחר מכן הם ירדו יותר ממחירי הלא-סחירים. הוזלתן של תשומות האנרגיה לאחר סיום המלחמה בעיראק תרמה גם היא להאטה בשיעור עליית המחירים.

שיעור עלייתם של המדדים במחצית הראשונה של השנה, בניכוי הרכיבים העונתיים (הלבשה והנעלה ופירות וירקות) וסעיף הדיור, היה בדרך כלל בין 0.2 ל-0.5 אחוז לחודש בשלושת החודשים הראשונים של השנה ונמוך יותר בשלושת החודשים שלאחר מכן, לעומת יותר מאחוז לחודש בחודשים אפריל עד יולי בשנת 2002. קצב זה מעיד על חזרתה של האינפלציה לסביבה נמוכה, לאחר האצה זמנית בקצב עליית המחירים במחצית הראשונה של 2002.

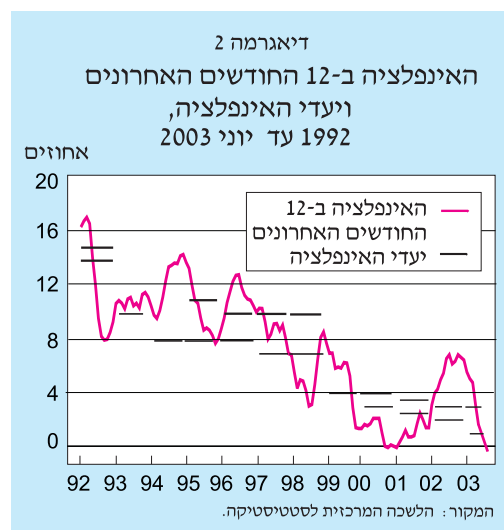
בחינת רכיביו של מדד המחירים לצרכן מצביעה על שונות בקצב עליית המחירים בין הסעיפים השונים (לוח נ-1) - עלייה מהירה יחסית של מחירי הפירות והירקות והתחבורה, המשך מגמת ההוזלה של מחירי ההלבשה וההנעלה וירידה של מחירי הדיור (דיאגרמה 3). המחירים המבוקרים והמפוקחים על ידי הממשלה עלו במחצית הראשונה של 2003 בשיעור גבוה מזה של שאר סעיפי המדד - 0.5 אחוז. עלייתם משקפת בעיקר את עליית מחירי האנרגיה בתחילת התקופה, בשל עליית המחירים העולמיים של הדלקים.

ב. הכוחות המרכזיים שהשפיעו על שיעור האינפלציה

הכוחות המרכזיים שהשפיעו על התפתחות המחירים במחצית הראשונה של 2003 הם התפתחותו של שער החליפין וסביבת הפעילות הריאלית. המדיניות המוניטרית המרסנת מאז המחצית השנייה של 2002 תרמה גם היא למיתון קצב עליות המחירים בתקופה זו באמצעות תרומתה לייסוף השקל ולמיתון הציפיות



החל מאפריל 2003 נרשמה ירידה במדד המחירים לצרכן שהתבטאה בעיקר במחירי הדיור. זאת על רקע הייסוף בשערו של השקל.



מדד המחירים לצרכן ירד במחצית הראשונה של השנה ב-0.5 אחוז וב-12 החודשים האחרונים ב-0.3 אחוז.

לאינפלציה ודרך השפעתה על הביקושים.

הייסוף הניכר החל מאמצע פברואר, לעומת פיחות מהיר במחצית הראשונה של 2002, הוא הגורם המרכזי להאטה המשמעותית בקצב עליית המחירים: שינויים בשער החליפין מתבטאים במחירים במידה ניכרת בתוך זמן קצר יחסית, משום שהמשק הישראלי קטן ופתוח, ומשום שלמחירי הדיור, המושפעים בטווח הקצר משינויים בשער החליפין, משקל גדול בסל התצרוכת¹. יתר על כן, כיוון שקיימים במשק כוחות לפיחות ריאלי בשל המיתון בפעילות, הייסוף בשער החליפין הנומינלי מתבטא, בהעדר קשיחות של המחירים כלפי מטה, בירידתם של המחירים המקומיים.

המיתון בפעילות, זו השנה השלישית, תרם לסביבה הממותנת של עליית המחירים, אך כיוון שעוצמת הרפיון בפעילות לא השתנתה משמעותית מאז 2002, לא ניתן להסביר באמצעות הפעילות את ההאטה המשמעותית בקצב עליית המחירים. הריבית, שבמחצית הראשונה של 2003 היתה גבוהה יותר מאשר בתחילת 2002, פעלה למיתון קצב עלייתם של המחירים באמצעות השפעתה על שער החליפין, על ציפיות הציבור לאינפלציה ועל הביקושים.

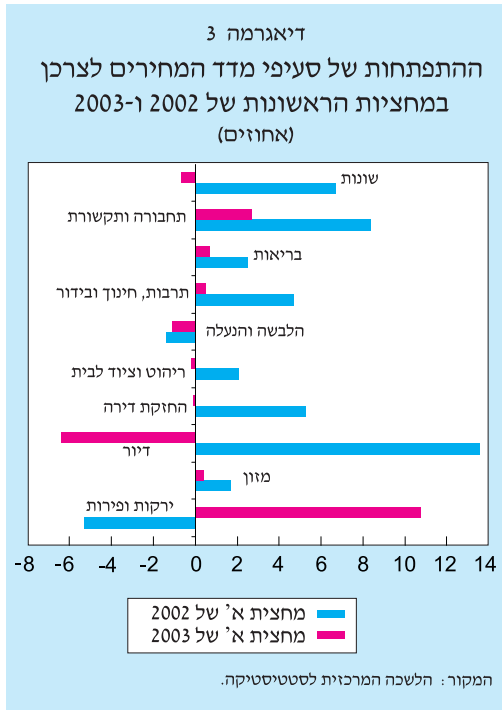
הייסוף החד במחצית הראשונה של 2003, הרפיון בפעילות, שהתבטא בשיעורי צמיחה נמוכים מאלו הפוטנציאליים, וריביות ריאליות ששיקפו ריסון מוניטרי מאמצע 2002 - כל אלה מלמדים ששיעור השינוי של המחירים במחצית הראשונה של 2003 היה נמוך מסביבת האינפלציה ארוכת הטווח של המשק.

II. המדיניות המוניטרית, האינפלציה והסביבה הכלכלית

א. המדיניות המוניטרית

המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של השנה הושפעה מאירועי שנת 2002 ומהתפתחות תנאי הרקע המדיניים והכלכליים. התפתחות תנאי הרקע במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה וגרמה לתהפוכות ניכרות בהערכת סביבת האינפלציה ובאי-הוודאות: בחודשים ינואר-פברואר, על רקע הציפייה למערכה הצבאית בעיראק וחוסר הוודאות לגבי מידת מחויבותה של הממשלה החדשה לחזור למשמעת הפיסקלית ולעמוד ביעדי הגירעון שקבעה, הצביעו מרבית האינדיקטורים על עלייה של סביבת האינפלציה ושל אי-הוודאות בשווקים. החל מחודש מארס, ובמיוחד לאחר הסיום המהיר של המלחמה, פרסום התכנית הכלכלית של הממשלה, קבלת ערבויות מממשלת ארה"ב וחידוש התהליך המדיני, נרשם שיפור במרבית האינדיקטורים: הם הצביעו על ירידה הן בסביבת האינפלציה והן ברמת אי-הוודאות בשווקים.

בסוף המחצית הראשונה של 2002 העלה בנק ישראל את הריבית שלוש פעמים, בשיעור מצטבר של 4.5 נקודות אחוז. זאת לנוכח הפיחות המהיר בשער השקל, העלייה הניכרת של קצב האינפלציה והאינפלציה הצפויה במהלך המחצית הראשונה של 2002 ואי-הוודאות הגבוהה בשווקים הפיננסיים עד כדי חשש



בהתנהגות סעיפי המדד השונים במחצית הראשונה של 2003 ניכרת שונות, מחד גיסא- ירידה במחירי הדיור והמשך הוזלתם של מחירי ההלבשה וההנעלה, ומאידך - עליית מחירי התחבורה והתקשורת ומחירי הפירות והירקות.

1 מדד מחירי הדירות בבעלות, המהווה כ-18 אחוזים מהמדד, נמדד באמצעות מחירי השכירות בחוזים חדשים. בשיטת מדידה זו נוצר קשר טווח בין שינויים בשער החליפין למחירי הדיור, ולכן - גם תנודתיות במחירים אלו.

ליציבותם - עם אבדן האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית (הפיסקלית והמוניטרית) והחמרת המצב הביטחוני. לאחר העלאות הריבית, שלוו בהידוק מסוים של המשמעת הפיסקלית, השתררה במחצית השנייה של 2002 רגיעה יחסית בשווקים, אך אי-הוודאות נותרה גבוהה בהרבה מאשר בשנים 2000 ו-2001. מפני קוצר הזמן שחלף מאז העלאת הריבית, המשפיעה בפיגור מסוים, ולנוכח התנודתיות הרבה בהתפתחות האינדיקטורים להערכת סביבת האינפלציה, על אף השיפור בהם, העריך בנק ישראל כי הריסון המוניטרי הקיים נחוץ להשגת היעד ארוך הטווח של יציבות המחירים ולהשבת היציבות בשווקים. על כן הותיר בנק ישראל את הריבית המוניטרית במהלך המחצית השנייה של 2002 ללא שינוי, ברמה של 9.1 אחוזים.

בסוף שנת 2002, לאחר ההחלטה על הקדמת הבחירות ועל רקע ההערכה כי ממשלת ארה"ב עשויה להעמיד למשק הישראלי ערבויות וסיוע ביטחוני נוסף, ניכרה במרבית האינדיקטורים התייצבות מסוימת: הערכות החזאים הפרטיים והציפיות משוק ההון לאינפלציה לשנים עשר חודשים ירדו למרכז תחום יעד האינפלציה (2 אחוזים). במקביל, על רקע הפער הגבוה בין הריבית השקלית לריבית במטבע חוץ, נרשמה התייצבות מסוימת גם בשוק מטבע החוץ. הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים, שאמנם המשיכו לחרוג מהגבול העליון של היעד, ירדו גם הן - תוצאת ירידות בתשואות הן הריאליות והן הנומינליות, שהצביעו על ירידה מסוימת של אי-הוודאות.

לנוכח התפתחויות חיוביות אלו בחודשים נובמבר ודצמבר, לצד הירידה החדה באינפלציה במחצית השנייה של 2002 (אמנם תוך תנודות חודשיות גדולות במדדי המחירים) והרמה הגבוהה של הריבית הריאלית - העריך בנק ישראל כי ניתן להתחיל בתהליך זהיר והדרגתי של הורדת הריבית: הריבית המוניטרית לחודש ינואר 2003 הופחתה בשיעור מתון של 0.2 נקודת אחוז, לרמה של 8.9 אחוזים. הזהירות בהפחתת הריבית נדרשה לנוכח אי-הוודאות הגבוהה לגבי התקציב, אי-הוודאות הפוליטית והחששות מההשלכות האפשריות של פתיחת מערכת צבאית בעיראק על היציבות הכלכלית - הפיננסית והריאלית.

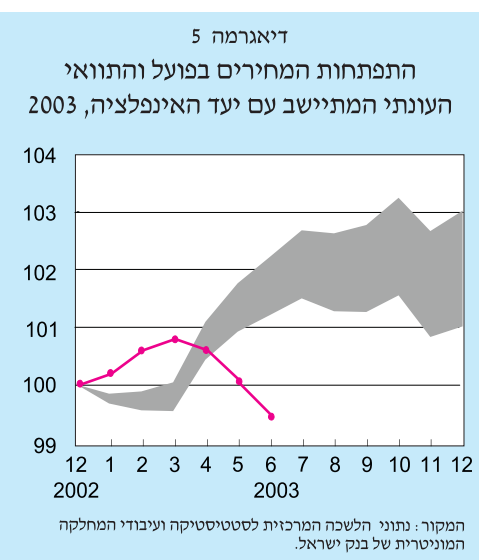
בחודשים ינואר ופברואר 2003 התהפכה המגמה החיובית של סוף שנת 2002, שאפשרה את הורדת הריבית בסוף דצמבר, וכל האינדיקטורים להתפתחות האינפלציה חזרו להצביע על עלייה בסביבת האינפלציה ובאי-הוודאות. אווירה שלילית זו הוזנה על ידי מספר גורמים מחוץ ומבית. בתחילת שנת 2003 גברה ההערכה כי המאמצים הדיפלומטיים ליישב את המשבר בעיראק לא ישאו פרי והמלחמה בלתי נמנעת, והדבר גרם לעלייה בסיכון הגיאופוליטי של מדינת ישראל. אשר לחוסר הוודאות מבית - אמנם הממשלה היוצאת עמדה באופן פורמלי ביעד הגירעון לשנת 2002, 4 אחוזי תוצר (שעודכן כלפי מעלה במהלך השנה מספר פעמים), והכנסת אישרה את התקציב לשנת 2003, אך העמידה ביעד הגירעון התאפשרה, בין היתר, הודות למשיכה חד-פעמית של כספים מתקבולי הביטוח הלאומי ועיכוב החזרי מסים עבור שנת 2002, בגלל העיצומים ברשויות המס. יתירה מכך, כבר בעת אישור התקציב לשנת 2003 הייתה הערכה כי בבסיסו עומד אומדן יתר של ההכנסות. כל אלה, לצד העלות התקציבית הגבוהה של הקדמת יישום הרפורמה במס (רפורמת רבינוביץ'), אשר עליה הכריז שר האוצר היוצא, הביאו להערכה כי הממשלה לא תוכל לעמוד ביעד הגירעון ל-2003, שקבעה לקראת

סוף 2002. הגירעון התקציבי הגדול, שלווה בגיוס הון מואץ בחודשיים הראשונים של השנה, וחוסר הוודאות בדבר מחויבותה ויכולתה של הממשלה החדשה לחזור לתוואי יורד של הגירעון על ידי קיצוץ בהוצאותיה הגבירו את החשש מהורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל. כך התחזק פיחות השקל תוך עלייה בהסתברות לפיחות חריג, והתשוואות על איגרות חוב הממשלתיות הצמודות והלא-צמודות, לכל הטווחים, שבו ועלו, תוך עלייתן של הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים. כן נרשמה עלייה ניכרת בציפיות לשנה והן חרגו מגבולות היעד (דיאגרמה 4). לצד החריגה של האינפלציה הצפויה מהיעד, היו גם העליות של מדד המחירים בחודשיים הראשונים של השנה גבוהות משמעותית מהתוואי העונתי² המתיישב עם יעד האינפלציה (דיאגרמה 5). מחמת העלייה בסביבת האינפלציה ובאי-הוודאות בחודשיים הראשונים של השנה, החליט בנק ישראל להימנע מהורדה נוספת של הריבית והשאיר אותה ברמה של 8.9 אחוזים עד סוף הרביעי הראשון.



בחודשיים הראשונים של השנה עלו הציפיות הנגזרות מהשוק וחרגו מהגבול העליון של היעד. בחודש מארס החל תהליך הדרגתי של ירידה בציפיות, שבמהלכו הן ירדו לחלקו התחתון של תחום היעד.

החל מאמצע פברואר, לאחר כינונה של הממשלה החדשה, נסתמנה בשווקים אופטימיות מסוימת בדבר יכולתה של הממשלה, בהרכבה החדש, לנקוט צעדי מדיניות שיפעלו לחילוץ של המשק מהמיתון. לאופטימיות זו תרמו הפרסום המהיר של תכנית כלכלית ואישורה בממשלה, והיא התבטאה בתחילתו של ייסוף בשער השקל, בעליית מחירי המניות ובירידת התשוואות הנומינליות והריאליות לטווחים הארוכים. אווירה חיובית זו הוזנה במהלך הרביעי השני של השנה על ידי הסיום המהיר של המלחמה בעיראק, כינונה של ממשלה חדשה ברשות הפלסטינית וחדוש התהליך המדיני - התפתחויות שהביאו לירידת הסיכון הגיאופוליטי של ישראל - לצד מגמת שיפור בתפיסת הסיכון הכללית של השווקים המתעוררים בעולם. מלבד זאת עברה התכנית הכלכלית בכנסת והממשל האמריקאי אישר תכנית רב-שנתית של ערבויות לממשלת ישראל, בסך 9 מיליארדי דולרים. על רקע התפתחויות חיוביות אלו ברביעי השני של השנה, נמשכו ייסוף השקל והירידה בתשוואות הארוכות. יש לציין כי התכנית הכלכלית לא צפויה לצמצם מהותית את הגירעון לשנת 2003, ועיקר השפעתה צפוי להתבטא רק כעבור שנים מספר. לפי הירידה בתשוואות הארוכות ניתן להעריך, כי, בשונה מאשר בעבר, הרי לאחר קבלת התכנית הכלכלית, החריגה הצפויה בגירעון הממשלה בשנת 2003 נתפסת כזמנית (על רקע הפעילות הממונת), והציבור מאמין ברצונה וביכולתה של הממשלה לחזור לתוואים יורדים של הגירעון ושל יחס החוב לתוצר תוך קיצוץ בהוצאותיה. במקביל להתפתחויות חיוביות אלו נרשמה ירידה גם בציפיות לאינפלציה לטווחים השונים: הציפיות לשנה חזרו לגבולות יעד האינפלציה והתייצבו בחלקו התחתון של תחום היעד, הציפיות לטווחים הארוכים ירדו במידה ניכרת, ועקום הציפיות אף ירד לתחומי היעד כמעט לכל אורכו, לראשונה מאז המחצית הראשונה של 2002.



ברביעי השני של השנה נרשמה ירידה במחירים לאחר שקצב עלייתם ברביעי הראשון חרג באופן משמעותי כלפי מעלה מן התוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה.

כל אלה, לצד פער ריביות גבוה עם חו"ל, המדדים הנמוכים וריבית ריאלית גבוהה על מקורות בנק ישראל³, היוו קרקע נוחה להורדת הריבית. כמו כן, העריך בנק ישראל כי ללא הורדת הריבית יגדל הסיכוי להחטאה-מלמטה של יעד האינפלציה. כנגד זאת הצביעו מספר אינדיקטורים על המשך הרמה הגבוהה של אי-הוודאות

2 התוואי העונתי הנגזר לאחר פרסום מדד דצמבר 2002.

3 הריבית הריאלית על מקורות בנק ישראל מחושבת כריבית בנק ישראל במונחים אפקטיביים בניכוי הציפיות לאינפלציה.

ועל סיכון אינפלציה גבוה. כך, לאחר שיפור מסוים באפריל, שבה וגברה אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ בחודש מאי: סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר המונפקות על ידי בנק ישראל עלתה שוב, וההתפלגות של שער החליפין העתידי, הנגזרת מאופציות הנסחרות בבורסה, הצביעה על גידול בהסתברות לשינויים חדים בשער (דיאגרמה 6). יש לזכור כי בגלל מנגנוני ההצמדה הרבים במשק הישראלי, להתפתחות העתידית של שער החליפין השפעה לא מבוטלת על התפתחות המחירים בעתיד.

למרות השיפור במרבית האינדיקטורים להערכת סביבת אינפלציה, רמה כה גבוהה של אי-ודאות הצריכה משנה זהירות בצעדי מדיניות, כדי להימנע מערעור היציבות השברירית בשווקים. הניסיון מלמד כי הפחתות ריבית חדות עלולות לפגוע באמינותה של המדיניות המוניטרית בעיני הציבור, ולערער את היציבות בשווקים הפיננסיים, מה שמגביל את יכולתו של הבנק המרכזי לפעול להשגת היעד של יציבות מחירים. לעומת זאת, ריסון מוניטרי ממושך ממתן את הביקושים, מכביד על יכולתן של הפירמות לפרוע את חובותיהן, ובכך עלול לערער את היציבות הפיננסית של המערכת הבנקאית. על כן חידש בנק ישראל, מחודש אפריל, את תהליך הורדת הריבית תוך בחינה מתמדת של תגובת השווקים על צעדי המדיניות. הפחתות הריבית במהלך התקופה לא היו אחידות, ושיעוריהן הלכו וגדלו: הריבית לחודש אפריל הופחתה בשיעור מתון של 0.2 נקודת אחוז, ובחודשים מאי ויוני, לנוכח המשך המגמות החיוביות בשווקים, הואץ קצב ההפחתות, והריבית הורדה בשיעורים של 0.3 ו-0.4 נקודת אחוז, בהתאמה. בסוף יוני הפחית בנק ישראל את הריבית לחודש יולי ב-0.5 נקודת אחוז נוספת, עד לרמה של 7.5 אחוזים.

ב. אינדיקטורים מוניטריים ברקע המדיניות

לצורך קבלת החלטות הריבית בוחן בנק ישראל אינדיקטורים כלכליים שונים משוקי ההון, הכספים ומטבע החוץ, וכן מודלים אקונומטריים לחיזוי האינפלציה, שפותחו בבנק; זאת נוסף על ניתוח נתונים מקרו-כלכליים על האינפלציה והפעילות הריאלית.

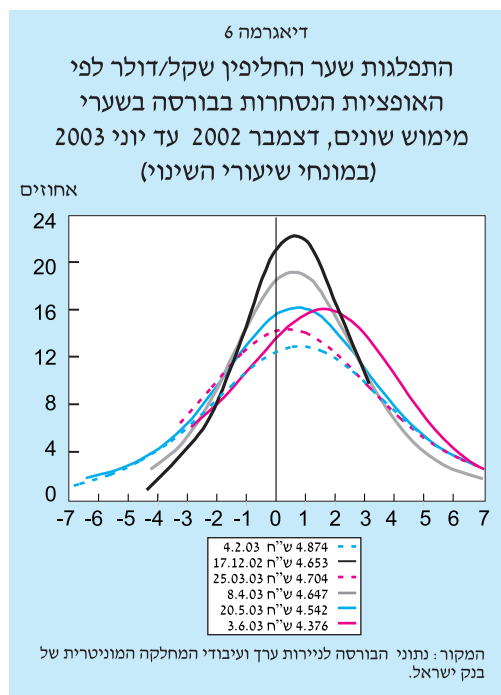
1. הציפיות לאינפלציה ותחזיות האינפלציה

הציפיות לאינפלציה משוק החון לשנה: בחודשים הראשונים של השנה עלו הציפיות הנגזרות מהשוק בהתמדה, בין היתר על רקע פחות השקל ביחס לדולר, ובפברואר חרגה רמתן מהגבול העליון של היעד ארוך הטווח ועמדה במוצק על כ-3.8 אחוזים. זאת לאחר שבדצמבר 2002 הן ירדו למרכז התחום⁴ (2.2 אחוזים במוצק). בחודש מארס, במקביל לייסוף השקל, החל תהליך הדרגתי של ירידה בציפיות הנגזרות מהשוק, שבמהלכו ירדו הציפיות לחלקו התחתון של תחום היעד ארוך הטווח של יציבות מחירים, ורמתן הממוצעת ברביע השני של השנה עמדה על כ-1.6 אחוזים (דיאגרמה 5).

הערכות החזאים הפרטיים⁵ לגבי האינפלציה החזויה לטווח של שנה: בחודשים ינואר ופברואר, במקביל לעליית הציפיות בשוק החון, עדכנו גם החזאים הפרטיים

4 ייתכן כי חלק מירידת הציפיות בדצמבר 2002 ניתן לייחס לירידה החדה בתשואות המק"ם באותה התקופה, על רקע יתרון המס שמקנה ההשקעה במק"ם במהלך 2003 יחסית לנכסי השקעה שקליים אחרים כגון פיקדונות.

5 מדגם של 7 חזאים-5 בנקים ו-2 חזאים עצמאיים.



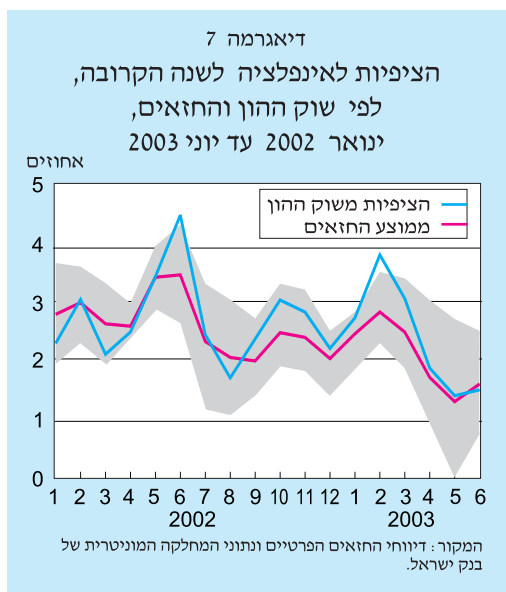
לאחר שיפור מסוים בחודש אפריל, שבה ועלתה בחודש מאי מידת אי-הוודאות בשוק מטבע החוץ - ההתפלגות של שער החליפין העתידי, הנגזרת מהאופציות הנסחרות בבורסה, הצביעה על עלייה בהסתברות לשינויים חדים בשער החליפין. (הסבר לדיאגרמה ראה בדוח בנק ישראל, חוברת המחלקה המוניטרית, תיבה ד'-3).

את הערכותיהם כלפי מעלה עד לשיעור ממוצע של כ-2.8 אחוזים בפברואר, לאחר שבדצמבר 2002 עמד שיעורן על כ-2.0 אחוזים. במאוס החלו גם החוזאים הפרטיים להוריד את תחזיותיהם לגבי האינפלציה לשנה, כך שברביע השני התכנס ממוצע התחזיות לחלקו התחתון של תחום היעד ארוך הטווח של יציבות מחירים.

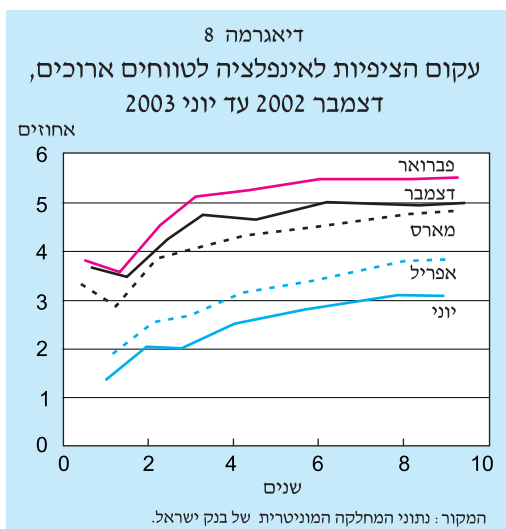
לאורך כל התקופה הנסקרת נע ממוצע הערכות החוזאים בגבולות יעד האינפלציה, ובדומה לשנים קודמות, היה יציב יותר מהציפיות שנגזרו משוק ההון. יחד עם זאת, טווח התחזיות, המשמש אף הוא מדד לרמת אי-הוודאות האינפלציונית, התרחב מתחילת השנה (דיאגרמה 7), כך שלאורך כל התקופה הערכות האינפלציה של לפחות חלק מהחוזאים חרגו מגבולות היעד. הפיזור הרב נבע, בין היתר, מההערכות השונות לגבי המסלול הצפוי של שער החליפין אשר בבסיס התחזיות, דבר שביטא את מידת אי-הוודאות ששררה בשוק מטבע החוץ.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר (שנתיים עד 9 שנים): ציפיות אלה, הנמדדות על פי הפרשי התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות ("שחר") לאיגרות חוב צמודות ("גליל"), היו ברביע האחרון של שנת 2002 גבוהות משמעותית מהציפיות לשנה וחרגו במידה ניכרת מהגבול העליון של יעד האינפלציה. חלק מפער זה ניתן לייחס לפרמיית סיכון אינפלציונית, שעלתה במהלך שנת 2002, וביטאה בעיקר את התגברות אי-הוודאות ואת שחיקת האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית. התפתחות הציפיות לטווחים הארוכים בתקופה הנסקרת דמתה לזו של הציפיות לשנה. בחודשים הראשונים של השנה עלה עקום הציפיות לכל אורכו עד לשיעור ממוצע של כ-5.5 אחוזים בפברואר, וזאת לאחר הירידות בחודשים נובמבר ודצמבר של 2002. מחודש מאוס, במקביל לירידת הציפיות לאינפלציה לשנה, נרשמה ירידה מתמדת גם בציפיות לטווחים הארוכים יותר; מחודש יוני עקום הציפיות אף ירד אל מתחת לגבול העליון של יעד האינפלציה ארוך הטווח, בהשלימו ירידה מרשימה של כ-2.5 אחוזים בממוצע (דיאגרמה 8). יתירה מזו, עקום הציפיות לחודשים מאי-יוני נגזר מהרכב תשואות נומינליות וריאליות נמוך מאלו ששררו בתחילת השנה, מה שמצביע על ירידה של אי-הוודאות בשווקים. עם זאת מלמדים שיפועו החיובי התלול של העקום והפער שבין הציפיות לשנה לציפיות הארוכות כי אמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית בעיני הציבור טרם שוקמה במלואה.

מודלים אקונומטריים שפותחו בבנק ישראל: מודלים אלו הם כלי חשוב להערכת האינפלציה הצפויה, והם מאפשרים גם ניתוח של התהליכים המחוללים את האינפלציה, בהנחות שונות לגבי התפתחותם בעתיד (לרבות הגורמים שאינם בשליטת קובעי המדיניות). כן מאפשרים מודלים אלו להעריך את תוואי הריבית הדרוש להשגת יעד האינפלציה בהינתן תרחישים שונים של התפתחויות כלכליות עתידיות. ברביע הראשון של השנה, למרות העלייה בסיכון האינפלציוני, הראו המודלים כי הריבית המוניטרית בפועל מספיקה להשגת יעד האינפלציה לשנה-שנתיים, וכי יהיה ניתן להתחיל בהפחתה הדרגתית של הריבית כבר מהרביע השני של השנה. מחודש אפריל, על רקע השיפור בשווקים ומגמת הייסוף בשער החליפין, הראו המודלים כי יעד האינפלציה לשנה ולשנתיים יושג אם התוואי של הפחתת הריבית המוניטרית יהיה מהיר מזה שנגזר מהם בתחילת השנה.



לאורך כל התקופה הנסקרת נע ממוצע הערכות החוזאים בגבולות יעד האינפלציה, ובדומה לשנים קודמות, היה יציב יותר מהציפיות שנגזרו משוק ההון. יחד עם זאת, טווח התחזיות, המשמש אף הוא מדד לרמת אי-הוודאות האינפלציונית, התרחב במידה ניכרת מתחילת השנה.



בחודשים הראשונים של השנה עלה עקום הציפיות לכל אורכו עד לשיעור ממוצע של כ-5.5 אחוזים בפברואר. מחודש מאוס נרשמה ירידה מתמדת בציפיות לטווחים הארוכים, ומחודש יוני אף ירד עקום הציפיות לכל אורכו אל מתחת לגבול העליון של יעד האינפלציה ארוך הטווח.

תיבה 1: השימוש במודלים בקביעת המדיניות המוניטרית

אחד הכלים המקובלים בכלכלה לניתוח מערכות כלכליות, לבחינת תיאוריות כלכליות ולחיזוי ההתפתחויות הוא המודל האקונומטרי. מודל אקונומטרי מקרו-כלכלי הוא מערכת של משוואות המתארות את הקשרים בין משתנים מרכזיים במשק - כגון התוצר, האינפלציה, הריבית, התעסוקה, שער החליפין והוצאות הממשלה - באמצעות המשתנים המסבירים הכלולים בו, ובפרט משתני המדיניות, ומידת ההשפעה של כל אחד מהם. המשתנים הנכללים במודלים נקבעים בדרך כלל בהתאם לתיאוריה כלכלית, והפרמטרים המתארים את ההשפעתם נאמדים בכלים סטטיסטיים על סמך נתוני העבר. מודלים מסוג זה מקובלים כמעט בכל הבנקים המרכזיים בעולם ככלי לגיבוש המדיניות, בלוויית שיקול דעת ושימוש במיגוון של שיטות ניתוח נוספות. למודלים שני יתרונות חשובים: האחד הוא היכולת לבצע מעין ניסוי מעבדה, כלומר לבחון תחזיות שונות, המותנות בהנחות חלופיות לגבי המשתנים המסבירים, ובהם משתני המדיניות, במסגרת מסודרת וידועה; השני הוא עדיפותם על שיטות אחרות בחיזוי לטווחים ארוכים. שילוב שיטות נוספות עם הניתוח באמצעות מודל מסייע להתגבר על חסרונותיהם של המודלים, ובעיקר על חוסר יכולתם להעריך את ההשפעות של אירועים חד-פעמיים, של גורמים מיוחדים ושל שינויים בהתנהגות שאינם כלולים בו.

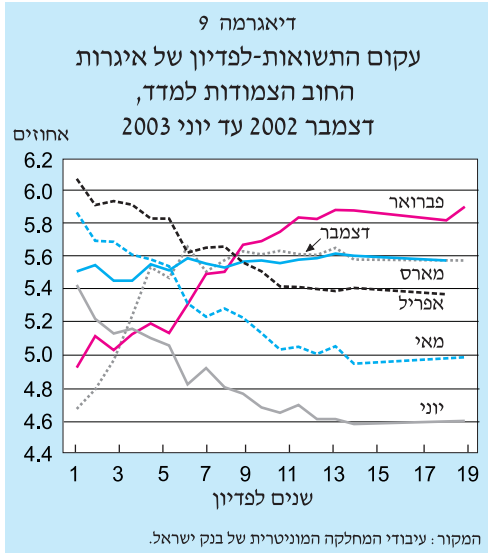
בבנק ישראל משמשים מספר מודלים אקונומטריים המתארים את הקשרים המרכזיים בין המדיניות המוניטרית, הפעילות הכלכלית, שער החליפין ושיעור האינפלציה⁶. יש בין מודלים אלו הרבה מהמשותף, אך הם נבדלים זה מזה בהיקפם ובחלק מההנחות והניסוחים - הבדלים שיסודם, בדרך כלל בגישות שונות של המקצוע לקשרים האמורים. מטרתם המרכזית של המודלים היא להעריך את שיעור הריבית קצרת הטווח הדרוש להשגת יעד האינפלציה בהתאם לסביבה הכלכלית ולהתפתחויות המשקיות. כיוון שעיקר השפעתה של המדיניות המוניטרית על האינפלציה מתבטאת בפיגור של מספר חודשים לפחות, תרומתם של המודלים באפשרם לחזות את ההתפתחויות על סמך הקשרים הנאמדים.

בכל המודלים שבשימוש בבנק ישראל כלולה משוואה, המתארת את הגורמים המשפיעים על קצב עליית המחירים. הגורמים המרכזיים המוצאים ביטוי במשוואה זו, בהתאם לתיאוריות המקובלות, הם גורמי היצע ביקוש, וכן המדיניות המוניטרית. כיוון שישאל האם יש משק קטן ופתוח, נכללים במודל השינויים בשער החליפין, שיש להם השפעה משמעותית ומהירה על העלויות בצד ההיצע, ולכן על התפתחות המחירים. גם המחירים הדולריים של התשומות המיובאות משפיעים על העלויות, ולכן כלולים במשוואת האינפלציה. גורם חשוב נוסף בקביעת קצב האינפלציה הוא עוצמת הביקושים במשק יחסית לפוטנציאל הייצור. כל המודלים משקפים את העובדה שביקושים גדולים יותר פועלים לעלייה של קצב עליית המחירים ולהפך. אולם בשל קיומם של השקפות שונות בדבר הדרך הנכונה להעריך את פוטנציאל הייצור, עודפי הביקוש מיוצגים באמצעות משתנים שונים במודלים השונים - שיעור האבטלה, הפער בין התוצר בפועל לתוצר הפוטנציאלי או רמת הריבית הריאלית הקצרה יחסית לזו של הטווח הארוך. הריבית הריאלית הקצרה, המחושבת כריבית הנומינלית הנקבעת על ידי בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון, כלולה גם היא במשוואת האינפלציה. עלייה בריבית הריאלית פועלת לצמצום הביקושים, ולכן - להאטת שיעור עלייתם של המחירים. ריבית (נומינלית) גבוהה יחסית צפויה למתן את עליית המחירים גם באמצעות הגדלת פער הריביות, הפועל לייסוף שער החליפין. בחלק מהמודלים, הציפיות לאינפלציה, המשפיעות על התנהגות הפרטים על פי הערכתם את האינפלציה העתידית, מופיעות בנפרד במשוואת האינפלציה. המודלים מאפשרים להעריך כיצד יתבטאו מסלולים שונים של ריבית בנק ישראל בתוואים שונים של האינפלציה. בחלק מהמודלים ריבית בנק ישראל נקבעת על פי משוואה המתארת את השיקולים המרכזיים של המדיניות המוניטרית, בעיקר את המחויבות להשיג את יעד האינפלציה לאורך זמן; במודל אחר, מצומצם יותר, אנו מניחים תוואי מסוים של ריבית ללא משוואת התנהגות מפורשת, אך בהתאם לאותם שיקולים המופיעים במשוואה כזאת. המודלים נבדלים ביניהם גם בהנחות לגבי אופן התהוותן של הציפיות לאינפלציה. בחלק מהם מושפעות הציפיות מהאינפלציה בעבר, ובאחרים הן תלויות רק בהתפתחויות עתידיות, ובכך משקפות הפנמה של המדיניות להשגת יעד האינפלציה.

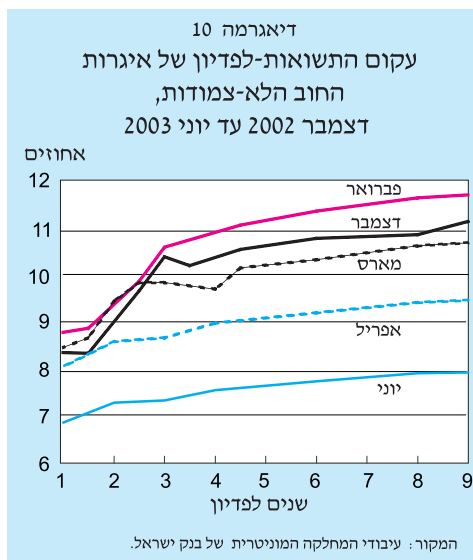
המודלים האקונומטריים הם כלי חשוב בתהליך קבלת ההחלטות על המדיניות המוניטרית, אולם התפתחות האינפלציה בפועל מושפעת מגורמים נוספים, שאינם כלולים במודלים אלה. כמו כן אין המודלים האלה יכולים להתמודד עם מצבים שבהם חל שינוי משמעותי, בדרך כלל לא-צפוי, בסביבה הכלכלית; זאת משום שהקשרים המתוארים בהם הם אלה שאפיינו בדרך כלל את הסביבה ששררה בתקופה אשר שימשה לאמידתם, ולא אלה הנוצרים בתקופות של זעזוע. לכן, ההחלטות על הריבית מתקבלות בסופו של דבר על סמך שימוש במספר כלים, ביניהם תוצאות המודלים, תוך הפעלת שיקול דעת והערכה שיפוטית של כל הגורמים.

6 ד"ר אלקיים, בנק ישראל, עיונים מוניטריים, 2001.01; י"ג יריבה וס' ריבון, בנק ישראל, סידרת מאמרים לדיון 2000.06. חלק מהמודלים מוצגים בתזכירים פנימיים בלבד.

2. אינדיקטורים משוק הכספים וההון



בחודשים ינואר ופברואר 2003 עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוך, בעוד שבטווחים הקצרים נרשמו ירידות, כך ששיפוע העקום הריאלי הפך משטוח בסוף 2002 - לחיובי. בחודשים מרס-יוני נרשמה ירידה ניכרת בתשואות הארוכות בעוד שלטווחים הקצרים עלו התשואות עלייה חדה. כך הפך שיפועו של העקום הריאלי תחילה, בחודש מרס, לשטוח, והחל מאפריל - לשלילי תלול.



בחודשים הראשונים של השנה עלה העקום הנומינלי לכל אורכו. החל מחודש מרס, ירד העקום הנומינלי בהתמדה כאשר התשואות לטווחים הארוכים ירדו מ-11.7 אחוזים בחודש פברואר עד לשיעור ממוצע של 7.9 אחוזים בחודש יוני.

התשואות על איגרות החוב הצמודות למדד: בחודשים ינואר ופברואר 2003, על רקע הגירעון הגדול בתקציב הממשלה וגיוס ההון הרחב, שהגבירו את חוסר הוודאות לגבי מחויבותה של הממשלה לחזור לתוואי יורד של גירעון תוך קיצוץ בהוצאותיה, עלו התשואות הריאליות לטווחים הבינוניים והארוך, לאחר ירידתן בדצמבר 2002. במקביל ירדו התשואות על איגרות החוב הצמודות לטווחים הקצרים, כך ששיפוע העקום הריאלי הפך משטוח בסוף 2002 לחיובי. בחודשים מרס-יוני, בעקבות הקמת הממשלה החדשה, פרסום התכנית הכלכלית, שהצביעה על מחויבותה של הממשלה לחזור למשמעת פיסקלית, סיומה המהיר של המערכה הצבאית בעיראק וקבלת הערבויות מממשלת ארה"ב, שהביאה לצמצום הגיוס בשוק המקומי, ירדה הערכת סיכון החוב של ממשלת ישראל בעיני הציבור. שיפור זה התבטא בשווקים בירידת התשואות הריאליות לטווחים הארוכים משיעור ממוצע של 5.9 אחוזים בפברואר ל-4.6 אחוזים בממוצע ביוני. במקביל לירידת התשואות הריאליות הארוכות, עלו התשואות על איגרות החוב הצמודות לטווחים הקצרים עלייה חדה, בעיקר מפני הירידה הניכרת בציפיות לאינפלציה והפיצוי שדרשו המשקיעים על המדדים השליליים שהיו צפויים באותה התקופה ועל רקע הריבית הנומינלית של בנק ישראל. כך הפך שיפועו של העקום הריאלי תחילה, בחודש מרס, לשטוח, והחל מאפריל - לשלילי תלול (דיאגרמה 9).

התשואות על איגרות החוב הלא צמודות ("שחרי"): בחודשים הראשונים של השנה, על רקע העלייה ברמת אי-הוודאות, עלה העקום הנומינלי לכל אורכו. התשואות על איגרות החוב השקליות לטווחים הארוכים הגיעו בפברואר לשיעור ממוצע של כ-11.7 אחוזים, לאחר ירידה ל-10.8 אחוזים בדצמבר 2002. החל מחודש מרס, על רקע הרגיעה בשווקים, שהתבטאה בין היתר בירידתן של התשואות הריאליות הארוכות ושל הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים, ירד העקום הנומינלי לכל אורכו; התשואות לטווחים הארוכים רשמו ירידה חדה במיוחד עד לשיעור ממוצע של כ-7.9 אחוזים בחודש יוני. כך התמתן בהדרגה שיפועו התלול של העקום הנומינלי, ונותר חיובי לאורך כל התקופה הנסקרת (דיאגרמה 10).

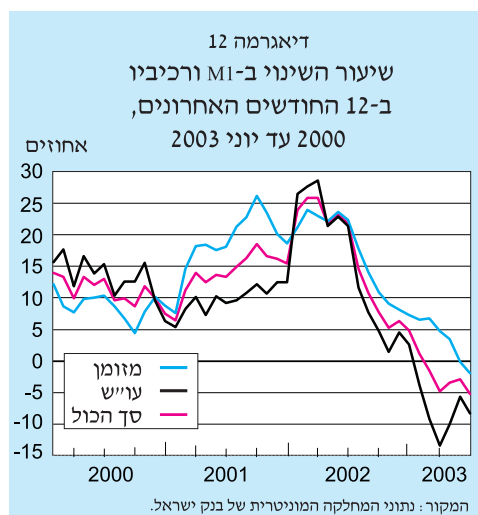
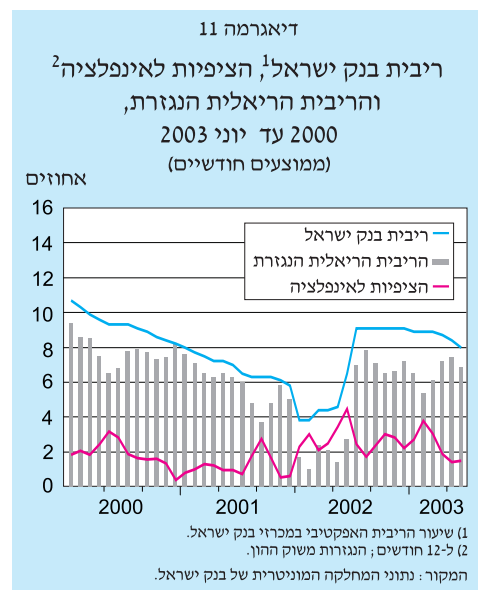
הריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל: הריבית הריאלית הצפויה לטווח הקצר משמשת אינדיקטור למידת הריסון המוניטרי (אף כי היא אינה מצביעה על מידת הריסון הנדרשת להשגת היעד של יציבות מחירים). לאחר ההעלאות של ריבית בנק ישראל בסוף המחצית הראשונה של 2002 עלתה הריבית הריאלית הצפויה במחצית השנייה לשיעור ממוצע של כ-7.0 אחוזים. רמה גבוהה זו נדרשה לנוכח התגברות אי-הוודאות והסיכונים הגיאופוליטיים, והשחיקה באמינות המדיניות. בחודשים הראשונים של השנה נרשמה ירידה בריבית הריאלית הצפויה על מקורות בנק ישראל עד לשיעור ממוצע של 5.4 אחוזים בפברואר, בעיקר עקב עליית הציפיות לאינפלציה באותה התקופה. החל מחודש מרס, עם הירידה בציפיות, היא שבה לעלות, ובמאי הגיעה לשיעור ממוצע של כ-7.4 אחוזים. זאת למרות הורדה מצטברת של 0.5 נקודות אחוז בריבית בנק ישראל באותה התקופה. ביוני, לאחר הורדה נוספת של 0.4 נקודות אחוז בריבית בנק ישראל, ירדה הריבית הריאלית הצפויה לשיעור ממוצע של 6.8 אחוזים (דיאגרמה 11).

השינויים בכמות הכסף: במהלך המחצית הראשונה של 2003 עלתה כמות הכסף בשיעור מתון של כ-1.4 אחוזים, וזאת לעומת עלייה בשיעור של 12.3 אחוזים במחצית המקבילה ב-2002, תוצאת הנזלה משמעותית של הפיקדונות השקליים. קצב הגידול השנתי של כמות הכסף בתקופה הנסקרת היה שלילי, כ-2.8- אחוזים בממוצע, לעומת קצבי גידול חריגים של כ-24 אחוזים בממוצע במחצית הראשונה של 2002 (דיאגרמה 12).

השינויים בהרכב תיק הנכסים של הציבור: שנת 2002 התאפיינה בשינויים גדולים בהרכב תיק הנכסים של הציבור. במחצית הראשונה, על רקע התגברות אי-הוודאות הן הכלכלית והן הביטחונית, וכן העלייה באינפלציה בפועל ובאינפלציה הצפויה, השתנו טעמי הציבור באשר להרכב התיק. כך הגדיל הציבור את משקלם של הנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ בתיק, על חשבון משקל הנכסים הלא-צמודים והמניית שברשותו. במחצית השנייה של 2002, על רקע הרגיעה היחסית בשווקים, שב הציבור והגדיל את חלקם של הנכסים הלא-צמודים בתיק, תוך ירידת משקל המניות בו, בעוד שמשקלם של הנכסים הצמודים למדד ולמטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ בתיק ירד מעט. בחודשיים הראשונים של השנה, למרות העלייה בסיכון האינפלציה, לא השתנה חלקם של הנכסים הלא-צמודים והצמודים למדד. במקביל, על רקע העלייה בסיכון הגיאופוליטי והפיחות בשער החליפין של השקל, שבא בעקבותיו, הגדיל הציבור את חלקם של הנכסים הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ בתיק על חשבון רכיב המניות. בחודשים מארס-מאי התהפכה המגמה: חלקו של רכיב המניות בתיק גדל, תוך כדי צמצום חלקם של הנכסים הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ. הסיבות העיקריות להיפוך המגמה הן העלייה החדה של שערי המניות וייסוס השקל - פרי ירידת הסיכון המהירה באותה התקופה. במקביל למעבר מנכסים הצמודים למטבע חוץ והנקובים במטבע חוץ למניות, ירד בחודשים אלו משקלם של הנכסים הלא-צמודים והצמודים למדד (דיאגרמה 13).

ג. הפעילות הריאלית

הפעילות הריאלית במשק נותרה ממונתנת גם במחצית הראשונה של 2003, בהמשך להתכווצות התוצר והתוצר העסקי בשנים 2001 ו-2002, אף כי ייתכן שמגמת ההתכווצות נבלמה. הגורמים העיקריים להמשך הפעילות הממונתת הם המצב הביטחוני המקומי, הרפיון בביקושים העולמיים, המשפיע בעיקר על יצוא הענפים המתקדמים, וההשפעות המצטברות של הפעילות הממונתת. רמתן הגבוהה יחסית של הריביות הריאליות בשנה האחרונה תרמה גם היא לצמצום הביקושים. התמשכות המיתון בפעילות היא כוח מרכזי הפועל לפיחות ריאלי תוך הקטנת הלחצים לעליית מחירים. אולם גם אם תגיע ההתאוששות המקווה בפעילות, אין לצפות כי האצת קצב הצמיחה תתבטא בלחץ על המחירים, משום שהמשק נמצא הרבה מתחת לפוטנציאל הייצור שלו, כפי שמתבטא בשיעור הגבוה של האבטלה ובשיעור הנמוך של נצולת ההון⁷. האינדיקטורים השונים מלמדים כי האטת הפעילות משמעותית יותר בביקושים המקומיים - הצריכה הפרטית וההשקעה - ואילו ביצוא ניכרת מגמת התרחבות מסוימת, אף כי גם היא הואטה בחודשים האחרונים. הירידה המשמעותית של ההשקעה במשק בשנתיים האחרונות, מעבר



קצב הגידול השנתי של כמות הכסף בתקופה הנסקרת היה שלילי ועמד על שיעור ממוצע של כ-2.8 אחוזים, לעומת קצבי גידול חריגים של כ-24 אחוזים בממוצע שנרשמו בתקופה המקבילה אשתקד.

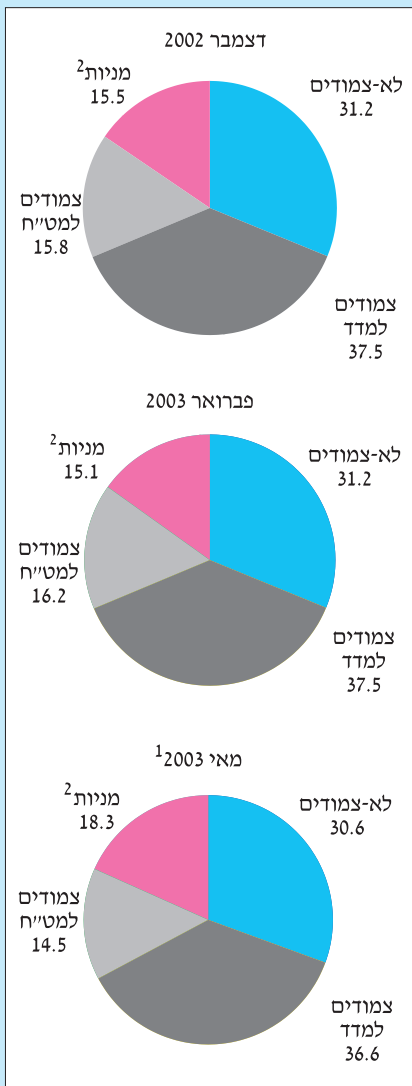
7 על פי שיעור הניצול של מכונות וציוד המתקבל בסקר החברות של בנק ישראל.

לירידה בחיסכון, משתקפת בצמצום עודף היבוא.

נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2003 מצביעים על גידולו של התוצר המקומי ושל התוצר של המגזר העסקי, תוך ירידת סך השימושים והשימושים המקומיים (דיאגרמה 14). המשך הרפיון בביקושים המקומיים התבטא בהצטמצמות הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים ועלייה של הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני). לעומת זאת נרשם ברביע הראשון גידול של היצוא. גידול היצוא תומך בגידול התוצר העסקי, אך על רקע המשך ההאטה בצמיחה ובסחר העולמיים אינו מספיק כדי לאפשר לפעילות במשק להתרחב לאורך זמן כל עוד אין הוא מלווה בהתאוששות של הביקושים המקומיים. היבוא (ללא יבוא ביטחוני ויהלומים) הצטמצם במידה משמעותית ברביע הראשון של 2003; ייתכן כי זו הייתה תופעה זמנית, הקשורה לאי-הוודאות סביב פתיחת המלחמה בעיראק. מכל מקום, צמצום ביבוא לאורך זמן אינו מתיישב עם התרחבות משמעותית ומתמדת של הפעילות הכלכלית.

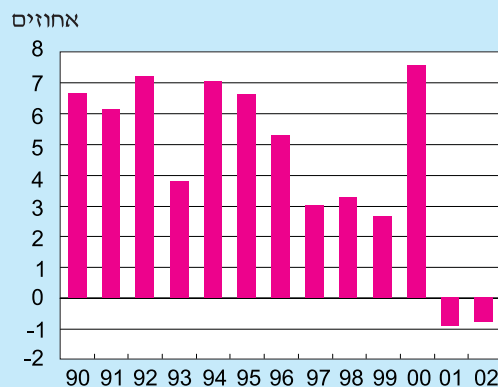
אינדיקטורים נוספים לביקושים המקומיים ולצריכה הפרטית אינם מצביעים על התאוששות, ואולי אף מרמזים על המשך ההאטה. כך, נרשמה בחמשת החודשים הראשונים של 2003 ירידה בפדיון של ענפי המסחר והשירותים, המשך למגמה ששררה ב-2002. עם זאת מצביעות תוצאות סקר החברות לרביע השני על התמתנות

דיאגרמה 13
הרכב תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור,
דצמבר 2002 עד יוני 2003
(אחוזים)

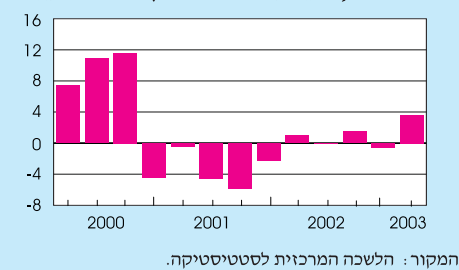


(1) אומדן.
(2) מניות בארץ ובחו"ל.
המקור: מאזני הבנקים, הבורסה לניירות ערך, משרד האוצר, בנק ישראל - המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ, הפיקוח על הבנקים ועיבודי המחלקה המוניטרית.

דיאגרמה 14
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי,
1990 עד 2002



שיעורי הצמיחה הרבעוניים,
רביע ראשון 2000 עד רביע ראשון 2003
(במונחים שנתיים)

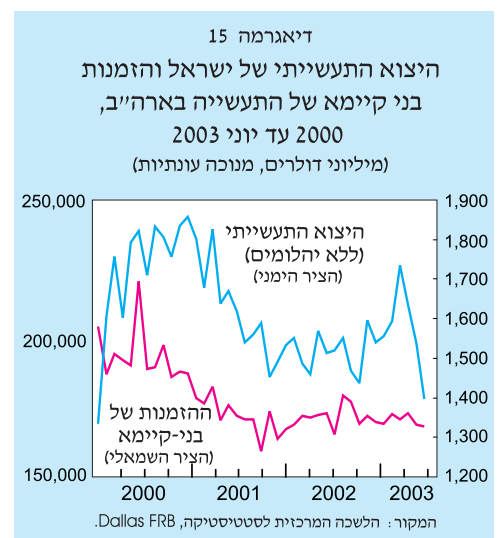


הפעילות הריאלית במשק המשיכה להיות ממותנת גם במחצית הראשונה של 2003, בהמשך למגמה של התכווצות התוצר והתוצר העסקי בשנים 2001 ו-2002, אף כי ייתכן שמגמת ההתכווצות של הפעילות נבלמה.

קצב הירידות במכירות של ענפי התעשייה והשירותים לשוק המקומי ועל עלייה בפדיון חברות המסחר. ההאטה בצריכה הפרטית משקפת את הירידה בהכנסות הפרטים כתוצאה מירידת השכר הריאלי ועליית שיעור האבטלה, עם המשך המיתון, שעם התארכותו נתפס כקבוע יותר, ולכן מחייב יתר התאמה של הצריכה הפרטית. ייתכן שלהאטה בצריכה הפרטית תרמה גם הריבית הריאלית הגבוהה יחסית. המדד המשולב של בנק ישראל, הכולל מדדים לפעילות המקומית וליצוא⁸, הולך ויורד מאז סוף שנת 2000 ומצטרף גם הוא לסימנים המורים כי עדיין לא חל מפנה משמעותי בפעילות הריאלית.

ההאטה בפעילות ניכרה גם בשוק הדיור. מספר הדירות הנמכרות (בבנייה הפרטית, בינואר עד אפריל) המשיך להצטמצם, ורמתו הייתה הנמוכה ביותר מאז אמצע 1998. הירידה בביקוש התבטאה בירידה של מחירו היחסי של הדיור ושל מספר התחלות הבנייה. כתוצאה מהירידה בהתחלות הבנייה והתארכות משך הבנייה הוסיף להצטמצם היצע הדירות העומדות למכירה, ובראשית 2003 הוא היווה כ-60 אחוזים מרמתו בשנת 2000. כתוצאה מכך ייתכן שאם וכאשר יתאושש הביקוש לדיור, ייווצרו לחצים לעליית מחירי הדירות - בשל חוסר היצע ומשך הזמן הארוך יחסית הדרוש לשם התאמת ההיצע לשינוי בביקוש.

ביצוא הסחורות, שהוא בעל הפוטנציאל המשמעותי ביותר להוצאת המשק מהמיתון ולצמיחתו, אמנם נרשמה מגמת התרחבות החל במחצית השנייה של 2002 - אך נראה כי בתחילת 2003 היא הואטה במידה מסוימת, האטה שהחריפה בהמשך השנה. כך לא התרחב (נומינלית) יצוא הסחורות והשירותים ברביע הראשון של 2003 אלא בכ-2 אחוזים, לעומת התרחבות של כ-9 אחוזים ברביע הקודם. נתוני סחר החוץ מצביעים על המשך מגמת ההאטה. התפתחות זו משקפת האטה ביצוא של התעשיות המתקדמות (המהוות כמחצית מסך היצוא התעשייתי) ויציבות או עלייה בשאר ענפי היצוא התעשייתי. ייתכן כי שינוי הרכב זה של היצוא מעיד על השפעה משמעותית יותר של ההאטה בסחר העולמי על התעשיות המתקדמות, בעוד שהתעשיות המעורבות והמסורתיות מושפעות יותר משער החליפין הריאלי, שעלה במשך שנת 2002. נראה כי הפגיעה בתעשייה המתקדמת הייתה מעבר לזו הנובעת מצמצום הפעילות העולמית בשל האטה גדולה יותר בביקושים העולמיים לאותם מוצרים שהתעשייה המתקדמת הישראלית מתמחה בהם (דיאגרמה 15). ייתכן כי למצב הביטחוני בארץ ולעליית הסיכון ואי-הוודאות הכרוכים בו הייתה השפעה ממתנת על היצוא הישראלי. ניתוח הקשר בין הפיחות הריאלי ליצוא מראה כי לפיחות הריאלי יש השפעה משמעותית על סך היצוא הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך⁹. גם לשינוי שערי החליפין בין הדולר לאירו יש השפעה על סחר החוץ של ישראל. חלקו של ערך היצוא לאירופה בסך יצוא הסחורות גדל מעט בתחילת 2003 לעומת 2002 - מגמה המתיישבת עם התחזקותו של האירו יחסית לדולר, אך כנראה משקפת שינויים במחיר היצוא לאזור יותר מאשר בכמותו. תנאי הסחר של ישראל (מחירי היצוא יחסית למחירי היבוא) השתפרו ברביע הראשון של 2003 ב-0.8 נקודת אחוז, שכן עלייתם של מחירי היצוא



להתמתנות הפעילות במשק האמריקני יש השפעה ניכרת על היצוא הישראלי, אך היא אינה מסבירה את כל היקפה של ההאטה ביצוא התעשיות המתקדמות.

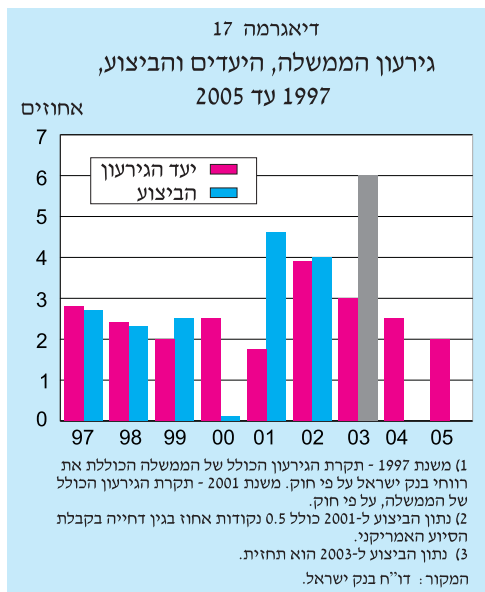
8 גרסתו החדשה של המדד המשולב של בנק ישראל כוללת את מדד הייצור התעשייתי, מדד הפדיון בענפי המסחר והשירותים, מדד היבוא, מדד יצוא הסחורות ומספר משרות השכיר במגזר העסקי.

9 על פי משוואות שנאמדו במחלקת המחקר, פיחות ריאלי של אחוז מגדיל את היקף היצוא בכ-0.4 אחוז בטווח הקצר.

הייתה מהירה מזו של מחירי היבוא. זאת למרות התחזקותו של האירו באותה תקופה, אשר פעלה להרעה בתנאי הסחר, שכן היבוא מאירופה גדול מהיצוא לשם¹⁰.



ברביע הראשון של 2003 נרשמה עלייה משמעותית בשיעור האבטלה - 10.8 אחוזים לעומת 10.2 ברביע האחרון של 2002. עם זאת, העלייה בשיעור האבטלה נבעה מגידול משמעותי של שיעור ההשתתפות, לצד עלייה מתונה של 0.5 אחוז במספר המועסקים.



אף לאחר אישור התוכנית הכלכלית צפוי גירעון הממשלה ב-2003 להיות כ-6.0 אחוזי תוצר - חריגה ניכרת מהיעד של 3 אחוזי תוצר.

ההתפתחויות בשוק העבודה משקפות את התייצבות הפעילות במשק ברמה מתונה. על פי נתוני סקר כוח אדם לרביע הראשון עלה שיעור האבטלה בתקופה זו עלייה משמעותית לרמה של 10.8 אחוזים, לעומת 10.2 אחוזים ברביע האחרון של 2002. עם זאת, עלייתו לוותה בגידול משמעותי של שיעור ההשתתפות, לרמה גבוהה יחסית למוצע השנים האחרונות (מ-54.2 אחוזים ל-54.6 אחוזים), לצד עלייה מתונה של 0.5 אחוז במספר המועסקים, ומשמעות הדבר, שגידול מספרם של המבקשים לעבוד עלה על גידולו של מספר המועסקים. ללא העלייה בשיעור ההשתתפות היה שיעור האבטלה נותר ללא שינוי (דיאגרמה 16). בתמונת הרפיון בשוק העבודה תומכת גם התפתחותו של השכר הריאלי. בתחילת 2003 נמשכה מגמת הירידה בשכר הריאלי, המשקפת ירידה קלה גם בשכר הנומינלי, בהמשך לירידה של שניהם ב-2002. בארבעת החודשים הראשונים של השנה ירד השכר הנומינלי לעומת התקופה המקבילה אשתקד - במגזר העסקי ב-1.5 אחוזים ובשירותים הציבוריים באחוז אחד (נתונים מנוכי עונתיות). כתוצאה מכך נשחק השכר הריאלי בשני המגזרים בתקופה זו בכ-6 אחוזים¹¹. התפתחות זו של השכר הנומינלי מקטינה את הלחץ להעלאת מחירים מצד היצרנים, במקביל להשפעה על צמצום הביקושים באותו כיוון.

בפעילות הממשלה נרשם עד יוני גירעון של כ-15 מיליארדי ש"ח - סטייה של כ-12.5 מיליארדים מהגירעון המתיישב עם היעד של 3 אחוזים שנקבע לשנה זו (דיאגרמה 17). עיקר הסטייה נבע מחוסר הכנסות ממסים ישירים ועקיפים - שהיו נמוכות משמעותית מהחזוי בתקציב ומחוסר בהכנסות ביטוח הלאומי. אף שהוצאות הממשלה היו אמורות לקטון במאי וביוני בעקבות אישור הקיצוצים בתקציב, בפועל הן התיישבו עם התוואי העונתי ומעט למעלה מזה. ביצוע התכנית צפוי לצמצם את הגירעון השנה רק במעט, עד לכ-6 אחוזי תוצר, שהם כ-30 מיליארדי ש"ח.

לסטיית הגירעון מיעדו עשויות להיות השלכות שליליות על הסביבה הכלכלית. גירעון גדול משמעותית מהמתוכנן מקשה על הממשלה לממן, ופוגע באמינותה. ככל שהסטייה מהגירעון נתפסת בעיני הציבור כבעלת אופי מתמשך, ולא רק כתוצאה של ההאטה בפעילות הכלכלית, היא תתבטא בעליית הריביות הריאליות והנומינליות, ובכך תכביד על הפעילות הכלכלית. כמו כן צפויה הסטייה להביא לעליית הציפיות לאינפלציה, ובכך להקשות על השגת יעד האינפלציה; בתנאים כאלה עוצמת הריסון המוניטרי תהיה גבוהה יותר מאשר במצב שבו המדיניות הפיסקלית תואמת את יעד הגירעון. חשיבותה של התכנית הכלכלית היא לא רק בצמצום ההוצאות הנוכחיות של הממשלה, אלא גם בקביעת תוואי ארוך טווח להוצאות אלו, אשר יאפשר את צמצום הגירעון והתכנסותו של החוב הממשלתי לרמות המקובלות במערב. בין הרכיבים ארוכי הטווח ניתן למנות את קיצוץ קצבאות הילדים, ניתוק חלק מהקצבאות מעדכונים לשכר הממוצע במשק, דחיית

10 התחזקות האירו ב-10 אחוזים ביחס לדולר צפויה להרע את תנאי הסחר של ישראל בכאחוז וחצי.

11 לעומת הרביע האחרון של 2002, נותר השכר הריאלי במגזר העסקי יציב, ואילו השכר הריאלי במגזר הציבורי ירד במחצית אחוז.

הייתה מהירה מזו של מחירי היבוא. זאת למרות התחזקותו של האירו באותה תקופה, אשר פעלה להרעה בתנאי הסחר, שכן היבוא מאירופה גדול מהיצוא לשם¹⁰.

ההתפתחויות בשוק העבודה משקפות את התייצבות הפעילות במשק ברמה מתונה. על פי נתוני סקר כוח אדם לרביע הראשון עלה שיעור האבטלה בתקופה זו עלייה משמעותית לרמה של 10.8 אחוזים, לעומת 10.2 אחוזים ברביע האחרון של 2002. עם זאת, עלייתו לוותה בגידול משמעותי של שיעור ההשתתפות, לרמה גבוהה יחסית למוצע השנים האחרונות (מ-54.2 אחוזים ל-54.6 אחוזים), לצד עלייה מתונה של 0.5 אחוז במספר המועסקים, ומשמעות הדבר, שגידול מספרם של המבקשים לעבוד עלה על גידולו של מספר המועסקים. ללא העלייה בשיעור ההשתתפות היה שיעור האבטלה נותר ללא שינוי (דיאגרמה 16). בתמונת הרפיון בשוק העבודה תומכת גם התפתחותו של השכר הריאלי. בתחילת 2003 נמשכה מגמת הירידה בשכר הריאלי, המשקפת ירידה קלה גם בשכר הנומינלי, בהמשך לירידה של שניהם ב-2002. בארבעת החודשים הראשונים של השנה ירד השכר הנומינלי לעומת התקופה המקבילה אשתקד - במגזר העסקי ב-1.5 אחוזים ובשירותים הציבוריים באחוז אחד (נתונים מנוכי עונתיות). כתוצאה מכך נשחק השכר הריאלי בשני המגזרים בתקופה זו בכ-6 אחוזים¹¹. התפתחות זו של השכר הנומינלי מקטינה את הלחץ להעלאת מחירים מצד היצרנים, במקביל להשפעה על צמצום הביקושים באותו כיוון.

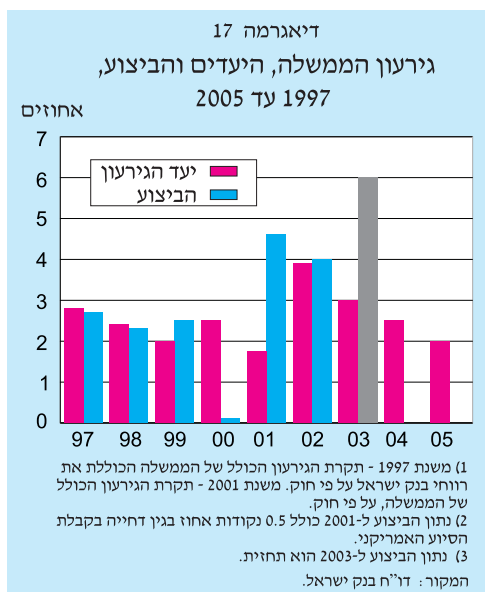
בפעילות הממשלה נרשם עד יוני גירעון של כ-15 מיליארדי ש"ח - סטייה של כ-12.5 מיליארדים מהגירעון המתוייב עם היעד של 3 אחוזים שנקבע לשנה זו (דיאגרמה 17). עיקר הסטייה נבע מחוסר הכנסות ממסים ישירים ועקיפים - שהיו נמוכות משמעותית מהחזוי בתקציב ומחוסר בהכנסות ביטוח הלאומי. אף שהוצאות הממשלה היו אמורות לקטון במאי וביוני בעקבות אישור הקיצוצים בתקציב, בפועל הן התיישבו עם התוואי העונתי ומעט למעלה מזה. ביצוע התכנית צפוי לצמצם את הגירעון השנה רק במעט, עד לכ-6 אחוזי תוצר, שהם כ-30 מיליארדי ש"ח.

לסטיית הגירעון מיעדו עשויות להיות השלכות שליליות על הסביבה הכלכלית. גירעון גדול משמעותית מהמתוכנן מקשה על הממשלה לממן, ופוגע באמינותה. ככל שהסטייה מהגירעון נתפסת בעיני הציבור כבעלת אופי מתמשך, ולא רק כתוצאה של ההאטה בפעילות הכלכלית, היא תתבטא בעליית הריביות הריאליות והנומינליות, ובכך תכביד על הפעילות הכלכלית. כמו כן צפויה הסטייה להביא לעליית הציפיות לאינפלציה, ובכך להקשות על השגת יעד האינפלציה; בתנאים כאלה עוצמת הריסון המוניטרי תהיה גבוהה יותר מאשר במצב שבו המדיניות הפיסקלית תואמת את יעד הגירעון. חשיבותה של התכנית הכלכלית היא לא רק בצמצום ההוצאות הנוכחיות של הממשלה, אלא גם בקביעת תוואי ארוך טווח להוצאות אלו, אשר יאפשר את צמצום הגירעון והתכנסותו של החוב הממשלתי לרמות המקובלות במערב. בין הרכיבים ארוכי הטווח ניתן למנות את קיצוץ קצבאות הילדים, ניתוק חלק מהקצבאות מעדכונים לשכר הממוצע במשק, דחיית

10 התחזקות האירו ב-10 אחוזים ביחס לדולר צפויה להרע את תנאי הסחר של ישראל בכאחוז וחצי.
11 לעומת הרביע האחרון של 2002, נותר השכר הריאלי במגזר העסקי יציב, ואילו השכר הריאלי במגזר הציבורי ירד במחצית אחוז.



ברביע הראשון של 2003 נרשמה עלייה משמעותית בשיעור האבטלה - 10.8 אחוזים לעומת 10.2 ברביע האחרון של 2002. עם זאת, העלייה בשיעור האבטלה נבעה מגידול משמעותי של שיעור ההשתתפות, לצד עלייה מתונה של 0.5 אחוז במספר המועסקים.



אף לאחר אישור התוכנית הכלכלית צפוי גירעון הממשלה ב-2003 להיות כ-6.0 אחוזי תוצר - חריגה ניכרת מהיעד של 3 אחוזי תוצר.

גיל קבלתה של קצבת הזיקנה (טרם אושר) והגבלת החקיקה הפרטית.

למרות הסטייה המשמעותית של הגירעון הממשלה מיעדו, הצפויה ב-2003, ירידת התשואות הריאליות והנומינליות על נכסים שקליים בחודשים האחרונים (כמפורט בסעיף 2.2 בחלק זה) עשויה לשקף הערכה של הציבור כי הסטייה של הגירעון מיעדו מבטאת בעיקר את המיתון בפעילות, הפוגע בהכנסות הממשלה, ולכן היא זמנית. נראה, כי הצמצום הריאלי של הוצאות הממשלה, השינויים המבניים הכלולים בתכנית הכלכלית ואישור הערבויות, המקל על מימון הגירעון, פועלים לצמצום הסיכון שהציבור מייחס לסטיית הגירעון מיעדו.

אלמלא התכנית הכלכלית, שמטרתה המרכזית היא צמצום הוצאות הממשלה, היה מתפתח תוואי גירעון שאינו בר-קיימא, אשר היה מסכן את היציבות הכלכלית ומצמצם את סיכויי המשק לחזור לצמיחה כלכלית. אמנם בטווח הקצר התכנית הכלכלית עלולה לפגוע בביקושים המקומיים, בשל צמצום הצריכה הפרטית, הצפוי על רקע ירידת השכר והקטנת תשלומי ההעברה - אך כנגד זאת ייתכן שהערכות בדבר שיפור סיכויי הצמיחה של המשק יביאו לגידול ההשקעות, תוך גידול והוזלה של מקורות מימון.

ד. ההתפתחויות בשער החליפין ובפעילות המגזרים השונים במטבע חוץ

פעילות המשק במטבע חוץ במחצית הראשונה של 2003¹² הושפעה משינויים מהותיים בסיכון המשק, על רקע ההתפתחויות הכלכליות, העימות בעיראק וירידה בפרמיית הסיכון של שווקים מתעוררים. על פי התפתחויות אלו ניתן לחלק את המחצית הזאת לשתי תקופות: מסוף 2002 ועד אמצע פברואר נחלש השקל, על רקע סיכון גבוה ואי-וודאות רבה. אי-הוודאות ניזונה מהתקרבות מועד הבחירות לכנסת, מההכרה בחומרת השפל במשק, ובכלל זה היקף הגירעון הפיסקאלי, ומהתמשכות העימות עם הפלסטינים. גורמים מקומיים אלו חברו אל אי-הוודאות העולמית שהייתה כרוכה בהחרפת העימות בעיראק ובהשלכותיו הכלכליות על העולם ועל ישראל בפרט, ותרמו להיחלשות השקל.

מאמצע פברואר החלו חלק מגורמי אי-הוודאות להיחלש ותרמו להתחזקות השקל. תחילה התבהרו חלק מגורמי אי-הוודאות המקומיים: תם הליך הבחירות לכנסת, והוקמה ממשלה שנשענה על קואליציה רחבה יחסית; גברו הציפיות לאישור הערבויות של ארה"ב לגיוס הון-והתממשו; הממשלה הציגה תכנית שנועדה לצמצם את החרیגה בגירעון הפיסקאלי; התחדש המשא ומתן המדיני עם הפלסטינים, וארה"ב הגבירה את מעורבותה בפתרון הסכסוך. פתיחת המלחמה בעיראק באמצע מארס וסיומה המהיר האיצו את דעיכת הסיכון. התהליך המהיר של ירידת הסיכון הותיר את המשק בפער ריביות גבוה מול חוץ לארץ יחסית לסיכון, והשקל התחזק. תושבי חוץ מילאו תפקיד מרכזי בהתחזקות השקל בתקופה השנייה, בהגדילם את מכירות מטבע החוץ קצרות הטווח¹³ (תיבה 2) - עם ירידת הסיכון שלו וכחלק ממגמה כלל-עולמית של התגברות ההשקעות במשקים מתעוררים.

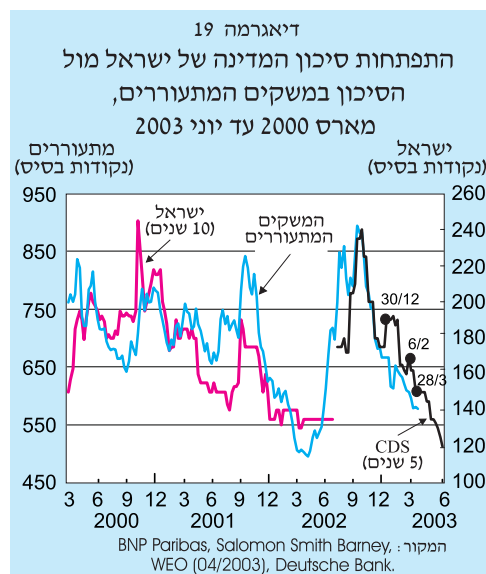
12 הניתוח מסתמך על נתונים עד לחודש מאי 2003 ועל נתונים חלקיים לגבי חודש יוני.

13 רכישות מטבע החוץ קצרות טווח של תושבי חוץ כוללות רכישת שקלים באמצעות צבירה בפקדונות, נטילת אשראי, רכישת איגרות חוב ממשלתיות (צמודות, לא-צמודות ומק"ם) ופרטיות ורכישות עתידיות של שקלים כנגד מטבע חוץ. רכישות שקלים ארוכות טווח של תושבי חוץ מורכבות מהשקעה במניות - ישירות (FDI) ובתיק למסחר (portfolio), בארץ ובחול.

ד.1 ההתפתחויות בפעילות המשק במטבע חוץ



התפתחות שער החליפין של השקל בתקופה הנסקרת מתחלקת לשתי תת-תקופות: ממחצית דצמבר 2002 ועד מחצית פברואר 2003 פוחת השקל מול דולר ארה"ב בשיעור של 6.2 אחוזים, ומהמחצית השנייה של פברואר ועד תום המחצית הראשונה של 2003, יוסף השקל בשיעור חד של 12.4 אחוזים.



על רקע מגמה עולמית של ירידה בפרמיית הסיכון הנדרשת עבור השקעה במשקים המתעוררים, ירדה פרמיית הסיכון של המשק ירידה תלולה מחודש אוקטובר 2002.

התפתחות שער החליפין של השקל במחצית הראשונה של 2003 מתחלקת לשתי תקופות עיקריות (דיאגרמה 18): בתקופה הראשונה¹⁴, מאמצע דצמבר 2002 ועד אמצע פברואר 2003, פוחת שער החליפין בשיעור של 6.2 אחוזים מול הדולר של ארה"ב. בתקופה השנייה, מאמצע פברואר ועד תום המחצית הראשונה של 2003, יוסף השקל בשיעור חד של 12.4 אחוזים, ובסך הכול במחצית הראשונה - בשיעור של 9.0 אחוזים. ביחס לאירו פוחת השקל בשיעור רב יותר בתקופה הראשונה ויוסף בשיעור קטן יותר בתקופה השנייה.

ההשפעה העיקרית על התפתחות שער החליפין במחצית הראשונה של 2003 מיוחסת לשינויים מהותיים ברמות של סיכון המדינה וסיכון השקל, על רקע צמצום איטי של פער הריביות בין המשק לחוץ לארץ. פרמיית הסיכון של המשק, הנמדדת באמצעות המירווח בין איגרות חוב של ממשלת ישראל לאיגרות חוב של ממשלת ארה"ב (הנתפשות כחסרות סיכון), ירדה ירידה תלולה מאוקטובר 2002, על רקע מגמת ירידה עולמית בפרמיית הסיכון הנדרשת על השקעה במשקים מתעוררים (דיאגרמה 19). מאמצע דצמבר ועד פברואר נבלמה הירידה, בשל גורמי אי-ודאות ייחודיים למשק. במארג התבהרו חלק מגורמי אי-הודאות, והתחדשה מגמת ירידה מואצת בפרמיית הסיכון. יש לציין שביוני 2003 שבה ממשלת ישראל וגייסה הון בחוץ לארץ, ללא ערבות ממשלת ארה"ב, בפרמיית סיכון דומה לזו שנדרשה בסוף שנת 2000. דירוג האשראי של המשק נשמר, אף שתחזית הדירוג נותרה שלילית, בעיקר בשל אי-הודאות לגבי היקף הגירעון הפיסקאלי. הסיכון המטבעי של השקל גבר אף הוא מאמצע דצמבר, בשל אותם גורמי אי-ודאות מקומיים, במקביל לגידול של סיכון המדינה. אינדיקטור לסיכון שער החליפין הוא סטיית התקן הגלומה באופציות רכש שקל-דולר שנכתבו/נרכשו בבנקים¹⁵ (דיאגרמה 20). סטיית התקן הגלומה עלתה בדצמבר 2002 ונותרה גבוהה יחסית עד חודש מארס. עד אמצע מאי הביאה התבהרות בגורמי אי-הודאות לירידה מואצת של סיכון המטבע. מאמצע מאי שבה סטיית התקן הגלומה ועלתה לרמה גבוהה יחסית. התפתחות זו נבעה בעיקר מעליית משקלה של הפעילות הקצרה במטבע חוץ בסך הפעילות במטבע חוץ, ואולי גם מהגידול של תנודתיות הדולר כלפי המטבעות האחרים.

ד.2 התפתחות פעילותם של המגזרים השונים במטבע חוץ

פעילותם של תושבי חוץ במשק במחצית הראשונה של 2003 השפיעה על מגמת שער החליפין: רכישות מטבע חוץ נטו של תושבי חוץ נרשמו במקביל לפיחות שער החליפין, ומכירות מטבע חוץ נטו שלהם במקביל לייסוף. המגזר העסקי פעל במרבית התקופה במגמה הפוכה לפעילותם של תושבי חוץ ורכש מטבע חוץ.

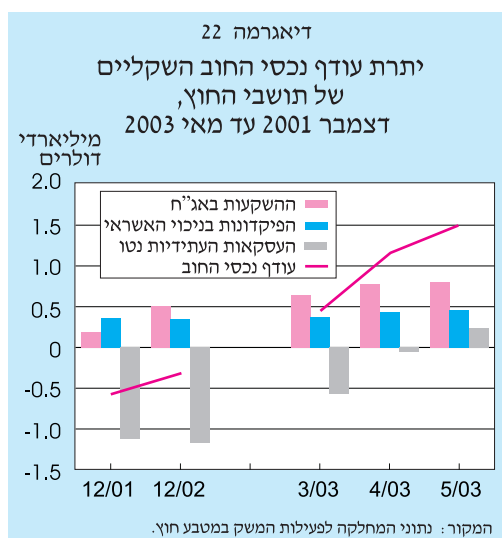
פעילותם של תושבי חוץ במשק התאפיינה במיתאם עם מגמת סיכון המדינה. הם רכשו מטבע חוץ בדצמבר 2002 ובינואר 2003, כשנבלמה הירידה בסיכון זה, ואילו מפברואר 2003 (דיאגרמה 21), עם התחדשות הירידה בסיכון, חלה תפנית,

14 מ-16/12/2002 עד 15/02/2003

15 סטיית התקן הגלומה נגזרת על סמך כלל עסקאות אופציות רכש (call) "מעבר לדלפק" (OTC) בבנקים בישראל, ששער המימוש שלהן מצוי בטווח של אחוז אחד משער החליפין העתידי הצפוי במועד הפקיעה (ATMF). סטיית תקן זו מבטאת בעיקר סיכון שער החליפין של טווח קצר, משום שמרבית העסקאות המשמשות לגיירתה הן קצרות טווח. העסקאות מדווחות למערכת מפ"ן (מכשירים פיננסיים נגזרים) במחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ.

שהתעצמה בהמשך, והם רכשו שקלים בהיקף ניכר. תושבי חוץ הגבירו את פעילותם, במיוחד ברכישות מטבע חוץ קצרות טווח (בעיקר רכישות עתידיות של שקלים ורכישות איגרות חוב שקליות לא-צמודות; ראו תיבה 2). כתוצאה מתפנית זו עברו תושבי חוץ, לראשונה, לעודף נכסים שקליים קצרים על התחייבויות שקליות קצרות (היפוך ב"פוזיציה הקצרה"; דיאגרמה 22). השימוש הגובר שתושבי החוץ עושים בנכסים שקליים נושאי ריבית לא-צמודה יכול להעיד, כי להערכתם, פער הריביות בין הארץ לחוץ לארץ היה גבוה יחסית לסיכון. תושבי חוץ הגבירו מעט גם את השקעותיהם ארוכת הטווח במשק (השקעות במניות), וממשלת ישראל אף גייסה חוב מחוץ לארץ בהיקף ניכר ובתנאים נוחים.

המגזר הפרטי הלא בנקאי רכש בחודשים פברואר עד מאי 2003 מטבע חוץ בהיקף ניכר (כ-2.3 מיליארדי דולרים). היקף הרכישות החריג דמה להיקפן ברביע הראשון של 2002 - תקופה שהתאפיינה בפיחות חד בשער החליפין. בניגוד לעבר, רכש המגזר העסקי את מרבית מטבע החוץ שהציעו תושבי חוץ, ואילו משקי הבית רכשו מטבע חוץ בהיקף קטן בלבד, יחסית למחצית הראשונה של 2002 (דיאגרמה 23). כתוצאה מכך הקטין המגזר העסקי את חשיפתו לייסוף שער החליפין בפרעו אשראי במטבע חוץ בשער חליפין נמוך יחסית. משקי הבית העדיפו לרכוש נכסים במטבע חוץ בארץ על פני נכסים בחוץ לארץ, בניגוד להתנהגותם במחצית השנייה של 2002 (דיאגרמה 24), ונראה שגם להערכתם ירד סיכון המדינה. שינוי זה התבטא גם בבלימת ההשקעות באיגרות חוב וההפקדות בחוץ לארץ של המגזר הפרטי הלא-בנקאי ובגידול של הפיקדונות במטבע חוץ בארץ. כתוצאה מכך פחת יצוא ההון, שבלט בהיקפו הגדול בשנת 2002, על רקע התערערות היציבות הפיננסית החיצונית במשק.



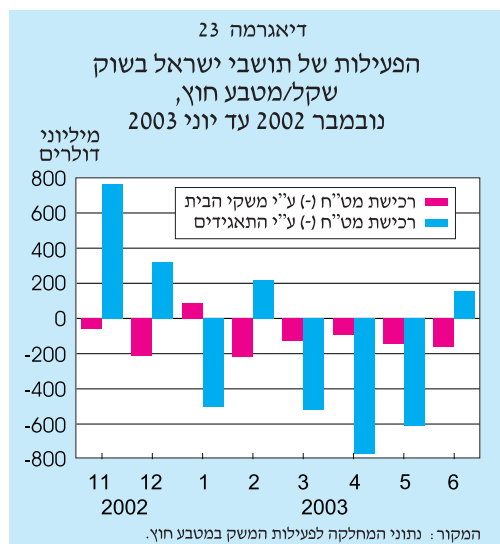
תושבי החוץ עברו, לראשונה, לעודף נכסים שקליים קצרים על התחייבויות שקליות קצרות (היפוך ב"פוזיציה הקצרה").



על רקע אי-הוודאות הרבה במשק עלתה סטיית התקן הגלומה מדצמבר 2002 וירדה מתחילת מארס עד מאי, עם ירידת אי-הוודאות. במהלך התקופה צומצם פער הריביות מול חו"ל.



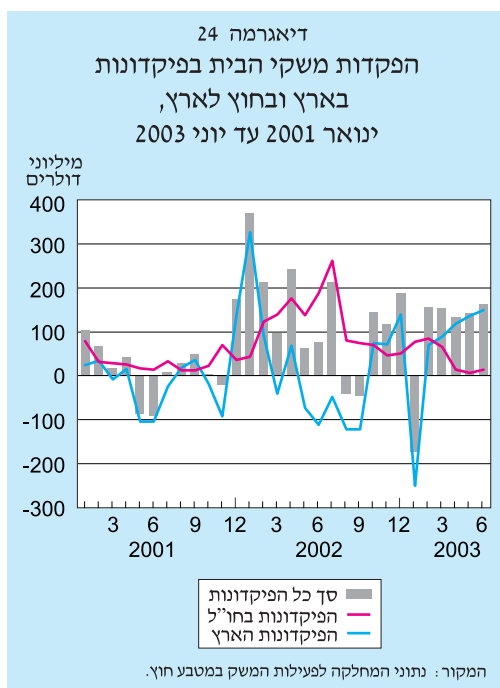
מפברואר 2003 עד מאי רכשו תושבי החוץ שקלים בהיקף רב, במיוחד ברכישות קצרות טווח.



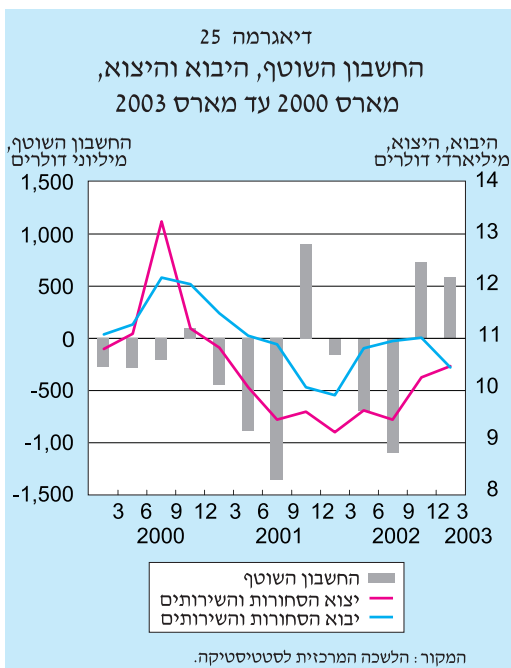
במחצית הראשונה של 2003 רכש המגזר העסקי מטבע חוץ בהיקף ניכר והקטין את חשיפתו לפיחות בשקל, ואילו משקי הבית המשיכו לרכוש מטבע חוץ, אך בהיקף קטן יחסית לשנת 2002.

הירידה בסיכון המדינה בישראל דומה למגמות עולמיות בשווקים המתעוררים, אך משקפת גם שיפור ביציבות הפיננסית החיצונית¹⁶ של המשק הישראלי, ביחס לשנת 2002: הסימנים החיוביים העיקריים להתגברות היציבות הם ירידה והתייצבות של ביקוש משקי הבית למטבע חוץ וירידה ברכישת נכסים בחוץ לארץ, עלייה מסוימת בהשקעות של תושבי החוץ במשק והטרוגניות רבה בפעילותם בשוק מטבע החוץ (משמע שתושבי חוץ אינם מגיבים בשוק כמקשה אחת). נוסף על כך קטנה הפגיעות הפיננסית החיצונית, בזכות ירידה בחוב החיצוני ברוטו של המשק ומעבר לחוב חיצוני נטו שלילי (עודף נכסים על התחייבויות), ירידה בחשיפת המגזר הפרטי הלא-בנקאי בכללו לשער החליפין ושיפור בהרכב החשיפה שלו: משקי הבית הקטינו את נכסיהם, והמגזר העסקי - את התחייבויותיו. עם זאת, מספר התפתחויות מעיבות על שיפור נוסף ביציבות הפיננסית החיצונית: עליית משקלן של רכישות מטבע החוץ קצרות הטווח על ידי תושבי חוץ על רקע פער הריביות שבין המשק לחו"ל, לצד המשך המשיכות מפיקדונות במטבע חוץ של תושבי חוץ במשק; אי-ביטולה של התחזית השלילית לגבי דירוג האשראי של המשק; רמה גבוהה של מרווחי מסחר במטבע חוץ; גידול החשיפה של בעלי נכסים במטבע חוץ במגזר העסקי וכן של משקי הבית לייסוף השקל והתממשות ייסוף מהיר.

בפעילות ארוכת הטווח של המשק מול חוץ לארץ, בחשבון השוטף ובחשבון ההון, נרשמו מספר התפתחויות חיוביות, אך עדיין לא מסתמנת מגמת שיפור ברורה (דיאגרמה 25).

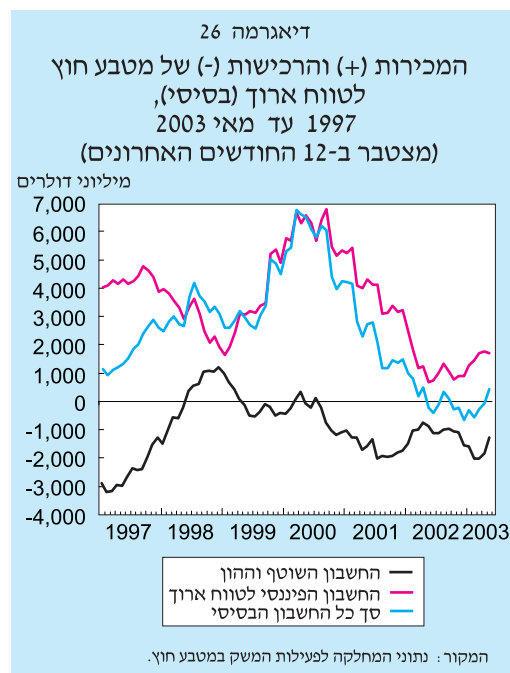


משקי הבית העדיפו לרכוש נכסים במטבע חוץ בארץ על פני נכסים בחוץ לארץ, בניגוד להתנהגותם במחצית השנייה של 2002. נראה שגם לדעתם חלה ירידה בסיכון המדינה.



ברבע הראשון של 2003 נרשם בחשבון השוטף עודף בסך 0.6 מיליארד דולרים. זאת כתוצאה מהתרחבות היצוא מעבר לגידול היבוא, בעיקר בחשבון השירותים.

ברביע הראשון של 2003 נרשם עודף בסך 0.6 מיליארד דולרים בחשבון השוטף, בעיקר בחשבון השירותים, כתוצאה מהתרחבות היצוא מעבר לגידול היבוא ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. (ראו דיון בסעיף ג' בחלק זה). גם בחשבון ההון חל שיפור, בזכות עלייה בהשקעות של תושבי חוץ במשק וירידה בהשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ. עם זאת, היקף ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ במשק עדיין נמוך. גידול מסוים נרשם בהשקעותיהם בתיק למסחר, אך בהשקעותיהם הישירות, שמיוחס להן אופק השקעה ארוך, נמשך הקצב האיטי, בהתאם למגמתן בעולם, אך מסתמנת בהן התגברות. כלל ההתפתחויות ארוכות הטווח האלו הניבו שיפור מסוים בחשבון הבסיסי (דיאגרמה 26).



מסתמן שיפור בפעילות ארוכת הטווח של המשק מול חוץ לארץ בחשבון השוטף ובחשבון ההון. זאת בזכות העלייה בהשקעות של תושבי חוץ במשק, הירידה בהשקעות של תושבי ישראל בחוץ לארץ, והשיפור בחשבון השוטף.

16 היציבות הפיננסית (financial stability) החיצונית היא זו הקשורה בפעילותו של המשק מול חוץ לארץ ובשוק שקל-מטבע חוץ. ככלל, מידת היציבות הפיננסית מבטאת את כושרם של המערכות והשוקים הפיננסיים לבצע תיווך פיננסי ביעילות וברציפות ואת עמידותם בפני זעזועים פיננסיים ואחרים.

תיבה 2: הפעילות קצרת הטווח במטבע חוץ והשפעתה על שער החליפין

במהלך מחצית השנה הראשונה של 2003 התגברו מכירות מטבע החוץ קצרות הטווח על ידי תושבי חוץ, בעוד שהמכירות ארוכות הטווח התרחבו אך מעט. הפעילות קצרת הטווח במטבע חוץ, בעיקר של תושבי חוץ, נתפשת לרוב כבעלת תרומה נמוכה יחסית לצמיחת המשק שבו היא מתבצעת, נמוכה מתרומתה של הפעילות ארוכת הטווח, והיא אף מגבירה את פגיעותו הפיננסית של המשק. מהיבט המדיניות המוניטרית, החשש העיקרי הוא השפעתה הדו-כיוונית החזקה והמהירה של פעילות זו על שער החליפין, ודרכו - על האינפלציה. כך, לדוגמה, במחצית הראשונה של 2002 רכישות מטבע חוץ קצרות של תושבי ישראל הביאו לפיחות מהיר בשער החליפין ולהתגברות האינפלציה, ובמחצית הראשונה של 2003 מכירות מטבע חוץ קצרות של תושבי חוץ תרמו לייסוף השקל ולהאטת האינפלציה.

מפברואר עד אפריל 2003 מכרו תושבי חוץ מטבע חוץ לטווח קצר בהיקף רב של כ-2.0 מיליארדי דולרים, בעיקר על ידי רכישה עתידית של שקלים. רכישותיהם העתידיות הניכרות בחודשים האחרונים הביאו להיפוך פוזיציה הרכש הדולרית העתידית שלהם, הפתוחה מאז סוף שנת 2000. מכשיר נוסף, שהשימוש בו גבר עוד באמצע 2002, הן איגרות חוב שקליות: היתרה של החזקות תושבי חוץ בהן עלתה מ-40 מיליוני דולרים ביוני 2002 ל-670 מיליוני דולרים במאי 2003. למרות הגידול הניכר, היקף השימוש במכשיר זה קטן ביחס להיקף הפעילות באיגרות חוב שקליות במשק, ביחס להיקף פעילותם של תושבי חוץ במשק, וביחס לשימוש של תושבי חוץ בו במשקים מתעוררים אחרים. כתוצאה משינויים אלו בפעילותם, עברו תושבי חוץ לעודף של כמיליארד וחצי דולרים בנכסי חוב שקליים נושאי ריבית, לאחר שבשנים 2001 ו-2002 הם רשמו עודף התחייבויות בשיעור ממוצע של כ-750 מיליוני דולרים. את התגברות הפעילות הקצרה של תושבי החוץ במשק ניתן להסביר במספר גורמים עולמיים, הדוחפים את תנועות ההון אל המשק, ובמספר גורמים מקומיים, המושכים אותן אליו.

התגברות מכירות מטבע החוץ קצרות של תושבי חוץ קשורה בעיקר לירידה של סיכון ההשקעה בעולם ושל הסיכון הייחודי לישראל, על רקע צמצום איטי של פער הריביות בין השקל למטבע חוץ. פער הריביות שבין השקל לדולר של ארה"ב¹⁷ הולך ויורד מאז שיאו בנובמבר 2001 (7.7 אחוזים), אך רמתו (6.0 אחוזים) עדיין גבוהה יחסית מאשר בינואר 2002 (2.1 אחוזים). פער הריביות הושפע מהפחתות

17 פער הריביות בשווקים. נמדד כהפרש בין הריבית על מק"ם לשלושה חודשים לבין ריבית ה-LIBID לשלושה חודשים. להתפתחות תשואת המק"ם, ראו גם הערה 4.

מצטברות של ריבית בנק ישראל, מציפיות בשווקים להפחתות נוספות ומהפחתות הריבית במשקים המפותחים, שנועדו להאיץ את צמיחתם. תנועות ההון למשקים מתעוררים התגברו מסוף שנת 2002 - לאחר ירידה אל רמתן הנמוכה ביותר זה עשור, בעיקר על רקע ההאטה העולמית, בפרט בענפי הטכנולוגיה העילית. מגמה זו דוחפת תנועות הון גם אל המשק הישראלי. עוד באוקטובר 2002 ירדה פרמיית הסיכון של משקים מתעוררים, ותנועות ההון הביאו להתחזקות מטבעותיהם. תנועות ההון האלה מאופיינות בהעדפת ההשקעה באיגרות חוב (מכשירי חוב) על השקעה במניות (מכשירי הון). הרקע להתגברות תנועות ההון הוא חיזוק היציבות הפיננסית במשקים מתעוררים מרכזיים ומגמה של משקיעים בין-לאומיים להשיג תשואה גבוהה, אף במחיר סיכון גבוה יחסית, על רקע המשך הפחתת הריביות במשקים המפותחים. התפתחויות מקומיות בתחילת שנת 2003 תרמו לירידת סיכון המדינה של ישראל והסיכון המטבעי של השקל ומשכו למשק הון של תושבי חוץ. העיקריות שבהן היו אישור מתן הערבויות של ממשלת ארה"ב, סיום העימות בעיראק, הכרעה פוליטית נחרצת בבחירות לכנסת, הצגה ויישום של תכנית חירום כלכלית והתחדשות המו"מ המדיני עם הפלסטינים. כל אלו, על רקע פער הריביות בין השקל למטבע חוץ, הגבירו את כדאיות ההשקעה בנכסים שקליים לא-צמודים¹⁸. התפתחויות אלו בחודשים האחרונים התאפשרו על רקע מגמות ארוכות יותר של שינויים מבניים בשוקי מטבע החוץ וההון המקומיים: הליברליזציה במטבע חוץ, התפתחות שוק הנגזרים והעלייה בנוכחותם ובמעורבותם של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק שקל-מטבע חוץ - מגמות שתורמו לשכלול השוק ולהגדלת עומקו ונזילותו.

החשש העיקרי מהפעילות הקצרה במטבע חוץ הוא פוטנציאל השפעתה המהירה והחזקה על שער החליפין, ודרכו - על האינפלציה; תנודתיות בפעילות זו עלולה להגביר את תנודתיות שער החליפין ולהקשות על ניהול מדיניות מוניטרית יציבה להשגת יעד האינפלציה; מכירות מטבע חוץ קצרות עלולות ליצור לחץ לייסוף, שיביא לסטייה כלפי מטה אל מתחת ליעד האינפלציה, ורכישות בהיקף גדול עלולות לגרום זעזוע חד-פעמי או מתמשך ביציבות המחירים, בשל פיחות חד בשער החליפין.

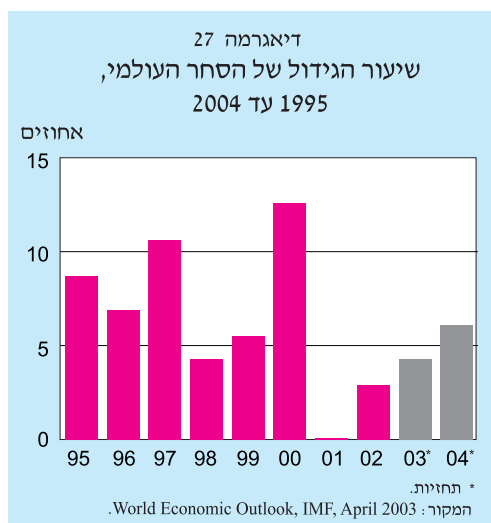
המדיניות הכלכלית הישראלית מצדדת זה שנים רבות בפתיחות רבה כלפי חוץ לארץ - בין השאר, מתוך הכרת התועלת הרבה שבהשקעות של תושבי חוץ. אמנם השקעות ארוכות טווח עדיפות למשק, אך גם השקעות קצרות טווח מביאות תועלת רבה: תנועות ההון הקצרות יכולות לאותת לזרים השוקלים השקעות ארוכות טווח לגבי מידת חופש הפעולה הכלכלי במשק וכן לשמש לניהול של השקעתם ולהגנה עליה. תנועות ההון הקצרות גם תורמות להגברת השימוש במכשירים לגידור סיכון שער החליפין, מגבירות את משמעת השוק ומשמשות אינדיקטור מהיר למנהלי המדיניות במשק בדבר עיוותים, הדורשים תיקון, בשווקים.

18 השקעות סחירות חשופות גם לסיכון השוק, מעבר לסיכון שער החליפין והמדינה. סיכון ההשקעה הכולל מושפע, בין השאר, מאמינותה של המדיניות הפיסקלית (המתבטאת למשל בתשואת ה"שחר") והמוניטרית (המתבטאת למשל בתשואת המק"ם).

ה. ההתפתחויות בעולם

הפעילות הכלכלית העולמית אינה מראה סימני התאוששות ואף נראה כי סימני המיתון מתרחבים, למרות המשך מדיניות מוניטרית מרחיבה במדינות רבות¹⁹. תחזיות הצמיחה למשקים המפותחים עודכנו תדיר כלפי מטה. על פי קרן המטבע העולמית צפוי התוצר של ארצות הברית ובריטניה לצמוח בכ-2 אחוזים ב-2003, ושל אזור האירו - רק בכאחוז, לעומת תחזית קודמת של יותר מ-2 אחוזים לאזור זה. שיעורי האבטלה בארה"ב ובגוש האירו הולכים ועולים: שיעור האבטלה בארה"ב צפוי להיות ב-2003 יותר מ-6 אחוזים, לעומת פחות מ-5 אחוזים ב-2001, ובגוש האירו צפויה אבטלה של כמעט 9 אחוזים. הסחר העולמי צפוי להתרחב בשנה הקרובה בשיעור שהוא אמנם גבוה מזה של השנתיים האחרונות, אך עדיין נמוך מזה שאפיין את המחצית השנייה של שנות התשעים (דיאגרמה 27). לכך השפעה משמעותית על יכולת ההתרחבות של היצוא הישראלי, ובפרט יצוא התעשיות המתקדמות, התלוי במידה רבה בביקושים העולמיים. הביקוש להשקעה בנכסים קבועים במשקים המפותחים בכלל ובארה"ב בפרט צפוי לגדול מעט ב-2003, לאחר התכווצות בשנתיים האחרונות, אך עדיין בשיעור נמוך

19 מבוסס בחלקו על הערכות של ארגונים בין-לאומיים: IIF (05/2003), WEO (04/2003).



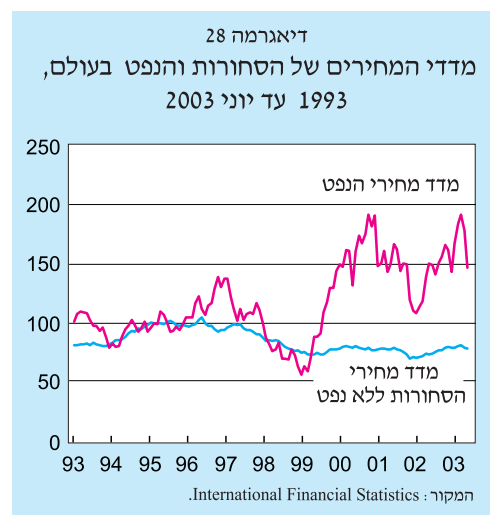
למידת ההתאוששות של הסחר העולמי חשיבות מרכזית ביכולת ההתרחבות של היצוא הישראלי.

משמעותית מאשר בשנות התשעים (על פי הערכות קרן המטבע). לכן גם הוא אינו צפוי לתמוך בהתאוששות יצוא התעשיות המתקדמות, שעיקרו נכסי השקעה. משקי מזרח אסיה, שהיוו רכיב מרכזי בהתרחבות היצוא הישראלי במשך רוב שנות התשעים, אך משקלן ביצוא הישראלי הצטמצם בשנתיים האחרונות, צפויות לצמוח בשיעורים של כ-4 אחוזים. מגפת ה-SARS פגעה בעיקר בתיירות בדרום-מזרח אסיה, אך אינה צפויה להחליש בהרבה את קצב הצמיחה הגבוה יחסית של התוצר במדינות אלה.

מחירי הנפט בעולם עלו בשיעור ניכר בסוף 2002 ובתחילת 2003, בשל הציפיות למלחמה בעיראק והמשבר הפוליטי בוונצואלה (דיאגרמה 28). מאמצע מארס שב המחיר וירד, על רקע הציפיות לסיום מהיר של המלחמה והתממשותן. מחירי יתר הסחורות עלו מאוד במהלך 2002, בייחוד מחירי המזון, המשקאות וחומרי הגלם החקלאיים. זאת הן מפני התאוששות הביקושים העולמיים, והן מפני תנאי מזג אוויר גרועים באזורים נרחבים בעולם. שיעורי האינפלציה במשקים המפותחים ממשיכים להיות נמוכים, כ-2 אחוזים, ובחלק מהמשקים יש אף חשש מסוים לירידת מחירים.

בתחילת 2003 נחלשו שוקי ההון בעולם - בין השאר, בגלל גידול הסיכון ואי הוודאות על רקע גיאופוליטי והקצב האיטי של ההתאוששות הכלכלית העולמית, אולם בהמשך השנה נרשמה עלייה של התשואות בשוקי המניות המרכזיים. בשוקי מטבע החוץ בעולם התחדשה היחלשות הדולר האמריקני - בשל המצב הגיאופוליטי, שיעור הריבית הנמוך בארה"ב והגירעון הגדול בחשבון השוטף שלה - והוא נחלש לעומת האירו עד לשיא של כ-1.19 דולר לאירו. במקביל גבר, מחודש מאי, הסיכון בשוקי המטבע בעולם. הבנקים המרכזיים המשיכו בהורדת הריביות, למרות רמתן הנמוכה ממילא, בניסיון לעודד את הפעילות. (ראו תיבה 2.2) המירווחים בין תשואות איגרות החוב של מדינות מתעוררות לאלו של איגרות החוב חסרות סיכון, המבטאים את סיכון המדינה של מדינות אלו, ירדו בשיעור ניכר מאז אוקטובר 2002, אף כי במשקים מסוימים עדיין נשמרו מירווחים גבוהים.

לצד המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה במשקים בעולם, התבטא המיתון בפעילות הריאלית בהם גם בהרפיית הריסון הפיסקלי, שהביאה לגידול הגירעונות מנוכי מחזור בשנתיים האחרונות.²⁰ ההרפייה בריסון הפיסקלי בלטה במיוחד במדינות הגדולות (ארה"ב וגרמניה), ואילו בקטנות יחסית, שאנו דומים להן יותר, לא חל שינוי משמעותי במדיניות הפיסקלית.



בתחילת 2003 המשיכו מחירי הנפט בעולם לעלות בשל הציפיות למלחמה בעיראק והמשבר הפוליטי בוונצואלה. ממחצית מארס שב המחיר וירד על רקע הסיום המהיר של הסכסוך בעיראק. במהלך 2003 ניכרה התייצבות במדד מחירי הסחורות (ללא נפט).

III. ההתפתחויות הצפויות באינפלציה והתחזית לשנים הקרובות

א. השינויים הצפויים במשתנים העיקריים המשפיעים על האינפלציה

א.1 ההתפתחויות בעולם²¹

האינפלציה במדינות המפותחות צפויה לעלות מעט בשנת 2003, ל-1.9 אחוזים, לאחר שבשנת 2002 היא ירדה ל-1.5 אחוזים. בשנת 2004 צפויה האינפלציה לשוב ולרדת. האינפלציה בארה"ב צפויה לעלות מהרמה של 1.6 ב-2002 ל-2.3 אחוזים השנה, ואילו באירופה היא צפויה לרדת מ-2.3 אחוזים ל-2.0 אחוזים. מחירי הנפט צפויים להוסיף ולרדת עם חידוש אספקת הנפט מעיראק, ואילו מחירי הסחורות האחרות צפויים להמשיך ולעלות בשנת 2003, בכ-9 אחוזים.

תחזית הצמיחה במשקים המפותחים לשנת 2003 עומדת על 1.9 אחוזים, לעומת 1.8 אחוזים ב-2002. הצמיחה בארה"ב צפויה להיחלש מעט, ל-2.2 אחוזים, אך היא עדיין כפולה משיעור הצמיחה החזוי באזור האירו, העולה ל-1.1 אחוזים. הסחר העולמי צפוי להתרחב, על רקע האצת הצמיחה בעולם וירידת הסיכון העולמי, ומזרח אסיה ומרכז אירופה ממשיכות להיות גורם מוביל.

א.2 המדיניות הפיסקלית

שנת 2003 צפויה להסתיים בגירעון של כ-6 אחוזי תוצר בתקציב הממשלה - חריגה משמעותית מהיעד, שנקבע ברמה של 3 אחוזי תוצר - וזאת למרות אישורה של התכנית הכלכלית במאי 2002. ללא צעדי מדיניות נוספים צפוי הגרעון להשאר ברמה דומה גם ב-2004. עיקר השפעתה של התכנית הוא בטווח הבינוני, וגם בו (ב-2008) צפוי הגירעון לחרוג מהיעד ארוך הטווח שנקבע בחוק הפחתת הגירעון.

הערבויות של ממשלת ארה"ב מאפשרות מימון זול יחסית של הגירעון בחו"ל וגם של הגירעון המקומי, ובכך מקלות על הממשלה לקיים גירעון זה בטווח הקצר ומקטינות את התמריץ שלה לפעול לצמצומו - שהוא הכרחי לשם התכנסות החוב הציבורי לתוואי בר-קיימא. עם זאת, כיוון שאחד התנאים לקבלת הערבויות הוא חזרה למשמעת פיסקלית, הן מגדילות את התמריץ לצמצום הגירעון בטווח הביניים. מימון הגירעון המקומי באמצעות חוב במטבע חוץ יוצר הרחבה מוניטרית במטבע מקומי, שאותה יש לספוג, ומגדיל את הנטל על הכלים המוניטריים - דבר שיתבטא בגידול תשלומי הריבית של בנק ישראל, וייצור, כשלעצמו, לחץ לייסוף.

א.3 הפעילות הריאלית

המשק הישראלי שרוי מאז סוף שנת 2000 במיתון, המתבטא בירידת התוצר ובהתכווצות השימושים. על פי ההתפתחויות בתחילת שנת 2003 נראה כי גם שנה זו תאופיין בפעילות מתונה מאוד - יציבה ברמתה הנמוכה, שתתבטא בירידה נוספת של התוצר לנפש; זאת ללא זעזועים שליליים בלתי צפויים, העלולים להביא במהירות לצמצום הפעילות. שני הגורמים הבסיסיים הממשיכים לעמוד בבסיס התחזית להתפתחות הפעילות הריאלית בתקופה הקרובה הם המצב הביטחוני-

21 מבוסס בחלקו על הערכות של ארגונים בין-לאומיים: IIF (05/2003), WEO (04/2003)

מדיני, עם אי-הוודאות המתלווה אליו, ומצב הכלכלה העולמית. שיפור בתנאי הרקע המקומיים צפוי לתמוך בהרחבה של הביקושים המקומיים, בפרט של הצריכה הפרטית וההשקעה; תנאי רקע עולמיים נוחים יותר יאפשרו התרחבות של היצוא, שיהיה רכיב מרכזי בחזרתו לצמיחה של המשק. אולם התחזיות לפעילות העולמית, ובפרט לסחר העולמי, מתעדכנות לאחרונה כלפי מטה ומשקפות אי ודאות גדולה יחסית לגבי הזמן והמידה של ההתאוששות בעולם. ענפי הטכנולוגיה העילית, שהם רכיב חשוב מאוד ביצוא של המשק, אינם צפויים להוביל את התאוששות בסחר העולמי בטווח הקצר. שיעור הגידול ביבוא למשק תלוי במידת ההתאוששות של הפעילות, ובפרט בצפי לצמיחה, המשפיעה על יבוא חומרי הגלם ומוצרי ההשקעה. התרחבות היבוא צפויה להיות נמוכה מזו של היצוא, ולכן נראה כי עודף היבוא לא יגדל, וכך גם הגירעון בחשבון השוטף. למרות קיומם של כוחות לפיחות ריאלי, בשל הביקושים המקומיים המתונים, לא ברור אם אלו יתבטאו במלואם בשער החליפין הריאלי, בשל קשיחויות נומינליות, על רקע ייסופו של שער החליפין הנומינלי.

קיצוץ הוצאות הממשלה במסגרת התכנית הכלכלית עשוי להקשות על ההתאוששות בטווח הקצר, בשל פגיעתו בהכנסות הפרטים (שכר וקצבאות), אולם התבדרות הגירעון והחוב הציבורי, כפי שהיה צפוי ללא יישום התכנית הכלכלית, היה עלול לפגוע ביציבות הפיננסית והריאלית של המשק, להעלות את עלות המימון לטווח ארוך, וכתוצאה מכך - לפגוע עוד יותר ביכולתו של המשק לחזור לתוואי של צמיחה.

גם אם תהיה התאוששות בפעילות בשנה הבאה, היא צפויה להיות הדרגתית ולא תאפשר את צמצומו של פער התוצר, ולכן גם אינה צפויה ללחוץ לעליית המחירים. כן צפוי כי שיעור האבטלה יישאר גבוה יחסית למשך זמן-מה, משום שהגדלת תשומת העבודה צפויה להתבצע תחילה באמצעות הגדלת מספר שעות העבודה של המועסקים ורק כשתתברר מידת ההתמדה של השיפור בפעילות - גם באמצעות הגדלת מספרם.

א.4. ההתפתחויות הצפויות בפעילות המשק במטבע חוץ ובשער החליפין

התפתחויות בפעילות המשק במטבע חוץ תלויות במידה רבה בהתפתחויות הגיאופוליטיות: שיפור צפוי להגביר את תנועות ההון הארוכות למשק בשל ירידת סיכון המשק וחיזוק פוטנציאל הצמיחה שלו.

תנועות ההון הארוכות למשק צפויות להתגבר גם על רקע התאוששות בעולם, בייחוד למשקים מתעוררים, אך זאת בקצבים נמוכים מאשר בעבר. שיפור נוסף ביבוא ההון לטווח ארוך צפוי אם תהיה התאוששות בנסדא"ק ובמגזר הטכנולוגיה העילית, שתאפשר הנפקות של חברות ישראליות בחוץ לארץ. הגיוס של הממשלה בחוץ לארץ צפוי לגדול, בעיקר במסגרת הסדר הערבויות מארה"ב. המשך מכירות מטבע החוץ הקצרות למשק תלוי בעיקרו בהתפתחות פער הריביות וסיכון שער החליפין.

הגירעון בחשבון השוטף יצטמצם, אם יתגשם הצפי להתרחבות היצוא בשיעור העולה על התרחבות היבוא. ההשפעה של התחזקות האירו ביחס לדולר על הגירעון

בחשבון השוטף אינה חד-משמעית: מחד גיסא, היא צפויה להקטין את היבוא של המשק, אמנם תוך ייקור מחירו היחסי (כי היבוא מאירופה גדול מאשר מארה"ב), אך מאידך, להקטין גם את היצוא תוך ירידה במחירו היחסי (כי היצוא לארה"ב גדול מאשר לאירופה).

התפתחותו הצפויה של שער החליפין של השקל תושפע אף היא מתוצאות המהלכים המדיניים, אך גם מהתפתחות פער הריביות מול חוץ לארץ. הכוחות הפועלים לחיזוק השקל הם התייצבות המצב הביטחוני ובלימת ההדרדרות הכלכלית, דרך התגברות ההשקעות הארוכות מחוץ לארץ ושיפור בחשבון השוטף. לעומת זאת צפוי השקל להיחלש, אם תהיה הרעה בסביבה הגיאופוליטית ו/או תחרף החריגה מיעדי הגירעון הפיסקאלי. גורמים אלו עלולים להביא אף להרעת דירוג האשראי של המשק. גם צמצום פער הריביות יפעל להחלשת השקל, דרך ירידת מכירות מטבע החוץ קצרות הטווח.

ב. הערכות האינפלציה העתידית ומאזן סיכוני האינפלציה

ב.1. הערכות האינפלציה העתידית

משנת 2003 ואילך יעד האינפלציה מוגדר כיעד קבוע של יציבות מחירים. אל היעד ארוך הטווח ראוי להתייחס באופן רציף וגמיש, תוך התרת סטיות זמניות ממנו, לשני הכיוונים, לטווחים קצרים. כך יפחת ההכרח לבצע שינויים חדים בריבית קצרת הטווח בתגובה על התפתחויות חולפות כדי לעמוד ביעד קלנדרי, ומה גם שהמדיניות המוניטרית פועלת בפיגור מסוים, ולכן יכולתה לקזז השפעות של התפתחויות חולפות אלו מוגבלת.

האינפלציה בשנת 2003 צפויה להיות בסביבת הגבול התחתון של היעד, ויש הסתברות להחטאתו מלמטה (לאחר החריגה הגדולה כלפי מעלה ב-2002). כך עולה ממרבית הערכות האינפלציה - לפי שוק ההון, ממוצע התחזיות של החזאים הפרטיים והמודלים הכמותיים שפותחו בבנק ישראל. תחזיות אלה, בעיקר של החזאים הפרטיים, מאופיינות בטווח רחב, הנע בין אינפלציה אפסית לבין הימצאותה במרכז תחום היעד - תמונה המבטאת את אי-הוודאות הגבוהה לגבי ההתפתחות הצפויה של המחירים במחצית השנייה של השנה. ההערכות מתבססות על המשך הרגיעה הביטחונית, המשך ההפחתה של ריבית בנק ישראל, שמירה על משמעת פיסקלית ופיחות מסוים בשער השקל. הסיבה העיקרית להחטאה אפשרית של יעד האינפלציה לשנת 2003 מלמטה היא הייסוף החד שכבר התרחש בשער החליפין של השקל בחודשים מארס-יוני, והביא לירידת מחירים ניכרת ברביע השני של השנה; זאת לאחר שברביע הראשון חרג קצב עליית המחירים משמעותית כלפי מעלה מהתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה (דיאגרמה 5).

החל מהמחצית השנייה של השנה צפויה עלייה הדרגתית בקצב האינפלציה, כך שהערכות לגבי האינפלציה ל-12 חודשים ולשנת 2004 נעות בסביבת מרכז תחום היעד.

הערכות האינפלציה העתידית (אחוזים)

על פי שוק ההון	בנק ישראל	החזאים הפרטיים
ל-2003		
הטווח	0.0 - 0.3	0.0 - 0.9
הממוצע	0.2	0.4
ל-12 חודשים		
הטווח	1.0 - 2.4	1.4 - 2.7
הממוצע	1.7	1.9
ל-2004		
הטווח	1.8 - 2.5	2.0 - 2.2
הממוצע	2.2	2.1

דיאגרמת המניפה²² (דיאגרמה 29) מאפשרת לבחון את אי-הוודאות לגבי השגת יעד האינפלציה בהתבסס על משוואת אינפלציה, שהיא אחד הכלים המשמשים את בנק ישראל בחיזוי האינפלציה. (ראו תיבה 1.) מנתוני התחזית המוצגים בדיאגרמת המניפה עולה כי לגבי 2003 ההסתברות שיעד האינפלציה יוחטא מלמעלה היא פחות מאחוז, ואילו ההסתברות להחטאתו מלמטה עומדת על 74 אחוזים בקירוב. יחסים אלה משתנים ב-2004: ההסתברות לסטייה כלפי מעלה מהיעד של יציבות מחירים כפולה מההסתברות לסטייה מגבול התחתון. זאת ללא הורדה נוספת בריבית, ובהנחה שהפיחות יהיה בשיעור שנתי של 4 אחוזים.

התפלגות האינפלציה החזויה

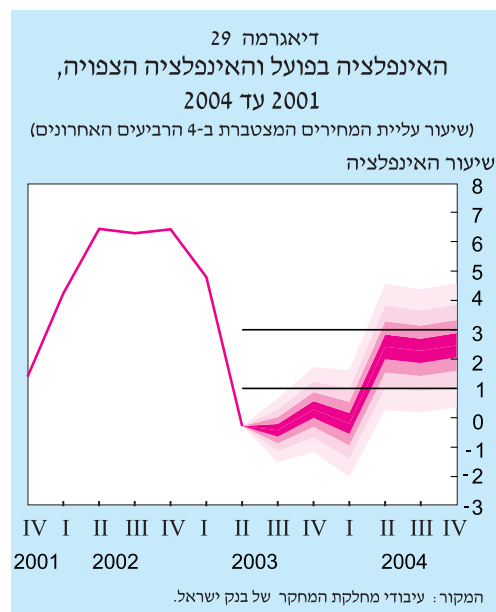
תחום האינפלציה החזויה	2003	12 חודשים קדימה	2004
ההסתברות באחוזים			
מתחת לגבול התחתון של היעד; $\pi < 1$	73.7	19.9	18.6
בתוך טווח היעד; $1 < \pi < 3$	25.5	43.7	44.0
מעל לגבול העליון של היעד; $\pi > 3$	0.8	36.4	37.4

תוצאות אלו נובעות במידה רבה מהייסוף שכבר התרחש במחצית הראשונה של 2003 ומהנחות לגבי התנהגות המשתנים המסבירים בהמשך השנה, אשר עומדות בבסיס התרחיש שלפיו נבנתה המניפה: ריבית בנק ישראל תרד בהדרגה; שער החליפין ייוסף מעט במהלך 2003 (פיחות מהרמה הנמוכה של אמצע יוני); שיעורי האבטלה ימשיכו ויעלו בעוד כמחצית האחוז עד סוף 2003, ואחר כך יירדו במתינות.

ב. מאזן הסיכונים בהתפתחות האינפלציה

על אף ההערכות בדבר חזרתו של קצב האינפלציה למרכז תחום היעד, פועלים גורמי אי-וודאות רבים, שעלולים להביא להחטאת היעד משני הכיוונים, ומקשים על הזיהוי של תוואי הריבית המתיישב עם השגת היעד של יציבות מחירים בטווחים הקצר והבינוני.

22 אופן בנייתה של דיאגרמת המניפה מתואר בפירוט בדוח האינפלציה מספר 11, בתיבה 4.



ההסתברות שהאינפלציה ב-2003 תהיה בתחומי היעד היא כ-26 אחוזים. ההסתברות שהאינפלציה ב-12 החודשים הבאים תהיה בתחום היעד היא כ-44 אחוזים.

כמה גורמים עלולים לפעול להחטאת היעד מלמטה :

- המשך ההזרמה של ההון לטווח הקצר על ידי המשקיעים הזרים לישראל עלול ליצור לחצים לייסוף נוסף בשער החליפין של השקל (בשונה מההנחה של פיחות מסוים שבבסיס התחזיות לשנים 2003 ו-2004) ולפעול להמשך ההתמתנות בעליות המחירים. (ראו תיבה 2).
 - שיפור במצב הגיאופוליטי והביטחוני, אם יתמיד, עשוי להביא להתגברות יבוא ההון גם לטווח הארוך ולפעול להגדלת ההיצעים בשוק מטבע החוץ.
 - התאוששות אפשרית בענפי הטכנולוגיה העלילית בעולם עשויה לשפר את יכולת גיוס ההון של חברות ישראליות בחו"ל וליצור לחצים לייסוף השקל.
 - הירידה בשכר הריאלי והקיצוץ בתקציב הממשלה עשויים לתמוך בטווח הקצר בהתגברות הרפיון בביקושים ויחד עם הפעילות הריאלית הממונת - להקטנת הלחצים לעליית המחירים.
 - הגדלת מספר היתרי העבודה לתושבי השטחים, במסגרת המחוות ההומניטריות שכלולו לחידוש התהליך המדיני, עשויה להגביר את התחרות בשוק העבודה וליצור לחצים לירידה נוספת של השכר הריאלי. עם זאת, צמצום הדרגתי של מספר העובדים הזרים במשק, במסגרת התכנית הכלכלית, עשוי לקזז לפחות חלק מהשפעה זו.
- כנגד זאת עלולים מספר גורמים להביא להחטאת יעד האינפלציה מלמעלה :
- הייסוף החד בשער החליפין של השקל נתמך בעיקר על ידי התגברות מכירות מטבע חוץ לטווח קצר של תושבי חוץ על רקע האופטימיות המלווה את חידוש התהליך המדיני. הדבר מגדיל את הפגיעות של המשק ליציאה מואצת של הון, שעלולה לגרום לפיחות חד, וטומן בחובו סיכון אינפלציוני לא מבוטל. (להרחבה ראו תיבה 2).
 - פרסום התכנית הכלכלית ואישורה בכנסת תרמו תרומה לא מבוטלת לשיפור בשווקים. את הרגיעה בשווקים ניתן לייחס להערכות הציבור בדבר מחויבותה של הממשלה החדשה לחזור למשמעת הפיסקלית תוך צמצום הוצאותיה וכן להסדר הערבויות. למרות הקיצוץ הנרחב, צפוי הגירעון בתקציב הממשלה בשנת 2003 לגדול ולעמוד על כ-6 אחוזי תוצר. לכן המבחן האמיתי למדיניות הפיסקלית בכלל ולתכנית הכלכלית בפרט יהיה יכולתה להחזיר את יחס החוב לתוצר לתוואי יורד לאורך זמן. אי עמידה ביעד זה עלולה להביא להתערורות מחודשת של חששות הציבור בדבר יכולתה של הממשלה לנהל מדיניות פיסקלית בת-קיימא - דבר שעלול להביא לעלייה מחודשת בהערכות הסיכון של המשק הישראלי ובאי-הוודאות בשווקים.
 - עדיין קיימים במשק מנגנוני הצמדה לשער החליפין ולמדד, העלולים ללבות עליות מחירים ומעצימים את ההשפעה של זעזועים בשער או במדד - גם אם הם זמניים - על המחירים.

נספח 1

תחום השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן,
סטיית התקן של השינוי החודשי והאינפלציה השנתית, 1992 עד 2003
(אחוזים)

תחום השינוי במדד המחירים לצרכן					
השנה	שיעור האינפלציה השנתי	השינוי החודשי המרבי	השינוי החודשי המזערי	הפער בין השינוי החודשי המרבי למזערי	סטיית התקן הבין-חודשית
	(1)	(2)	(3)	(4) = (2) - (3)	(6)
1992	9.4	1.8	-0.4	2.2	0.63
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
מחצית ראשונה 2002 **	13.0	1.5	0.5	1.0	0.38
מחצית ראשונה 2003 **	-1.0	0.4	-0.6	1.0	0.40

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

נספח 2

ההודעות לעיתונות על התוכנית המוניטרית ינואר 2003 - יולי 2003

תוכנית מוניטרית לחודש ינואר 2003

בנק ישראל הודיע על תוכניתו המוניטרית לחודש ינואר 2003 לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.2 אחוזים לרמה של 8.9 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר, כי בשבועות האחרונים נרשמה ירידה בצפיות לאינפלציה לטווח של שנה הנגזרות משוק ההון ורמתן היא מתחת וסמוך לגבול העליון של תחום יעד האינפלציה שקבעה הממשלה (3 אחוזים). עם זאת, הערכות האינפלציה לשנה השניה ואילך מצויות עדיין מעל הגבול העליון של יציבות המחירים, בניגוד למצב ששרר בראשית 2002. הערכות החזאים הפרטיים לשנה הקרובה וההערכות האינפלציה המתקבלות ממודלים שפותחו בבנק ישראל נמצאות אף הן בתחום היעד, כפוף להמשך הרגיעה היחסית בשוק המט"ח. כמו כן, נרשמה במחצית השניה של 2002 התייצבות יחסית של קצב האינפלציה בפועל בתחום היעד (אם כי תוך תנודות חודשיות גדולות במדדי המחירים), בניגוד להאצה שהייתה במחצית הראשונה של שנת 2002. התפתחויות אלו מאפשרות להפחית את שיעור הריבית מבלי לפגוע ביציבות המחירים וביציבות הפיננסית. יחד עם זאת, התמונה הכוללת מצביעה על רמה גבוהה של אי-וודאות שמקורה בסימני שאלה רבים ביחס לתקציב 2003, אי-וודאות פוליטית והחששות מהשלכות המלחמה עם עירק על היציבות במשק.

מבנק ישראל נמסר, כי התקציב לשנת 2003 שאושר בכנסת, מבוסס על הערכת יתר באומדן ההכנסות והערכת חסר בתחום ההוצאות, דבר שעלול להתבטא בגרעון גדול יותר מהמתוכנן, בעלייה נוספת בריבית לטווח ארוך ובהמשך התהליך הלא-רצוי של קיצור החוב. כדי למנוע זאת יהיה צורך בעדכון משמעותי בתקציב לאחר הקמת הממשלה החדשה. ספקנות המשקיעים לגבי מידת הריסון הפיסקלי, ואי-וודאות לגבי היקפו של הגרעון השנה ובשנה הבאה, באה לידי ביטוי בתשואות בשוק ההון על איגרות חוב מסוג "שחר" אשר הגיעו בדצמבר לרמה הגבוהה של 10.8% לאחר שירדו כבר ל-9.3% בחודשים יולי ואוגוסט השנה.

בבנק ישראל מדגישים, כי משמעת פיסקלית וחתימה לתוואי יורד של הגרעון בתקציב הממשלה ושל משקל החוב של הממשלה בתוצר הם

תנאי הכרחי לזמינות האשראי במשק, לירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה - לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובים לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה. בבנק ישראל מסבירים כי המידה בה הפחתת הריבית לטווח קצר תתרום לירידת הריבית לטווח ארוך, לחידוש הצמיחה ולהגברת התעסוקה - מבלי לפגוע ביציבות, תלויה במידה גדולה במשמעת התקציבית, החיונית גם לחיזוק המערכת הפיננסית.

בבנק ישראל מוסיפים, כי למרות הייסוף בשער החליפין מאז יוני השנה, קיימת עדיין אי-וודאות רבה בשוק מטבע-חוץ. אמנם בנובמבר הייתה ירידה קלה במידת התנודתיות בשער החליפין, כפי שהיא משתקפת בסטיית התקן הגלומה באופציות מט"ח שמנפיק בנק ישראל, המודדת את הסיכון שהשוק מייחס לשער החליפין המקומי, אך רמתה עדיין גבוהה יחסית לזו ששררה בשנת 2001. גם בפרמיית הסיכון שמייחסים השווקים הבינלאומיים למשק הישראלי, הנמדדת על פי המרווח של איגרות החוב הממשלתיות הנסחרות בחו"ל (לעומת הריבית על איגרות חוב של ממשלת ארצות-הברית) נרשמה ירידה, אך רמתה ל-10 שנים עדיין גבוהה (2.1%) לעומת חודש יולי השנה (1.7%).

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי ההתפתחויות בשווקים במטרה לחזק את היציבות הפיננסית ולהבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים (בין 1% ל-3% לשנה), אשר נכנס לתוקפו משנת 2003 ואילך. בכפוף לכך, יפעל בנק ישראל כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש פברואר 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש פברואר לפיה לא תשונה ריבית בנק ישראל והיא תישאר ברמה של 8.9 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר, כי בשבועות האחרונים גברה אי הוודאות, כפי שמשקף בשוקי ההון ובשוק מטבע-חוץ. הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, חזרו ועלו אל מעבר ליעד האינפלציה שקבעה הממשלה; הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה השניה ואילך עלו גם הן, ונותרו מעבר לגבול של יציבות מחירים; כן עלו מעט הערכות החזאים הפרטיים, אף כי הן נשארו בתחום היעד. המודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על אפשרות להשגת היעד, אך זאת בכפיפות לרגיעה בשוק מטבע-חוץ. ראוי לציין כי העלייה בהערכות האינפלציה התרחשה למרות ירידת האינפלציה בפועל, והקצב הנמוך של עליית המחירים במחצית השניה של 2002 (0.2 אחוזים) (לעומת כ-6.3 אחוזים במחצית הראשונה). התמונה הכוללת מצביעה על רמה גבוהה של אי ודאות שמקורה באי-הוודאות לגבי היציבות הפוליטית, בחששות מהשלכותיה של מלחמה אפשרית עם עיראק על יציבות המשק ובסימני שאלה רבים לגבי תקציב 2003. וזאת, בנוסף לתנאי הרקע המלווים את המשק למעלה משנתיים של התמשכות האינתיפדה והמשך המיתון העולמי.

מבנק ישראל נמסר, כי התקציב שאושר בכנסת לשנת 2003 מבוסס על הערכות יתר באומדן ההכנסות - דבר שעלול להתבטא בגירעון גדול מהמתוכנן. כדי למנוע זאת נדרש עדכון משמעותי בתקציב לאחר הקמת הממשלה החדשה. ספקנות המשקיעים לגבי יכולת הממשלה לשמור על הריסון הפיסקלי, אי הוודאות באשר להיקף הגירעון בשנת 2003, וכן הגידול בגיוס ההון הממשלתי למימון הגירעון, באים לידי ביטוי בעליית התשואות בשוק ההון על איגרות חוב מסוג "שחר" ו"גליל" אשר עלו ל-11.4 אחוזים, ול-5.8 אחוזים בהתאמה, רמות דומות לאלו של יוני 2002.

בבנק ישראל מדגישים, כי על הממשלה שתקום לדבוק במשמעת פיסקלית על ידי נקיטת צעדים משמעותיים להקטנת ההוצאות השוטפות ב-2003 ולהורדת קצב גידולן בשנים הבאות באופן שיהיה עקבי עם קביעת התוואי היורד של הגירעון בתקציב הממשלה עד 2007 ושל משקל החוב הממשלתי בתוצר. מדיניות זו היא תנאי הכרחי לזמינות האשראי במשק, לירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה - לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובה לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה. על כן נדרש מהממשלה החדשה להחליט, מעבר לצעדים שאושרו בתקציב 2003, על ביצוע מדיניות תקציבית שתחזיר את האמינות לשווקים ותחזק את היציבות הפיננסית. מבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, בלי לפגוע ביציבות, תלוי במידה רבה באמון הציבור במשמעת התקציבית, החיונית גם לחיזוק המערכת הפיננסית.

בבנק ישראל מוסיפים, כי אי-הוודאות בשוק מטבע-חוץ שבה ועלתה בשבועות האחרונים, עקב התגברות עוצמתם של הגורמים העיקריים המשפיעים לרעה על השווקים - התרופפות המשמעת הפיסקלית והחששות להסלמה במצב הביטחוני. בחודשים האחרונים עלתה סטיית התקן הגלומה באופציות שקל דולר שמנפיק בנק ישראל, המודדת את הסיכון שהשוק מייחס לשער החליפין המקומי, והיא

גבוהה מאשר ביוני 2002. גם פרמיית הסיכון שהשווקים הבין-לאומיים מייחסים למשק הישראלי נשארה גבוהה.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשווקים במטרה לחזק את היציבות הפיננסית ולהבטיח שמירה על קצב האינפלציה בתחום המוגדר כיציבות מחירים (בין 1% ל-3% לשנה), יעד שנכנס לתוקפו משנת 2003 ואילך. בכפיפות לכך יפעל הבנק כדי לתמוך במדיניות לעידוד התעסוקה ולקיצור תקופת ההאטה במשק.

תכנית מוניטרית לחודש מארס 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש מארס לפיה לא תשונה ריבית בנק ישראל והיא תישאר ברמה של 8.9 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר, כי למרות הקצב הנמוך של עליית המחירים במחצית השניה של 2002 (0.2 אחוזים), עלו הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, והן נמצאות מעבר ליעד האינפלציה שקבעה הממשלה (1 עד 3 אחוזים לשנת 2003 ואילך); הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה השניה ואילך עלו גם הן, ונותרו מעל לגבול היעד; כן עלו הערכות החזאים הפרטיים, והן קרובות לגבול העליון של היעד. המודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על אפשרות להשגת יעד יציבות המחירים ברמת הריבית הנוכחית, אך זאת בכפיפות לרגיעה בשוק מטבע-חוץ. התמונה הכוללת, אפוא, מצביעה על רמה גבוהה של אי ודאות בשוקי ההון ובשוק מטבע-חוץ שמקורה בחששות מהשלכותיה של מלחמה אפשרית עם עיראק ובסימני שאלה רבים לגבי תקציב 2003. זאת, בנוסף לתנאי הרקע המלווים את המשק למעלה משנתיים - המשך המיתון העולמי והתמשכות האינתיפאדה אשר השלכותיה על התכווצות המשק הלכו וגברו בשנת 2002.

מבנק ישראל נמסר, כי ברור כעת שהתקציב שאושר בכנסת לשנת 2003 מבוסס על הערכות יתר באומדן ההכנסות ונתוני הגרעון בתחילת 2003 מצביעים על עומק הבעיה בתקציב המדינה. כדי למנוע גידול בגרעון ובחוב החיצוני נדרש בהקדם עדכון משמעותי של התקציב. אי הוודאות באשר להיקף הגרעון בשנת 2003 והגידול של גיוס ההון הממשלתי למימון הגרעון, באים לידי ביטוי בעליית התשואות בשוק ההון על איגרות חוב מסוג "שחרר" ו"גליל" ל-11.7 אחוזים ול-5.8 אחוזים בהתאמה, רמות דומות לאלו של יוני 2002 וגבוהות משמעותית מהריביות ששררו בראשית 2002.

בבנק ישראל מדגישים, כי על הממשלה שתקום לדבוק במשמעת פיסקלית על ידי נקיטת צעדים משמעותיים להקטנת ההוצאות השוטפות ב-2003 ולהורדת קצב גידולן בשנים הבאות, כך שהוא יעלה בקנה אחד עם התוואי היורד של המסים עד 2008, של הגידול בהשקעות בתשתית, של הגרעון בתקציב הממשלה עד 2007 ושל משקל החוב הממשלתי בתוצר. מדיניות זו היא תנאי הכרחי לזמינות האשראי במשק, לשמירה על הדירוג של ישראל בשווקים הבינלאומיים, לירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה - לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובה לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה. כמו כן נדרש מהממשלה לפעול להחזרת האמינות לשווקים ולחזק את היציבות הפיננסית תוך ביצוע מדיניות תקציבית שתוארה לעיל והדגשת מחויבותה לשמירה על עצמאות בנק ישראל. בבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, תוך שמירה על היציבות, תלוי במידה רבה באמון הציבור במשמעת התקציבית, החיונית גם לחיזוק המערכת הפיננסית.

בבנק ישראל מוסיפים, כי אי-הוודאות בשוק מטבע-חוץ נשארה ברמה גבוהה, בגלל עוצמתם הרבה של הגורמים העיקריים המשפיעים לרעה על השווקים - התרופפות המשמעת הפיסקלית והחששות להסלמה במצב הביטחוני. בחודשים האחרונים עלתה סטיית התקן הגלומה באופציות שקל דולר שמנפיק בנק ישראל, המודדת את הסיכון שהשוק מייחס לשער החליפין המקומי, והיא גבוהה מאשר ביוני 2002. גם פרמיית הסיכון שהשווקים הבין-לאומיים מייחסים למשק הישראלי נשארה גבוהה.

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

תכנית מוניטרית לחודש אפריל 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש אפריל לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.2 אחוזים לרמה של 8.7 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר כי בשבועות האחרונים ירדו הציפיות לאינפלציה לשנה ולשנתיים ואילך, הנגזרות משוק ההון, אם כי הן עדיין נמצאות מעבר ליעד שקבעה הממשלה. כמו כן נרשמה ירידה בהערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה בשנה הקרובה והיא נמצאת בתחום היעד, וגם המודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על האפשרות להשגת יעד יציבות המחירים תוך הפחתה מסוימת בשיעור הריבית.

בנוסף לכך, הייסוף בשער החליפין וירידת הריביות לטווח ארוך מצביעים כנראה על ציפייה מצד הציבור לאימוץ צעדי המדיניות המוצעים לממשלה ע"י משרד האוצר. על רקע רמת הפעילות הממותנת, ניתן להפחית בשלב זה, את ריבית בנק ישראל, אך חשוב לזכור כי המשק שרוי עדיין באי-ודאות רבה עקב הקשיים שעלולים להתעורר ביישום המדיניות התקציבית, המשך המיתון העולמי, התמשכות האינפלציה והשלכות של המלחמה בעיראק על השווקים הפיננסיים, על הפעילות במשק ועל ההתפתחויות באזור.

בבנק ישראל מציינים כי בשבועות האחרונים ירדו התשואות על איגרות החוב הלא צמודות ל-10 שנים לפחות מ-11 אחוזים (לעומת שיא של קרוב ל-12 אחוזים), והתשואות על איגרות החוב הצמודות לאותו טווח ירדו לכ-5.5 אחוזים (לעומת קרוב לשיא של 6 אחוזים), ונראה כי התפתחות זו מבטאת אימון מצד הציבור לשיפור במצב הפיסקלי בעקבות ההמלצות שהוגשו בתכנית הכלכלית, לצד הפחתה אפשרית בגורמי אי-הוודאות שנמנו לעיל. יחד עם זאת, חשוב שהצעדים הננקטים יעלו בקנה אחד עם תוואי יורד של גרעון בתקציב, על פי החלטת הממשלה מ-2002, שיתבטא בעצירת העליה וחזרה למסלול של ירידה במשקל החוב בתוצר, כדי שהשיפור יהיה בעל אופי מתמיד. מדיניות זו היא תנאי הכרחי לזמינות מקורות החסכון הפרטי להשקעות ולאשראי במשק, לשמירה על הדירוג של ישראל בשווקים הבינלאומיים, להמשך הירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה - לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובה לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה. חשוב להדגיש כי אימוץ רפורמות בעלות השלכות ארוכות טווח, כדוגמת הרפורמות בשוק העבודה ובחסכון לפנסיה, חיוני ליצירת תשתית לחידוש הצמיחה במשק, כאשר התנאים החיצוניים יאפשרו זאת. בבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, תוך שמירה על היציבות, תלוי במידה רבה באימון הציבור במשמעת התקציבית, לשנה זו ולטווח הבינוני, הדרושה גם לחיזוק המערכת הפיננסית. עוד אמרו בבנק ישראל כי תכנית עבודה אמينة לפיתוח התשתיות במשק, תוך שיפור המבנה התחרותי של הענף, הינה תנאי הכרחי לעצירת תהליך התכווצות המשק ולחזרה למסלול של צמיחה.

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

תכנית מוניטרית לחודש מאי 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש מאי לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.3 אחוזים לרמה של 8.4 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר כי בחודשים האחרונים ירדו ציפיות הציבור לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, והן נמצאות כעת במרכז תחום יעד האינפלציה שקבעה הממשלה, בשיעור של כ-2 אחוזים. הציפיות לאינפלציה לשנה השניה ואילך ירדו אף הן בכ-1%, אך מרביתן נמצאות עדיין מעבר ליעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה ירדו גם כן והן קרובות לגבול התחתון של היעד; בנוסף המודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את היעד של יציבות מחירים תוך הפחתת הריבית לטווח קצר. נראה כי הרגיעה בשווקים, שהתבטאה בייסוף של שער החליפין של השקל ובירידה בשערי הריביות הלא צמודות לטווח ארוך בלמעלה מאחוז, מוסברת בעיקר בהקטנת אי-הוודאות בעקבות סיומה המהיר של המלחמה בעיראק והתקדמות בקבלת הערבויות מממשלת ארצות-הברית. עם זאת, נותרו עדיין גורמי אי-וודאות כבדי משקל עקב הקשיים המתעוררים ביישום המדיניות התקציבית וההערכה כי הגרעון השנה ובשנים הבאות יהיה גבוה מהתוואי אשר נקבע על הממשלה, ולכן מתחייבת זהירות רבה יותר במדיניות הריבית.

בבנק ישראל מציינים כי קיימת אי בהירות רבה לגבי מידת היישום של החלטות הממשלה באשר לגובה הקיצוץ התקציבי. מסתמנת ארעיות בקיצוץ חלק מסעיפי התקציב ונותרו וסימני שאלה רבים ביחס להתכנסות לתוואי יורד של גרעון בתקציב ובמשקל החוב הממשלתי בתוצר. עוד מדגישים בבנק ישראל כי משמעת תקציבית היא תנאי הכרחי ליכולת להעביר מקורות מהחסכון הפרטי להשקעות ולאשראי במשק, לשמירה על הדירוג של ישראל בשווקים הבינלאומיים, להמשך הירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה - לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובה לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה. בבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, תוך שמירה על יציבות המחירים, תלוי במידה רבה באימון הציבור ביכולתה של הממשלה לקיים משמעת תקציבית, לשנה זו ולטווח הבינוני, הדרושה גם לחיזוק המערכת הפיננסית. יצויין עוד כי יציבות מחירים מתבטאת, בין השאר, בתנודתיות נמוכה יחסית של המדדים החודשיים, דבר שאינו מאפיין עדיין את המשק הישראלי.

בבנק ישראל מציינים כי בשוק מטבע חוץ ניכרת רגיעה עם הסיום המהיר של המלחמה בעיראק, והיא מתבטאת בייסוף בשער החליפין בשעורים של כ-2.6 אחוזים בחודש מארס וקרוב ל-2 אחוזים במהלך חודש אפריל (רמתו דומה לזו של הרבעון הראשון של שנת 2002),

ובירידה בסיכון שער החליפין כפי שנרשמה לאחרונה בסטיית התקן, כפי שנמדדת במחירי האופציות שמנפיק בנק ישראל, לרמה של פחות מ-8 אחוזים, לעומת קרוב ל-10 אחוזים לפני כחודשיים. גם פרמיית הסיכון שהשווקים מייחסים למשק הישראלי ירדה עם סיום המלחמה בעיראק: הפער בשערי הריבית בין איגרות החוב של ממשלת ישראל הנסחרות בחו"ל לבין אלו של ממשלת ארצות הברית ירד בלמעלה מ-50 נקודות בסיס ושעור הפרמיה עומד כיום על 1.0 אחוז לטווח של חצי שנה וכ-1.4 אחוזים ל-10 שנים, לעומת 1.6% ו-2.0%, בהתאמה, בחודש שעבר.

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

תכנית מוניטרית לחודש יוני 2003

בנק ישראל הודיע על תכניתו המוניטרית לחודש יוני לפיה תופחת ריבית בנק ישראל ב-0.4 אחוזים לרמה של 8.0 אחוזים.

מבנק ישראל נמסר כי בחודשים האחרונים נמשכת הירידה בציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, והן נמצאות סמוך לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים שקבעה הממשלה (1 עד 3 אחוזים). הציפיות לאינפלציה לשנה השניה ואילך המשיכו אף הן לרדת ובמרבית השנים הן נמצאות כיום בתחום היעד. הערכות החזאים הפרטיים לאינפלציה לשנה קדימה נמצאות בתחום שבין 1 ל-2 אחוזים, ומודלים שפותחו בבנק ישראל מצביעים על האפשרות להשיג את יעד האינפלציה לשנה הנוכחית ולשנה הבאה, תוך המשך הפחתת הריבית של בנק ישראל. ירידת הסיכון התבטאה בשווקים בהתחזקות השקל בחודשים האחרונים, ובהמשך הירידה בשערי הריבית על איגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות לטווח ארוך, לרמה של כ-8.5 אחוזים לעומת השיא של כ-11.7 אחוזים שנרשם בפברואר השנה. התפתחויות אלו מוסברות בעיקר בהקטנת אי-הוודאות הפוליטית האזורית עם סיום המלחמה בעיראק, ובאישור הערבויות מממשלת ארצות-הברית. עם זאת קיימת עדיין אי ודאות באשר להשלכות של יישום התכנית הכלכלית, ויש חשש כי למרות קיצוצי התקציב, הגרעון השנה ובשנים הבאות יהיה גבוה מהתוואי אשר נקבע על ידי הממשלה. חשש זה, אם יתממש, לא יאפשר לריבית לטווח ארוך למצות את פוטנציאל הירידה שלה, הנדרש כדי לעודד השקעות וצמיחה במשק.

בבנק ישראל מציינים כי, אמנם, התכנית הכלכלית עוצרת את הידרדרות המצב הפיסקאלי, אך על רקע הארעיות בקיצוץ חלק מסעיפי התקציב, וההשלמה עם גרעון ממשלתי של כ-5% מהתוצר לשנת 2003, אין היא מבטיחה התכנסות לתוואי יורד של הגרעון ומשקל החוב בתוצר, ואינה עומדת כיום בהחלטת הממשלה לדבוק בתוואי יורד של הגרעון משיעור של 3% ב-2003 לשיעור של 1% בשנת 2007. על הממשלה, איפא, בתכנון תקציבה לשנת 2004, לחזור ליעדי הגרעון שנקבעו ולתוואי יורד של יחס החוב לתוצר. בבנק ישראל מדגישים כי משמעת תקציבית היא תנאי הכרחי ליכולת להעביר מקורות מהחסכון הפרטי להשקעות ולאשראי במשק, להמשך הירידה בריבית לטווח ארוך על איגרות החוב הממשלתיות, ובעקבותיה - לירידת הריבית על האשראי להשקעות ולמשכנתאות, החשובה לחידוש הצמיחה ולעידוד התעסוקה. בבנק ישראל מציינים את חשיבותם של רפורמות מבניות שאמצה הממשלה אשר יישומם יכול לתרום לצמיחת המשק. בהקשר זה, הרפורמה שאומצה בפנסיה, המפנה את קרנות הפנסיה להשקעה בשוק ההון במטרה לעודד את ההשקעות והצמיחה, לא תוכל להשיג מטרה זו אם לא יהיה צמצום בגרעון הממשלה, שיאפשר הפניית מקורות למימון ההשקעות של הסקטור הפרטי. בבנק ישראל מסבירים כי המשך הורדת הריבית לטווח קצר, תוך שמירה על יציבות המחירים, תלוי במידה רבה ביכולתה של הממשלה לקיים משמעת תקציבית, לשנה זו ולטווח הבינוני, הדרושה גם לחיזוק המערכת הפיננסית.

בבנק ישראל מבהירים כי הבנק עוקב אחרי התפתחות שער החליפין, ובמיוחד בוחן את השלכותיו על קצב האינפלציה, אך מזכירים כי שער החליפין, ברמה כזו או אחרת, מגמתו או התנודתיות בו, אינם מהווים, כשלעצמם, מטרה למדיניות המוניטרית. יתר על כן, רמת התפקוד הגבוהה של שוק מטבע החוץ מעודדת פיתוח מכשירים פיננסיים המספקים הגנה מפני סיכון שער החליפין, ולכן מאפשרת כיום לחברות ופרטים להתגונן טוב יותר מפני הסיכונים הכרוכים בתנודתיות הטבעית של השוק. מגמה זו של גידור הסיכונים מתנודתיות שער החליפין אכן ניכרת בהתנהגותו של המיגזר העסקי, והיצואנים בכלל זה, בשנים האחרונות.

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

תכנית מוניטרית לחודש יולי 2003

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

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

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

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

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

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

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

לוח נ"2-1:

השינויים בשיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים בישראל ובארה"ב

פער הריבית בין השקל לדולר**	ארה"ב	ישראל*	
רמת הריבית (אחוזים במונחים שנתיים)			
8.8	4.75	13.5	דצמבר 1998
5.7	5.5	11.2	דצמבר 1999
1.7	6.5	8.2	דצמבר 2000
4.05	1.75	5.8	דצמבר 2001
7.85	1.25	9.1	דצמבר 2002
השינוי בריבית (בנקודות אחוז)			
2.65	-	0.0	אפריל 2002
2.85	-	0.2	מאי
5.35	-	2.5	יוני
7.35	-	2.0	יולי
7.35	-	0.0	אוגוסט
7.35	-	0.0	ספטמבר
7.35	-	0.0	אוקטובר
7.85	-0.50	0.0	נובמבר
7.85	-	0.0	דצמבר
7.65	-	-0.2	ינואר 2003
7.65	-	0.0	פברואר
7.65	-	0.0	מארס
7.45	-	-0.2	אפריל
7.15	-	-0.3	מאי
6.75	-	-0.4	יוני
-	-	-0.5	יולי
רמת הריבית (אחוזים במונחים שנתיים)			
2.65	1.75	4.4	אפריל 2002
2.85	1.75	4.6	מאי
5.35	1.75	7.1	יוני
7.35	1.75	9.1	יולי
7.35	1.75	9.1	אוגוסט
7.35	1.75	9.1	ספטמבר
7.35	1.75	9.1	אוקטובר
7.85	1.25	9.1	נובמבר
7.85	1.25	9.1	דצמבר
7.65	1.25	8.9	ינואר 2003
7.65	1.25	8.9	פברואר
7.65	1.25	8.9	מארס
7.45	1.25	8.7	אפריל
7.15	1.25	8.4	מאי
6.75	***1.25	8.0	יוני
-	-	7.5	יולי

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

** השוואת פערי הריבית מחייבת התייחסות של המשקיעים והלווים גם לסיכון הפיננסי של המשק הישראלי, הנע עתה - עפ"י שוקי ההון בעולם - בין 1.00% (לחצי שנה) ל-1.30% (ל-10 שנים), ירידה של 0.30% - 0.20%, בהתאמה, בחודש האחרון (נתונים מעודכנים). ראוי לציין, כי פרמיית הסיכון מתאפיינת בתנודתיות, מסיבות שמקורן במשק הישראלי, אבל גם מהתפתחויות בשווקים הפיננסיים בעולם ומשינויים במידת הסחירות בשווקים אלו.

***ב-25 ביוני צפויה להתכנס "ועדת השוק הפתוח" של הבנק המרכזי בארה"ב לדיון הרגיל על מדיניות הריבית. ריבית הבנק המרכזי בארה"ב עומדת היום, לפני דיון זה, על 1.25%