



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2013

שבט התשע"ד - ינואר 2014

40

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

במידה שיהיו תיקונים לסקירה, הם יתפרסמו באתר של בנק ישראל : www.bankisrael.org.il

מס' קטלוגי: 601770

נדפס בדפוס סקורפיו, ירושלים

התוכן

5	תקציר
7	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
13	ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל
16	ג. ההתפתחויות הפיננסיות
18	ד. המדיניות הפיסקלית
18	ה. שער החליפין
19	ו. האינפלציה
22	ז. שוק הדיור
23	תיבה : מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית : מטרות ואמצעים
27	2. המדיניות המוניטרית ויישומה
36	נספחים

סעיף 55 (א) של חוק בנק ישראל התשי"ע (2010) מסדיר את פרסומו של דוח זה, והוא מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח כולל סקירה של ההתפתחויות בתחום יציבות המחירים ובמשק בתקופה שהדוח מתייחס אליה. כמו כן הוא כולל סקירה של המדיניות הנדרשת, לדעת הוועדה, כדי לשמור על האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את המטרות האחרות של מדיניותה הכלכלית של הממשלה.

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של שנת 2013 הוכן ע"י כלכלני חטיבת המחקר בהנחיית הוועדה המוניתרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניתרית. דוח זה מתבסס על נתונים שפורסמו עד ה-27.1.2014, תאריך ההחלטה על הריבית לפברואר 2014.

- המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית:** במחצית הנסקרת הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית לאוקטובר ב-0.25 נקודת אחוז, מ-1.25 אחוז ל-1 אחוז, לאחר שבמחצית הראשונה של השנה הופחתה הריבית בשיעור מצטבר של 0.75 נקודת אחוז. בספטמבר, אוקטובר ודצמבר רכש בנק ישראל מט"ח בעסקאות המרה במסגרת מדיניות ההתערבות בשוק המט"ח, וזאת נוסף על רכישות המט"ח במסגרת התוכנית שהבנק הכריז עליה במאי ואשר נועדה לקזז את השפעת היתר של תחילת הפקת הגז על שער החליפין. באוגוסט פרסם המפקח על הבנקים הגבלות על מתן הלוואות לדיור; הן נכנסו לתוקף בספטמבר (ולתחולה מלאה בנובמבר) וחלות על שיעור ההחזר מן ההכנסה, על חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה, ועל התקופה הסופית לפירעון ההלוואה; הוראות אלה מפחיתות את הסיכון המקרו-יציבותי, וכמו כן הן ממתנות את התמסורת בין הריבית המוניטרית לביקוש למשכנתאות וכך אפשרו גמישות רבה יותר בהחלטות על גובה הריבית.
- האינפלציה והציפיות לאינפלציה:** מדד המחירים לצרכן עלה בתקופה הנסקרת ב-0.5 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה בכ-0.7 אחוז – קצב עלייה שנתי נמוך במעט מאמצע הטווח של יעד האינפלציה. במשך רוב השנה, המחצית הנסקרת בכלל זה, האינפלציה בפועל (ב-12 החודשים האחרונים) נמצאה מעט מתחת לאמצע יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לשנה שסיפקו המקורות השונים ירדו במהלך התקופה הנסקרת לרמה של כ-1.6 אחוז.
- שוק הדיור:** מחירי הדירות המשיכו לעלות, וב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר עלו המחירים ב-8 אחוזים, בדומה לשיעור העלייה השנתי (כלומר בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים) שנראה בכל אחד מעשרת החודשים האחרונים. כמו כן, הן מספר העסקאות והן היקף המשכנתאות התייצבו ברמה גבוהה. על מנת להפחית את הסיכון המקרו-יציבותי הנובע מהתפתחויות אלו, המפקח על הבנקים הטיל באוגוסט הגבלות נוספות על מתן אשראי לדיור.
- הפעילות הריאלית המקומית:** קצב הגידול בתוצר המקומי הוסיף להיות מתון, בדומה לשנתיים האחרונות. הקיפאון ביצוא נמשך, בעיקר בשל הביקושים הנמוכים בשוק העולמי אך גם על רקע הייסוף המתמשך של השקל במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. מנגד, הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית, וכן תחילת הפקתו של הגז, תמכו בהמשך הגידול בצמיחה. אף על פי שהצמיחה הוסיפה להיות מתונה, שיעור האבטלה המשיך לרדת, תוך גידול בהיקף המשרות בשירותים הציבוריים.
- הסביבה העולמית:** במהלך התקופה הנסקרת הוסיפה הפעילות הריאלית העולמית להיות ממותנת ותחזיות הצמיחה ל-2014 המשיכו להתעדכן כלפי מטה, אך בסוף התקופה נראו סימנים לשיפור מסוים. המדיניות המוניטרית העולמית נותרה מרחיבה מאוד. הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) הוריד את הריבית המוניטרית בנובמבר ב-0.25 נקודת אחוז. הבנק המרכזי האמריקאי (הפדרל ריזרב) הודיע על צמצום הדרגתי (tapering) בהיקף רכישות האג"ח לקראת סוף דצמבר, בשעה שבתחילת התקופה הנסקרת היו הערכות שהצמצום יתחיל כבר בספטמבר, ולצד זאת הוא חזר על המחויבות לשמור על ריבית נמוכה עוד זמן רב. במדינות האירופיות שנקלעו לקשיי מימון נמשכה הירידה בסיכון לחדלות פירעון. המדינות המתעוררות צמחו בקצב איטי מזה שאפיין אותן בשנים האחרונות, תוך שסין מוסיפה להוביל את הצמיחה, ותחזיות הצמיחה לעתיד עודכנו כלפי מטה.
- שער החליפין:** במהלך התקופה הנסקרת התייסף השקל בכ-2.5% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ובכ-4.5% מול הדולר. התיסוף פחת במחצית השנייה, בין השאר בעקבות ההודעה של בנק ישראל על התוכנית לרכוש מט"ח במטרה למתן את ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין.
- השוקים הפיננסיים:** במהלך התקופה הנסקרת עלה מדד ת"א 25 בכ-11 אחוזים והגיע לרמה גבוהה מבחינה היסטורית. השינוי במדד המניות היה במרבית התקופה מתואם עם המגמה בשווקים המפותחים, למעט בחודשים אוגוסט וספטמבר, וזאת ככל הנראה כתוצאה מהעלייה בסיכון הגיאו-פוליטי (השערות לגבי תקיפה אפשרית בסוריה). התשואות על האג"ח הממשלתיות עלו ביוני – בדומה לתשואות בעולם, על רקע הצפי לצמצום ההקלה הכמותית בארה"ב – אך לקראת סוף המחצית הן שבו לרדת. יתרת האשראי למגזר העסקי נותרה יציבה. מנגד, יתרת האשראי למשקי הבית עלתה, ועלייה זו התרחשה ברובה באשראי לדיור. המרווחים בשוק האג"ח הקונצרניות המשיכו לרדת ויתרת האג"ח הסחירות אפילו ירדה מעט, בעקבות גיוס הון שלילי והסדרי החוב המתגבשים. רק בענף הנדל"ן היקף הגיוסים נטו היה חיובי.

- **המדיניות הפיסקלית:** בתחילת התקופה הנסקרת הועלה יעד הגירעון של הממשלה במסגרת אישור התקציב, ובמהלך התקופה ההערכה הייתה כי הגירעון שיירשם בסוף 2013 יהיה נמוך מהתקרה של 4.65 אחוזי תוצר שנקבעה בעת אישור התקציב. בהתחשב בכך הממשלה החליטה, בסוף נובמבר, לבטל את התוכנית להעלות את מס ההכנסה בתחילת 2014, ובמקביל לכך להפחית את ההוצאה המתוכננת לשנת 2014 בסעיף הרזרבה והריבית. הפער בין הגירעון לתקרה נבע בעיקר מצמצום של הגידול בהוצאות, יחסית לגידול שאושר, ומתקבולי מסים חד-פעמיים.
- **התחזית:** לפי התחזית שערכה חטיבת המחקר בסוף דצמבר 2013, האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפויה להימצא במרכזו של טווח היעד. ריבית בנק ישראל צפויה להיוותר ברמתה הנוכחית עד למחצית השנייה של 2014, וברבעון האחרון של 2014 היא צפויה לעמוד על 1.25 אחוזים. צמיחת התוצר ב-2013 צפויה לעמוד על 3.5 אחוזים (ועל 2.6 אחוזים בניכוי ההשפעה של הפקת הגז מקידוח "תמר"). תחזית צמיחה זו דומה לתחזית הצמיחה בתחזית הקודמת של חטיבת המחקר (מספטמבר). התחזית לגבי צמיחת התוצר ב-2014 וב-2015, בניכוי התרומה של הפקת הגז, התעדכנה כלפי מעלה תוך עדכון כלפי מעלה של הצריכה הפרטית והיצוא, וזאת כתוצאה משיפור בהערכות לגבי הצמיחה העולמית ומביטול התוכנית להעלות את מס ההכנסה בתחילת 2014.

הגורמים ברקע החלטות על המדיניות המוניטרית

על פי חוק בנק ישראל (התשי"ע-2010), לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי; יציבות זו נקבעה כשיעור אינפלציה שנתי בתחום של 1%—3%, (2) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה, ו- (3) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים.

כדי להשיג יעדים אלה מפעילה הוועדה המוניטרית בשנים האחרונות כמה כלים, ובראשם – החלטה חודשית על רמת הריבית המתאימה לטווח קצר; נוסף על כך בנק ישראל מתערב מדי פעם בשוק המט"ח; המפקח על הבנקים מפעיל כלים מקרו-יציבותיים.

ארבע סוגיות והתפתחויות מרכזיות עמדו ברקע החלטות של הוועדה:

(1) סביבת האינפלציה המשיכה להיות מתונה, והדבר השתקף במדדים נמוכים ובירידת הציפיות לאינפלציה; **(2) הצמיחה במשק הוסיפה להיות מתונה**, כתוצאה משילוב של התרחבות הצריכה הציבורית והפרטית ושל קיפאון ביצוא, על רקע המשך הפעילות המתונה בעולם וגם לאור הייסוף המתמשך בשער השקל; **(3) השקל התחזק** על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם, התמתנות החששות הגיאו-פוליטיים, השפעת היתר של תחילת הפקת הגז על שער החליפין, והמשך ההשקעות הישירות במשק; **(4) הסיכונים הגלומים בשוק הדיור**: מחירי הדירות המשיכו לעלות ומספר העסקאות והיקף המשכנתאות נותרו גבוהים.

לנוכח מכלול התפתחויות זה, הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית לחודש אוקטובר ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1 אחוז, ולא שינתה את הריבית בחמשת הדיונים האחרים שהתקיימו בתקופה הנסקרת. לצד החלטה להפחית את הריבית לחודש אוקטובר, בנק ישראל רכש בספטמבר, אוקטובר ודצמבר מט"ח בעסקאות המרה, וזאת נוסף על רכישות המט"ח במסגרת התוכנית שהכריז עליה במאי. באוגוסט ראתה הוועדה לנכון לשוב לקיים בספטמבר דיון על הריבית (ולחזור למתכונת של שתיים עשרה החלטות בשנה), בשל התנודתיות שהייתה צפויה בשווקים הפיננסיים בעקבות ציפיות לכך שהפדרל ריזרב יודיע על הפחתה בהיקף רכישות האג"ח במהלך חודש ספטמבר, וכן בשל התגברות החששות הגיאו-פוליטיים¹. מאחר שהיקף המשכנתאות המשיך לגדול, נמשכה העלייה במחירי הדירות, ועל מנת להפחית את הסיכונים הנשקפים ללווים ולמלווים מהאשראי לדיור, המפקח על הבנקים פרסם באוגוסט הגבלות על מתן הלוואות לדיור. אלה נכנסו לתוקף בספטמבר (ולתחולה מלאה בנובמבר) וחלות על שיעור החזר מן ההכנסה, על חלק ההלוואה שניתן

¹ בחודש פברואר הוועדה החליטה להימנע מהחלטות על גובה הריבית בחודשים שהחגים הראשיים חלים בהם, מפני שבחודשים אלה מתפרסמים רק מעט נתונים רלוונטיים.

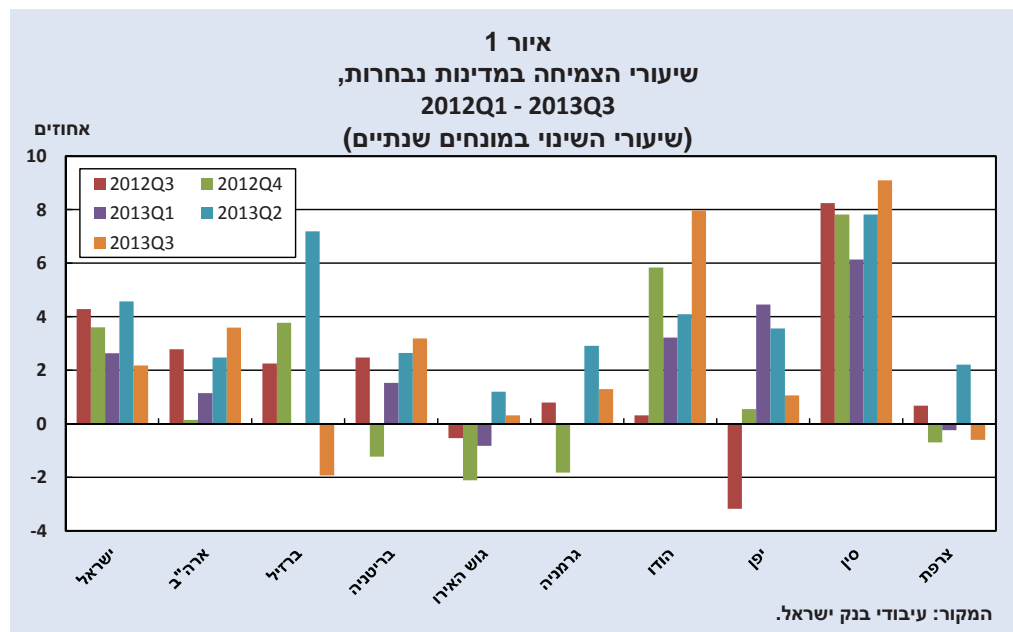
בריבית משתנה, ועל התקופה הסופית לפירעון ההלוואה. להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות שניצבו ברקע החלטותיה של הוועדה המוניטרית בבנק ישראל.

א. הסביבה העולמית

כמשק קטן ופתוח, ישראל מושפעת במידה רבה מההתפתחויות בסביבה העולמית. להתפתחויות אלה יש השלכות ישירות על משתנים מרכזיים בכלכלה המקומית, לרבות רמת הפעילות, היקף היצוא, רמת המחירים והשווקים הפיננסיים.

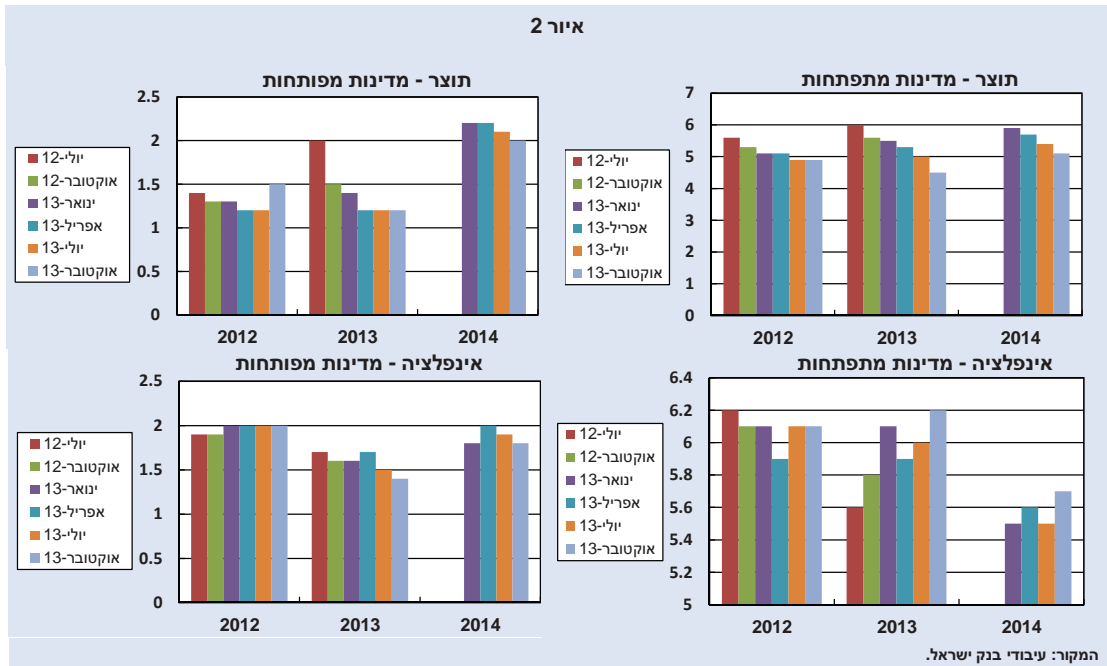
1) הפעילות, המחירים והמדיניות

הפעילות הריאלית העולמית המשיכה להיות ממותנת בתקופה הנסקרת ותחזיות הצמיחה ל-2014 הוסיפו להתעדכן כלפי מטה, אך לקראת סוף המחצית נראו סימנים לשיפור מסוים². באירופה נרשמה צמיחה מתונה ברבעונים השני והשלישי, לאחר שישה רבעונים של צמיחה שלילית. במדינות האירופיות שנקלעו לקשיי מימון נמשכה הירידה בסיכון לחדלות פירעון, לאחר שמדינות אלה ערכו שינויים מבניים והמשיכו לקיים את הריסון הפיסקלי המשמעותי שצמצם את גירעונותיהן. יחד עם זאת, האבטלה בגוש האירו נותרה גבוהה, וההיצע של אשראי חדש למגזר הפרטי נותר נמוך. בארה"ב נמשכה ההתאוששות: התוצר המשיך לצמוח,



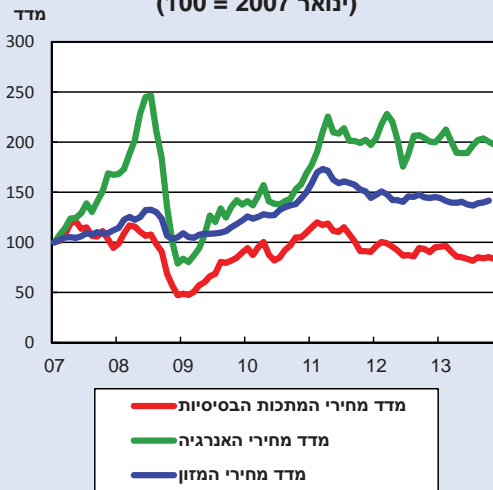
² מבוסס על דוחות ותחזיות של גופים פיננסיים ומוסדות בין-לאומיים כדוגמת קרן המטבע הבין-לאומית.

איור 2



איור 3

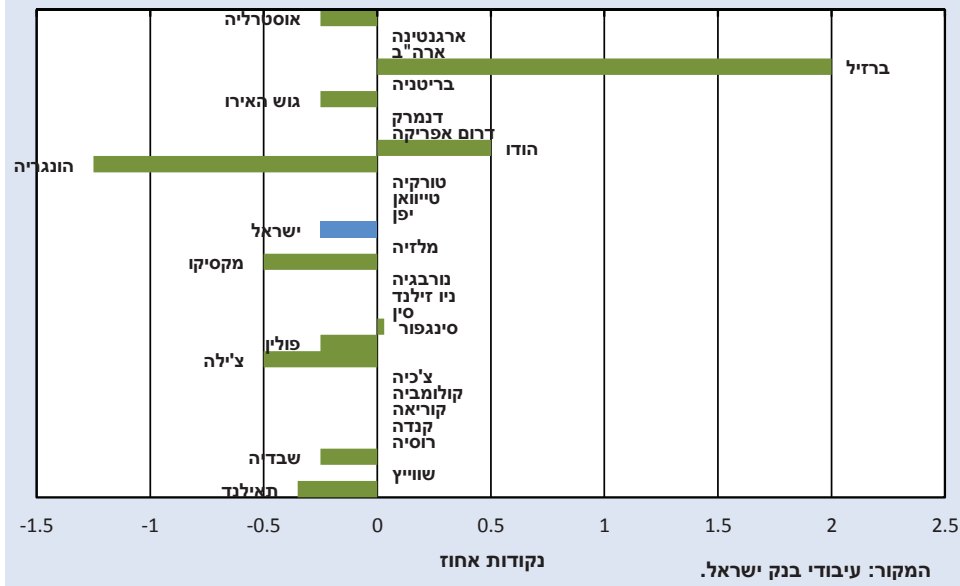
מדדים למחירי המתכות הבסיסיות,
האנרגיה והמזון,
ינואר 2007 עד נובמבר 2013
(ינואר 2007 = 100)



אם כי בקצב מתון, והאבטלה הוסיפה להתכווץ. הסיכון להתאוששות העולמית נבע בתקופה הנסקרת מהמשך הרעה במדינות המתעוררות. קצבי הצמיחה במדינות אלה היו נמוכים מקצבי הצמיחה שאפיינו אותן בשנים האחרונות, והתחזיות לשנה הבאה המשיכו להתעדכן כלפי מטה. הרעה זו נבעה הן מהפעילות העולמית הממותנת והן מבעיות מבניות במדינות אלו.

על רקע המשך הפעילות העולמית הממותנת הוסיפה סביבת האינפלציה להיות ממותנת גם כן (איור 3), והמדיניות המוניטרית במשקים המרכזיים נותרה מרחיבה מאוד. מאחר שהפעילות העולמית המשיכה להפגין חולשה, הריבית במשקים המרכזיים נותרה נמוכה, להוציא מספר מצומצם של משקים שנקלעו לסביבת אינפלציה גבוהה (איור 4). הבנק המרכזי האמריקאי המשיך לרכוש אג"ח בהיקף של 85 מיליארד דולר לחודש, ולמרות הציפיות שיצמצם (tapering) את הכמות כבר בספטמבר, רק ב-18 בדצמבר הוא הודיע על צמצום של 10 מיליארדי דולר לחודש, החל מראשית ינואר; לצד זאת הבנק חזר על המחויבות להותיר את הריבית ברמה נמוכה עוד זמן רב. הבנק המרכזי האירופי הוריד בנובמבר את הריבית ב-0.25 והכריז כי זו תישאר נמוכה לאורך זמן.

איור 4
שינויים בריביות הבנקים המרכזיים,
יולי 2013 עד דצמבר 2013



המדינות המפותחות

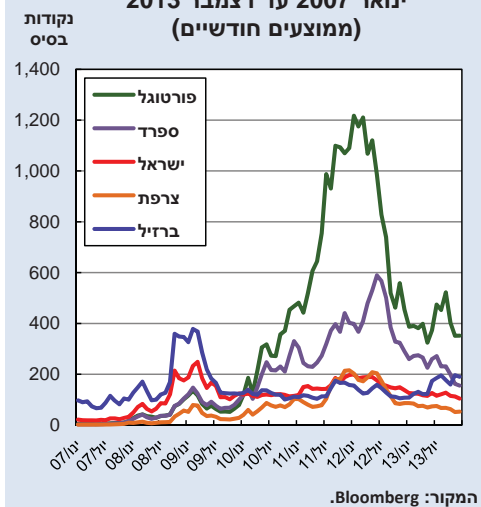
גוש האירו

אירופה שבה לצמיחה חיובית, אם כי מתונה, ברבעונים השני והשלישי של 2013, לאחר שישה רבעונים של צמיחה שלילית. אף על פי כן האבטלה בגוש האירו נותרה גבוהה והיא עומדת על כ-12 אחוזים, תוך ששיעורה בקרב צעירים מוסיף להיות גבוה בהרבה. קצב הצמיחה באירופה המשיך להתאפיין בשונות גבוהה בין המדינות, וגרמניה הוסיפה להוביל.

רמת הפעילות נשארה נמוכה והאבטלה – גבוהה, בין היתר מפני שהמדינות שנקלעו למשבר חוב המשיכו לנקוט צעדים של ריסון פיסקלי והאשראי הבנקאי למגזר הפרטי הוסיף לרדת. במדינות שנדרשו לבצע קיצוצים נרחבים נמשך השיפור בחשבון השוטף, ירדה עלות העבודה ליחידת תוצר, ונרשמה ירידה ביחס החוב לתוצר ובגירעון התקציבי. יתר על כן, בחלק מהמדינות נרשמה עלייה ביצוא, ובספרד אף נרשמה ברבעון השלישי צמיחה חיובית לאחר שנתיים של צמיחה שלילית. מגמות אלו הביאו לכך שהסיכון למשבר חוב ירד משמעותית (איור 5).

אף על פי כן הצמיחה באירופה נותרה שברירית. האינפלציה בפועל הייתה במהלך התקופה נמוכה, עדות לכך שהביקושים נותרו חלשים והפעילות הריאלית – נמוכה. כמו כן, צרפת נכנסה במפתיע למיתון ברבעון השלישי, וסוכנות הדירוג S&P הפחיתה בנובמבר את דירוג האשראי שלה (לקראת סוף דצמבר היא הפחיתה גם את הדירוג של גוש האירו). לבסוף, האירו התחזק מול הדולר במהלך המחצית השנייה, והדבר עורר חששות לפגיעה

איור 5
מרווחי CDS במדינות שונות,
ינואר 2007 עד דצמבר 2013
(ממוצעים חודשיים)



ביצוא. לנוכח אלה הוריד ה-ECB את הריבית בנובמבר ל-0.25 אחוז – רמה נמוכה מבחינה היסטורית.

ארה"ב

הפעילות בארה"ב הוסיפה להתאושש במהלך התקופה הנסקרת. התוצר המשיך לגדול ומגמת הירידה באבטלה נותרה בעינה. חלק הארי בתוצר של ארה"ב מורכב מהצריכה הפרטית, וזו ממשיכה להישען על הריביות הנמוכות ועל כך שמחירי הדירות והמניות המשיכו לעלות.

השיפור בפעילות החל כבר במחצית הראשונה של 2013, והדבר הוביל את יו"ר הפדרל ריזרב להכריז בסוף מאי כי במידה שהשיפור יתמיד, הבנק יפחית את היקפה של רכישת האג"ח. בעקבות ההודעה עלתה התנודתיות בשווקים הפיננסיים ותשואות האג"ח בארה"ב עלו באופן ניכר, תוך ציפייה לכך שהיקף הרכישות יקטן כבר בספטמבר. ציפייה זו לא התממשה בסופו של דבר, והפדרל ריזרב המשיך לרכוש אג"ח במתכונת הרגילה כתוצאה מהעלייה בריבית על המשכנתאות (בעקבות העלייה בתשואות), מהשיעור הנמוך של ההשתתפות בכוח העבודה (שיעור זה הגיע לשפל היסטורי), ומרמתו הנמוכה של מדד ביטחון הצרכנים. במהלך אוקטובר הושבת לזמן מה חלק ניכר מהממשלה הפדרלית מפני שלא אישרו את התקציב ל-2014, והתעורר חשש שההשבתה תפגע בצמיחה ותעמיק את הפגיעה בביטחון הצרכנים. התפתחות זו, ועמה העובדה שהריביות על המשכנתאות התייצבו ברמות גבוהות, עוררו חשש לפגיעה בהתאוששות בשוק הדיור. לכן הפדרל ריזרב המשיך לרכוש אג"ח כרגיל במחצית הנסקרת. ב-18 בדצמבר החליט הפדרל ריזרב לצמצם את היקף הרכישות לרמה של 75 מיליארד דולר בחודש, החל מינואר, מכיוון שהשיפור בשוק העבודה התמיד; אך הוא הודיע כי הריבית המונית תיוותר נמוכה עוד זמן רב יחסית.

יפן

התוצר היפני הוסיף לצמוח בתקופה הנסקרת, בהמשך למגמה שאפיינה אותו מאז תחילת השנה. זאת על רקע מדיניות "שלושת החיצים" שנקט ראש הממשלה החל מינואר 2013, עם בחירתה של ממשלה חדשה. מדיניות זו נועדה לעודד את הצמיחה, והיא מורכבת מהגדלת ההוצאה הציבורית במטרה להאיץ את הכלכלה, מהרחבה מוניטרית במטרה לגרום לפיחות בן ולעודד צריכה, ומרפורמות מבניות שיאפשרו ויעודדו צמיחה. נוסף על כך הייתה לתוכנית עוד מטרה – היינו להעלות את האינפלציה, לאחר שב-2012 נמשכה הדפלציה במחירים. האינפלציה אכן עלתה במרוצת התקופה הנסקרת, במקביל לעלייה בציפיות לאינפלציה שהתרחשה ברבעון האחרון של השנה. יחד עם זאת, על פי קרן המטבע הבין-לאומית, בסוף 2013 יעמוד יחס החוב-תוצר של יפן על 244 אחוזים – רמה גבוהה שמגדילה את סיכון החוב של המדינה³.

³ ראו IMF World Economic Outlook, April 2013.

המדינות המתעוררות

המדינות המתעוררות צמחו בתקופה הנסקרת בקצב איטי מזה שאפיין אותן בשנים האחרונות, תוך שהן מציגות שונות ניכרת וסין מובילה; התחזיות לגבי הצמיחה בעתיד עודכנו כלפי מטה (איור 2). למדינות המתעוררות יש תרומה חשובה לצמיחה העולמית, בין השאר הודות לתרומתן לסחר העולמי. חלק מהפגיעה בצמיחתן אמנם קשור במשבר העולמי, אך חלק אחר קשור לבעיות מבניות שקיימות בהן.

הכלכלה הסינית צמחה ברבעונים השני והשלישי ב-7.8 וב-9 אחוזים, בהתאמה – נמוך מהקצב שאפיין אותה בשנים האחרונות. חלק ניכר מהצמיחה בעבר היה מבוסס על יצוא, על היקף השקעות גבוה ועל הגירת עובדים מהכפר למפעלים עירוניים. ככל הנראה, מודל צמיחה זה מיצה את עצמו. על רקע התפתחויות אלו מנסה הממשלה לקדם רפורמות מבניות על מנת לעבור לצמיחה בת קיימא בעתיד. אלה כוללות בין השאר רפורמות בשווקים הפיננסיים ורפורמות לשינוי המצב הדמוגרפי, במטרה לפתח כלכלה מוטת צריכה ושירותים.

ברזיל נרשמה ברבעון השלישי צמיחה שלילית בשיעור של 1.9 אחוזים במונחים שנתיים. ההשקעות ברזיל נמוכות והגירעון התקציבי גבוה עקב מדיניות פיסקלית מרחיבה, והדבר העלה לרמות גבוהות את הציפיות לאינפלציה ואת האינפלציה בפועל. התפתחויות אלו מצדן הובילו את סוכנות הדירוג מודייס להוריד את תחזית הדירוג של ברזיל מ"חיובי" ל"יציב".

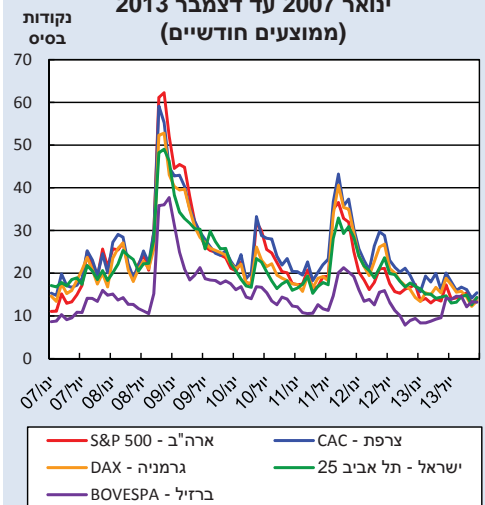
בהודו צפויים ב-2013 שיעורי הצמיחה הנמוכים ביותר זה עשור. המשק ההודי סובל מבעיות מבניות שפוגעות בביצועי הכלכלה, ביניהן חסמים ביורוקרטיים, פריון נמוך, עודף רגולציה ותשתיות מפגרות. נוסף על כך סובלת הודו מגירעון בחשבון השוטר.

(2) השווקים הפיננסיים

התנודתיות בשווקים הפיננסיים התגברה בתקופה הנסקרת. אף על פי שהפעילות הריאלית העולמית ממותנת, מחירי המניות האמירו בשווקים המפותחים, אך בשווקים המתעוררים הם נותרו כמעט ללא שינוי. ההתפתחות במהלך התקופה הנסקרת לא הייתה אחידה, וניתן לחלקה לשתי תקופות משנה משמעותיות: (1) התגובה לדברים שיו"ר הפדרל ריזרב נשא בסוף מאי בנוגע לאפשרות שהבנק יפחית את היקפן של רכישות האג"ח הממשלתיות, ו- (2) ההודעות שהפדרל ריזרב מסר בספטמבר ובאוקטובר על כך שבחודשים אלה הבנק יוסיף לרכוש אג"ח כרגיל. אחרי ההודעה הראשונה עלו תשואות האג"ח הארוכות של המשקים בעולם, והן הגיעו לשיא לקראת הדיון שהפדרל ריזרב קיים באמצע ספטמבר (איור 7)⁴. כמו כן, שערי המניות, שהתאפיינו עד אז במגמת עלייה, הגיבו בירידות (איור 8). נראה כי תגובה זו ביטאה הן ציפיות לעליות ריבית עתידיות,

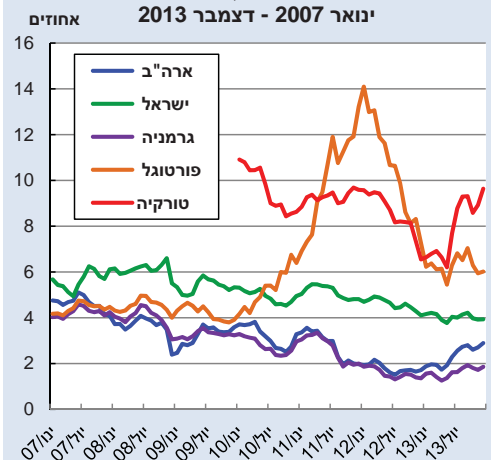
⁴ בתקופה המשתרעת בין ההודעה הראשונה (סוף מאי) לשנייה (אמצע ספטמבר) עלתה תשואת האג"ח של ארה"ב ל-10 שנים בכ-90 נקודות בסיס.

איור 6
מדד לתנודתיות הגלומה בשערי האופציות על מדד המניות (VIX), ינואר 2007 עד דצמבר 2013 (ממוצעים חודשיים)



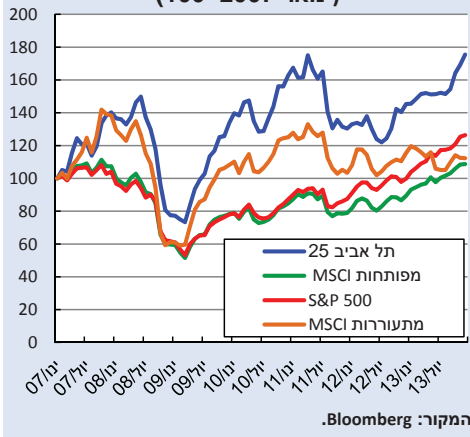
המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 7
התשואות לפדיון לעשר שנים של איגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות, ישראל ומדינות נבחרות, ממוצעים חודשיים ינואר 2007 - דצמבר 2013



המקור: Bloomberg.

איור 8
מדדי מניות בעולם במונחים דולריים,
ממוצעים חודשיים
ינואר 2007 עד דצמבר 2013
(ינואר 2007=100)



לפחות בארה"ב, והן עלייה בהערכת הסיכונים (איור 6). בתקופה שבה הצמיחה העולמית עודנה נמוכה ושברירית, לעלייה זו בריבית ובסיכון היו השפעות שליליות. במדינות המתעוררות למשל יצא הון רב של משקיעים זרים, והתשוואות על האג"ח הממשלתיות עלו בסדרי גודל משמעותיים יותר מאשר בשאר המדינות (איור 7). התפתחויות אלה יצרו סיכון יציבותי למדינות הנידונות, והדבר בא לידי ביטוי גם בעליית מרווחי ה-CDS. ה-ECB מצדו שב והדגיש כי הריבית צפויה להישאר נמוכה לאורך זמן, על מנת לנסות לצמצם את חוסר הוודאות בשווקים האירופים וכך למתן את עוצמתה של העלייה בתשוואות.

בדיונים שהפדרל ריזרב קיים בספטמבר ובאוקטובר הודיע יו"ר הבנק כי אין כוונה לצמצם את היקף הרכישות לפחות עד לפגישה הבאה, שתוכננה לסוף דצמבר. הודעה זו גרמה לירידה ברמות הסיכון בשוק וכן לירידה בתשוואות הארוכות. אף על פי כן התשוואות בהרבה משקים התייצבו ברמות גבוהות מרמותיהן בתחילת התקופה הנסקרת. כמו כן, הביצועים בשוקי המניות היו בתקופה הנסקרת גבוהים במדינות המפותחות, אך במדינות המתעוררות הם נותרו ללא שינוי, על רקע יציאת ההון הזר.

ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל

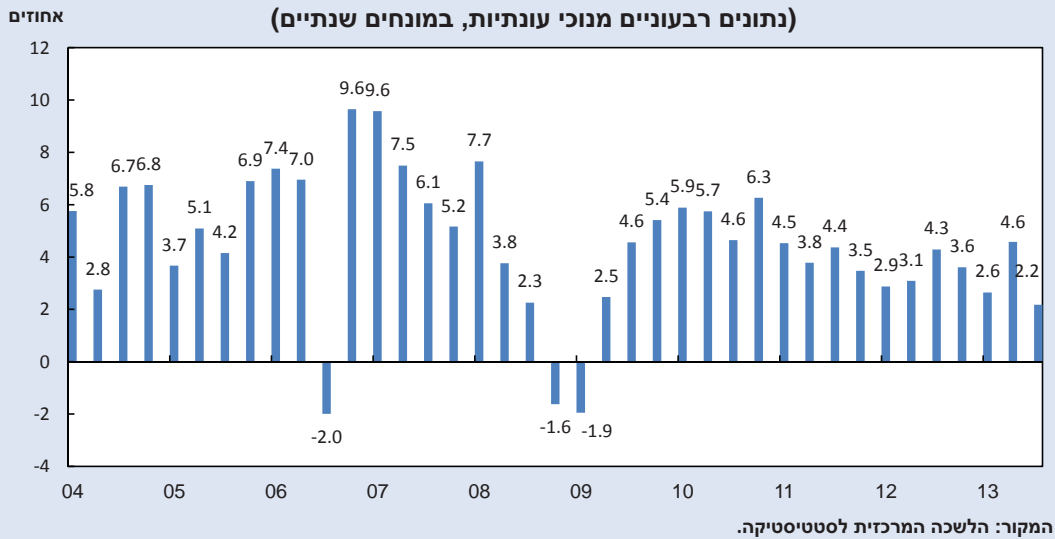
כדי לגבש מדיניות מוניטרית מתאימה מן ההכרח להבין את תמונת המצב הריאלית, הן משום שרמת הפעילות והשינויים בה משפיעים על המחירים, והן משום שהמדיניות נועדה בין השאר לתמוך בצמיחה ובתעסוקה. הערכת מצב המשק בזמן אמת הינה מורכבת, שכן ההערכה נסמכת ברובה על נתונים רבעוניים של החשבונאות הלאומית ועל מגוון רחב של אינדיקטורים חודשיים לרמת הפעילות, ואלה מתפרסמים בפיגור ומתעדכנים לאחור.

נתוני החשבונאות הלאומית בשלושת הרבעונים הראשונים של 2013 הצביעו על כך שהצמיחה מוסיפה להיות מתונה ושיעורה גבוה במעט מ-3 אחוזים במונחים שנתיים, בדומה לקצב הצמיחה שאפיין את המשק בשנתיים האחרונות. נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי הצביעו על האטה בקצב הצמיחה, אך האינדיקטורים האחרונים לפעילות המשק מצביעים על כך שהמשק מוסיף לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות. עם זאת, הצמיחה הושפעה מתחילתה של הפקת הגז, וזוהי השפעה זמנית. חטיבת המחקר העריכה כי הפקת הגז תתרום לגידול התוצר כ-0.9 וכ-0.4 נקודת אחוז בשנים 2013 ו-2014, בהתאמה.

אחד הגורמים שמיתנו את קצב הצמיחה בתקופה הנסקרת הוא המשך הקיפאון שנרשם ביצוא (למעט חברות הזנק ויהלומים) מאז סוף 2010, בעיקר בשל הביקוש העולמי הממותן⁵. להשפעה השלילית של מתינות

⁵ הרחבה על המצב העולמי מתפרסמת בחלק א' של דוח זה.

איור 9
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי
2004Q1 - 2013Q3
(נתונים רבעוניים מנוכי עונתיות, במונחים שנתיים)



הביקושים באיחוד האירופי ובארה"ב – היעדים למרבית היצוא הישראלי – מצטרפת ההשפעה בפיגור שהייתה במחצית הראשונה לייסוף החד בשער החליפין האפקטיבי⁶, משום שגם לכך יש השפעה שלילית על היצוא.

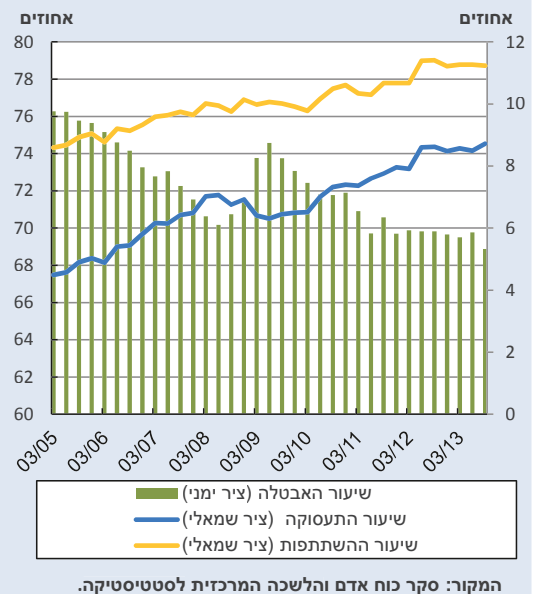
עם הגורמים שתורמו להמשך הצמיחה של המשק בשלושת הרבעונים הראשונים של 2013 – נוסף על תחילת הפקת הגז – ניתן למנות את הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית וההשקעה בנכסים קבועים. הראשונה גדלה ברבעונים השני והשלישי בקצב מהיר מזה שאפיין אותה בשנים האחרונות. ייתכן כי הצריכה הפרטית עלתה כתוצאה מעלייה ב"עושר" הציבור – המשך העלייה במחירי הדירות והמניות⁷.

האינדיקטורים האחרונים לפעילות המשק מצביעים על כך שהמשק מוסיף לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות (על פי הלמ"ס, הצמיחה ב-2013 תעמוד על 3.3 אחוזים), וניכרים סימנים להתאוששות בפעילות לעומת הרבעון השלישי. סימני ההתאוששות נובעים משיפור מתון בפעילות העולמית, שיפור שמובילה ארה"ב, ומנתוני סחר החוץ החודשיים. מהאחרונים עולה כי לקראת סוף הרבעון השלישי ובמהלך הרבעון הרביעי נרשם שיפור לעומת תחילת הרבעון השלישי של השנה.

⁶ כדי לקבל את שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נוטלים את שערי החליפין של השקל מול 28 המטבעות המייצגים את 38 שותפות הסחר העיקריות של ישראל, ומחשבים ממוצע שלהם על פי המשקל שהסחר עם שותפות אלה מהווה בסך סחר החוץ של ישראל. ייסוף חד היה גם בשער החליפין הריאלי.

⁷ לפחות לגבי מחירי הדירות ישנן עדויות אמפיריות. ראו ריבון, סיגל ומיקי קהן "מחירי הדירות והשכירות והשפעתם על הצריכה הפרטית בישראל – ניתוח באמצעות נתונים מיקרו-כלכליים", סקר בנק ישראל 87, נובמבר 2013.

איור 10
שיעור התעסוקה, שיעור האבטלה ושיעור ההשתתפות, נתונים מנוכי עונתיות (בני 25-64, רבעוני, 2005-2013)



לוח 1

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

(נתונים מנוכחי עונתיים, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

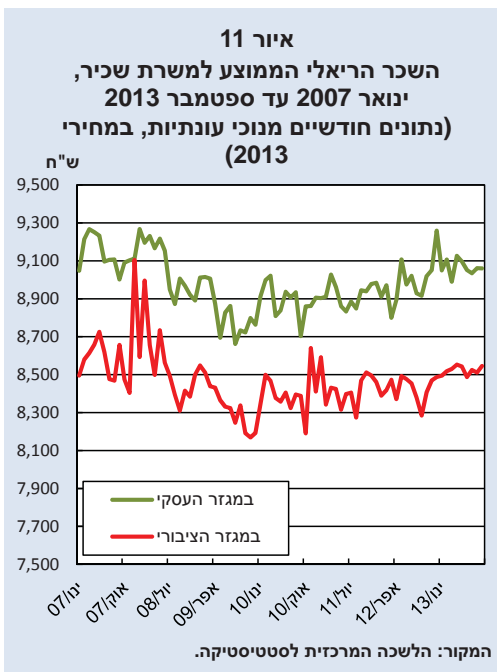
2013/3	2013/2	2013/1	2012/4	2012/3	2012/2	2013	2012	2011	
2.2	4.6	2.6	3.6	4.3	3.1	3.4	3.4	4.6	התוצר המקומי הגולמי
2.1	5.7	2.3	4.1	4.6	3.5	3.7	3.4	4.7	התוצר של המגזר העסקי
10.8	6.2	0.9	-14.6	-14.2	-13.6	-3.8	5.2	8.9	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות ומטוסים ויהלומים
5.6	6.2	4.9	3.8	1.5	0.9	4.1	3.2	3.8	הצריכה הפרטית
4.2	6.2	3.1	3.8	3.0	3.0	3.9	3.5	3.4	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
4.5	7.9	-1.2	8.5	-1.0	-1.7	2.2	3.2	2.5	הצריכה הציבורית
1.5	6.1	1.7	6.6	1.9	-0.7	2.3	2.8	2.3	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
20.8	9.9	-14.3	-5.0	3.4	-31.0	0.9	6.3	15.3	ההשקעה המקומית הגולמית
16.9	4.4	-1.4	-12.2	-6.8	-5.8	-0.9	3.5	15.7	מזה: בנכסים קבועים
-25.4	0.7	14.4	-10.0	-14.8	36.6	-0.7	5.1	6.2	היצוא ללא יהלומים
-12.4	-7.1	5.0	-11.0	-5.5	25.0	-1.6	4.1	6.6	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שוק העבודה

אף על פי שהמשק צמח בקצב מתון, נתוני סקר כוח האדם לרבעון השלישי מצביעים על כך ששיעור האבטלה הוסיף לרדת תוך התרחבות מתונה בשיעור התעסוקה ועלייה בשכר הריאלי. שיעור האבטלה בקרב גילי העבודה העיקריים (25–64) ירד בסוף הרבעון השלישי לרמה של 5.3 אחוזים – המשך של מגמת הירידה שהחלה באמצע 2009 (איור 10). גם שיעורי ההשתתפות ושיעורי התעסוקה התייצבו ברמה גבוהה (78.7 אחוזים ו-74.5 אחוזים, בהתאמה), תוך שבתעסוקה חלה התרחבות מתונה ברבעון השלישי. במחצית השנייה של השנה עלה השכר הריאלי הן בשירותים הציבוריים ובמגזר הממשלתי והן במגזרים העסקי והפרטי (איור 11).

מניתוח מגזרי המבוסס על נתוני משרות שכיר עולה, כי העלייה בשיעור התעסוקה נובעת בעיקר מגידול במספר המשרות בשירותים הציבוריים; מגמה זו נובעת ברובה מהגידול בהוצאות הציבוריות. במגזר העסקי לעומת זאת מספר משרות השכיר נותר יציב – המשך לקיפאון שמאפיין אותו מאז 2012.

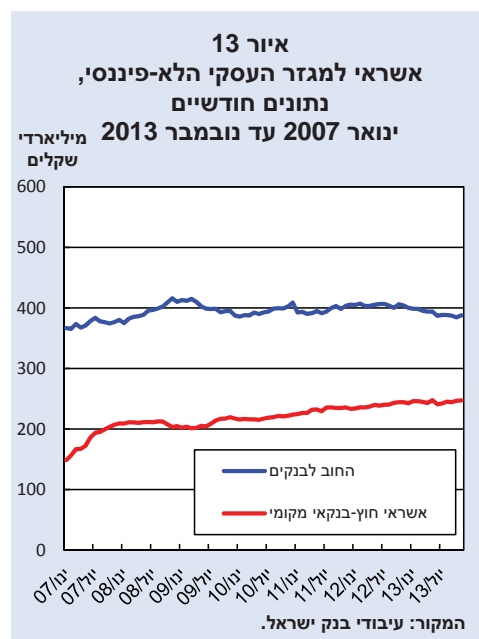
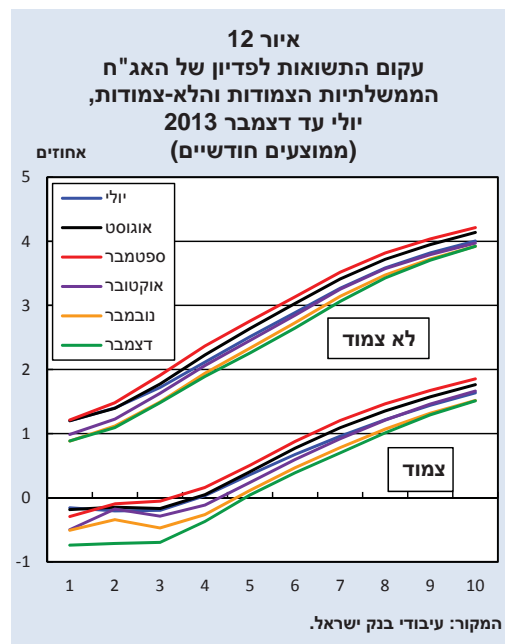


ג. ההתפתחויות הפיננסיות

רמת הסיכונים של המשק הישראלי, כפי שהיא משתקפת באינדיקטורים הפיננסיים השונים, המשיכה לרדת במחצית הנסקרת. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS לחמש שנים על החוב החיצוני, לא התפתחה באופן אחיד (איור 5). בחודשים אוגוסט-ספטמבר עלה מרווח ה-CDS על רקע המתוחות הגיאו-פוליטית, אך לאחר שהמתוחות פחתה הוא ירד ושב לרמות ששררו ב-2010. גם הסיכונים לטווח קצר (עד חודש), כפי שהם באים לידי ביטוי במדד ה-VIX⁸ (איור 6), הוסיפו לרדת במחצית הנסקרת (למעט בתקופה שבה המתוחות הגיאו-פוליטית הייתה גבוהה) – המשך למגמת הירידה שהחלה כבר בתחילת השנה.

שערי המניות הגיעו לשיאים חדשים, בדומה למגמות בשווקים המפותחים בעולם. השינוי במדד המניות היה ברובו מתואם עם המגמה בשווקים המפותחים (איור 8), למעט בחודשים אוגוסט וספטמבר, וזאת ככל הנראה על רקע העלייה בתפיסת הסיכון הגיאו-פוליטי (מתוחות בעקבות המצב בסוריה). במהלך התקופה הנסקרת עלה מדד ת"א 25 בכ-11 אחוזים והגיע לרמה גבוהה מבחינה היסטורית. העליות במחירי המניות – לצד ירידה ברווחי החברות, בדיבידנדים שהן חילקו ובהן שלהן – הובילו לעלייה ביחסי התמחור במשק הישראלי, ואלה נמצאים ברמה גבוהה מבחינה היסטורית; מכפיל הרווח הנקי של מדד ת"א 100 עמד בסוף 2013 על 20.4, מכפיל הדיבידנד – על 45.3 ומכפיל החון – על 1.66. סביר להניח כי עליות אלו משקפות, בין היתר, ירידה בפרמיית הסיכון שדורשים המשקיעים.

התשואות לפדיון, הריאליות והנומינליות, של האג"ח הממשלתיות לטווחים בינוניים וארוכים ירדו בתקופה הנסקרת, אך גם התפתחות של אלה לא הייתה אחידה במהלך התקופה. בחודשים אוגוסט וספטמבר עלו הן התשואות הנומינליות והן התשואות הריאליות, וזאת על רקע גורמים עולמיים – היינו עליות של התשואות בעולם בעקבות האפשרות שהפדרל ריזרב יצמצם את היקפן של רכישות האג"ח – כמו גם על רקע גורמים מקומיים, היינו עלייה במתוחות הגיאו-פוליטית, אשר פועלת להגדלת סיכון האשראי וחוסר הוודאות. במהלך החודשים שלאחר מכן שבו העקומים לרדת לכל אורכם, בדומה למגמה בעולם (איור 12). נוסף על כך, בנק ישראל הפחית את הריבית לחודש אוקטובר, והפחתה זו יכולה לתרום לירידת התוואי הצפוי של ריבית בנק ישראל וכך לתמוך בהשתטחות העקומים⁹.



⁸ מדד ה-VIX – הוא מוכר גם בשם "מדד הפחד" – נגזר ממחירי האופציות הנסחרות על מדד ת"א-25, והוא מעניק אומדן לתנודתיות הצפויה במהלך החודש הקרוב.

⁹ הריביות לטווח הארוך משקפות, בין היתר, ציפיות לריביות עתידיות. לכן ירידה בתשואות הארוכות יכולה לאותת גם על שינוי בציפיות אלו.

האשראי למגזר העסקי

נמשך הקיפאון בסך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי (איור 13). סיכון האשראי – כפי שהוא מגולם בירידתם המשמעותית של מרווחי אג"ח החברות וברמתם הנמוכה – ועמו היציבות בקווי האשראי הבלתי מנוצלים במערכת הבנקאית, מצביעים על כך שהקיפאון נובע בעיקר מירידה בביקוש, וזאת בשל הצמיחה המתונה והקצב המתון של הגידול בהשקעות.

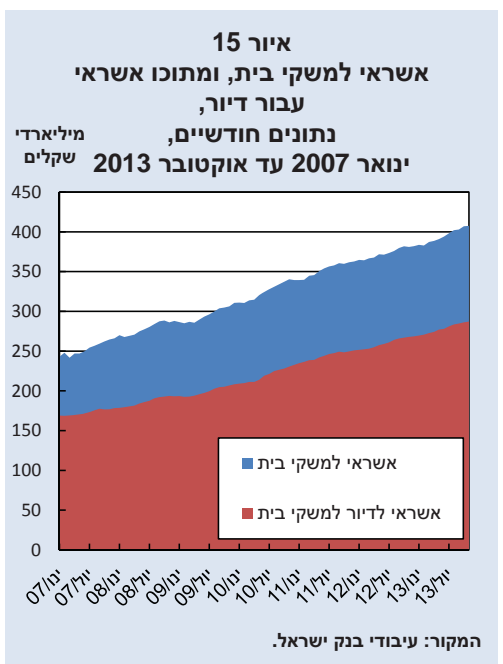
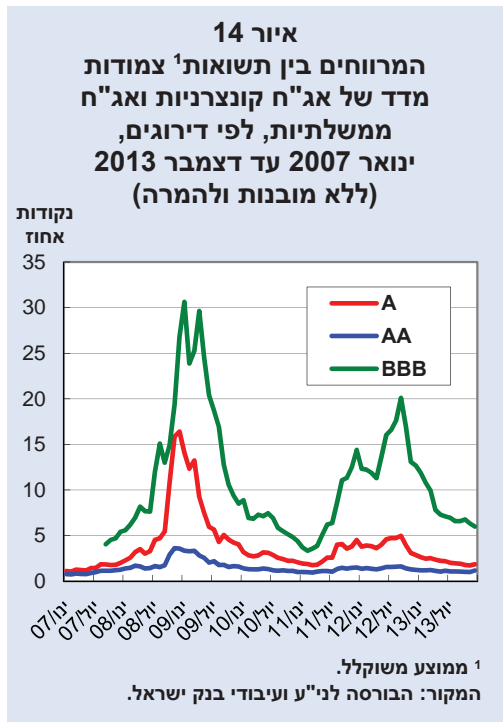
רמת המרווחים הממוצעת בשוק האג"ח הקונצרניות המשיכה לרדת במהלך התקופה הנסקרת והתייצבה ברמות נמוכות, דומות לאלה ששררו ערב המשבר של 2008 (איור 14). רמת המרווחים הממוצעת בשוק (ללא אג"ח של חברות פיננסיות) עמדה במהלך התקופה הנסקרת על כ-3.75 אחוזים, ירידה של כ-100 נקודות בסיס לעומת המחצית הקודמת. בלטה במיוחד הירידה במרווחים של אג"ח קונצרניות בדירוג BBB: אלה ירדו מרמה של כ-13 אחוזים בתחילת השנה לרמה של כ-6 אחוזים (איור 14). ואולם כאשר בוחנים את המרווחים לפי ענפים מתגלה תמונה מורכבת יותר: במרבית הענפים המרווחים ירדו והמשיכו את המגמה שהחלה עוד במחצית הקודמת, אך בענף התעשייה ובענף ההשקעות והאחזקות המרווחים עלו לקראת סוף השנה. יתרת האג"ח הסחירות ירדה מעט, בעקבות גיוס הון שלילי והסדרי החוב המתגבשים, ורק בענף הנדל"ן היקף הגיוסים נטו היה חיובי.

האשראי למשקי הבית

יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול במחצית הנסקרת בקצב שאפיין אותה במרוצת שלוש השנים האחרונות. הגידול המשיך לנבוע ברובו מהאשראי לדיור (איור 15).

האשראי לדיור בתחילת התקופה הנסקרת הוסיף להינתן ברובו בריבית משתנה, ושיעור ההחזר החודשי בהכנסת הלווים המשיך להיות גבוה. בהתחשב בכך המפקח על הבנקים פרסם באוגוסט הגבלות על מתן הלוואות לדיור; אלה נכנסו לתוקף בספטמבר (ולתחולה מלאה בנובמבר) וחלות על שיעור ההחזר מההכנסה, על תקופת הפירעון ועל חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה. צעדים מקרו-יציבותיים אלו מצטרפים לצעדים שננקטו במרוצת השנים האחרונות על מנת להפחית את הסיכון הן ללווים והן למערכת הבנקאית.

כאשר בוחנים את המשכנתאות שניתנו מאז שהמגבלות נכנסו לתוקף, מוצאים כי המגבלות הפחיתו את הסיכון הנשקף מהאשראי החדש. הדבר מתבטא בירידה בשיעור שהמשכנתאות בריבית משתנה מהוות בסך המשכנתאות החדשות, בעלייה בהיקף המימון העצמי, ובירידה בשיעור שהחזר המשכנתאות מהווה בסך ההכנסה.



ד. המדיניות הפיסקלית

הגירעון התקציבי לשנת 2013 עומד על 3.15 אחוזי תוצר, נמוך מהתקרה של 4.65 אחוזי תוצר שנקבעה בעת אישור התקציב. הפער בין הגירעון לתקרה נובע מהוצאות נמוכות מאלה שאושרו ומתקבולי מסים חד-פעמיים.

בסוף יולי אישרה הכנסת את התוכנית התקציבית ל-2013 ול-2014. התקציב כלל העלאה מיידית בשיעורי המסים העקיפים והישירים, החלטה להוסיף להעלות את שיעורי המסים הישירים בתחילת 2014, וצמצום ניכר של הגידול בהוצאות ביחס לתוכניות שאושרו עד אז. אישור התקציב חיזק את האמון במדיניות הפיסקלית של ישראל ותרם לשיפור מעמדה בשווקים הפיננסיים, והדבר בא לידי ביטוי בכך שסוכנויות הדירוג העיקריות אישרו את הדירוג של ישראל.

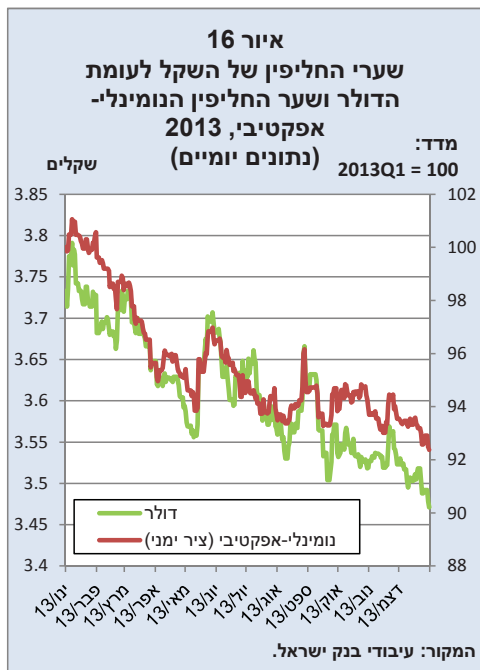
הגירעון הנמוך מהצפוי נובע מהוצאות נמוכות מאלה שאושרו, מתקבולי מסים חד-פעמיים, ומהשינוי שהלמ"ס ערכה באומדני התוצר ואשר הקטין את יחס הגירעון לתוצר בכ-0.25 אחוזי תוצר¹⁰. אשר לצד ההוצאות, תת הביצוע של התקציב נמצא ברובו בסעיף "שונות" וכן בהוצאות הריבית. אשר לצד ההכנסות, ההכנסות ממסים היו גבוהות מהתחזיות בעיקר בזכות תקבולים חד-פעמיים מעסקאות מכירה של חברות ישראליות למשקיעים מחו"ל, וכן בזכות תשלומי המס על "הרווחים הכלואים".

לנוכח הערכות שב-2014 תחול ירידה נוספת בהוצאות על הריבית – כמו גם לנוכח פריסה מחדש של ההשקעות בתשתיות התחבורה – החליטה הממשלה לבטל את התוכנית להעלות את מס ההכנסה בראשית 2014, ובמקביל לכך להפחית את ההוצאה המתוכננת בסעיף הרזרבה והריבית. התאמות אלו אינן צפויות להעלות את הגירעון לרמה גבוהה מהיעד שעל פיו נבנה התקציב – 3 אחוזי תוצר.

ה. שער החליפין

במהלך התקופה הנסקרת נמשך הייסוף בשקל, אם כי בקצב מתון מזה של המחצית הקודמת. במחצית הנסקרת התייסף השקל בכ-2.5% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. ההתפתחות בתקופה הנסקרת לא הייתה אחידה. לקראת סוף המחצית הראשונה של השנה חל בשקל פיחות במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, והדבר התרחש על רקע כמה התפתחויות: יו"ר הפדרל ריזרב הכריז במאי על האפשרות שהבנק יקטין את היקף רכישות האג"ח (ההכרזה תרמה לצמצום של פערי הריביות הארוכות בין ישראל לארה"ב); בנק ישראל הכריז על תוכנית לרכוש מט"ח בהיקף של 2.1 מיליארדי דולר בעקבות השיפור הצפוי בחשבון השוטף כתוצאה מתחילת הפקתו של הגז ממאגר "תמר";

¹⁰ הרחבה בנושא זה מופיעה בתוך סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים, מס' 136.



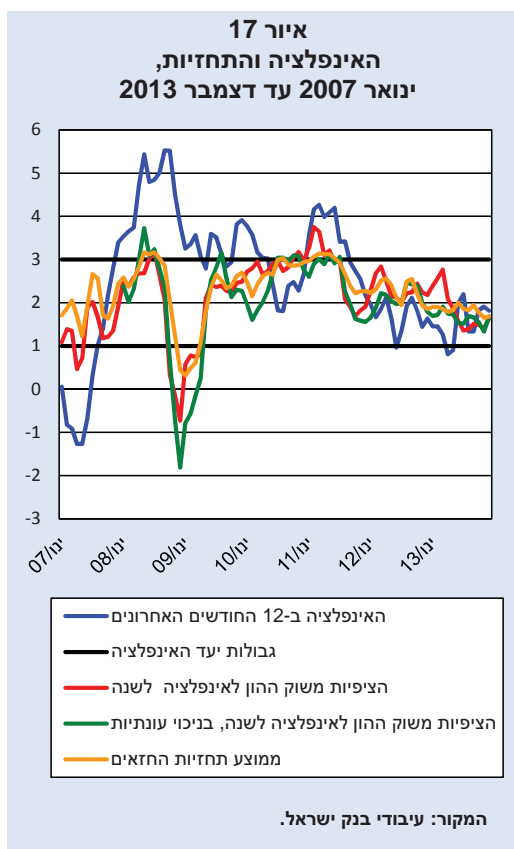
ובנק ישראל החליט במאי על שתי הפחתות ריבית (לאמצע מאי וליוני). לאחר התפוגגות האפקט שיצרה הכרזתו של יו"ר הפדרל ריזרב שב השקל להתחזק במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (איור 16). כמה כוחות תמכו בהתחזקותו של השקל בתקופה זו: המדיניות המוניטרית בעולם הוסיפה להיות מרחיבה, וכך שימרה את פערי ריבית החיוביים בין ישראל למשקים המרכזיים בעולם (אם כי פערים אלה הצטמצמו במהלך המחצית הנסקרת); ההשקעות הישירות הוסיפו להתאפיין בהיקף גבוה על רקע הפעילות הריאלית החיובית; ונמשך הצפי לכך שהעודף בחשבון השוטף ישתפר, על רקע תחילת הפקתו של הגז ברבעון השני של 2013.

לקראת סוף אוגוסט השתנתה המגמה, ובשקל חל פיחות במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. עם הגורמים שתמכו בפיחות זה ניתן למנות את העלייה בסיכון הגיאו-פוליטי, אשר באה לידי ביטוי גם בעלייה במרווחי ה-CDS של ישראל (איור 5); וכן את העלייה בחוסר הוודאות בשווקים בעקבות הערכות שהפדרל ריזרב יקטין את היקף הקניות בשוק האג"ח – הערכות אלה תרמו לעליות בתשואות האג"ח במשקים המפותחים (העליות הגיעו לשיא בספטמבר) וכך תרמו לצמצומו של פער התשואות האפקטיבי מול ישראל.

במהלך ספטמבר, עם התמתנות הסיכונים הגיאו-פוליטיים והירידה בתנודתיות בשווקים העולמיים, שב השקל להתחזק. על רקע התחזקות זו רכש בנק ישראל מט"ח באוקטובר ודצמבר, וזאת נוסף על הרכישות במסגרת התוכנית שנועדה למתן את השפעת הפקת הגז על שער החליפין. התערבות זו של בנק ישראל בשוק המט"ח נועדה למתן תנודות חריפות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים. במהלך התקופה הנסקרת כולה התייסף השקל בכ-2.5% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ובכ-4.5% מול הדולר.

ו. האינפלציה

האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאה מעט מתחת לאמצע היעד, והציפיות לאינפלציה הוסיפו להיות נמוכות מאמצע היעד, בדומה למחצית הראשונה של השנה (איור 17). מדד הדיור ומדד המזון תרמו לעלייה במדד. מדד המחירים לצרכן עלה בתקופה הנסקרת ב-0.5 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-0.7 אחוז – קצב שנתי נמוך במעט מאמצע יעד האינפלציה. ב-2013 עלה המדד ב-1.8 אחוז, מעט מתחת לאמצע יעד האינפלציה. האינפלציה בפועל (ב-12 החודשים האחרונים) נמצאה מעט מתחת לאמצע היעד של יציבות המחירים לאורך רוב השנה, וגם במחצית הנסקרת. גם הביקושים הנמוכים בחו"ל, בשילוב עם התחזקות השקל, תרמו להתמתנות המחירים – זו מתבטאת בין השאר בכך שסעיף האנרגיה תרם למדד תרומה נמוכה בתקופה הנסקרת. הירידה בביקושים העולמיים תרמה גם לירידה במחירי המזון והסחורות העולמיים, אך זו לא באה לידי ביטוי במדד בתקופה הנסקרת (איור 18).



הרכיבים שבלטו בתקופה הנסקרת בתרומתם לעלייה בקצב האינפלציה (איור 19) הם (א) מחירי הדיור (שכר הדירה) – אלה מוסיפים להוביל את העלייה שחלה במדד בשנים האחרונות; בשנה האחרונה עלה מדד הדיור בכ-3 אחוזים, ו-(ב) מחירי המזון – אלה תרמו 3.3 אחוזים בשנה האחרונה. מנגד, הרכיבים שבלטו בתרומתם להאטה בקצב האינפלציה הם (א) מחירי האנרגיה, וזאת על רקע הביקושים העולמיים הנמוכים, ו-(ב) התחבורה והתקשורת.

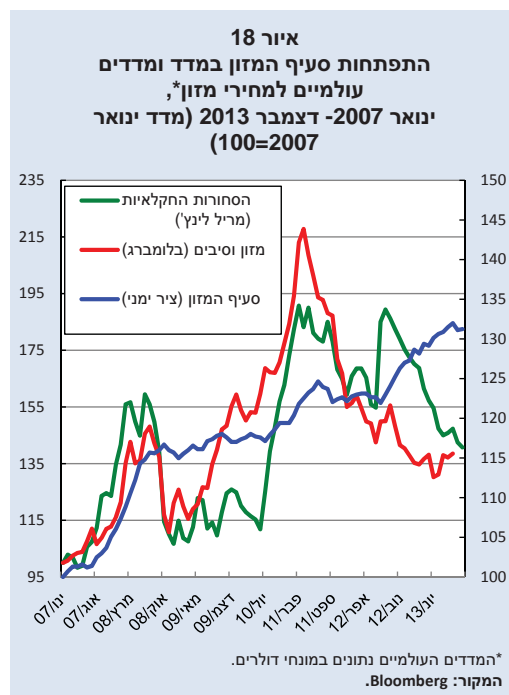
האינדיקטורים השונים לציפיות לאינפלציה הראו במהלך התקופה הנסקרת כי המגמה הממונתת באינפלציה צפויה להתמיד בשנה הקרובה. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים ירדו במהלך התקופה הנסקרת לרמה של כ-1.6 אחוזים. רמה זו נובעת מכך שהביקושים הוסיפו להפגין חולשה בתקופה זו. לעומת זאת, הציפיות לשנים הבאות (ציפיות ה"פורורד") נותרו יציבות, ברמה של כ-2.5 אחוזים.

כדאי לציין כי במהלך התקופה הנסקרת חלו שינויים חד-פעמיים שפעלו בכיוונים מנוגדים והשפיעו על התפתחות האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים. הגורמים אשר פעלו להעלאת המחירים ב-12 חודשים האחרונים כללו את עליית המע"מ ביוני, את העלאת המסים על הטבק ומוצריו ועל המשקאות האלכוהוליים, ואת עליית תעריפי החשמל והמים. הגורם אשר מיתן את האינפלציה הוא המשך הירידה במחירי התקשורת, בעקבות הצעדים המבניים שהובילו להגברת התחרות בענף התקשורת הסלולרית. ההערכה היא כי גורמים אלה תרמו ביחד לעלייה של 0.4 אחוז במדד.

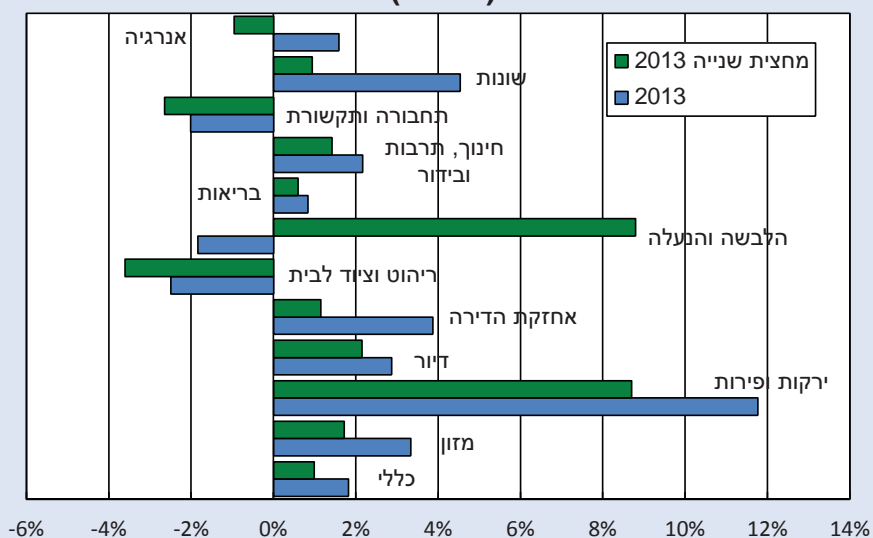
ז. שוק הדיור

מגמת העלייה במחירי הדירות, שהחלה ב-2008, נמשכה גם במהלך התקופה הנסקרת, אף כי ברבעון הראשון של 2013 נראה היה כי היא התמתנה ואולי אף נעצרה (איור 20). ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר-אוקטובר) עלו מחירי הדירות ב-8 אחוזים, בדומה לשיעור העלייה השנתי שאפיין אותם בעשרת החודשים האחרונים, והיקף המשכנתאות החדשות ומספר העסקאות התייצבו ברמה גבוהה; מספר העסקאות אף הגיע ב-2013 לשיא שנתי. נוסף על כך, היחס בין מחיר ממוצע של דירה לשכר הממוצע למשרת שכיר, יחס שמבטא את יוקר מחירי הדיור, הוסיף לעלות בתקופה הנסקרת (איור 21).

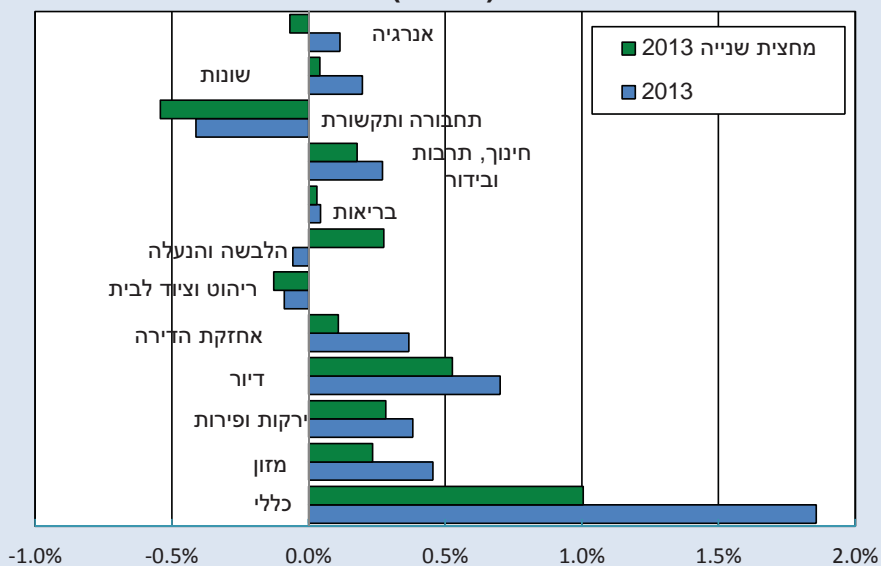
אחד הגורמים היסודיים המשפיעים על מחירי הדיור בטווח הארוך הינו קצב הגידול של האוכלוסייה. ההערכה היא כי בסיכומן של שלוש השנים האחרונות עלה מספרן של התחלות הבנייה על הגידול במספר משקי הבית. אף כי חולף זמן מרגע שמתחילים לבנות דירה ועד שהיא מוכנה לאכלוס, יש נתון זה כדי למתן את ההשפעה של המחסור בדירות על מחירי הדירות, מחסור שנוצר בעקבות היקפי הבנייה הנמוכים בעשור הקודם. מספרן של התחלות הבנייה הוסיף לגדול השנה (נובמבר-אוקטובר) ועלה



**איור 19 א'
התפתחות סעיפי המדד,
שיעורי השינוי המצטברים במונחים שנתיים
(אחוזים)**



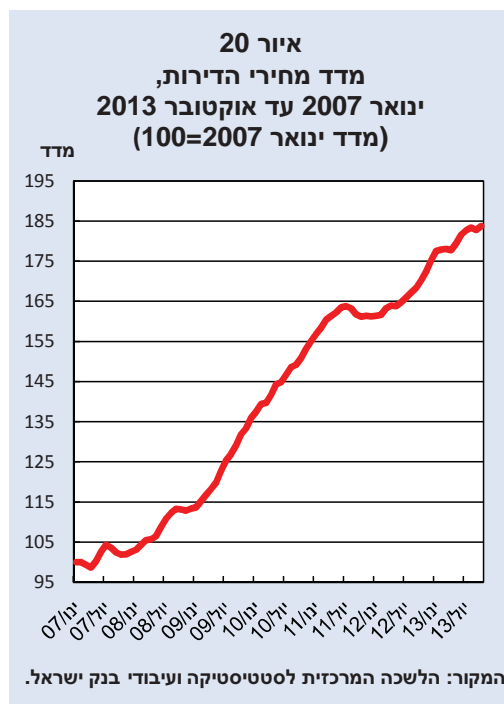
**איור 19 ב'
תרומת הסעיפים השונים למדד,
שיעורי השינוי המצטברים במונחים שנתיים
(אחוזים)**



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל

מכ-42 אלף יחידות דיור ב-2012 ל-44 אלף יחידות בשנה.¹¹ עם העלייה שחלה בשנים האחרונות בהתחלות הבנייה הוסיף לעלות גם היקפו של גמר הבנייה, והשנה נשלמה בנייתן של 42 אלף יחידות דיור. עם זאת תגובת ההיצע לביקושים לדיור נותרה איטית.

לצד הגידול בביקוש לשירותי דיור משפיע על מחירי הדירות גם מניע נכסי, שהרי דירות אינן משמשות את בעליהן רק למגורים אלא גם להשקעה, והדבר חל הן על בעלים הדרים בדירה בבעלותם והן על משקיעים המציעים את הדירות בבעלותם לדיירים בשכירות. בשנים 2011–2012 נכנסו לתוקף צעדי מדיניות שנועדו להקטין את הביקוש לדירות להשקעה. מדובר בצעדים בתחום המיסוי והאשראי – כדוגמת ההחלטה ששיעור המשכנתא במימון דירה להשקעה לא יעלה על 50 אחוזים מהמחיר – ונראה כי הם הפחיתו את היקף פעילותם של המשקיעים.¹² אולם מאחר שהמדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה מאוד, עלויות המימון נותרו נמוכות (איור 22) והן ממריצות את משקי הבית להוסיף לרכוש דירות.



¹¹ על מנת להתמודד עם הביקושים לדיור הקימה הממשלה ב-2011 את הוועדות לדיור לאומי (וד"לים). אלה מקצרות מחמש שנים את משך הזמן הנחוץ לאישור תוכניות בוועדות המחוזיות.

¹² הרחבה בנושא זה מופיעה תחת הכותרת "דפוסי הרכישה של דירות בידי משקיעים מקומיים בשנים 2003–2012" בתוך **סקירת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים**, מס' 136.

מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית: מטרות ואמצעים

בתחילתו של המשבר העולמי האחרון – משבר שפרץ בסוף 2007 והשפעתו עדיין ניכרת גם ב-2013 – חלה פגיעה משמעותית, ובחלק מהמקרים מוחלטת, ביעילותה של המדיניות המוניטרית השגרתית, שעיקרה שימוש בריבית של הבנק המרכזי ככלי לייצוב הכלכלה. כתוצאה מכך נאלצו הרבה בנקים מרכזיים להפעיל כלים משלימים לכלי הריבית לצורך ייצוב הכלכלה. כלים אלה מכונים בספרות הכלכלית "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית" (unconventional monetary policy). להלן נתאר את מטרותיה ואמצעיה של מדיניות זו בעולם ובישראל. אולם תחילה נבהיר מהי מדיניות מוניטרית שגרתית.

מהי מדיניות מוניטרית שגרתית?

רוב הבנקים המרכזיים פועלים בעת שגרה באמצעות הריבית שהם קובעים על המכשירים קצרי המועד שבאמצעותם הם משפיעים על בסיס הכסף. מכשיר הזרמה קצר מועד עיקרי בבנקים מרכזיים רבים הוא מתן הלוואות לבנקים המסחריים (או נטילת הלוואות מהבנקים המסחריים – כלומר קבלת פיקדונות – במקרה של ספיגה)¹. מדובר על הלוואות ללילה אחד, שמתחדשות מדי יום וכמותן משתנה בהתאם לביקוש של הבנקים. כל זאת כדי להשיג את ריבית המטרה²: הריבית על הלוואות ל-24 שעות, הניתנות במסחר הבין-בנקאי.

כדי להשיג את ריבית המטרה הבנק המרכזי משתמש במכשירים הקצרים הנזכרים לעיל על מנת להתאים את ההיצע של בסיס הכסף לביקוש לו, כפי שהוא מתבטא בביקוש של הבנקים לרזרבות ("הביקוש לנזילות"). הביקוש של הבנקים לרזרבות (ולכן הלוואות מהבנק המרכזי) נגזר מהביקוש של הציבור לאשראי שהבנקים מספקים. במילים אחרות, במסגרת מדיניות מוניטרית שגרתית הבנק המרכזי מכריז על ריבית מטרה וחותר להשיגה על ידי התאמה של ההיצע של בסיס הכסף לכמות המבוקשת הנגזרת, בין היתר, מריבית המטרה³.

בהקשר זה יש לציין כי הבנק המרכזי יכול להגדיל (להקטין) את בסיס הכסף גם באמצעות ביצוע פעולות בשוק הפתוח בעזרת מכשירים ארוכי טווח, כגון רכישת אג"ח ממשלתיות או פרטיות. פעולה כזו עשויה להוות תחליף למתן הלוואות לבנקים מבחינת השפעתה על בסיס הכסף. במילים אחרות, ניתן לספק את הביקוש לבסיס הכסף, הנגזר מרמת הריבית המוניטרית, גם על ידי ביצוע פעולות בשוק הפתוח באמצעות מכשירים ארוכי טווח. ואולם בשגרה בנקים מרכזיים בדרך כלל אינם נוהגים כך⁴. כפי שנראה בהמשך, בנקים מרכזיים נוהגים כך כאשר נוסף על קביעת רמתה של הריבית המוניטרית הם מעוניינים להשיג עוד מטרות.

הפעלתה של המדיניות השגרתית נשענת על התפיסה שהתוואי העתידי הצפוי של הריבית המוניטרית משפיע על מערך הריביות בשוק, ואלה מצדן משפיעות על הביקושים והפעילות במשק⁵. יעילותה של מדיניות זו מותנית אפוא בקיומו של קשר הדוק בין הריבית המוניטרית (והתוואי העתידי הצפוי שלה) לבין ריביות השוק. אחת הבעיות המרכזיות שאפיינו את תחילתו של המשבר האחרון היא שיבוש חמור בתפקוד השווקים הפיננסיים – לרבות פגיעה בקשר שבין ריבית המטרה וריביות השוק, לעתים עד כדי ניתוק, שפירושה פגיעה משמעותית ביעילותה של המדיניות השגרתית.

מצב מיוחד – גם הוא אפיין מספר מדינות מפתח במשבר האחרון ופגע ביעילותה של המדיניות השגרתית – נוצר כאשר הריבית של הבנק המרכזי יורדת לאפס: במקרה כזה הבנק המרכזי מספק לבנקים (ובאמצעותם לציבור) ללא עלות את כל הכמות של בסיס הכסף הרצוי (כל עוד הם יכולים להעמיד ביטחונות נאותים). מאחר שהריבית המוניטרית אינה יכולה לרדת, לא ניתן להשפיע באמצעותה על ריביות השוק. על מנת להוריד את ריביות השוק יש לנקוט מדיניות בלתי שגרתית.

¹ מכשיר נפוץ נוסף הוא רכישה (או מכירה) של אג"ח ממשלתיות לטווח קצר (עד שנה).

² להלן גם "הריבית המוניטרית" או "הריבית של הבנק המרכזי".

³ את הביקוש קובעים הבנקים והציבור, והוא נגזר מריבית המטרה שהבנק המרכזי מכריז עליה.

⁴ בין היתר מפני שזו דרך פחות יעילה להשפיע על הריבית המוניטרית.

⁵ הביקושים מצדם משפיעים על עלויות הייצור, ואלה משפיעות על האינפלציה.

המטרות שהציבו בנקים מרכזיים בעולם במהלך המשבר האחרון והאמצעים הבלתי שגרתיים שהם הפעילו כדי להשיגן

במהלך המשבר חתרו הבנקים המרכזיים לשתי מטרות: (1) להחזיר את שוקי הנכסים והאשראי לתפקוד תקין, ו-(2) להפחית את מערך ריביות השוק (להוריד את עקום התשואות) ביחס לריבית של הבנק המרכזי. כדי להשיג מטרות אלה נקטו הבנקים המרכזיים מספר אמצעים בלתי שגרתיים, וניתן למינם לארבעה סוגים:

- א. אספקה מכוונת של נזילות – לבנקים, למוסדות לא בנקאיים ולשווקים ספציפיים.
 - ב. רכישות של נכסים פיננסיים פרטיים – אג"ח מגובות משכנתאות, אג"ח קונצרניות וניירות ערך מסחריים.
 - ג. רכישות של אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך.
 - ד. שיפור התקשורת עם הציבור באמצעות הכוונה לגבי העתיד (**forward guidance**) – מחויבות, מותנית בהתפתחויות, לקבוע לריבית המוניטרית רמה נמוכה לאורך זמן.
- שני האמצעים הראשונים נועדו להשיג את המטרה הראשונה, ושני האחרונים – את השנייה. אולם כל ארבעת האמצעים מסייעים להשיג את שתי המטרות. להלן נסקור את ארבעתם.

א. אספקה מכוונת של נזילות

בסוף שנות ה-90 של המאה הקודמת, לאחר שהמשק היפני נכנס למיתון, הוריד הבנק המרכזי את ריבית המטרה ל-0%, וכדי למנוע את הדפלציה ששררה באותה עת הוא רכש אג"ח ממשלתיות קצרות במטרה להגדיל את בסיס הכסף, מתוך הערכה שהדבר יגדיל את הביקוש המצרפי ויסייע למשק לצאת מהמיתון. פעולות אלה נמשכו מ-2001 עד 2006 והבנק היפני כינה אותן "הקלה כמותית"⁶. אספקה מכוונת זו לא השיגה את יעדה⁷, משום שהבנק היפני פעל באמצעות כלים קצרים, וכאשר הריבית עומדת על 0% כלים אלה מהווים למעשה תחליף מושלם לפיקדונות של הציבור בבנקים. לכן פעולה זו לא השפיעה על ריביות השוק, והתברר שהגדלת בסיס הכסף כשלעצמה אינה תורמת להגדלת הביקושים. הבנקים לא ניצלו את הרזרבות העודפות שנוצרו בפעולות אלה למתן אשראי⁸, הציבור לא היה מעוניין באשראי, ופעולת ההזרמה של הבנק המרכזי פשוט התבטאה בגידול בכמות הרזרבות העודפות של הבנקים. בסיס הכסף גדל (עניין של הגדרה), אך האשראי ו/או המצרפים הכספיים הרחבים למעשה לא השתנו. (בכל מקרה ריבית השוק היא זו שמשפיעה על הביקושים, וזו לא הושפעה מהגדלת הרזרבות העודפות של הבנקים.)

הניסיון היפני לימד כי כאשר הריבית קרובה ל-0%, אין תועלת באספקה מכוונת של נזילות, באמצעות כלים ממשלתיים קצרים, מתוך מטרה להגדיל את בסיס הכסף. אולם אספקת נזילות עשויה להועיל אם היא מכוונת לטפל במקטע מסוים בשוק, וזאת גם כאשר ריבית המטרה גבוהה מ-0%. כך למשל, לאחר שהתפוצצה בועת הנדל"ן בארצות הברית, גדלו מאוד ההפסדים של הרבה גופים פיננסיים ואחרים. כתוצאה מכך גדל החשש מחדלות פירעון של בנקים ושל מוסדות אחרים, והדבר התבטא בין היתר בקיפאון בשוק האשראי (בנקים נמנעו ממתן הלוואות). כדי להפשיר את הקיפאון פעלו בנקים מרכזיים רבים להגדיל את האשראי המכוון לבנקים ולמוסדות פיננסיים אחרים, וכן את האשראי לגופים ספציפיים אחרים, כגון עסקים קטנים.

⁶ במשבר הנוכחי נהוג לכנות בשם "הקלה כמותית" (quantitative easing) רכישה של כל סוגי האג"ח הממשלתיות (קצרות וארוכות) בתמורה להגדלה של בסיס הכסף. המונח "כמותי" מבטא את העובדה שהפעולה מלווה בהכרזה על הכמות הנרכשת, וכאשר הריבית עומדת על 0% היא מגדילה את בסיס הכסף בשיעור דומה. נדגיש שלמרות השימוש במונח "כמותי", במשבר הנוכחי השימוש בכלי זה לא נועד להגדיל את כמותו של בסיס הכסף אלא להפחית את ריביות השוק הארוכות.

⁷ לניתוח והסבר ראו:

Michael Woodford (2012): "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound, a paper presented at a symposium in Jackson Hole, Wyoming, sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City titled "The changing policy landscape", pp. 185-289.

⁸ אם הבנקים היו מעוניינים לתת אשראי, הם לא היו צריכים להמתין לפעולת ההזרמה של הבנק המרכזי. הם היו יכולים פשוט לאותת על רצון ללוות (למשל באמצעות העלאת הריבית שהם מציעים לציבור על פיקדונותיו), והבנק המרכזי היה מספק את הביקוש.

הבנק האירופי פעל גם הוא להגדלת הנזילות של הבנקים, אך הוא עשה כן באמצעות כלי ארוך טווח: הוא נתן לבנקים הלוואות לטווח ארוך תמורת ערבויות מסוג הלוואות לציבור (הדבר בוצע באמצעות עסקאות ריפּו).

ב. רכישות של נכסים פיננסיים פרטיים

כאמור בסעיף הקודם, בתחילת המשבר גדל מאוד החשש מחדלות פירעון של בנקים, מוסדות פיננסיים ופירמות. אחד הביטויים לכך היה עלייה ניכרת במרווחים, דהיינו בפער שבין התשואה לפדיון על אג"ח פרטיות ובין התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות לאותו טווח פירעון, וכן בפער בין הריבית הבין-בנקאית והריבית המוניטרית⁹. בארצות הברית למשל גדל מאוד המרווח בניירות מסחריים של פירמות ובאג"ח מגובות משכנתאות. עלייה זו ביטאה קיפאון בשוק הנכסים. בכדי להפשיר את הקיפאון נקט הפדרל ריזרב – וכמותו בנקים מרכזיים רבים – מדיניות של רכישה מסיבית של אג"ח פרטיות, לרבות ניירות מסחריים ואג"ח מגובות משכנתאות. הפדרל ריזרב כינה פעולות אלה בשם "הקלת אשראי" (credit easing). פעולות אלה סייעו לירידת המרווחים בשווקים, לירידת הריבית על משכנתאות ולהחייאת שוק האשראי החוץ-בנקאי (שוק זה התייבש במהלך המשבר, והקלת האשראי אפשרה לפירמות לגייס באמצעות הנפקה של אג"ח פרטיות בעלויות סבירות).

ג. רכישות של אג"ח ממשלתיות ארוכות

את פעולות הרכישה האלה ביצעו בעיקר הפדרל ריזרב והבנק האנגלי, מתוך מטרה לפעול להורדה של ריביות השוק הארוכות ולהעלאה של מחירי הנכסים, ובכך לתרום לעידוד הביקושים להשקעות ולצריכה. רכישות אלה מתחלקות לשני סוגים (1) **הקלה כמותית (quantitative easing)** – רכישת אג"ח ארוכות בתמורה להגדלת בסיס הכסף (2) **"פעולת תפנית" (operation twist)** – רכישה של אג"ח ממשלתיות ארוכות בתמורה למכירה של אג"ח קצרות.

פעולת הרכישה של הבנק המרכזי מעלה את מחיר האג"ח הארוכות (מורידה את התשואה לפדיון עליהן) ומשנה את הרכבו של תיק הנכסים של הציבור¹⁰: משקלן של האג"ח הארוכות בתיק יורד, ומשקל הפיקדונות לזמן קצר (או האג"ח הקצרות) עולה (התיק הופך יותר "נזיל").

עבודות אמפיריות על המשק האמריקאי מצאו שלמדיניות זו הייתה השפעה חשובה על השוק. כך למשל, בשנים 2011 ו-2012 הפעיל הפדרל ריזרב את ההקלה הכמותית השנייה (QE2), ובמסגרתה רכש אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים בסך של כ-600 מיליארדי דולרים. לפי האומדנים, הדבר הפחית ב-0.2 נקודת אחוז את התשואה לפדיון על אג"ח אלה. כדי להשיג ירידה כזו באמצעות מדיניות שגרתית יש להפחית את הריבית המוניטרית ב-0.75—1 נקודת אחוז.

החל מדצמבר 2012 רכש הפדרל ריזרב מדי חודש אג"ח ממשלתיות ופרטיות בסך של 85 מיליארדי דולרים (אג"ח ממשלתיות ב-45 מיליארדים ואג"ח מגובות משכנתאות ב-40 מיליארדים), ובסכום זה הוא הגדיל את בסיס הכסף. בניגוד לתוכניות הרחבה קודמות, הפעם הפדרל ריזרב לא קצב זמן לתוכנית ולא קבע לה מועד סיום. החל ממאי 2013 החלה להתגבש בשוק ההערכה שמתקרב המועד שבו הפדרל ריזרב יתחיל **בצמצום הדרגתי (tapering)** של היקף הרכישות החודשיות. כתוצאה מכך הריביות הארוכות בארצות הברית ובעולם החלו לעלות. באמצע דצמבר 2013 החליט הפדרל ריזרב להפחית את היקף הרכישות ב-10 מיליארדי דולרים, החל מינואר 2014.

⁹ ריבית הבנק המרכזי משפיעה על הריביות שהמתווכים הפיננסיים מציעים לעסקים ולמשקי הבית, וחוליה חשובה במנגנון זה היא המסחר הסיטונאי בסכומי כסף גדולים מאוד, שהמתווכים הפיננסיים הגדולים מעבירים בינם לבין עצמם (המסחר הבין-בנקאי). במשבר הפיננסי הנוכחי התפתחו בקרב המתווכים הפיננסיים חששות לגבי איתנותם הפיננסית של "עמיתיהם". לכן הם דרשו פרמיות סיכון גבוהות מאוד כדי להמשיך לסחור בשוק הסיטונאי, ולפעמים אף חדלו מכל מסחר.

¹⁰ פעולת הרכישות של הבנק המרכזי מאלצת את הציבור לשנות את הרכבו של תיק הנכסים. השינוי מכונה בספרות "איזון מחדש של התיק" (portfolio rebalancing).

ד. שיפור התקשורת עם הציבור: הכוונה לגבי עתיד (forward guidance)

בקרב כלכלנים רווחת הדעה שכאשר משתפים את הציבור בהערכות של הבנק המרכזי ביחס להתפתחויות בעתיד, יש לדבר תרומה חשובה לייצוב הציפיות לאינפלציה. על רקע זה התפתחה בכמה בנקים מרכזיים מסורת לפרסם תחזית מקרו-כלכלית – לרבות התוואי הצפוי של הריבית המוניטרית – לעתים מזומנות.

אולם ב"הכוונה לגבי העתיד" נכלל רכיב נוסף. מדובר במעין מחויבות של הבנק המרכזי לשמור על ריבית נמוכה למשך זמן ארוך מ"הרגיל". פעולה זו נועדה לשמור על רמה נמוכה של הריביות לטווח ארוך השוררות בשוק, באמצעות ניסיון לשכנע את הציבור שגם כאשר האינפלציה תעלה, הבנק המרכזי לא יזדרז להעלות את הריבית. שמירה על רמה נמוכה של הריבית הנומינלית, בעת ששיעור האינפלציה עולה, משמעותה ירידה של הריבית הריאלית והשאתה ברמה נמוכה. במידה שהציבור משתכנע כי בעתיד תשרור ריבית ריאלית נמוכה מהרגיל, הדבר עשוי לדכא את הרצון לחסוך ולעודד את הרצון לצרוך ולהשקיע.¹¹

בהכוונה לגבי העתיד נקטו בין השאר הבנק האנגלי, הבנק הקנדי, הבנק היפני והפדרל ריזרב. מדיניות זו לבשה מספר צורות במשך המשבר. בתחילת 2009 הפדרל ריזרב הודיע שהוא מתכוון להותיר את הריבית ברמה של 0% למשך זמן ארוך ("for an extended period"). באוגוסט 2011 הוא חידד את המסר והודיע כי ישאיר את הריביות ברמה נמוכה עד אמצע 2013. בדצמבר 2012 הפדרל ריזרב עבר ממחויבות לתאריך למחויבות לתנאים כלכליים, והודיע כי יותיר את שיעורי הריבית ברמה נמוכה לפחות עד ששיעור האבטלה ירד מתחת ל-6.5% או עד שציפיות השוק לאינפלציה יעלו על 2.5%. הבנק האנגלי החרה החזיק אחרי הפדרל ריזרב והודיע כי לא יעלה את שיעורי הריבית עד ששיעור האבטלה ירד מתחת ל-7%, ובתנאי שהציבות הפיננסית תישמר והאינפלציה תישאר נמוכה¹². בספרות הכלכלית ניטש ויכוח לגבי האפקטיביות של אמצעי מדיניות זה, כפי שהפעילו אותו.

אילו אמצעים בלתי שגרתיים הפעיל בנק ישראל במהלך המשבר?

המשבר העולמי געג במשק הישראלי במידה מתונה יחסית למידת הפגיעה במדינות הגרעין (ארצות הברית, השוק האירופי, בריטניה, יפן, ועוד), אך הוא עדיין נתן בו את אותותיו, בעיקר לאחר נפילת להמן ברדרס בספטמבר 2008: אי-הוודאות גדלה מאוד, מחירי המניות ירדו בחדות, נרשמה עלייה ניכרת של המרווחים בשוק האג"ח הקונצרניות ונעצר גיוס ההון הפרטי. בתגובה לכך הפעיל בנק ישראל מדיניות מוניטרית מרחיבה ביותר, וזו התבטאה בהפחתה מהירה של הריבית המוניטרית, מרמה של 4.25% בספטמבר 2008 ל-0.5% במאס 2009.

נוסף על כך הפעיל בנק ישראל כלי בלתי שגרתי לזמן מוגבל: בין פברואר לספטמבר 2009 הוא רכש אג"ח ממשלתיות (בסכום מצטבר של 18 מיליארדי ש"ח), במטרה להפחית את הריביות הארוכות ביחס לריבית המוניטרית. אולם על רקע תפקודם התקין של השווקים הפיננסיים בישראל, בנק ישראל – בניגוד לבנקים המרכזיים במדינות הגרעין – לא נדרש לרכוש נכסים לא ממשלתיים או לנקוט צעדים אחרים.

כלי בלתי שגרתי נוסף שבנק ישראל הפעיל, במועדים שונים, מאז תחילתו של המשבר הוא רכישות של מטבע חוץ¹³. בתחילת 2008 צמח המשק הישראלי בקצב גבוה, הריבית המוניטרית הייתה עדיין גבוהה יחסית, והסיכון היחסי של המשק פחת. כל אלה התבטאו ביבוא מסיבי של הון למשק, והדבר פעל לייסוף ניכר של שער החליפין. כדי למתן את התנודות בשער החליפין, ובמטרה להגדיל את יתרות מטבע החוץ, במאס 2008 החל בנק ישראל לרכוש מטבע חוץ, וזאת לאחר כעשור שבמרוצתו הוא נמנע מהתערבות בשוק מטבע החוץ¹⁴.

¹¹ הסבר אינטואיטיבי של ההיגיון בשיטה: מאחר שהריבית הנומינלית בהווה נמצאת בסביבת ה-0%, הציבור נאלץ לסבול ריבית ריאלית גבוהה מהנדרש. בעזרת מדיניות של הכוונה לגבי העתיד מנסים להבטיח לציבור שבעתיד "יפצו" אותו על ידי כך שישאירו את הריבית הריאלית ברמה נמוכה מ"הנדרש" למשך אותו פרק זמן שבו הוא סבל מריבית גבוהה מהנדרש.

¹² פרופסור מייקל וודפורד מציע את הקריטריון הבא: הפדרל ריזרב יתחייב שלא להעלות את הריבית עד שהתוצר הנומינלי יחזור לרמה שהיה מגיע אליה אלמלא היה מתרחש המשבר.

¹³ הכלים הבלתי שגרתיים שנמנו לעיל התייחסו בעיקר למשקים הגדולים שנפגעו ישירות מהמשבר. רכישות של מטבע חוץ שימשו בעיקר מדינות שלא נפגעו ישירות מהמשבר, ואשר סבלו מתנועות הון אליהן כתוצאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטו המשקים שנפגעו ישירות מהמשבר.

¹⁴ הרחבה בעניין זה מופיעה בפרק ג' של דוח בנק ישראל לשנים 2009 עד 2012.

2. התפתחות המדיניות המוניטרית

לאחר שבמחצית הראשונה של 2013 הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית שלוש פעמים – לינואר, לאמצע מאי וליוני – לחודשים יולי-ספטמבר נותרה הריבית ללא שינוי, ברמה של 1.25 אחוז. לאוקטובר הורידה הוועדה את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1 אחוז, והותירה אותה ברמה זו עד סוף התקופה הנסקרת. הורדת הריבית לאוקטובר נועדה לתמוך בהמשך הצמיחה בפעילות הכלכלית, לנוכח הדשדוש המתמשך שנראה ביצוא, על רקע הצמיחה המתונה בעולם והייסוף המתמשך בשער השקל. בספטמבר, אוקטובר ודצמבר רכש בנק ישראל מט"ח בעסקאות המרה במסגרת מדיניות רכישות המט"ח, וזאת נוסף על רכישות המט"ח במסגרת התוכנית שהבנק הכריז עליה במאי ואשר נועדה לקזז את ההשפעה הנובעת מתחילת הפקתו של הגז. במהלך התקופה הנסקרת מחירי הדירות המשיכו להאמיר בקצב גבוה עקב הריביות הנמוכות על משכנתאות, וכן מפני שהיצע הדירות מגיב באיטיות לביקושים בשל האיטיות בשיווק הקרקעות ובמתן ההיתרים לבנייה. היקף המשכנתאות הגבוה מהווה גורם סיכון עבור הלווים וכפועל יוצא מכך – עבור המערכת הבנקאית. על מנת להפחית את הסיכון הגלום במשכנתאות החדשות, המפקח על הבנקים פרסם באוגוסט הגבלות על מתן הלוואות לדיור; אלה נכנסו לתוקף בספטמבר (ובאו לביטוי מלא בנובמבר), והן חלות על שיעור החזר מן ההכנסה, על חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה ועל התקופה הסופית לפירעון ההלוואה. צעדים אלה מפחיתים את הסיכון המקרו-יציבותי, וכמו כן הם ממתנים את התמסורת בין הריבית המוניטרית לביקוש למשכנתאות וכך מאפשרים גמישות רבה יותר בהחלטות על גובה הריבית, כדוגמת ההחלטה להוריד את הריבית לחודש אוקטובר. האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה נמצאו בתקופה הנסקרת מעט מתחת לאמצע היעד ואף מתחתיו.

הריבית המוניטרית משפיעה על התצרוכת והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק, וכן על שער החליפין ודרכו – על היצוא והיבוא. דרך ערוצים אלו הורדת הריבית פועלת להגברת הפעילות במשק, בכלל זה בענף הבנייה. מאידך גיסא, הורדת הריבית משפיעה במידה מסוימת על התרחבות הביקוש בשוק הדיור דרך השפעתה על התשואות האלטרנטיביות והריביות בשוק המשכנתאות. הוועדה העריכה כי הצעדים המקרו-יציבותיים שנקט המפקח על הבנקים בכדי לצמצם את הסיכונים הפיננסיים בשוק המשכנתאות – בפרט המגבלות שהמפקח הטיל בעבר ובתקופה הנסקרת על שיעור החזר מן ההכנסה, על חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה ועל התקופה הסופית לפירעון – הפחיתו באופן ניכר את השפעתה של ריבית בנק ישראל על הריבית למשכנתאות. בהתחשב בכך, ולנוכח ההערכה שהעלייה המהירה במחירי הדירות נבעה במידה רבה ממחסור בהיצע, הוועדה הדגישה כי הצעד המרכזי שיש לנקוט כדי לתמוך בהאטה של קצב העלייה במחירים הוא הרחבת ההיצע על ידי זירוז תהליכי התכנון והגדלה של היקף הקרקע הזמינה לבינוי.

להלן מופיעה סקירה של המדיניות המוניטרית על פי חודשים, כשהיא מלווה בתחזית של חטיבת המחקר בבנק ישראל. תחזית זו היא אחת התשומות החשובות המשמשות את הוועדה המוניטרית בקביעת הריבית. היא מתעדכנת אחת לרבעון ומתבססת על מגוון רחב של מקורות מידע על המשק העולמי והמקומי. התחזית מבטאת גם הערכות שיפוטיות, והיא נערכת בסיוע מודל מקרו-אקונומטרי מבני שפותח בחטיבת המחקר. המודל מספק מסגרת לניתוח הכוחות המשפיעים על הכלכלה, והוא משמש גם לבחינת השפעותיהם של שינויי הריבית על המשק ולניתוח סיכונים.

החלטות הריבית לחודשים יולי, אוגוסט וספטמבר

בחודש יוני 2013 עמדה הריבית המוניטרית על 1.25 אחוז. הוועדה הותירה ללא שינוי את הריבית ליולי, אוגוסט וספטמבר, וכל שלוש החלטות התקבלו פה אחד. באוגוסט החליטה הוועדה להתכנס ולקבל החלטה על הריבית לאוקטובר¹³, משום שהתנודתיות בשווקים הפיננסיים עלתה עקב ציפיות לכך שהפדרל ריזרב יצמצם את היקפן של רכישות האג"ח, ומשום שהחששות הגיאו-פוליטיים התגברו. התמונה הריאלית שהצטיירה במהלך הרבעון השלישי של 2013 שיקפה המשך יציבות בצמיחה.

בחודשים יוני-אוגוסט חברי הוועדה ניסו להעריך האם קצב הצמיחה של המשק יציב ונע סביב הרמה שנרשמה במרוצת השנתיים האחרונות, או שמא הוא יורד. מגמותיהם של האינדיקטורים החודשיים למצב המשק הצביעו ביוני על האפשרות שברבעון השני חלה ירידת מדרגה בקצב הצמיחה של המשק. אלה כללו, בין היתר, ירידה חדה שחלה במאי במדד אמון הצרכנים, עלייה בנתוני האבטלה וירידה במדד מנהלי הרכש. כמו כן, העדכון השני של נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון הצביע על המשך הקיפאון ביצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק). יחד עם זאת הוועדה העריכה כי אם תתמיד העלייה בתשואות הארוכות של המשקיים המפותחים – עלייה זו התרחשה באותה תקופה, משום שיו"ר הפדרל ריזרב הכריז במאי כי הבנק עשוי להפחית את היקפן של רכישות האג"ח – היא תחליש את הכוחות לייסוף השקל ובכך תתמוך ביצוא.

בחודש זה חטיבת המחקר הציגה לוועדה תחזית מעודכנת. תחזית הצמיחה לשנת 2013 לא השתנתה יחסית לתחזית ממארכ, אך היא כללה עדכון משמעותי לרעה מבחינת הרכב השימושים: מחד גיסא התחזית צפתה גידול בצריכה הציבורית, לאור הצפי לכך שביו"ר יאשרו את התקציב, וגידול כזה תומך בצמיחה; אך מאידך גיסא היא צפתה ירידה בצריכה הפרטית – בעקבות עלייה במסים העקיפים – וכללה עדכון כלפי מטה בתחזית היצוא, לנוכח עדכונים כלפי מטה של תחזיות הצמיחה בעולם ושל הצמיחה בסחר העולמי. עדכון זה כלפי מטה (של הצמיחה

¹³ אף על פי שבחודש פברואר הוועדה החליטה להימנע מהחלטות על גובה הריבית בחודשים שהחגים הראשיים חלים בהם, מפני שבחודשים אלה מתפרסמים רק מעט נתונים רלוונטיים.

בסחר העולמי) תרם גם לעדכון כלפי מטה של תחזית הצמיחה המקומית לשנת 2014, מרמה של 4 אחוזים לרמה של 3.2 אחוזים. יחד עם זאת התחזית ציינה כי המדיניות המוניטרית שננקטה בחודשים הקודמים, בפרט הורדת הריבית ב-0.5 נקודת אחוז מאז התחזית הקודמת, תומכת בפעילות וברמות הצמיחה הנוכחיות.

ביולי ואוגוסט האינדיקטורים השונים למצב המשק היו חיוביים יותר מאשר ביוני: העדכון השלישי לנתוני הצמיחה לרבעון הראשון עודכן כלפי מעלה, והאומדן הראשון לנתוני הצמיחה לרבעון השני היה גבוה. אלה הפיגו את החששות שתחול הרעה נוספת בקצב הצמיחה של המשק. לפי האומדן הראשון לצמיחה, ברבעון השני היא גדלה בקצב מהיר מהקצב בשנים האחרונות, אך הקצב הושפע מתחילת הפקת הגז. חטיבת המחקר העריכה כי בניכוי השפעה זו, המשק המשיך לצמוח ברמות שאפיינו אותו בשנתיים האחרונות. בהתחשב בכל זאת הוועדה העריכה, כי שתי הורדות הריבית שעליהן החליטה במאי (לאמצע מאי וליוני) תאמו את תנאי המשק בתקופה זו.

במשך התקופה הציפיות לאינפלציה נמצאו מתחת לאמצע היעד, והאינפלציה בפועל ב-12 חודשים האחרונים נעה סביב אמצע היעד; זאת בהינתן שהפעילות בארץ ובעולם המשיכה להיות ממותנת, כאשר האחרונה פועלת דרך הוזלת מחיריהן של התשומות ליבוא. משום כך הוועדה העריכה כי הסביבה האינפלציונית בתקופה זו לא הצריכה תגובה מצד קובעי המדיניות המוניטרית.

במהלך הרבעון השלישי הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות המשיך להיות גבוה. יחד עם זאת, ביוני ויולי התקבלו נתונים שמורים כי מחירי הדירות ירדו במארס-מאי¹⁴. נוסף על כך, הלמ"ס עדכנה כלפי מטה את השינוי במחיר בחלק מהחודשים הקודמים¹⁵. הוועדה העריכה בחודשים אלו שעדיין מוקדם לקבוע כי חל מפנה בשוק הדיור, שכן היה מדובר בתקופה קצרה; יתר על כן, ייתכן שנתונים אלו הושפעו מגורמים זמניים, היינו גורמים שלא יתמידו, כגון הוראת השעה של משרד האוצר, שתוקפה פג במאי¹⁶. באוגוסט שבו מחירי הדירות לעלות, תוך עדכון כלפי מעלה של השינוי במחיר בחודשים הקודמים. נוסף על כך, מספר העסקאות המשיך לגדול. על רקע התפתחויות אלו פרסם המפקח על הבנקים באוגוסט הגבלות על מתן אשראי לדיור.

אחד הגורמים שמיתנו את קצב הצמיחה בתקופה זו היה המשך הקיפאון ביצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק), על רקע המשך הקיפאון בסחר העולמי והתחזקות המטבע המקומי. לאורך תקופה זו המשיך השקל להתחזק מול המטבעות העיקריים, לאחר הפיחות הזמני שיצרו הצעדים במאי – שתי

¹⁴ השינוי במחירי הדירות, על פי הסקר של הלמ"ס, מתקבל בפיגור של חודשיים.

¹⁵ הלמ"ס מעדכנת את הנתונים משום שהיא מקבלת בפיגור נתונים נוספים על עסקאות שכבר נערכו.

¹⁶ הוראת השעה של משרד האוצר נועדה להזיל את מחירי הדירות על ידי מתן פטור ממס שבח על מכירת שתי דירות.

הפחתות ריבית (לאמצע מאי וליוני) והכרזה על כך שב-2013 בנק ישראל ירכוש 2.1 מיליארדי דולר על מנת לקזז את השיפור הצפוי בחשבון השוטף כתוצאה מהתחלת הפקתו של הגז. אולם תמונה זו השתנתה לקראת סוף אוגוסט: אירופה עברה לצמיחה חיובית, לאחר שישה רבעונים של צמיחה שלילית, והציפיות היו שצמיחה זו תתמיד; ארה"ב המשיכה לראות אינדיקטורים חיוביים, והם תמכו בהערכות שהפדרל ריזרב יקטין את היקף רכישות האג"ח לקראת סוף ספטמבר. אלה הביאו לעליות בתשואות הארוכות בארה"ב ובאירופה וכך לצמצום מרווחי הריבית האפקטיבית מול ישראל. הוועדה העריכה באוגוסט כי ייתכן שהפחתות הריבית בעולם מתקרבות למיצוי, והדבר צפוי לתמוך ביצוא ובמיתון הכוחות הפועלים לייסוף. בשל התנודתיות הצפויה בשווקים בעקבות הציפיות להודעת הפדרל ריזרב, וכן בשל התגברות החששות הגיאופוליטיים, הוועדה ראתה לנכון לשוב לקיים בספטמבר דיון על הריבית (ולחזור למתכונת של שתיים עשרה החלטות בשנה).

החלטת הריבית לחודש אוקטובר

חברי הוועדה המוניטרית הורידו את הריבית לחודש אוקטובר ב-0.25 נקודות אחוז, לרמה של אחוז. ההחלטה התקבלה ברוב של שלושה לעומת שניים. האינדיקטורים החודשיים למצב המשק שהתקבלו בספטמבר המשיכו להצביע על קצב צמיחה דומה לזה שאפיין את השנתיים האחרונות. יחד עם זאת, השקל שב להתחזק עם התמתנות החששות הגיאופוליטיים, וזאת אף על פי שבנק ישראל המשיך לרכוש מט"ח, נוסף על הרכישות במסגרת התוכנית שנועדה לקזז את השפעת הפקתו של הגז. כמו כן, נתוני סחר החוץ לרבעון השלישי המשיכו להצביע על קיפאון ביצוא, על רקע המשך הקיפאון בסחר העולמי. בארה"ב הוחלט, בניגוד להערכות המוקדמות, להמשיך בתוכנית הרכישות הרגילה, לנוכח נתוני מקרו מאכזבים.

מגמותיהם של האינדיקטורים החודשיים למצב המשק הוסיפו להצביע על כך שהמשק ממשיך לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות. אלה כללו את העלייה במדד אמון הצרכנים ואת היציבות במדד האקלים, המבוסס על סקר המגמות בעסקים. יחד עם זאת, מספר אינדיקטורים נוספים, ועמם התחזית המעודכנת של חטיבת המחקר, עוררו ספקות בנוגע לאפשרות שהמשק ימשיך לצמוח בקצב הנוכחי, קצב שתרמו לו הצריכה הציבורית והפרטית והפקת הגז. לגבי הצריכה הציבורית, בחודש ספטמבר הסתמן כי שנת 2013 תתאפיין בתת-ביצוע של התקציב, מכיוון שבמרבית השנה הממשלה פעלה בכפוף למגבלת ההוצאה המבוססת על תקציב השנה הקודמת – לכך צפויה הייתה להיות השפעה ממתנת על קצב הצמיחה ברבעונים הבאים. אשר לצריכה הפרטית, הגידול הניכר שחל בה תמך בפעילות ברבעונים הראשון והשני אך לא היה צפוי להתמיד ברבעונים הבאים. זאת על פי ההערכה שהצריכה הפרטית עלתה בעקבות גורמים זמניים, כגון הקדמת רכישות כדי לחסוך את עליית המע"מ

שתיכנס לתוקף ביוני, כמו גם ההערכה שהצריכה צפויה להתמתן בעקבות העלאת מס ההכנסה בתחילת 2014.

לקראת סוף אוגוסט ובתחילת ספטמבר, על רקע חששות גיאופוליטיים וציפיות לכך שהפדרל ריזרב יפחית את היקפן של רכישות האג"ח, נרשם פיחות בשער החליפין של השקל מול המטבעות העיקריים. פיחות זה קיבל תמיכה מהתערבות של בנק ישראל בשוק המט"ח (התערבות זו נוספה על הרכישות במסגרת התוכנית שהבנק הודיע עליה במאי ואשר נועדה למתן את השפעתה של הפקת הגז על שער החליפין), וכן מהודעה נוספת, בתחילת חודש אוקטובר, על כך שב-2014 הבנק ירכוש 3.5 מיליארדי דולר על מנת לקזז את אותה השפעה. למרות זאת בספטמבר, לקראת הדיון בריבית לאוקטובר, שב השקל להתחזק, לאחר שהחששות הגיאופוליטיים פחתו והפדרל ריזרב הודיע כי ימשיך לרכוש אג"ח במתכונת הרגילה. הודעתו של הפדרל ריזרב הפתיעה את השווקים העולמיים וחיזקה בוועדה את ההערכה שבשווקים המפותחים מסתמנת האטה בהתאוששות. זו תורמת לכך שהביקושים העולמיים ממשיכים להיות נמוכים ולכך שהייסוף בשקל נמשך ועמו – הקיפאון ביצוא.

על רקע גורמים אלו הצביעו חברי הוועדה בעד הורדת הריבית ב-0.25 נקודת אחוז. בדיון זה לא שררה ביניהם הסכמה ועיקר המחלוקת נסבה סביב הגורמים הבאים:

1) שוק הדיור – החברים שצידדו בהותרת הריבית על כנה ציינו שבשוק הדיור נמשכת פעילות ערה, והביעו חשש שהורדת ריבית נוספת תשפיע על דפוסי החיסכון. החברים שצידדו בהורדת הריבית ציינו את הצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בחודש הקודם, ואשר נועדו למתן את השפעתה של הריבית המוניטרית על שוק הדיור.

2) סביבת הצמיחה של המשק – החברים שצידדו בהותרת הריבית על כנה העריכו כי קצב הצמיחה הנוכחי עקבי עם רמת הפעילות במשקים בחו"ל, וכי שתי הורדות הריבית במאי (לאמצע מאי וליוני) טרם מוצו. החברים שצידדו בהורדת הריבית הדגישו את ההערכות שקצב הצמיחה צפוי לרדת ברבעונים הבאים – זאת על רקע הירידה ביצוא, הייסוף בשער החליפין וההתאוששות העולמית הנמוכה מהצפוי, אשר באה לידי ביטוי בכך שהפדרל ריזרב המשיך לרכוש אג"ח במתכונת הרגילה.

החלטות הריבית לחודשים נובמבר ודצמבר

הריבית לחודשים נובמבר ודצמבר נותרה ללא שינוי, ושתי החלטות התקבלו פה אחד. הריביות של המשקים המפותחים נותרו נמוכות בחודשי החלטה הנסקרים. הפדרל ריזרב המשיך לרכוש אג"ח במתכונת הרגילה, תחזיות הצמיחה העולמית המשיכו להתעדכן כלפי מטה, וה-ECB הוריד את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז. התפתחויות אלה חידדו אצל חברי הוועדה את ההערכה שהצמיחה העולמית עודנה מתונה

ושברירית וכך ממשיכה להשפיע לרעה על היצוא. מאחר שהייסוף במונחי שער החליפין האפקטיבי נמשך, בנק ישראל הוסיף להתערב בשוק המט"ח במהלך אוקטובר; התערבות זו התווספה על תוכנית הרכישות שנועדה למתן את השפעתה של הפקת הגז על שער החליפין. יחד עם זאת הוועדה העריכה כי רמת הריבית הנמוכה נותנת מענה להתפתחויות הללו.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה (אחוזים)

החזאים הפרטיים ²	שוק ההון ¹	חטיבת המחקר של בנק ישראל	
1.7 1.50-2.00	1.7	1.7	האינפלציה ³ (טווח התחזיות)
1.25 (0.75-1.50)	1.0	1.25	הריבית ⁴ (טווח התחזיות)

¹ ממוצע חודש דצמבר.

² התחזיות לאינפלציה ולריבית לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר.

³ האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.

⁴ הריבית בסוף הרבעון הרביעי של 2014. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור. המקור: עיבודי בנק ישראל.

האינדיקטורים החודשיים שהתקבלו באוקטובר הצביעו על כך שקצב הצמיחה ממשיך להיות נמוך במעט מהרמה שאפיינה אותו בשנתיים האחרונות: מנתוני סחר החוץ עלה חשש להאטה – יצוא הסחורות (ללא אוניות ומטוסים, דלק ויהלומים) היה נמוך ב-10 אחוזים בהשוואה לרבעון השני. האומדן הראשון של החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי אישש את החשש שעלה מנתוני סחר החוץ, היינו שהיצוא נפגע – הנתונים הצביעו על כך שהיצוא התכווץ והגיע לרמה הנמוכה ביותר מאז 2010. יחד עם זאת, הצריכה הפרטית המשיכה לגדול בקצב גבוה מזה שאפיינ אותה בשנים האחרונות, ונוסף על כך נרשמה צמיחה גבוהה בהשקעה בנכסים קבועים.

אף על פי ששער החליפין הנומינלי האפקטיבי נותר יציב בחודשים הללו, חברי הוועדה ציינו את התיסוף המתמשך שחל בשער החליפין במהלך השנה האחרונה ואת השפעתו השלילית על היצוא. במהלך תקופה זו הפחיתה קרן המטבע הבין-לאומית את תחזית הצמיחה העולמית לנוכח הרעה נוספת בכלכלת המדינות המתעוררות, כמו גם לנוכח נתונים חלשים

באירופה, אשר הובילו את ה-ECB להוריד את הריבית המוניתית בנובמבר ב-0.25 נקודת אחוז. כמו כן, הפדרל ריזרב המשיך לרכוש אג"ח כרגיל. שברירותה של הצמיחה העולמית בתקופה הנסקרת הדאיגה את חברי הוועדה, שכן היא מקשה על התרחבות היצוא.

האינדיקטורים הראשוניים לרבעון הרביעי, שהתקבלו בנובמבר, היו מעודדים יותר: נתוני סחר החוץ לחודש אוקטובר הצביעו על כך שהיצוא גדל יחסית לחודש הקודם, מדדי אמון הצרכנים רשמו שיפור, והמדד המשולב עלה, בדומה לחודשים הקודמים.

במרוצת התקופה הנסקרת סביבת האינפלציה המשיכה להיות מתונה, והציפיות לאינפלציה שסיפקו המקורות השונים המשיכו לנוע מתחת למרכז היעד.

המחירים בשוק הדיור המשיכו לעלות בקצב מהיר. בחודשים יולי-ספטמבר נרשמה עלייה של כ-0.8 אחוז, ומדדים קודמים עודכנו כלפי מעלה. יחד עם זאת נראה כי מאז שהמפקח על הבנקים נקט צעדים בתחום המשכנתאות, נרשמה ירידה בסיכון הגלום בהן, כפי שהוא משתקף בשיעור המינוף ובשיעור ההחזר מההכנסה. חברי הוועדה המוניתית הדגישו כי על הממשלה להרחיב את היצע הדירות.

החלטות הריבית לינואר ופברואר

הריבית לחודש ינואר ופברואר נותרה ללא שינוי, וההחלטה לינואר התקבלה פה אחד¹⁷. בחודשי ההחלטה הנסקרים נמשכה המגמה של התאוששות איטית בכלכלה העולמית (עם עדכונים כלפי מעלה בתחזיות הצמיחה שגיבשו מספר גופים זרים) וארה"ב הובילה אותה. לנוכח השיפור בכלכלת ארה"ב צמצם הפדרל ריזרב את היקפן של רכישות האג"ח ב-10 מיליארדי דולרים לחודש, ל-75 מיליארד דולרים, החל מחודש ינואר. לצד זאת הכריז הבנק כי הריבית המוניתית תישאר נמוכה לאורך זמן.

האינדיקטורים החודשיים שהתקבלו הצביעו על האצה מסוימת בצמיחה וביצוא לעומת הרבעון הקודם. נתוני סחר החוץ הצביעו על שיפור לעומת הרבעון הקודם, בשוק העבודה בלט הגידול שחל בחודשים האחרונים בתעסוקה (כתוצאה מהעלייה במספר המשרות במגזר הציבורי), והמדד המשולב למצב המשק המשיך לעלות. אשר לארה"ב, הפדרל ריזרב הצביע על שיפור בנתוני התעסוקה והפעילות הריאלית: שיעור האבטלה הגיע בנובמבר ל-7 אחוזים, וצמיחת התוצר ברבעון השלישי עודכנה כלפי מעלה, לרמה של 4.1 אחוזים במונחים שנתיים. לנוכח זאת הודיע הפדרל ריזרב ב-18 בדצמבר שהחל מינואר יופחת היקפן של רכישות האג"ח מ-85 מיליארד דולרים ל-75 מיליארד דולרים; לצד הודעה זו הכריז הבנק כי הריבית תישאר נמוכה לאורך זמן. הוועדה העריכה כי השיפור בכלכלת ארה"ב – ועמו העדכונים כלפי מעלה בתחזיות שגיבשו גופים פיננסיים

¹⁷ במועד כתיבת הדוח עדיין לא התפרסמו הפרוטוקולים מהדיון על הריבית לפברואר, ולכן לא ניתן לדעת איך התפלגו הקולות.

זרים לגבי היקפי הסחר העולמי – צפויים לתמוך בהמשך ההתאוששות ביצוא. יחד עם זאת, בגוש האירו – יעד מרכזי נוסף ליצוא הישראלי – התמונה נותרה מעורבת: בספרד נרשמה צמיחה חיובית ברבעון השלישי, לראשונה זה שנתיים, אך באיטליה ובצרפת תמונת המקרו נותרה חלשה.

במחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, נרשמה בספטמבר-אוקטובר ירידה של 0.1 אחוז, ומדדים קודמים עודכנו כלפי מטה. כמו כן, בנתוני העסקאות נרשמה התמתנות מסוימת ובנתוני גמר הבנייה נרשמה עלייה (מספרן של השלמות הבנייה הגיע לכ-41 אלף יחידות). יתר על כן, כאשר בוחנים את נתוני המשכנתאות שניתנו מאז שהמגבלות של המפקח על הבנקים נכנסו לתוקפן (ספטמבר), מוצאים כי המגבלות הפחיתו את הסיכון הנשקף מהאשראי החדש. הדבר מתבטא בירידה בחלק שהמשכנתאות בריבית משתנה מהוות בסך המשכנתאות החדשות, בעלייה בהיקף המימון העצמי, ובירידה בשיעור שהחזר המשכנתאות מהווה בסך ההכנסה. חברי הוועדה הסכימו כי אלה התפתחויות חיוביות, אך מכיוון שמדובר בתקופה קצרה, עדיין מוקדם לקבוע כי מדובר בשינוי מגמה.

בחודש דצמבר הוצגה בפני חברי הוועדה תחזית מעודכנת של חטיבת המחקר. לפי תחזית זו, שיעור האינפלציה בשנת 2014 יעמוד על 1.8 אחוז – מעט נמוך ממרכז יעד האינפלציה – וריבית בנק ישראל תעלה רק לקראת המחצית השנייה של 2014, לרמה של 1.25 אחוז; צמיחת התוצר ב-2013 צפויה לעמוד על 3.5 אחוזים (3.6 אחוזים בתחזית הקודמת), ובניכוי התרומה של הפקת הגז מקידוח "תמר" צפויה צמיחה של 2.6 אחוזים (בדומה לתחזית הקודמת). ב-2014 צפויה צמיחה של 3.3 אחוזים (3.4 אחוזים בתחזית הקודמת), ובניכוי השפעת הגז צפויה צמיחה של 2.9 אחוזים (2.7 אחוזים בתחזית הקודמת). בניכוי תרומת הגז מהווה תחזית הצמיחה ב-2014 שיפור לעומת התחזית הקודמת. השיפור בתחזית נבע, בין היתר, משיפור בתחזיות לגבי צמיחת הסחר העולמי ומההתאוששות בכלכלת ארה"ב.

מלוח 2 עולה כי עבור 2014, תחזית האינפלציה של חטיבת המחקר בבנק ישראל דומה להערכות של החזאים החיצוניים ולציפיות הנגזרות משוק ההון. ביחס לריבית הצפויה בעוד שנה, הציפיות הנגזרות משוק ההון מעט נמוכות מההערכה הממוצעת של החזאים וגם מההערכה של חטיבת המחקר בבנק ישראל.

לאור התחזיות שהפעילות הריאלית תמשיך להתאושש והאינפלציה תימצא במרכז תחום היעד, וכן לנוכח הנתון הממותן לגבי השינוי במחירי הדירות, החליטה הוועדה להותיר את הריבית לינואר ברמתה הקיימת (הדיון בהחלטת הריבית לפברואר יתפרסם בדוח הבא).

לוח 3

הכלים המוניתריים – פיקדונות מוניתריים ומק"מ (פיקדונות חודשיים במיליוני שקלים)

סך יתרת המק"מ	סך הפיקדונות	חודשי	שבועי	יומי	
119	89	03	33	35	ינואר-13
120	93	30	33	31	פברואר-13
110	89	30	32	27	מארס-13
122	91	30	30	31	אפריל-13
123	89	30	30	29	מאי-13
124	81	29	28	24	יוני-13
125	84	25	27	32	יולי-13
125	79	25	27	26	אוגוסט-13
113	83	25	25	33	ספטמבר-13
125	89	30	28	31	אוקטובר-13
125	90	30	29	32	נובמבר-13
125	94	30	30	34	דצמבר-13
122	88	29	29	30	ממוצע

נספחים

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים (שיעורי השינוי)

12/13	11/13	10/13	09/13	08/13	07/13	
						התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
0.9	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
0.9	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	תשואת מק"מ לשנה
2.3	2.3	2.5	2.8	2.6	2.5	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
5.2	5.2	5.3	5.4	5.4	5.3	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.7	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.1	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
1.5	1.5	1.7	1.9	1.8	1.6	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז)*
4.4	4.5	4.2	4.2	6.0	6.4	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות, ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
						שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)
-0.9	4.6	1.6	4.8	-1.1	1.0	מדד המניות הכללי
-2.1	5.4	1.8	7.3	-2.1	1.1	מדד ת"א 25
						שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)
-1.5	0.1	-0.5	-2.1	1.3	-1.4	השקל מול הדולר
-0.3	-0.1	0.6	-0.2	1.2	0.2	השקל מול האירו
-1.3	-0.4	0.1	-0.8	0.9	-0.8	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
						מדדי הסיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
7.6	7.7	8.5	9.7	8.7	9.9	סטיית התקן הגלומה

* החישוב השתנה לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה של עד 60% ומח"ם ארוך מששה חודשים.

** המרווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין "גליל", בטווח המח"ם המתאים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

12/13	11/13	10/13	09/13	08/13	07/13	
						סביבת האינפלציה (אחוזים)
0.1	-0.4	0.3	0.0	0.2	0.3	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.2	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
1.8	1.9	1.8	1.3	1.3	2.2	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
1.6	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
1.7	1.7	1.8	1.9	1.8	1.9	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
						הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*
2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.4	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
2.3	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.4	2.4	2.2	2.3	2.3	2.4	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (בשנים השביעית עד העשירית)
						הריבית ופערי הריביות
1.00	1.00	1.01	1.25	1.25	1.25	ריבית בנק ישראל
-0.7	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	-0.16	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
0.75	0.75	0.76	1.00	1.00	1.00	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.75	0.70	0.51	0.75	0.75	0.75	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
1.1	1.1	1.2	1.3	1.1	1.1	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
1.0	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.8	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.