



בנק ישראל

# דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2016

שבט התשע"ז • פברואר 2017

46

©

**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](http://www.bankisrael.org.il)

## התוכן

5	תקציר
7	המדיניות המוניטרית
7	א. המדיניות והיעדים
10	ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית
16	תיבה : מדיניות שער החליפין של בנק ישראל : הסיבות, התוצאות, ותהליך קבלת ההחלטות
21	לוחות
23	לוחות נספח

על פי חוק בנק ישראל, התשי"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי; נקבע כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%, (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים, ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. כדי להשיג יעדים אלה מפעיל בנק ישראל כמה כלים ובראשם – החלטה חודשית על רמת הריבית המתאימה לטווח הקצר. נוסף על כך הבנק מתערב בשוק המט"ח.

סעיף 55(א) של החוק מסדיר את פרסומו של דוח זה, ובנק ישראל מגיש אותו לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח סוקר את ההתפתחויות הכלכליות שחלו במשק בתקופה שהדוח עוסק בה. כן הוא סוקר את המדיניות הנחוצה – לדעת החברים בוועדה המוניתרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניתרית – כדי לשמר את האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את מטרותיה האחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה. סקירה על היציבות הפיננסית מופיעה בדוח היציבות הפיננסית לתקופה הנסקרת.

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, דוח זה מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות, החל מפרסום מדד המחירים לצרכן של יוני 2014 (ב-15 ביולי 2014). שיעור האינפלציה בתקופה זו ירד אל מתחת לגבולו התחתון של היעד, וההסברים מופיעים בסעיף א' להלן ("המדיניות והיעדים").

את דוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של 2016 הכינו הכלכלנים של חטיבת המחקר, בהנחייתה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל<sup>1</sup>. הדוח מתבסס על הנתונים שפורסמו עד ה-23.01.2017, תאריך ההחלטה על הריבית לפברואר 2017.

<sup>1</sup> מאז אוקטובר 2015 הוועדה המוניתרית פועלת בהרכב חסר וכעת היא מונה ארבעה חברים.

- המדיניות המוניטרית:** במחצית השנייה של 2016 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.1%, והמשיכה להעריך שהמדיניות תיוותר מרחיבה לאורך זמן. עם זאת, במהלך התקופה היא ביטאה את ההערכה שלא נדרש עוד לבחון את הצורך בכלים מוניטריים שונים. במסגרת המדיניות המוניטרית המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח, ובמהלך התקופה הנסקרת הוא רכש 2.6 מיליארדי דולרים. הוועדה העדיפה להמשיך להתערב בשוק המט"ח במקום להפחית עוד את הריבית, עקב הסיכונים הכרוכים במדיניות של ריבית שלילית. בספטמבר החליטה הוועדה כי החל מ-2017 תרד תדירותן של החלטות הריבית מ-12 בשנה ל-8.
- האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה:** ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר 2016 ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.2%. בתקופה הנסקרת התמתנה הירידה במחירים עקב התפוגגות השפעתן הישירה של הירידות במחירי האנרגיה ושל הפחתות המחירים שהממשלה יזמה. הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה, והציפיות לשנה בעוד שנה (הציפיות פרוורד לשנה השנייה), הוסיפו לנוע מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה. הציפיות פרוורד לטווחים הבינוניים נמצאו מעל הגבול התחתון, והציפיות פרוורד לטווחים הארוכים (5—10 שנים) נותרו מעוגנות בסביבת מרכז היעד.
- הפעילות הריאלית המקומית:** הנתונים המעודכנים של החשבונאות הלאומית לרבעונים השני והשלישי העידו כי המשק צומח בקצב מהיר מזה שפורסם קודם לכן, וזאת בהובלת הצריכה הפרטית וההשקעות בנכסים קבועים, רכיבים שהמשיכו לקבל תמיכה מהריבית הנמוכה. לאורך התקופה הנסקרת התעדכנו נתוני הצמיחה כלפי מעלה במידה משמעותית, והאומדן השנתי הראשון של הלמ"ס הראה כי הצמיחה ב-2016 הגיעה ל-3.8%. בדיונים על הריבית לספטמבר סברו חברי הוועדה כי לאור העדכון המשמעותי באומדן לנתוני הצמיחה ברבעון הראשון, פחתו הסיכונים לצמיחה. שוק העבודה המשיך להפגין חוסן והאבטלה נותרה נמוכה, והתפתחויות אלו באו לידי ביטוי בעלויות שכר ובגידול במספר המשרות הפנויות.
- שער החליפין:** במהלך התקופה הנסקרת התייסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, בעיקר עקב הפיחות שחל בשער האירו מול השקל על רקע המשך ההרחבה המוניטרית וסביבת הצמיחה הנמוכה בגוש האירו. מנגד, הדולר שמר על ערכו מול השקל והתחזק מול רוב המטבעות בעולם. בסיכום התקופה התייסף השקל בכ-5.2% מול סל המטבעות (ממוצע יוני מול ממוצע דצמבר). הייסוף המשיך להקשות על הגידול ביצוא הסחורות. לפי המודלים השונים לשער החליפין של שיווי משקל שהוצגו לוועדה המוניטרית, שער החליפין מצוי בייסוף יתר. להערכת הוועדה המוניטרית, חלק משמעותי בייסוף מקורו בהעמקת ההרחבה המוניטרית הגלובלית, ובמיוחד במדיניות הריבית השלילית ובתוכניות "ההקלה הכמותית" באירופה וביפן. הרחבה זו אילצה כמה מדינות (כגון שוודיה ושווייץ) לאמץ מדיניות דומה, ובמדינות אחרות נאלצו הבנקים המרכזיים להפחית את הריבית ולפעול בשוק המט"ח במטרה למנוע התחזקות יתר של המטבע ופגיעה ביצוא. מדיניות ההתערבות נועדה בעיקר למתן את המידה שבה ההרחבה המוניטרית החריגה בקרב שותפות הסחר של ישראל משפיעה על המשק, מבלי להידרש לאמצעים הקיצוניים שאימצו אירופה ויפן.
- הכלכלה העולמית:** קצב הצמיחה של הפעילות הכלכלית העולמית המשיך להיות מתון בתקופה הנסקרת, ובמקביל עודכנו כלפי מטה תחזיותיהם של גופים בין-לאומיים מובילים הן לגבי הצמיחה העולמית והן לגבי הסחר העולמי; גופים אלה גם העריכו כי הסיכונים לתחזיות נוטים כלפי מטה. השינוי בתחזיות הגופים הושפע מהתפתחויות בלתי צפויות בכלכלה העולמית: תוצאות משאל העם בבריטניה הראו כי הבריטים החליטו לפרוש מהאיחוד האירופי, ואי-הוודאות הפוליטית עלתה. ברוב התקופה נותר מחיר הנפט יציב, לאחר שבמחצית הקודמת הוא עלה בחדות, ולקראת סופה הוא עלה שוב. במקביל נרשמו עליות תשואה חדות בשוקי האג"ח העיקריים ועלויות בציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוך. המדיניות המוניטרית במרבית המשקים המרכזיים נותרה מרחיבה מאוד ובמרביתם ההרחבה התעצמה. מנגד, הבנק המרכזי בארה"ב (ה-Fed) החליט בדצמבר להעלות את הריבית ל-0.5%—0.75%. על פי ההערכה החזונית של חברי ה-Fed, קצב העלאות הריבית יהיה מעט מהיר מכפי שהעריכו קודם לכן.
- שוק הדיור:** מחירי הדירות הוסיפו לעלות במחצית הנסקרת. היקפי המשכנתאות החדשות ירדו מהשיא שהגיעו אליו בתחילת השנה, והיקפי העסקאות נותרו גבוהים. הריביות על המשכנתאות המשיכו לעלות והמרווח בין לבין הריביות על אג"ח ממשלתיות הוסיף להתרחב, על רקע התגברות הסיכון בתיק האשראי לדיור של המערכת הבנקאית, העלייה בעלות המקורות

שהבנקים מגייסים, והצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בעבר על מנת להפחית את הסיכון הנשקף ללווים ולבנקים. מלאי הדירות למכירה המשיך להתרחב במחצית הנסקרת והגיע לרמות שיא. קצב עלייתו השנתי של שכר הדירה ירד במעט לקראת סוף התקופה הנסקרת.

- **השווקים הפיננסיים:** מדדי המניות המקומיים נותרו כמעט ללא שינוי במהלך התקופה הנסקרת (במונחי דולרים, הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע ביוני), בדומה למדדים המובילים באירופה ובשווקים המתעוררים ובניגוד למדדים בארה"ב: מדד ה-S&P 500 המשיך במגמת העלייה שניכרה בו במחצית הקודמת. בעקומי התשואות הנומינלי והריאלי נרשמו עליות בטווחים הבינוניים והארוכים, בדומה למצב בעולם. הדבר מתיישב עם היציבות שמציגות הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים. המרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות דומות נותרו יציבים במחצית החולפת.
- **ההתפתחויות הפיסקליות:** הגירעון המקומי המצטבר (ללא מתן אשראי נטו) הסתכם ביולי-דצמבר ב-20.7 מיליארד ש"ח, בשעה שבתקופה המקבילה אשתקד הוא הסתכם ב-18.8 מיליארד ש"ח (במחירים קבועים). הגירעון השנתי הסתכם ב-2.1% תוצר, נמוך משמעותית מהיעד (2.9%) ודומה לגירעון ב-2015. הסטייה מתחזית התקציב המקורית משקפת הכנסות גבוהות יותר – ממסים ומעודפים בפעילות המוסד לביטוח לאומי – שכן סך ההוצאות דומה לתקציב המקורי. סך גביית המסים ב-2016, בניכוי שינויי חקיקה והפרשי עיתוי בגין יבוא כלי רכב, עלה ב-5.5% יחסית לנתון המקביל אשתקד, בדומה לקצב הגידול של התוצר הנומינלי. משקל החוב הציבורי בתוצר ירד ל-61.9%.
- **תחזיות חטיבת המחקר:** בתחזית שחטיבת המחקר גיבשה בסוף דצמבר 2016 (לפני שהלמ"ס פרסמה את האומדן השנתי) היא העריכה כי התוצר ב-2016 צמח ב-3.5% (לעומת 2.8% בתחזית הקודמת), וכי ב-2017 וב-2018 הוא צפוי לצמוח ב-3.2% וב-3.1%, בהתאמה. על פי התחזית האינפלציה צפויה להתכנס בהדרגה אל תחום היעד ברבעונים הקרובים, להסתכם ב-1% בסוף 2017, ולעלות ל-1.5% ב-2018. ריבית בנק ישראל צפויה, על פי התחזית, להיוותר ברמתה הנוכחית עד לרבעון השלישי של 2017 ולעלות ל-0.5% בסוף 2018.

## המדיניות המוניטרית

בהתאם לחוק בנק ישראל<sup>2</sup>, סעיף א' להלן מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים רצופים. כן הוא מתאר את המדיניות שהוועדה המוניטרית נוקטת כדי להשיב את שיעור האינפלציה לתחום היעד ומציג את הערכתה לגבי משך הזמן הנחוץ לכך. סעיף ב' מתאר את תנאי הרקע ששררו בעת ההחלטות על הריבית ואת נקודת מבטה של הוועדה.

### א. המדיניות והיעדים

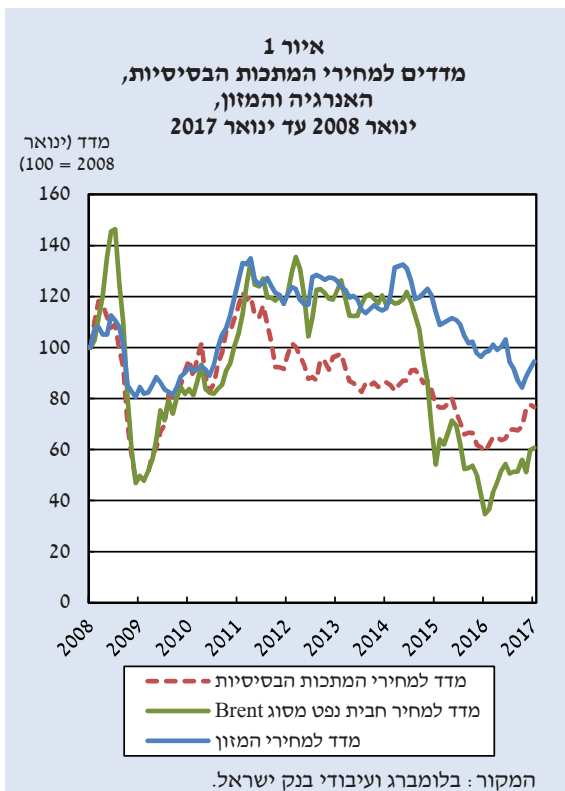
אלה ההתפתחויות העיקריות שניצבו ברקע ההחלטות להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה בתקופה הנסקרת: סביבת האינפלציה נותרה שלילית ונמוכה משמעותית מתחום היעד של יציבות המחירים; מרבית הבנקים המרכזיים במשקים המובילים המשיכו לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד; רמתו של שער החליפין וההתמתנות בפעילות העולמית הקשו על היצוא; ומחירי הדיור הוסיפו לעלות בקצב גבוה.

במחצית השנייה של 2016 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ברמתה הנמוכה – 0.1%. במחצית זו המשיכה הוועדה להשתמש בצעד שנקטה החל מההודעה על הריבית לנובמבר 2015 – הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance): הוועדה ציינה בהודעותיה כי היא מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה לאורך זמן. עם זאת, במהלך התקופה ביטאה הוועדה את ההערכה שלא נדרש עוד לבחון את הצורך בכלים מוניטריים שונים. נוסף לכך נעשה במשך התקופה שימוש ברכישות מט"ח על פי קווי המדיניות שהותוו.

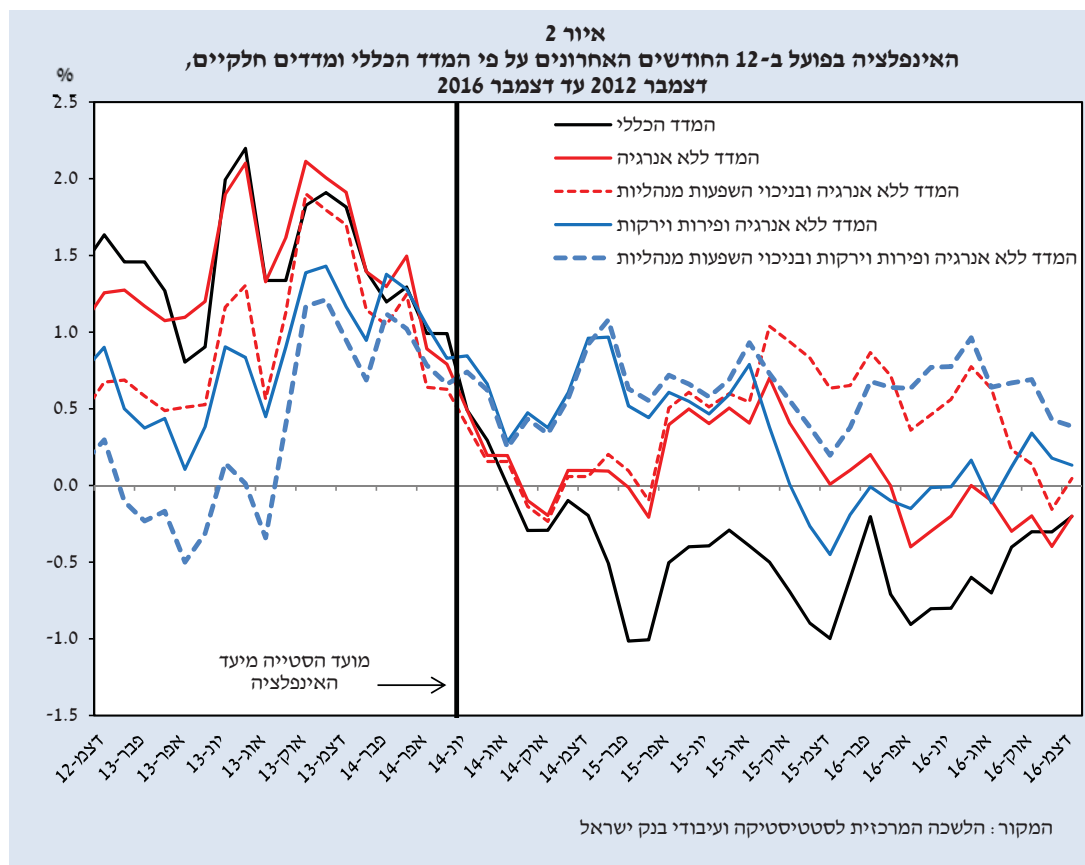
הגורמים לכך שהאינפלציה השנתית המשיכה לסטות מתחום היעד במהלך המחצית הנסקרת: בתקופה הנסקרת עדיין שיקף המדד חלק מהשפעתה של הירידה הדרמטית שחלה במחירי הנפט מאמצע 2014 עד ראשית 2016 (שיעורה המצטבר הגיע לכ-75%, ראו איור 1). לתרומה ישירה זו נוספה כנראה גם תרומה עקיפה, דרך הוזלת מוצרים ושירותים שעלות ייצורם פחתה בעקבות הירידה במחירי האנרגיה. מחירי הנפט התייצבו במחצית הנסקרת ברמה שאפיינה אותם בתחילת המחצית הראשונה, ולקראת סוף השנה הם אף עלו. כתוצאה מכך התפוגגה בתום התקופה השפעתם הישירה על האינפלציה ונרשמה עלייה בקצב האינפלציה השנתית, אך זו נותרה מתחת לגבול התחתון של היעד. האינפלציה נותרה מתחת לגבול גם בשל גורמים נוספים. ראשית, ההחלטות המנהליות שהממשלה קיבלה מאז ספטמבר 2015, במטרה להפחית את יוקר המחיה<sup>3</sup>, המשיכו לתרום שלילית למדד במהלך התקופה הנסקרת אך השפעתן פחתה לקראת סוף התקופה. בניכוי מחירי

<sup>2</sup> ראו פירוש בפתח הדוח.

<sup>3</sup> הוזלת תעריפי החשמל והמים, הוזלת מחיריהם של מוצרי מזון מפוקחים, והוזלת תעריפי הנסיעה בתחבורה הציבורית.



האנרגיה והתערבות הממשלה, ובניכוי מחיריהם התנודתיים של הפירות והירקות, עלה המדד ב-0.4% (איור 2). שנית, שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייסף, בעיקר עקב היחלשות האירו בעולם. לגורמים אלה התווספה כנראה גם התגברות התחרות במשק. בנק ישראל התערב בשוק המט"ח על פי קווי המדיניות שהותוו לכך – כלומר כאשר שער החליפין מציג תנודות חריגות שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי – וכן בהתאם לתוכנית לקיזוז ההשפעה של הפקת הגז.



הוועדה המוניתרית סברה כי הירידה שחלה באינפלציה במהלך התקופה נבעה מהגורמים שנסקרו לעיל ולא מרפיון בביקושים המקומיים. כמו כן היא סברה כי לא נוצרו תנאים שמחייבים שימוש בכלים בלתי קונוונציונליים, כגון רכישות אג"ח או ריבית מוניתרית שלילית, היות שנתוני הצמיחה היו גבוהים מהצפוי, שוק העבודה הפגין חוסן, הציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני עלו, והציפיות לטווחים הארוכים נותרו בקרבת מרכז היעד. כדי לגבש מדיניות מוניתרית מתאימה מוטל על קובעי המדיניות להבחין בין שני סוגים של ירידת מחירים: (1) ירידה שנובעת מזעזועי היצע, כדוגמת הירידה הדרמטית שחלה במחירי הנפט החל מאמצע 2014, ו-(2) ירידה ממושכת שנובעת מביקושים ממותנים ועלולה להתפתח למיתון (דפלציה). בשעה שהמנגנון הדפלציוני גורם למיתון, ירידת מחירים מצד ההיצע תומכת בהרחבת הפעילות. לכן במצב



כזה קובעי המדיניות אינם מוכרחים להפחית את הריבית על מנת לעודד את הצריכה וההשקעות, וזאת כל עוד הציפיות לאינפלציה אינן מצביעות על פגיעה באמינותה של המדיניות המוניטרית ובמשטר יעד האינפלציה. הנתונים המקרו-כלכליים בישראל מעידים כי האינפלציה הנמוכה נובעת מזעזועי היצע. כאמור, האינפלציה השנתית בישראל המשיכה להיות מושפעת מהירידה הדרמטית שחלה במחירי הנפט לאורך התקופה הנסקרת ומירידות המחירים שהממשלה יזמה, דהיינו גורמים שאינם שייכים לצד הביקוש. השפעתם של גורמים אלה התפוגגה לקראת תום התקופה הנסקרת, והאינפלציה השנתית עלתה. נוסף להם תרמו לאינפלציה הנמוכה עוד גורמים שאינם שייכים לצד הביקוש – הייסוף בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי וכנראה גם העלייה בתחרות במשק. יתר על כן, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה התאפיין המשק בהתפתחויות חיוביות: שוק העבודה הוסיף להפגין חוסן, השכר ושיעור התעסוקה עלו, הצריכה הפרטית עלתה במידה רבה, והציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים העידו כל העת כי גם בשווקים הפיננסיים שוררת הערכה שהמדיניות המוניטרית תוביל במשך הזמן להשגת יעד האינפלציה.

הוועדה העריכה כי קיימים סיכונים בהרחבה מוניטרית באמצעות צעדים בלתי קונוונציונליים כגון ריבית מוניטרית שלילית. מכיוון שהוועדה העריכה גם כי האינפלציה הנמוכה אינה נובעת ממיתון בביקושים, ומאחר שנתוני הצמיחה ושוק העבודה הצביעו על סביבה כלכלית איתנה, היא לא מצאה לנכון לנקוט צעדים כאלו. זאת ועוד, הוועדה סברה כי בעולם לא הצטבר ניסיון בהיקף שמאפשר לבחון אם השימוש בהם תורם להשגת יעדי המדיניות.

**הוועדה הדגישה כי המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה: רמת הריבית נמוכה מבחינה היסטורית ובנק ישראל הוסיף להתערב בשוק המט"ח.** בכל דיוני הריבית שהתקיימו בתקופה הנסקרת – וכן בדיונים שעסקו בריבית לחודשים הראשונים במחצית הראשונה של 2017 (ינואר ופברואר) – החליטה הוועדה המוניטרית שלא לשנות את הריבית והמשיכה להסתייע בהכוונת הציפיות על ידי כך שמסרה לציבור כי היא מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה לאורך זמן.

**הוועדה סברה כי המדיניות המוניטרית המרחיבה שהיא נוקטת – היינו ריבית נמוכה ביותר לאורך זמן ורכישות מט"ח – תתרום לחזרת האינפלציה לתחום היעד לקראת סוף 2017.** זאת על יסוד התפוגגות השפעותיהן החד-פעמיות של הוזלות המחירים שיזמה הממשלה ועל יסוד ההנחה שמחירי הנפט ושאר הסחורות יתייצבו. יתר על כן, בשנה וחצי האחרונה האיץ קצב עלייתו של השכר הנומינלי במגזר העסקי על רקע החוסן בשוק העבודה, והאצה זו צפויה להשפיע על חזרת האינפלציה ליעד. בהקשר זה חשוב לציין כי על פי חוק, המדיניות המוניטרית צופה פני עתיד ואינה פועלת לקיזוז ירידות מחירים שכבר התרחשו.

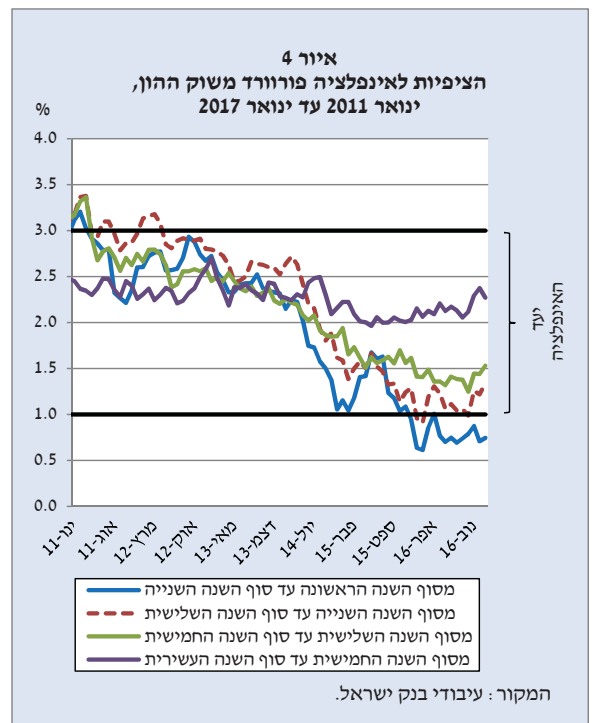
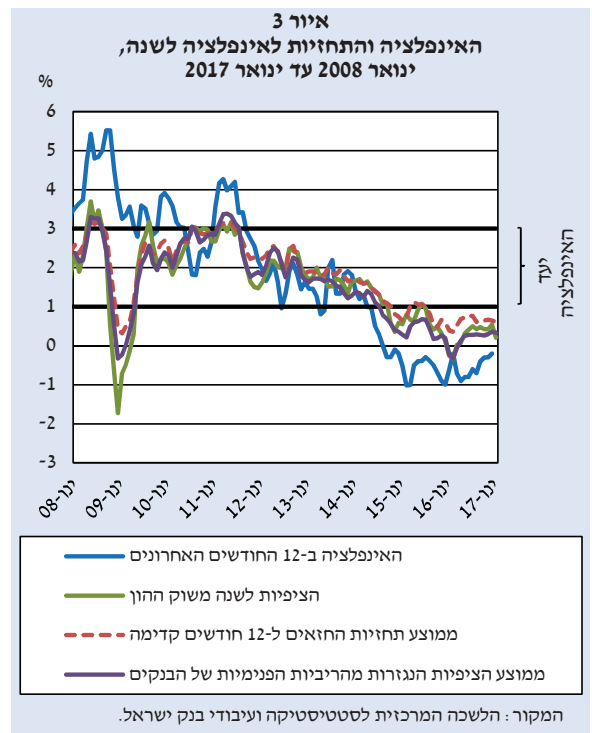
**לסיכום, חברי הוועדה העריכו כי הותרת הריבית ברמתה הנוכחית לאורך**

זמן, לצד הכוחות הכלכליים – בעיקר המשך הצמיחה במשק, שיעור האבטלה הנמוך ועליית השכר – יפעלו להחזרת האינפלציה לתחום היעד לקראת סוף 2017, וזאת בהנחה שלא תחול הרעה נוספת בכלכלה העולמית ומחירי הסחורות יישארו יציבים.

### ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית<sup>4</sup>

האינפלציה ב-12 החודשים המסתיימים בדצמבר עמדה על ערך שלילי – 0.2%. הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה, והציפיות לשנה בעוד שנה (הציפיות פרוורד לשנה השנייה), הוסיפו לנוע מתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות לטווחים הבינוניים נמצאו מעל הגבול התחתון. הציפיות פרוורד לטווח הארוך (5–10 שנים) נותרו מעוגנות בסביבת מרכז תחום היעד. בתחילת התקופה הנסקרת עמדה האינפלציה השנתית על ערך שלילי, 0.9%, בעיקר על רקע הירידה המתמשכת – והמפתיעה בעוצמתה – שחלה במהלך השנתיים האחרונות במחירי הסחורות, בפרט הנפט. לכך נוספה השפעתם של הצעדים המנהליים שהממשלה נקטה, וכנראה גם התגברות התחרות במשק. אמנם האינפלציה השנתית נותרה שלילית בסיכומה של המחצית הנסקרת, אך נרשמה בה מגמת עלייה (איור 3) עקב התפוגגות השפעתן של הירידות במחירי האנרגיה ושל הצעדים המנהליים. חברי הוועדה העריכו כי כמה גורמים יכולים לתמוך בהמשך העלייה באינפלציה ובחזרתה ליעד: א) במהלך הרבעון הראשון של 2016 נרשם שינוי מגמה בחלק ממחירי הסחורות, בפרט הנפט, והם הציגו עלייה לאורך כל התקופה הנסקרת. חברי הוועדה העריכו כי אם מחירי הסחורות יתייצבו ברמה שהגיעו אליה, הם צפויים להמשיך לתמוך בעליית האינפלציה. ב) הצריכה הפרטית הוסיפה להתרחב וקיבלה תמיכה מחוסנו של שוק העבודה. ג) השכר במשק עלה. לגבי עליית השכר ציינה הוועדה כי אין לה השפעה מיידית על האינפלציה השנתית. כמו כן היא ציינה כי כמה גורמים מקומיים פועלים למיתון האינפלציה – כגון הגברת התחרות בענפים מסוימים – והזכירה סיכונים נוספים, בראשם סביבתה הנמוכה של האינפלציה העולמית. יחד עם העלייה באינפלציה השנתית עלו גם הציפיות לשנה יחסית לרמתן במחצית הראשונה של 2016, אולם הן נותרו מתחת לגבול התחתון של היעד (איור 3). הציפיות לטווחים הבינוניים (השנים השלישית עד החמישית) נעו במרוצת התקופה מעל הגבול התחתון של היעד ונרשמה בהן עלייה. הציפיות פרוורד לטווח הארוך (5–10 שנים) נותרו מעוגנות בסביבת מרכזו של תחום היעד (איור 4).

נתוני החשבונאות הלאומית לרבעונים השני והשלישי העידו כי המשק צומח בקצב מהיר מזה שפורסם קודם לכן. מאחר שהאומדן לנתוני הצמיחה ברבעון הראשון עודכן באוגוסט במידה משמעותית, הוועדה סברה כי פחתו הסיכונים לצמיחה. (לוח 1 מתאר את נתוני הצמיחה



<sup>4</sup> לוח 3 מפרט את תנאי הרקע שעמדו לרשות חברי הוועדה.

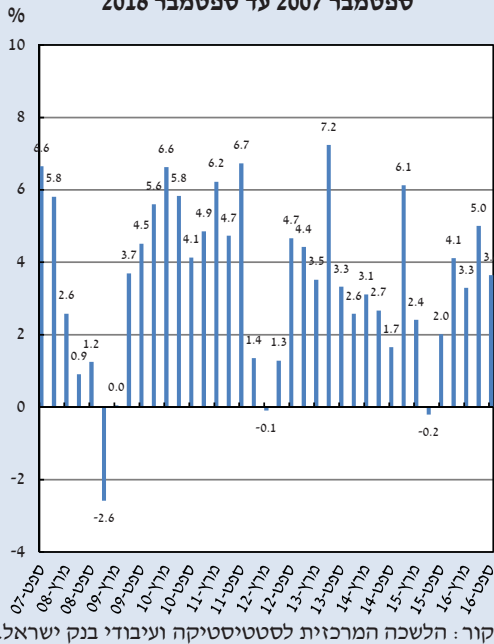
שעמדו לרשות חברי הוועדה בעת ההחלטות על הריבית). בתחילת התקופה הנסקרת פורסם האומדן השני לקצב הצמיחה ברבעון הראשון של השנה, והוא הצביע על עדכון כלפי מעלה, ל-1.3%, לאחר שהאומדן הראשון (ממאי) הצביע על האטה מפתיעה, ל-0.8%; כמו כן הראה האומדן כי היצוא (ללא חברות הזנק ויהלומים) התכווץ ב-0.8%. חברי הוועדה סברו באותה עת – על סמך הנתונים שעמדו לרשותם – כי קצב הצמיחה ירד ל-0.8% באופן זמני, וכי הצמיחה ברבעון השני תשוב לקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות. בהערכה זו תמכו המשך הירידה באבטלה, העלייה בתעסוקה ובשכר, וסקר החברות. במהלך החודשים הבאים חל עדכון משמעותי כלפי מעלה בנתוני הצמיחה לרבעון הראשון. זאת ועוד, בהחלטה לספטמבר הצביע האומדן הראשון לרבעון השני על שיעור צמיחה מפתיע – 3.7%. חברי הוועדה סברו כי קצב הצמיחה המעודכן במחצית הראשונה של השנה – 3% – מתיישב עם הנתונים המעידים כי שוק העבודה איתן. נוסף על כך ציינו חברי הוועדה את הגידול המתמיד במספר המשרות הפנויות ואת הקושי הגובר לאייש משרות פנויות. לאור נתוני הצמיחה המעודכנים וחוסנו של שוק העבודה סברו חברי הוועדה כי פחתו הסיכונים לצמיחה, וכי הסיכון העיקרי להמשך הצמיחה טמון בהתפתחויות שליליות בעולם.

ברבעון האחרון של 2016 המשיכו נתוני הצמיחה לרבעונים הראשון והשני להתעדכן כלפי מעלה ושיקפו צמיחה גבוהה – 3.8% – במחצית הראשונה של השנה. עם הגורמים המובילים את הצמיחה הגבוהה ניתן למנות את המשך הגידול המהיר בצריכה הפרטית ובהשקעה בנכסים קבועים. אמנם האשראי למשקי הבית עלה, אך חברי הוועדה סברו כי הגידול בצריכה הפרטית נשען ברובו על הכנסה מעבודה ובמיעוטו על גידול באשראי, וכי לא נוצר מינוף יתר של משקי הבית. היצוא התכווץ כאמור ברבעון הראשון, אך הנתונים לרבעון השני הצביעו על גידול. עם זאת, חברי הוועדה ציינו כי אין זה ברור עדיין אם מדובר בשינוי מגמה, וכי יצוא השירותים של ישראל צומח מהר ביחס ליצוא השירותים בעולם בשעה שיצוא הסחורות גדל בקצב נמוך מזה של התפתחות הסחר העולמי.

האומדן הראשון לרבעון השלישי העיד כי התוצר מוסיף לצמוח בקצב המהיר שאפיין את המחצית הקודמת – 3.2% – וכי הצמיחה המשיכה לקבל תמיכה מהגידול מהיר בצריכה הפרטית ובהשקעה בנכסים קבועים (איור 5). עם זאת, היצוא (למעט חברות הזנק ויהלומים) התכווץ שוב, ב-6.3%. נתוני הצמיחה הגבוהים ונתוני שוק העבודה חיזקו את ההערכה שהמשק נמצא קרוב לתעסוקה מלאה.

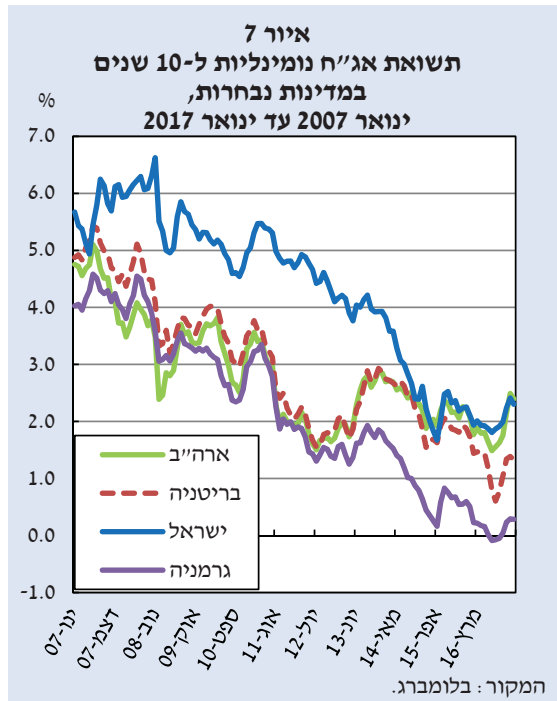
הנתונים השוטפים שהתפרסמו ברבעון הרביעי צפו כי התוצר ימשיך לצמוח בקצב יציב, תוך המשך הגידול בצריכה הפרטית וההשקעות. בהערכות אלה תמכו הנתונים החזקים משוק העבודה, העלייה במדד המשולב, והעלייה במדד אמון הצרכנים.

**איור 5**  
**שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי, נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיות, במונחים שנתיים, ספטמבר 2007 עד ספטמבר 2016**



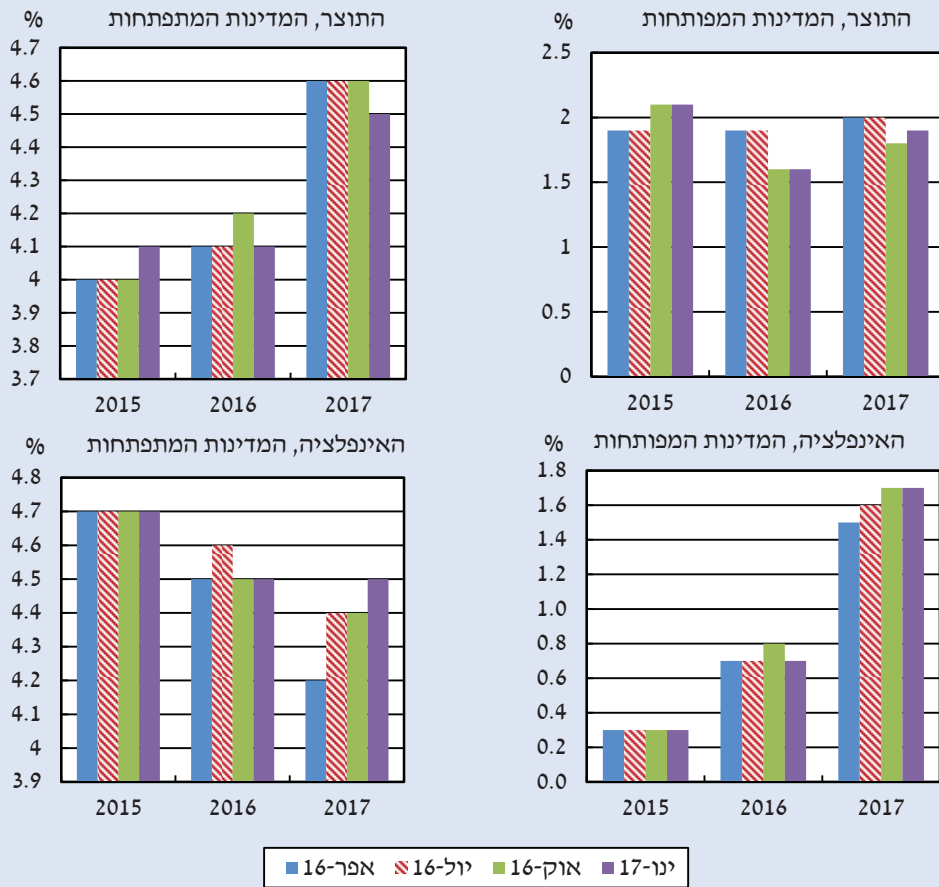
**בסיכום התקופה הנסקרת חל ייסוף בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, בעיקר עקב הפיחות בשער האירו אל מול השקל, והייסוף המשך להקשות על המשך הצמיחה של היצוא.** שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייסף בסיכום התקופה הנסקרת (ממוצע יוני מול ממוצע דצמבר) בכ-5.2% (איור 6). עיקר הייסוף נבע מכך שהאירו נחלש בעולם על רקע המשך ההרחבה המוניטרית בגוש האירו וסביבת הצמיחה הנמוכה בו. עוד תרמו לייסוף היחלשות הלירה שטרלינג לאחר שתוצאות משאל העם בבריטניה הראו כי הבריטים החליטו לפרוש מהאיחוד האירופי, והיחלשות מטבעותיהן של מדינות בעלות אינפלציה גבוהה וחשיבות פחותה לסחר הישראלי, כדוגמת טורקיה. במהלך התקופה בלטה התחזקותו של הדולר בעולם אך הוא שמר על ערכו מול השקל. מודלים שונים לשער החליפין של שיווי משקל מעידים כי השקל מיוסף יתר על המידה. לאורך כל התקופה הדגישו חברי הוועדה כי רמתו של שער החליפין ממשיכה להקשות על מגזר היצוא ועל המגזר הסחיר, בפרט לנוכח החולשה בסחר העולמי. משום כך המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח בהתאם לקווים המנחים את ההתערבות (כלומר כאשר שער החליפין מציג תנודות חריגות שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי), ובהתאם לתוכנית לקיזוז ההשפעה של הפקת הגז; רכישות אלה מהוות חלק אינטגרלי מהמדיניות המוניטרית. בתקופה הנסקרת (יולי עד דצמבר) הגיע היקף הרכישות לכ-2.6 מיליארדי דולרים, ו-0.9 מיליארד מתוכם נרכשו במסגרת התוכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין.

**הפעילות העולמית נותרה מתונה והתחזיות לגבי הצמיחה העולמית והסחר העולמי עודכנו כלפי מטה.** בתחילת התקופה הנסקרת, לאחר שתוצאות משאל העם בבריטניה הראו כי הבריטים החליטו לפרוש מהאיחוד האירופי, נוצרה בשווקים הפיננסיים אי-ודאות גבוהה, תוך שהלירה שטרלינג והאירו נחלשים מול הדולר ותוך שהתשואות על האג"ח של המשקים המובילים בעולם יורדות לרמות נמוכות מבחינה היסטורית (איור 7). קרן המטבע הבינ-לאומית הפחיתה במעט את התחזיות לגבי הצמיחה העולמית (איור 8) ולגבי צמיחת הסחר העולמי. בהמשך התקופה פחתה התנודתיות שניכרה בשווקים הפיננסיים, אך אי-הוודאות הפוליטית בעולם נמשכה. לקראת סוף התקופה התייצבו מחירי הנפט ואף עלו, ונרשמה עלייה בתשואות על האג"ח במשקים המובילים ובציפיות לאינפלציה. המדינות המפותחות מוסיפות לצמוח בקצב מתון: גוש האירו המשיך לצמוח באטיות לאורך המחצית תוך שהסיכונים עולים על רקע אי-הוודאות הפוליטית. בארה"ב נרשמה צמיחה גבוהה יחסית ברבעון השלישי, לאחר היודע תוצאות הבחירות עלו מדדי הסנטימנטים העסקי כמו כן, לאחר היודע תוצאות המתפתחות, הצמיחה ב-2017 צפויה לעלות על רקע ההתאוששות בצמיחה של ברזיל ורוסיה.



### איור 8

#### התחזית של קרן המטבע הבין-לאומית לגבי שיעורי הצמיחה והאינפלציה במדינות המפותחות והמתפתחות, 2015, 2016 ו-2017

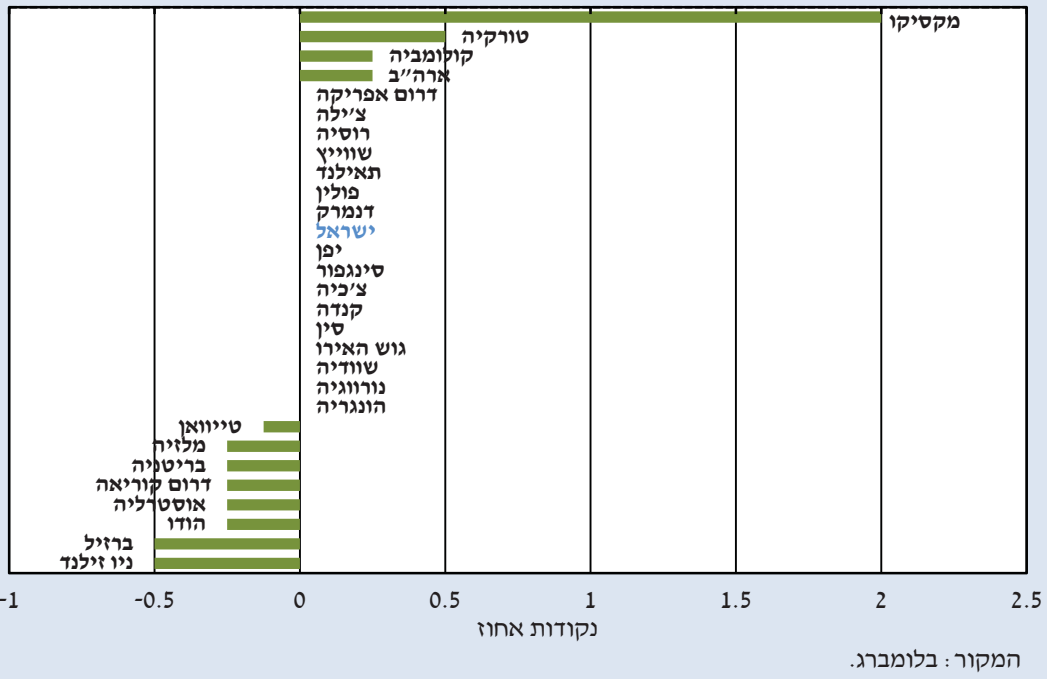


המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.

לאורך התקופה הנסקרת דנו חברי הוועדה בהשלכות האפשריות של המשך ההתמתנות בגידול בסחר העולמי, על רקע התגברות הכוחות החותרים לנסיגה מהליברליזציה שלו. חברי הוועדה סברו כי התרחיש המרכזי נותר כשהיה – המשך התאוששות אטית אך יציבה בכלכלה העולמית – אך לנוכח מכלול ההתפתחויות שהוצגו לעיל הם העריכו כי גברו הסיכונים כלפי מטה.

**מרבית המשקים המובילים העצימו את ההרחבה המוניטרית (איור 9).** המדיניות המוניטרית במרבית המשקים המרכזיים נותרה בתקופה הנסקרת מרחיבה מאוד. הבנק המרכזי של בריטניה הפחית באוגוסט את הריבית ל-0.25% – כעבור 7 שנים שבהן היא עמדה על 0.5% – ונוסף לכך הכריז על תוכנית להרחבה כמותית לאחר שמשאל העם הראה כי הבריטים החליטו לפרוש מהאיחוד האירופי. הבנק המרכזי של יפן הרחיב את התוכנית לרכישת מניות ולאחר מכן הכריז על "תוכנית לשליטה על עקום הריביות" – תוכנית שבמסגרתה הוא יחתור לשמר את תשואת האג"ח הממשלתיות לעשר שנים סביב 0%. כמו כן הוא התחייב להמשיך

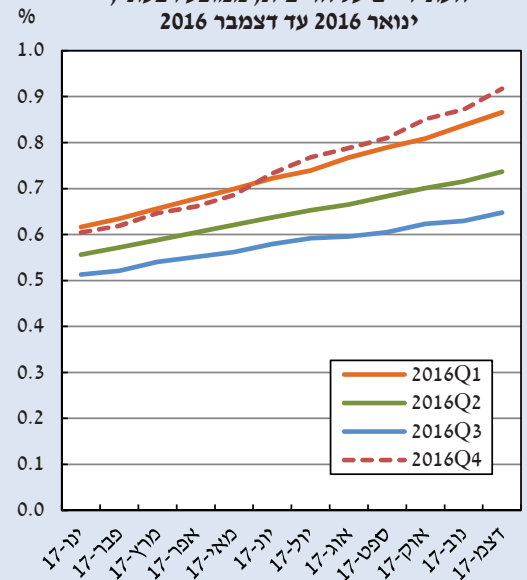
איור 9  
השינויים בריביות של הבנקים המרכזיים,  
יוני 2016 עד ינואר 2017



את ההרחבה המוניטרית גם לאחר שהאינפלציה תגיע ל-2%. הבנקים המרכזיים באוסטרליה ובניו-זילנד הפחיתו את הריבית. ה-ECB הודיע בדצמבר שהוא ימשיך את תוכנית ההרחבה הכמותית לפחות עד סוף 2017, לנוכח הצמיחה המתונה והאינפלציה הנמוכה. אשר ל-Fed, לאחר שהוא העלה כצפוי את הריבית בדצמבר 2015, צפו השווקים כי הוא יעלה אותה לפחות עוד פעם אחת עד ספטמבר 2016 (איור 10). אולם ההסתברות להעלאת ריבית ב-2016 ירדה משמעותית בעקבות משאל העם בבריטניה ונתוני הצמיחה. מאז פחתה משמעותית התנודתיות בשווקים הפיננסיים והאינפלציה השנתית, הצפויה ובפועל, עלתה. לאור זאת, ומאחר שנתוני הצמיחה ושוק העבודה הוסיפו להשתפר יחסית לנתונים במחצית הראשונה של השנה, העריך השוק כי ה-Fed יעלה שוב את הריבית בדצמבר, והערכה זו התממשה. על פי חציון ההערכות של חברי ה-Fed שפורסמו בהודעת ההחלטה מדצמבר, הריבית תעלה עוד שלוש פעמים במהלך 2017 – קצב מעט גבוה מהקצב שהם חזו קודם לכן. עם זאת, השווקים הפיננסיים מעריכים שהריבית תעלה בקצב אטי מזה – פעמיים בלבד.

**הנתונים משוק הדיור הוסיפו להצביע על המשך העלייה במחירים והדבר הוסיף להימנות עם השיקולים נגד הרחבה מוניטרית נוספת.** במהלך התקופה הנסקרת נמשכה הפעילות הערה בשוק הדיור, והדבר השתקף בכך שבדומה למחצית הקודמת, גם במחצית הנסקרת הוסיפו מחירי הדירות להאמיר (הם עלו ב-8.1% ב-12 החודשים המסתיימים בספטמבר; ראו איור 11). כמו כן השתקפה הפעילות הערה במספר העסקאות. מלאי

איור 10  
התחזיות לריבית ה-FED בחודשים ינואר 2017 עד דצמבר 2017, על סמך החוזים העתידיים על הריבית, ממוצע רבעוני, ינואר 2016 עד דצמבר 2016



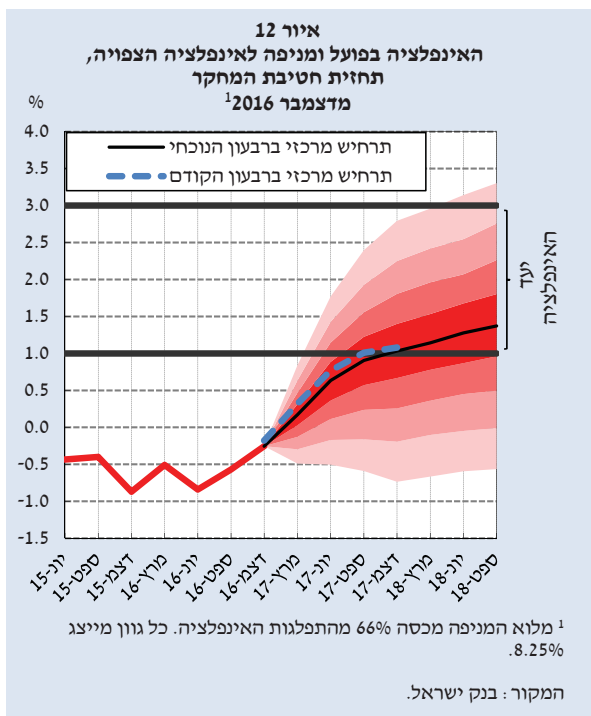




הדירות למכירה המשיך להתרחב במחצית הנסקרת והגיע לרמות שיא. סך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים האחרונים ירד במחצית הנסקרת לאחר שבתחילתה הוא הגיע לשיא (כ-5.4 מיליארד ש"ח בחודש), וב-12 החודשים המסתיימים בדצמבר הוא עמד על כ-4.9 מיליארדי ש"ח בחודש. במהלך המחצית הנסקרת המשיכו הריביות על המשכנתאות לעלות<sup>5</sup>, על רקע התגברות הסיכון בתיק האשראי לדירור של המערכת הבנקאית, העלייה בעלויות הגיוס של הבנקים, והצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בעבר על מנת להפחית את הסיכון ללווים ולבנקים.

חברי הוועדה הביעו דאגה מהסיכונים בשוק הדירור שכן מחירי הדירות הוסיפו לעלות והיקפי המשכנתאות החדשות נותרו גבוהים. הם ציינו כי מגמה זו נמשכת חרף העלויות המתמשכות בריביות על המשכנתאות במרבית המסלולים, וחרף העלויות המתמשכות בפער בין ריביות אלו לריביות על אג"ח ממשלתיות. עם זאת, חברי הוועדה העריכו כי התייקרות המשכנתאות מפחיתה את אטרקטיביות ההשקעה בדירות ואת קצב נטילת המשכנתאות, והם ציינו כי עליית המחירים מתרחשת בד בבד עם הגידול במלאי הדירות למכירה, תהליך שצפוי למתן את קצב עליית המחירים בעתיד.

**תחזית הצמיחה שחטיבת המחקר הציגה לוועדה עודכנה כלפי מעלה במשך המחצית.** התחזית שחטיבת המחקר גיבשה בסוף ספטמבר 2016 צפתה כי התוצר יצמח ב-2.8% ב-2016 וב-3.1% ב-2017 – עדכון כלפי מעלה של התחזית הקודמת (מיוני), משום שהצמיחה ברבעון השני הייתה גבוהה מההערכה שגובשה בעת עריכת התחזית ביוני ומשום שנתון הצמיחה לרבעון הראשון עודכן כלפי מעלה. כמו כן צפתה התחזית כי האינפלציה תעמוד על 1% ברבעון השלישי של 2017, עקב בלימת הירידה במחירי הסחורות ועליית השכר, וכי ריבית בנק ישראל תיוותר ברמתה באותה עת עד לרבעון השלישי של 2017.

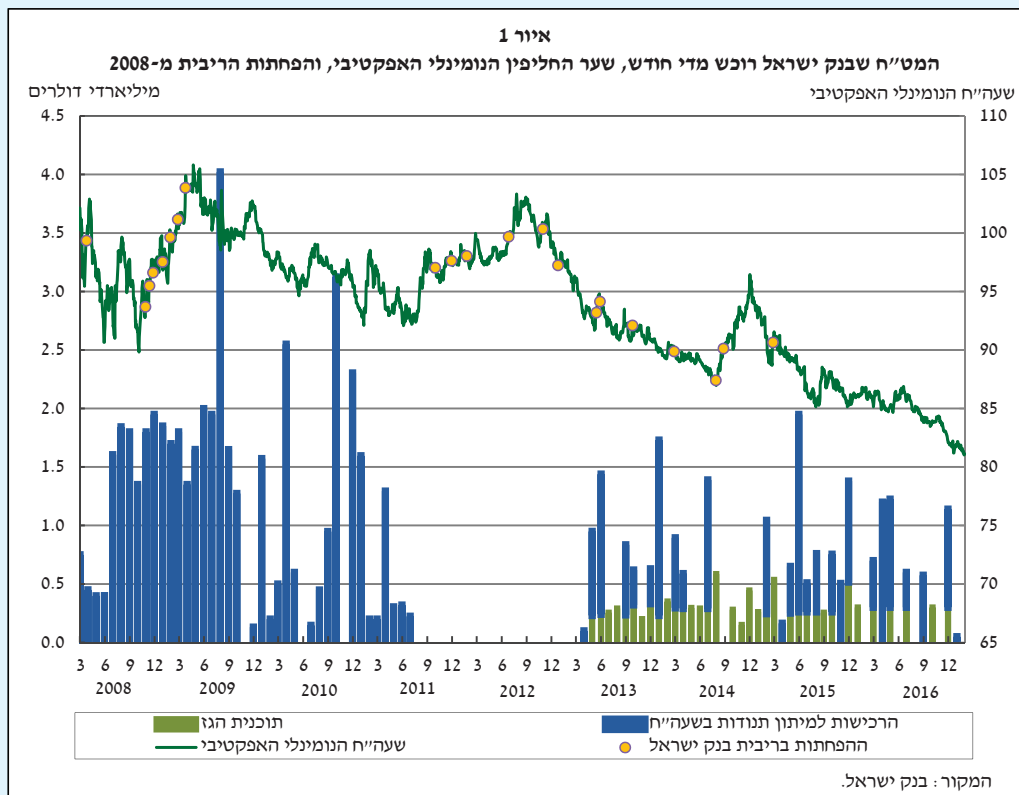


לפי התחזית שחטיבת המחקר ערכה בסוף דצמבר 2016<sup>6</sup>, התוצר צמח ב-3.5% ב-2016. העדכון בתחזית נבע מעדכון בנתוני החשבונאות הלאומית: אלה הראו כי הצמיחה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2016 הייתה גבוהה מההערכות מספטמבר. לעומת זאת, הצפי לגבי הצמיחה ב-2017 כמעט לא השתנה לעומת הצפי מהתחזית הקודמת. חטיבת המחקר צפתה כי ריבית בנק ישראל תישאר ברמתה הנוכחית בשלושת הרבעונים הקרובים ותעלה ל-0.25% ברבעון האחרון של 2017, אף על פי שהריבית המוניטרית בעולם צפויה לעלות עוד קודם. תוואי האינפלציה ל-2017 בתחזית מדצמבר נמוך במעט ביחס לתחזית הקודמת, שכן האינפלציה ברבעון הרביעי של 2016 הייתה נמוכה במעט מההערכה באותה עת. על פי התחזית, האינפלציה תתכנס בהדרגה אל תחום היעד ותסתכם ב-1% בסוף 2017 (איור 12). האינפלציה צפויה לעמוד על 1.5% בסוף 2018.

<sup>5</sup> דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2016 מרחיב את הדין על הסיכונים הטמונים בשוק הדירור ובעלייה בריביות על המשכנתאות.  
<sup>6</sup> לפני שהלמ"ס פרסמה את האומדן השנתי לצמיחה ב-2016 – 3.8%.

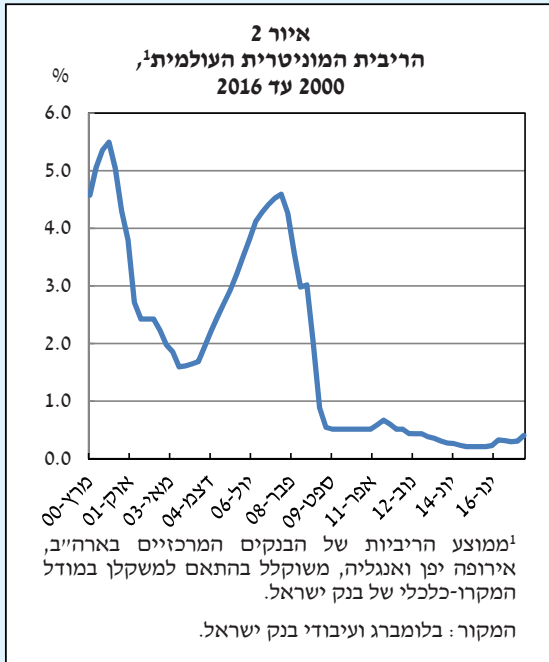
## מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות, ותהליך קבלת ההחלטות

- בנק ישראל שב להתערב בשוק המט"ח באפריל 2013, לאחר שנעדר מהשוק קרוב לשנתיים. מאז רכש הבנק 27.2 מיליארד דולר.
  - מטרה מרכזית של מדיניות ההתערבות בשוק המט"ח שנוקט בנק ישראל היא מיתון ייסוף היתר הנובע מהתנאים הנוכחיים בכלכלה העולמית ומהמדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד בעולם.
  - הוועדה המוניטרית העדיפה את ההתערבות בשוק המט"ח על פני הפחתה נוספת של הריבית, בין השאר עקב הסיכונים הכרוכים במדיניות של ריבית שלילית.
  - בחינה שערך בנק ישראל העלתה כי ההתערבות אכן משפיעה על שער החליפין, וכל עוד היא נמשכת, שער החליפין בפועל מפוחת בכמה אחוזים יחסית למצב ללא התערבות. ב-2013—2016 נותרה יעילותה של ההתערבות יציבה וגבוהה מהיעילות שהושגה ב-2010—2011, שנים שבהן היא בוצעה תוך כדי העלאת ריבית.
  - מאז שהופחתה ריבית בנק ישראל לרמה הנוכחית, עלות המימון של החזקת היתרות שלילית – כלומר כיום התשואה על היתרות גבוהה מתשלומי הריבית על ההתחייבויות. יתר על כן, סביר להניח כי אם ייווצרו נסיבות שבהן יחליט הבנק למכור מט"ח, הוא יעשה זאת כאשר השקל ייחלש, ולכן המכירה לא תוביל להפסד אלא אף לרווח ממומש.
- בנק ישראל שב להתערב בשוק המט"ח באפריל 2013, לאחר שלא רכש מט"ח קרוב לשנתיים. מאז נרכשו בסיכום כולל 27.2 מיליארד דולר, 10.5 מיליארדים מתוכם במסגרת התוכנית להפחתת השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף, תוכנית שהופעלה עם חידוש הרכישות (ראו איור 1). הוועדה המוניטרית בבנק ישראל בוחנת באופן שוטף את מדיניות ההתערבות על כל היבטיה – נחיצותה, יעילותה, עלותה, וחלופותיה האפשריות. תיבה זו מתארת בקצרה את מדיניות ההתערבות כמו גם את המידע המוצג לוועדה המוניטרית ואת תהליך קבלת ההחלטות בה.





**אי-אפשר להבין את מדיניות הרכישות שבנק ישראל מפעיל ללא הרקע העולמי הניצב מאחוריה.** עם פרוץ המשבר הפיננסי של 2008 הופחתו הריביות בעולם לשיעור נמוך (איור 2). הדבר הביא לזרמי הון משמעותיים ולייסוף בשורת מדינות ששררו בהן תנאי רקע איתנים, כגון מערכת פיננסית יציבה, עודף בחשבון השוטף, ויחס חוב-תוצר סביר. המשק הישראלי פתח לחלוטין לתנועות הון בין-לאומיות, ולכן אי-אפשר לקבוע בו את המדיניות המונית במנותק מהתנאים המוניטריים הגלובליים. ואמנם, ההתפתחויות הנידונות ניכרו גם בישראל, והן נמנו עם הגורמים לכך שבנק ישראל הפחית הריבית ל-0.5% ב-2009 וחדש את רכישות המט"ח ב-2008 לאחר עשור שבו הוא נעדר מהשוק.



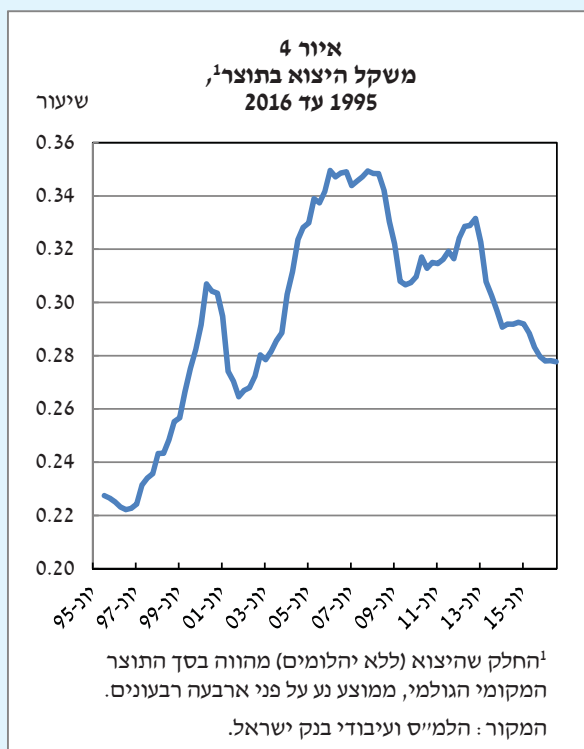
**בשנים האחרונות נמשכה ההרחבה המונית הריבית הגלובלית ואף העמיקה.** לאחר תקופה של יציבות מסוימת העמיקה ההרחבה המונית הריבית הגלובלית. בנקים מרכזיים גדולים, באירופה וביפן, הפחיתו לראשונה את הריבית לתחום השלילי, ובמקביל הפעילו תוכניות של הקלה כמותית על מנת להוריד באופן ישיר גם את התשואות הארוכות. התפתחות זו הביאה להתאמה נוספת של התנאים המוניטריים בשורת משקים קטנים ופתוחים לתנועות הון. חלקם (למשל שוודיה ושווייץ) אף הפחיתו את הריבית לתחום השלילי.

**נוסף לכך, כמה בנקים מרכזיים פועלים בשוק המט"ח במטרה למנוע התחזקות יתר של המטבע.** מדיניות זו זכתה לכינוי "מלחמת המטבעות", ומאחוריה ניצבת התפיסה שפיחות בשער החליפין של משק מסוים מצמצם את המידה שבה ההאטה הכלכלית במשקים אחרים משפיעה על הפעילות המקומית בו. גישה זו מתבססת על ההנחה שעקב קשיחויות נומינליות המחירים והשכר מתעדכנים בתדירות נמוכה, ולכן השפעה על שער החליפין הנומינלי מתבטאת גם בהשפעה זמנית על שער החליפין הריאלי.



**המדיניות המונית המרחיבה מאוד שתוארה לעיל הובילה בין השאר לייסוף יתר במשקים קטנים ופתוחים לתנועות הון שהתנאים הכלכליים בהם טובים יחסית.** "ייסוף יתר" מציינ ייסוף שחורג מהייסוף הנגזר מגורמים יסודיים ומחזוריים, כגון שיעורי הצמיחה ופערי התוצר היחסיים, תנאי הסחר החיצוניים, פערי הריבית הריאלית, וכדומה. הוועדה המונית העריכה – על סמך הערכות חיצוניות שגיבשו בנקי השקעות מובילים בעולם ועל סמך הערכות פנימיות שמתעדכנות באופן שוטף – כי שער החליפין של השקל אכן מיוסף ביתר בשנים האחרונות.

**מטרה מרכזית של ההתערבות בשוק המט"ח היא מיתון ייסוף היתר הנובע מהתנאים הנוכחיים בכלכלה העולמית ומהמדיניות המונית המרחיבה מאוד בעולם.** מצבו של המשק הישראלי טוב ממצבם של שווקים בחו"ל, ולצד המדיניות המונית המרחיבה מאוד בעולם עובדה זו תרמה לייסוף ריאלי שדרכו עלולה ההאטה משוקי חו"ל לחלחל למשק הישראלי. (איור 3). הייסוף מקשה



על היצוא ופוגע בתעשיות המקומיות שכן הן נאלצות להתחרות עם יבוא שמחירו הולך ופוחת. היצוא היווה באופן מסורתי את אחד ממקורות הצמיחה של המשק הישראלי, אולם בשנים האחרונות הוא גדל בממוצע בשיעור נמוך יחסית להתפתחות הביקוש העולמי. הדבר נבע בין השאר מהייסוף המתמשך בשער החליפין.

**היצוא חיוני לכלכלת ישראל.** עד למשבר של 2008 היווה היצוא את קטר הצמיחה של המשק ומשקלו בתוצר עלה בהדרגה והגיע ליותר משליש, אולם מאז משקלו בתוצר יורד (איור 4). לכן חשוב לקובעי המדיניות למנוע, במידת האפשר, פגיעה בלתי הכרחית ביצוא. היצוא מתחרה כל העת בשווקים הבין-לאומיים, והדבר נמנה עם הגורמים התורמים לפריון הגבוה יחסית במגזר הסחיר ולדחיפת הצמיחה של המשק, אם ישירות ואם דרך חלחול הפריון לענפי המשק האחרים<sup>1</sup>. ייסוף עלול להביא לסגירת מפעלים ולדחיקת תעשיות משוקי יצוא, שווקים שהחדירה אליהם קשה ואורכת זמן. מאחר שהחדירה לשוקי חו"ל כרוכה בעלות גבוהה, פירמות שנאלצות לצאת מענף היצוא יתקשו לחזור אליו בעתיד. לכן ייסוף יתר יכול לפגוע באופן מתמשך במפעלים ובשירותים שיש להם זכות קיום בטווח הארוך.

**יחד עם חידוש הרכישות הפחית בנק ישראל בהדרגה את הריבית המונית, עד לרמה אפסית.** בחודש מרץ 2015 הגיעה הריבית לשפל היסטורי, 0.1%, ומאז נותרה ללא שינוי. רכישות המט"ח נמשכו במצב זה ושימשו למעשה תחליף להפחתת הריבית לתחום השלילי, אפשרות שהוועדה המוניתרית בחנה גם כן. הוועדה העדיפה את ההתערבות בשוק המט"ח על פני הפחתת ריבית נוספת, גם עקב הסיכונים הכרוכים במדיניות של ריבית שלילית והניסיון הגלובלי המועט בתחום זה.

**ההרחבה המוניתרית הנוספת מתיישבת עם התפתחות המחירים והפעילות בישראל.** בנק ישראל פועל במסגרת יעד אינפלציה שקבעה הממשלה – התחום שבין 1% ל-3%. בשנים האחרונות ירדה האינפלציה אל מתחת לתחום, וגם ציפיות האינפלציה לשנה קדימה נמצאו – ועודן נמצאות – מתחתיו. החלשת הייסוף באמצעות ההתערבות בשוק המט"ח תומכת במיתון הסטייה מהיעד: אלמלא ההתערבות הייתה הסטייה כלפי מטה גדולה יותר.

**בנק ישראל פועל במטרה למתן את מגמת הייסוף, אך המדיניות גמישה דיה על מנת לאפשר לכוחות היסודיים הפועלים לייסוף המטבע לבוא לידי ביטוי בפועל.** מאז שבנק ישראל חידש את רכישות המט"ח, בשנת 2013, התייסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ-10% במצטבר. ייסוף זה חלחל גם למחירים המקומיים של מוצרי היבוא, והמחירים של המוצרים הסחירים במדד ירדו ב-2016 ב-1.6%. ירידה מתמשכת זו מגדילה את כוח הקנייה של הציבור ותומכת בירידה ביוקר המחיה.

<sup>1</sup> הטיעונים כאן ובהמשך נכונים במידה מסוימת גם לגבי הייצור המקומי המשמש תחליף ליבוא ומתחרה בו.

נוסף על הגורמים העולמיים והמקומיים שצוינו לעיל הניעה את חידוש הרכישות גם התחלת הפקתו של הגז הטבעי המקומי. מאז שבנק ישראל חידש את הרכישות חלקן נערכות במטרה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי המקומי – שהחלה אז – על החשבון השוטף. עד כה רכש בנק ישראל במסגרת תוכנית הגז כ-10.5 מיליארדי דולר, ובשנת 2017 הוא ירכוש במסגרתה 1.5 מיליארד דולר.

**בנק ישראל יכול להשפיע על שער החליפין הנומינלי באמצעות רכישות מט"ח.** הבנק המרכזי יכול להשפיע על שער החליפין הנומינלי דרך שני ערוצים – תיק הנכסים וערוץ האיתות. ערוץ תיק הנכסים פועל דרך השינוי בפרמיית הסיכון של שער החליפין שהמגזר הפרטי רואה לנגד עיניו, ושינוי זה נובע משינויים שהתערבות בשוק המט"ח יוצרת בהרכב תיק הנכסים שלו. ערוץ האיתות פועל באמצעות ההשפעה שיש לבנק המרכזי על ציפיות הציבור לגבי התוואים של שער החליפין ושל הריבית העתידית. אין בספרות תשובה פשוטה לשאלה כיצד התערבות מעוקרת<sup>2</sup> משפיעה על שער החליפין הנומינלי – מהי עוצמת ההשפעה ומהו משכה. בסופו של דבר מדובר בשאלה אמפירית, והתשובה לה תלויה מאוד בנסיבות המשתנות של ההתערבות<sup>3</sup>.

**מחקרים שנערכו בבנק ישראל מעידים כי במשטר המדיניות הנוכחי, רכישות המט"ח משפיעות על שער החליפין.** Ribon (2017, יפורסם בקרוב) מוצאת כי במשטר הרכישות שהחל באוגוסט 2009 – משטר שבו הרכישות משתנות ומתבצעות כאשר התנאים מצדיקים זאת להערכת הבנק – הרכישות משפיעות על שער החליפין: היקף הרכישות הממוצע בחודשים שנרכש בהם מט"ח (כ-800 מיליון דולר) תרם לפיחות שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בחודש ההתערבות 0.6% במוצע. קשה מאוד להעריך את משך ההשפעה של ההתערבות, שכן ברור כי בחלוף הזמן היא "נשחקת", ולכן לא ניתן להשתמש בתוצאות לעיל על מנת להעריך את השפעתה ברמה המקרו-כלכלית. הערכה נפרדת מדדה את משך ההשפעה של רכישות המט"ח על פני זמן, והיא מעידה שהשפעתן דועכת כעבור כשישה חודשים עד שנה. שילוב המסקנות מהאומדנים שלעיל מעלה כי כל עוד ההתערבות נמשכת, שער החליפין בפועל מפותח בכמה אחוזים ביחס למצב ללא התערבות. נדגיש כי קשה מאוד לאמוד את השפעתה הכוללת והנמשכת של ההתערבות בשוק המט"ח. בעיות זיהוי קשות הופכות את הנושא לאתגר מחקרי בארץ ובעולם, והתוצאות מתאפיינות באי-ודאות גבוהה במיוחד<sup>4</sup>.

**בנק ישראל מודד ובודק את יעילותה של מדיניות ההתערבות באופן רציף, בזמן אמת.** חטיבת השווקים של בנק ישראל מבצעת בפועל את מדיניות ההתערבות, והיא מודדת את יעילותה באופן עקבי ורציף, על בסיס יומי (ראו איור 5). התוצאות מעידות כי בין 2013 ל-2016 היעילות יציבה וגבוהה מזו שהושגה ב-2010–2011 (בשנת 2012 לא נרכש מט"ח). ייתכן כי היעילות גבוהה יותר בשנים האחרונות מפני שמדיניות ההתערבות בשנים אלה מתיישבת עם מדיניות הריבית (כזכור, הריבית הופחתה בהדרגה בשנים האחרונות וכיום היא נמוכה מאוד). העובדה שבנק ישראל ביצע את הרכישות כאשר פער הריביות נמוך, והעקביות בהפעלתם של כלי הרכישות והריבית, פועלות לחיזוק ערוץ האיתות שתיארנו לעיל<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> התערבות מעוקרת נעשית תוך שמירה על הריבית המוצהרת של בנק ישראל.

<sup>3</sup> מחקרים אמפיריים רבים בחנו כיצד התערבות בשוק המט"ח משפיעה על שער החליפין. סקירה של הספרות המוקדמת בנושא זה מופיעה למשל אצל Edison (1993). סקירה של הספרות המאוחרת מופיעה בנספח ל-Neely (2005). אצל Menkhoff (2013) מופיעה סקירה של הספרות העוסקת בהתערבות של בנקים מרכזיים בשווקים מתעוררים.

<sup>4</sup> Sorezcky (2013) בחן כיצד השפיעה התערבות בנק ישראל על שער החליפין בין מרץ 2008 ודצמבר 2009, והוא מצא שעיקר ההשפעה התרחשה סביב ההודעות שבנק ישראל פרסם בנוגע לתחילת הרכישות ולשינוי בהיקפן היומי. בשיאה הסתכמה ההשפעה בכ-10%, אך היא חלפה כעבור חודשים אחדים. במרבית התקופה רכש בנק ישראל סכום יומי קבוע וידוע מראש – בין מרץ 2008 ליולי 2008 הוא רכש 25 מיליון דולר ליום, ובין יולי 2008 לתחילת אוגוסט 2009 הוא רכש 100 מיליון דולר ליום.

<sup>5</sup> רוזנטרום ולוינטל (2016) מראים שבאופן תיאורטי, רכישות מט"ח בסביבה של ריבית אפסית יעילות מרכישות כשהריבית גבוהה יותר, במידה ש"מחסום האפס" לריבית מגביל את הבנק המרכזי.

**מדיניות הרכישות הגדילה את יתרות המט"ח לכ- 101 מיליארד דולר.** הגדלת היתרות מעוקרת, והיא מביאה גם לגידול מקביל בהפקדות בבנק ישראל. עלות המימון של החזקת היתרות (funding cost) נובעת מההפרש בין התשואה על הנכסים (יתרות המט"ח) לתשלומי הריבית על ההתחייבויות (מק"ם ופיקדונות). מאז שבנק ישראל הפחית את הריבית לרמה הנוכחית, עלות המימון של החזקת היתרות עומדת על ערך שלילי; כלומר, התשואה על היתרות כיום גבוהה מתשלומי הריבית על ההתחייבויות, גם מכיוון שהיתרות מושקעות בנכסים שמניבים תשואה גבוהה מרמת הריבית הקצרה בחו"ל. נציין כי נוסף על עלות זו מאזן הבנק מושפע גם משינויים בשער החליפין של השקל, בעיקר מול הדולר והאירו. אולם סביר להניח שאם הבנק יבחר למכור מט"ח, הוא יעשה זאת כאשר השקל ייחלש, ולכן המכירה לא תוביל להפסד אלא אף לרווח ממומש.

**הוועדה המוניתרית בוחנת באופן שוטף את מדיניות ההתערבות על כל צדדיה – נחיצותה, יעילותה,**

**וחלופותיה האפשריות.** הוועדה המוניתרית בוחנת מדי שנה את המסגרת הכללית של מדיניות הרכישות, וב-2016 היא ערכה בה דיונים מקיפים במיוחד. במסגרת דיונים אלו הוצגו ונותחו היבטיו השונים של הנושא: היתרונות, החסרונות והעלויות – כולל הסיכונים הכרוכים בהמשך המדיניות הנוכחית, ביניהם מגמת העלייה בגובה היתרות על פני זמן – וכן החלופות למדיניות הנוכחית. המדיניות שיקפה את ההחלטות שהתקבלו לאור דיונים אלה.

**ביבליוגרפיה**

לוינטל א' וע' רוזנטרם (2016), "התערבות בשוק המט"ח בסביבת ריבית אפס", נייר מדיניות 2016.9, מכון אהרון, המרכז הבין-תחומי הרצליה.

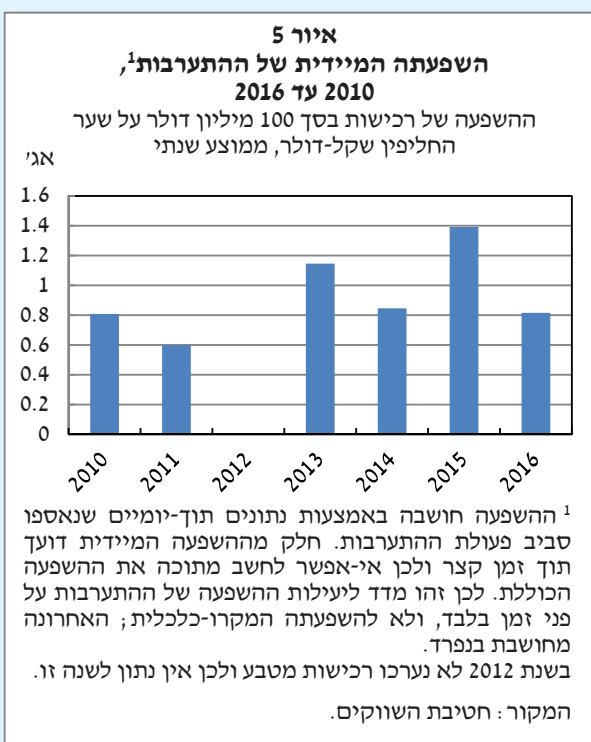
Edison H. J. (1993), "The Effectiveness of Central Bank Intervention: A Survey of the Literature After 1982", *Special Papers in International Economics*, No. 18, Princeton University.

Menkhoff L. (2013), "Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets: A Survey of Empirical Studies", *The World Economy*, Sep. 2013, 36(9), p. 1115-1243.

Neely C. J. (2005), "An Analysis of Recent Studies of the Effect of Foreign Exchange Interventions", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Nov.-Dec/2005, p. 685-718.

Ribon, S. (forthcoming), "Why the Bank of Israel Intervenes in the Foreign Exchange Market, and What Happens to the Exchange Rate", Bank of Israel Discussion Paper Series.

Sorezcky (2013), "Was the Bank of Israel Intervention in the Foreign Exchange Market Effective?", *Bank of Israel Review*, 86, January 2013, p. 7-45 (In Hebrew).



## לוחות

### לוח 1

#### החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

החלטה לחודש	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר	ינואר	פברואר	
2016Q1	1.3	1.7	2.2	2.1	2.3	3.2	3.2	3.3	התוצר
2016Q2			3.7	4.0	4.3	4.9	4.9	5.0	
2016Q3						3.2	3.4	3.6	
2016Q1	0.2	0.8	1.0	0.9	1.2	2.4	2.4	2.5	התוצר העסקי
2016Q2			3.3	3.8	4.2	5.2	5.3	5.4	
2016Q3						3.6	4.0	4.2	
2016Q1	4.8	5.0	6.2	5.9	5.9	6.3	6.3	6.3	הצריכה הפרטית
2016Q2			9.5	10.0	9.9	9.3	9.7	9.5	
2016Q3						2.9	3.5	3.4	
2016Q1	16.2	14.6	17.4	17.3	17.6	18.5	19.4	19.4	ההשקעה בנכסים קבועים
2016Q2			4.1	5.1	5.4	7.1	8.0	8.0	
2016Q3						12.2	15.3	15.3	
2016Q1	-8.0	-5.3	-1.0	-2.4	1.2	1.9	1.9	2.3	היצוא ללא יהלומים והזנק
2016Q2			5.7	10.9	13.7	11.8	10.2	11.0	
2016Q3						-6.3	-2.6	-0.8	
2016Q1	-3.1	-3.1	-2.3	-1.9	-1.9	-2.0	-2.6	-2.6	היבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים
2016Q2			27.1	30.2	30.2	29.2	31.1	31.1	
2016Q3						7.2	10.7	10.7	

המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2

**התפתחות התוצר, היבוא והישימושים**

(נתונים מנוכרי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

	2016Q3	2016Q2	2016Q1	2015Q4	2015Q3	2015Q2	2016	2015	2014
התוצר המקומי הגולמי	3.6	5.0	3.3	4.1	2.0	-0.2	3.8	2.5	3.2
התוצר של המגזר העסקי	4.2	5.4	2.5	4.2	2.3	-1.3	3.9	2.3	3.1
היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויחלומים	10.7	31.1	-2.6	19.8	2.9	-5.3	7.9	1.4	4.2
הצריכה הפרטית	3.4	9.5	6.3	6.6	6.3	0.0	6.1	4.3	4.3
מזון: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא	4.7	9.0	6.0	4.1	5.4	1.1	5.5	4.7	3.7
הצריכה הצבורית	3.9	7.4	-2.4	13.7	2.9	0.0	3.8	3.3	3.7
מזון: הצריכה הצבורית ללא יבוא ביטחוני	3.0	4.7	1.3	10.2	5.3	2.8	3.9	4.0	3.3
התשקעה המקומית הגולמית	26.6	-6.5	-1.8	16.5	-11.6	10.6	6.4	3.0	3.5
מזון: בנכסים קבועים	15.3	8.0	19.4	13.6	3.1	-1.2	11.0	0.1	0.0
היצוא ללא יחלומים	-2.5	7.9	10.8	1.7	-0.1	-12.3	2.6	-2.6	2.5
מזון: היצוא ללא יחלומים וללא חברות הזנק	-0.8	11.0	2.3	1.7	1.2	-12.7	1.4	-2.7	4.7

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועבודי בנק ישראל.

## לוחות נספח

לוח נ-1

### ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

(שיעורי השינוי)

12/16	11/16	10/16	09/16	08/16	07/16	
<b>התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם ל-3 חודשים
0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם לשנה
1.3	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.4	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*						
1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות לא-מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)**						
5.9	6.2	5.6	5.3	5.3	5.2	
<b>שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
1.3	-0.2	-3.5	-1.9	-1.4	5.7	מדד המניות הכללי
1.7	2.9	-2.6	-0.3	-0.8	4.3	מדד ת"א 25
<b>שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
0.2	-0.3	2.4	-0.7	-1.1	-0.5	השקל מול הדולר
-0.9	-3.1	0.2	-0.4	-0.6	-0.9	השקל מול האירו
-0.5	-2.3	0.9	-0.7	-0.8	-1.0	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
<b>מדדי סיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
9.4	9.2	8.7	9.3	9.3	9.5	סטיית התקן הגלומה
0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5%

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

\*\* המרווחים בין כל סדרת אג"ח תאגידיות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות (לשעבר "גלילי") בטווח המח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2  
**סביבת האינפלציה והריבית**

(ממוצעים חודשיים)

12/16	11/16	10/16	09/16	08/16	07/16	
<b>סביבת האינפלציה (אחוזים)</b>						
0.0	-0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.4	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-0.6	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.8	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
<b>הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*</b>						
0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	הציפיות לאינפלציה פרוורוד מסוף השנה הראשונה עד סוף השנה השנייה
1.2	1.3	1.0	1.1	1.0	1.1	הציפיות לאינפלציה פרוורוד מסוף השנה השנייה עד סוף השנה השלישית
1.4	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4	הציפיות לאינפלציה פרוורוד מסוף השנה השלישית עד סוף השנה החמישית
2.4	2.3	2.1	2.1	2.1	2.2	הציפיות לאינפלציה פרוורוד מסוף השנה החמישית עד סוף השנה העשירית
<b>הריבית ופערי הריביות</b>						
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	ריבית בנק ישראל
-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תחזיות החזאים לגבי השינוי בריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	ריבית התלבור – פרוורוד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
-0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.1	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

\* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, וזה גדל עם

התארכות אופק הציפיות.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.