



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2015

אב התשע"ה • אוגוסט 2015

43



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

התוכן

5	תקציר
7	1. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת
8	א. הסביבה העולמית
15	ב. ההתפתחויות הריאליות
18	ג. ההתפתחויות הפיננסיות
19	ד. המדיניות הפיסקלית
20	ה. שער החליפין
21	ו. האינפלציה
25	ז. שוק הדיור
	תיבה : דשדוש רב-שנים או מחזור עסקים ארוך? הצפי בעולם לגבי הצמיחה
26	והריבית הריאלית
28	2. המדיניות המוניטרית
28	א. המדיניות והיעדים
29	ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית
37	לוחות סטטיסטיים

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 סוקר את ההתפתחויות הכלכליות שחלו במשק בתקופה שהדוח עוסק בה. כן הוא סוקר את המדיניות הנחוצה, לדעת חברי הוועדה המוניתרית בבנק ישראל, כדי לשמור על 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 כולל פרטים בדבר הסיבות לכך ששיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך שנים עשר חודשים ברציפות, החל מפרסום מדד המחירים לצרכן של יוני (ב-15 ביולי 2014). שיעור האינפלציה בתקופה זו ירד אל מתחת לגבול התחתון של היעד, וההסברים מופיעים בחלק 2 להלן (המדיניות המוניתרית).

דוח המדיניות המוניתרית למחצית הראשונה של 2015 הוכן בידי הכלכלנים של חטיבת המחקר בהנחייתה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניתרית. דוח זה מתבסס על נתונים שפורסמו עד ה-27.07.2015, תאריך ההחלטה על הריבית לאוגוסט 2015.

- **המדיניות המוניטרית:** הוועדה המוניטרית של בנק ישראל הפחיתה את הריבית לחודש מארס 2015 ב-0.15 נקודות האחוז והביאה אותה לרמתה הנמוכה ביותר אי פעם, 0.10%. הפחתה זו לא הייתה מגולמת בציפיות השווקים הפיננסיים, ועל כן התגובה בהם הייתה חדה יחסית. מכיוון שהריבית התקרבה לרמה אפסית, בחנה הוועדה בתקופה הנסקרת הפעלת כלי מדיניות אחרים. כמו כן הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח, ובתקופה הנסקרת הגיע היקף הרכישות ל-4.6 מיליארדי דולרים, מרביתם (3 מיליארדי דולרים) נרכשו במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין¹, ושאר הסכום נרכש במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין. גם בחודשים יולי ואוגוסט, לאחר התקופה הנסקרת, הותירה הוועדה את הריבית ברמה הנמוכה של 0.1%.
- **המדיניות המקרו-יציבותית:** חברי הוועדה סברו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף מהאשראי לענף הדיור, והצעדים שהמפקח על הבנקים נוקט בשנים האחרונות מפחיתים סיכון זה.
- **האינפלציה והציפיות לאינפלציה:** ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.4%, ולפיכך הייתה האינפלציה נמוכה משמעותית מגבולו התחתון של יעדה (1.0%). קצב האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים לאחר היה שלילי לאורך כל התקופה הנסקרת. עם זאת, ההתפתחות במדדים החודשיים לא הייתה אחידה לאורך התקופה – בחודשים ינואר-פברואר נרשמו במדד ירידות חדות, ששיקפו בעיקר הפחתות חד-פעמיות וצפויות של מחירי החשמל והמים, וכן את ירידתם של מחירי הנפט במחצית הקודמת². בחודש מארס החלה תפנית: המחירים שבו ועלו, בהתאם לתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה, וכתוצאה מכך התמתן קצב ירידתם בהסתכלות על 12 חודשים לאחר. הציפיות לאינפלציה לשנה על פי המקורות השונים ירדו בתחילת התקופה אל מתחת לגבולו התחתון של יעד האינפלציה, ובסופה שבו לסביבת הגבול התחתון. האינפלציה הצפויה בטווח הבינוני-ארוך נותרה מעוגנת סביב מרכז היעד לאורך כל התקופה.
- **הפעילות הריאלית המקומית:** הנתונים למחצית שכללה את הרבעון הרביעי של 2014 ואת הרבעון הראשון של 2015 מעידים כי המשק חזר לקצב הצמיחה המתון שאפיין אותו לפני "צוק איתן". בפירוט, הנתונים לרבעון הרביעי הצביעו על האצה בפעילות – עלייה של 6.5%, ששיקפה תיקון להאטה שהייתה ברבעון הקודם בעקבות "צוק איתן" – ברבעון הראשון של 2015 הוסיף המשק לצמוח, אמנם בשיעור מתון יותר. הצריכה הפרטית הובילה את הצמיחה במהלך התקופה, ואילו למיתונה פעל הדשדוש ביצוא, על רקע התחדשות מגמת הייסוף של השקל והחולשה בסחר העולמי.
- **שוק העבודה:** הנתונים לרבעון האחרון של 2014 ולרבעון הראשון של 2015 הצביעו על תיקון דומה לזה שהיה בפעילות הריאלית המקומית: שיעור האבטלה שב וירד, עד לשפל של 5.4%, וזאת לאחר שהוא עמד על 6.2% ברבעון השלישי של 2014. במקביל שמרו שיעורי ההשתתפות והתעסוקה על יציבות ברמה גבוהה, גדלו שיעור המועסקים ושיעור המשרות הפנויות. כן עלה השכר הריאלי, וגדל מספר משרות השכיר. כאשר גידול מספרן בשירותים הציבוריים פיצה על התכווצות במגזר העסקי.
- **שער החליפין:** בתקופה הנסקרת חלה בשקל תפנית במונחי שער החליפין האפקטיבי. לאחר שבמחצית הקודמת חל בו פיחות חד, במחצית הנסקרת הוא התחזק במידה רבה במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ובמונחי האירו ובמידה פחותה גם ביחס לדולר. הרקע לייסוף במונחי השער האפקטיבי היה הכרזת הבנק המרכזי האירופי (ECB) בינואר על צעדים ראשונים של הרחבה כמותית. בעקבות צעדים אלה נחלש האירו בחדות מול המטבעות המובילים – וגם כאמור מול השקל – והדבר הניע בנקים מרכזיים ברחבי העולם לפעול להחליש את המטבע המקומי. הפחתת הריבית לחודש מארס ורכישות המט"ח במהלך התקופה בלמו חלקית את מגמת הייסוף האפקטיבי של השקל, אך לפי מספר אומדנים שער החליפין האפקטיבי של השקל בסוף התקופה הנסקרת מיוסף יתר על המידה ביחס לשער החליפין של שיווי משקל.

¹ בתכנית זו הבנק פועל בשוק המט"ח כאשר בשער החליפין יש תנודות חריגות והן אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי. בניגוד לתכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז, בתכנית זו הבנק אינו מצהיר מראש על היקף הרכישות.

² ראו התיבה הירידה במחירי הנפט – מבט על ישראל והעולם, דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2014, עמ' 21.

- הסביבה העולמית:** הכלכלה העולמית ממשיכה לצמוח בקצב מתון, אך השונויות בין המדינות גבוהה, ובמקביל הואט הסחר העולמי. אשר למדינות המפותחות - המשק האמריקאי ממשיך לצמוח בקצב מתון, על אף התכווצות ברבעון הראשון של 2015, שנבעה ככל הנראה מגורמים זמניים. בכלכלת אירופה החלה מגמת שיפור בצמיחה, אף כי ריחפה מעליה סכנת "המשבר היווני". במדינות המתפתחות קצבי הצמיחה בפועל, וכן אלה החזויים, נמוכים מאשר בעבר. בנקים מרכזיים בעולם המשיכו לנקוט צעדים של מדיניות מוניטרית מרחיבה, ובראשם ה-ECB, שכאמור הכריז לראשונה על תכנית הרחבה כמותית בהיקפים גדולים, על רקע חששות מהתפתחות דפלציה במדינות הגוש. ההערכות בקרב בכירי הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) ובשווקים הן שריבית ה-Fed תועלה לראשונה לקראת סוף השנה – בספטמבר או בדצמבר 2015.
- שוק הדיור:** מחירי הדירות ורמת הפעילות בשוק הדיור שבו לעלות לאחר הקיפאון ששרר בשוק בתקופת ההמתנה לחוק "מע"מ אפס". קצב העלייה השנתי (עד אפריל-מאי) במחירי הדירות אמנם התמתן – 3.2% לעומת 4.3% ב-2014 – אך מתחילת השנה (ינואר עד אפריל) עלו המחירים בקצב שנתי של כ-6%. במקביל זינק בתקופה הנסקרת מספר העסקאות, במיוחד בדירות ש"מע"מ אפס" התייחסה אליהן, וכן חלה עלייה בסך המשכנתאות החדשות שניתנו, לאחר שבמחצית הקודמת הוא נותר יציב.
- השווקים הפיננסיים:** מדדי המניות העיקריים (ת"א 25 ות"א 100) עלו במהלך התקופה הנסקרת, בדומה למגמה העולמית, אך בעוצמה רבה יותר. ברמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS על החוב החיצוני הממשלתי לחמש שנים, נמשכה מגמת הירידה, המאפיינת אותה בשנים האחרונות. מתחילת השנה עלה האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי, בעיקר הודות לעלויות באשראי מהבנקים ומהגופים המוסדיים. מרווחי התשואות של אג"ח החברות נותרו ברמה נמוכה. יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול בקצב דומה לזה שאפיין אותה בשנתיים האחרונות.
- המדיניות הפיסקלית:** הגירעון בפעילות המקומית של הממשלה (ללא מתן אשראי נטו) בחודשים ינואר-יוני הסתכם ב-0.6 מיליארד ש"ח, נמוך בכ-1.7 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון של 2.5 אחוזי תוצר. תהליך אישור התקציב של הממשלה החדשה אמור להסתיים רק לקראת סוף 2015, והממשלה פועלת מתחילת השנה לפי החוק המאפשר לה להוציא 1/12 מתקציב 2014 בכל חודש (תקציב המשכיל). הגירעון לשנת 2015 צפוי לעמוד על 2.5–2.8 אחוזי תוצר, קרוב לתקרת הגירעון הקבועה בחוק.
- תחזית חטיבת המחקר מחודש יוני 2015³:** לפי התחזית שגיבשה חטיבת המחקר בסוף יוני 2015, האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפויה לעלות ולעמוד על 1.6%, קרוב למרכז היעד. תחזית זו מושפעת בין היתר מהעלייה בתשלומי ההעברה, בשכר המינימום ובקצב הצמיחה. עם זאת, נשקפים לאינפלציה החזויה סיכונים כלפי מטה בשל התחדשות ירידתם של מחירי הנפט והמשך הייסוף של השקל. התוצר צפוי לצמוח ב-3.0% ב-2015, וב-2016 הקצב צפוי להשתפר ולהגיע ל-3.7%. תחזית זו גבוהה במקצת מהתחזית הקודמת – התחזית שהוצגה לוועדה בחודש פברואר. זאת, בין השאר, משום שהצריכה הציבורית צפויה לעלות במידה רבה, ומשום שלנוכח עדכון כלפי מעלה של תחזיות היבוא במדינות ה-OECD צפוי שיפור ביצוא. בהתאם לתחזיות אלה, ובהינתן הצפי לתחילת העלאת ריבית ה-Fed עוד ב-2015, צפתה חטיבת המחקר בסוף יוני שהוועדה תשאיר את הריבית ברמה של 0.10% ב-2015, ולאחר מכן היא תועלה ותגיע ל-1.25% בסוף 2016. למרות זאת סברה הוועדה שאי הוודאות סביב תחזית האינפלציה מוטה כלפי מטה, וזאת בעיקר מפני שמחירי הנפט ממשיכים לרדת ולאור הייסוף בשקל במונחי שער החליפין האפקטיבי.

³ בסעיף העוסק במדיניות המוניטרית מופיע דיון בהתפתחות התחזיות שעמדו לרשות הוועדה המוניטרית במהלך התקופה הנסקרת.

1. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת

הגורמים ברקע ההחלטות על המדיניות המוניטרית

על פי חוק בנק ישראל, התשי"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות מחירים, 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 מפעילה הוועדה המוניטרית כמה כלים ובראשם – החלטה חודשית על רמת הריבית המתאימה לטווח הקצר. נוסף על כך בנק ישראל מתערב בשוק המט"ח.

גורמים אחדים ניצבו ברקע החלטותיה של הוועדה: (1) סביבת האינפלציה נשארה נמוכה מהיעד. האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים הייתה שלילית בכל התקופה הנסקרת, והציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נעו מתחת לגבול התחתון של היעד במרבית התקופה. (2) השקל התייסקי שוב מול סל המטבעות, ובולט במיוחד הייסוף מול האירו. (3) המשק הוסיף לצמוח בקצב מתון בסיכום הרבעון הרביעי של 2014 והרבעון הראשון של 2015, תוך דשדוש בפעילות של הענפים הסחירים. (4) הצמיחה העולמית מתונה וניכרת שונות גבוהה בין המדינות – מחד גיסא מסתמנת, לראשונה, התאוששות בפעילות הכלכלית של גוש האירו, וכנגד זאת נמשכת ההאטה במרבית המדינות המתפתחות. בנקים מרכזיים רבים המשיכו לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה, ובראשם ה-ECB: הוא החל להפעיל, לראשונה, תכנית של הרחבה כמותית על רקע החששות מדפלציה בגוש האירו. במקביל גברו בקרב בכירי ה-Fed ובשווקים ההערכות שריבית ה-Fed תועלה עוד השנה, וכי תוואי ההעלאה יהיה מתון. (5) מחירי הדירות שבו לעלות, לאחר שבמחצית הקודמת הם התייצבו, ואף ירדו לפרקים, על רקע חוסר הוודאות בנוגע לתכניות ממשלתיות שונות ולמועדי החלתן.

לנוכח מכלול התפתחויות זה הותירה הוועדה את הריבית לחודשים ינואר ופברואר ברמה של 0.25%, והפחיתה את הריבית לחודש מארס ב-0.15. נקודת האחוז עד 0.10% – רמתה הנמוכה ביותר מאז החל בנק ישראל לקבוע את הריבית המוניטרית. בהחלטה זו תמכו ארבעה מחברי הוועדה, ואילו החבר החמישי המליץ להותיר את הריבית ללא שינוי. בחמשת הדיונים שהתקיימו לאחר מכן השאירה הוועדה את הריבית ברמה זו. לצד ההחלטות על גובה הריבית הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח בעסקות המרה; עיקר הסכום נרכש במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין⁴, והיתר – במסגרת התכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על שער החליפין.

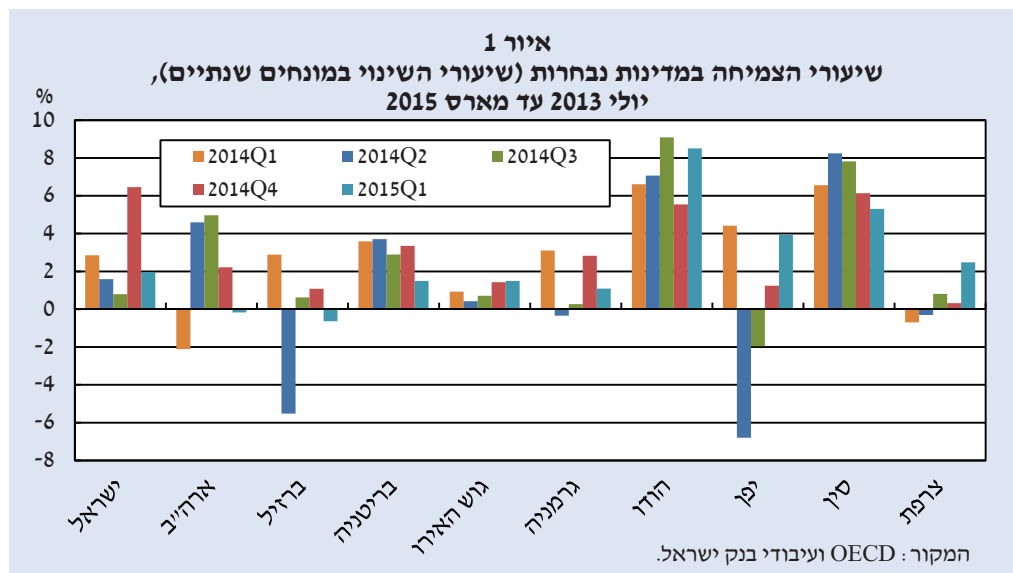
⁴ בתכנית זו הבנק פועל בשוק המט"ח כאשר בשער החליפין יש תנודות חריגות שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי. בניגוד לתכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז, בתכנית זו הבנק אינו מצהיר מראש על היקף הרכישות.

א. הסביבה העולמית

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

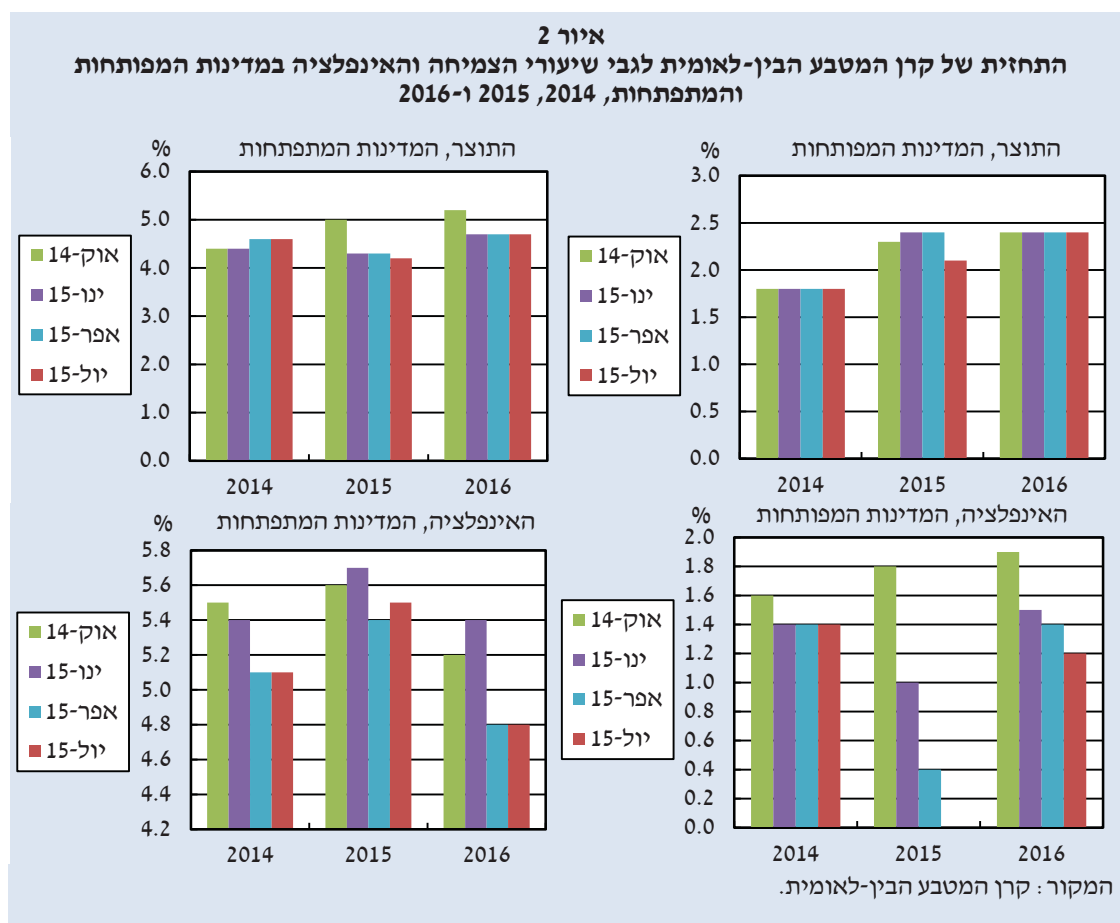
1) הפעילות, המחירים והמדיניות

הכלכלה העולמית מוסיפה לצמוח בקצב מתון וקיימת שונות רבה בין המדינות. בקרב המדינות המתפתחות מוצאים כי קצבי הצמיחה בפועל, וכן אלה החזויים, נמוכים מבעבר. אשר למשקים המפותחים, המשק האמריקאי ממשיך לצמוח בקצב מתון. אמנם ברבעון הראשון של 2015 הייתה נסיגה בקצב הצמיחה, אך זו נבעה בעיקר מגורמים חד-פעמיים. כלכלת אירופה שבה אף היא לפסים של צמיחה מתונה – בהובלת הביקוש המקומי, ובפרט הצריכה הפרטית, והיצוא. בצמיחת היצוא תמכה ההיחלשות המשמעותית של האירו לאחר ההכרזה על תכנית ההרחבה הכמותית החדשה של ה-ECB. כן ריחפה כל העת סכנת ה"משבר היווני". הצמיחה בתוך גוש האירו מקיפה את מרבית המדינות החברות בגוש, אך עדיין ניכרת שונות גבוהה. כלכלת יפן נחלצה ככל הנראה מהמיתון שפקד אותה בעקבות העלאת המע"מ והחוב הממשלתי הגואה. אשר למדינות המתפתחות, הצמיחה במרביתן נמוכה מאשר בעבר על רקע ביקוש עולמי נמוך ושינויים מבניים. כלכלת סין ממשיכה במגמת ההאטה, ואליה התווספה בחודשים יוני-יולי ירידה חדה של מחירי המניות. כלכלת ברזיל התכווצה בסיכום השנה האחרונה (איור 1).



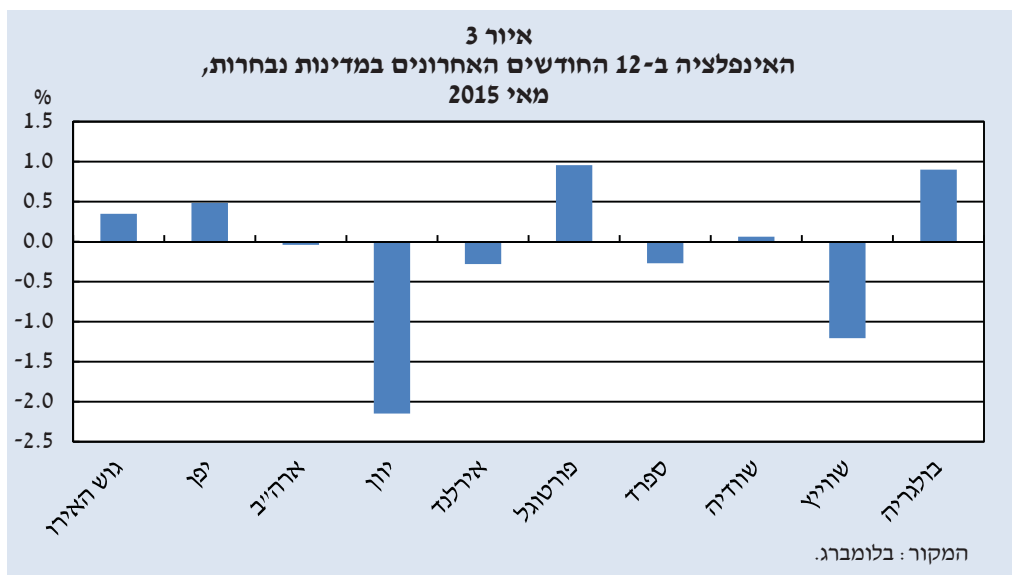
הצמיחה בעולם צפויה להישאר ממוטנת, והסחר העולמי צפוי להמשיך לצמוח בקצב נמוך. על פי התחזיות שפרסמה קרן המטבע הבין-לאומית ביולי 2015 צפוי המשק העולמי לצמוח בשנים 2015 ו-2016 בשיעורים של

3.3% ו-3.8% בהתאמה. בתוך כך, צפויים במשקים המפותחים ב-2015 וב-2016 קצבי צמיחה של 2.1% ו-2.4%, בהתאמה, המשקפים האצה הדרגתית ביחס לשנים 2013-2014 (1.4% ו-1.8%, בהתאמה). לעומתם במשקים המתעוררים הקצב ב-2015 צפוי לעמוד על 4.2% – נמוך מזה ששרר בשנתיים האחרונות (בין 4.6% ל-5.0%; ראו איור 2) – והתחזית ל-2016 היא 4.7%. הסחר העולמי צפוי לגדול ב-4.1% ב-2015 ובכ-4.4% ב-2016. שיעורים אלו אמנם גבוהים במקצת מהקצב של השנתיים הקודמות (כ-3.2% במוצע), אך עדיין נמוכים היסטורית. הסחר העולמי הוא, כידוע, משתנה חשוב, המשפיע על היצוא הישראלי, ובאמצעותו – על הפעילות הכלכלית המקומית כולה.



סביבת האינפלציה בעולם עלתה מעט, אך היא מוסיפה להיות נמוכה, בעיקר במדינות המפותחות, והיא עדיין מושפעת בין היתר מהירידה שחלה במחצית הקודמת במחירי הסחורות, במיוחד הנפט (מאז עלה מחירו בכ-25%). מאחר שהביקוש העולמי ממותן, סביבת האינפלציה הוסיפה להיות ממותנת במהלך התקופה הנסקרת, בעיקר במדינות המפותחות (איור 2). במרוצת התקופה הנסקרת תמכה בסביבת אינפלציה זו גם הירידה שחלה במחצית הקודמת במחירי הנפט – ירידה של כ-60%, לרמת שפל של כ-45 דולר לחבית מסוג "ברנט" – כתוצאה מעלייה בהיצע

הנפט וירידה בביקוש. מחירי הנפט אמנם התאוששו בתקופה הנסקרת והגיעו לכ-65 דולר לחבית, אך הם רחוקים בכ-40% מהשיא האחרון שהגיעו אליו, באמצע 2014 – כ-115 דולר לחבית. גם במחירי המזון העולמיים נמשכה מגמת הירידה, ובסוף התקופה הנסקרת, היו רחוקים בכ-20% מהשיא האחרון שהגיעו אליו, באמצע השנה הקודמת (איור 4).⁵ על רקע זה האינפלציה השנתית במדינות רבות, במיוחד באירופה, אף הגיעה



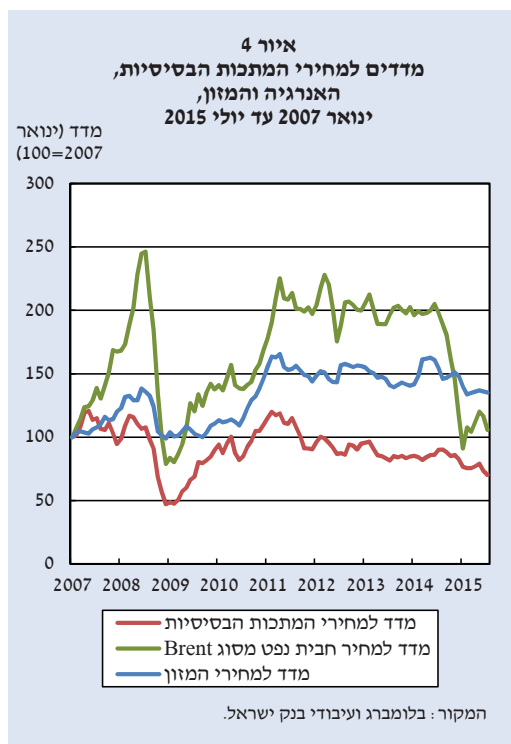
לרמה שלילית (איור 3). אולם אי-אפשר לתלות את האינפלציה הנמוכה רק במחירי הסחורות, ובעיקר הנפט, משום שהמדדים לאינפלציה הליבה בעולם (כלומר המדדים ללא אנרגיה ומזון) עולים בקצב נמוך יחסית (אף כי ניכר בהם לאחרונה שיפור מסוים). לפי התחזית של קרן המטבע מחודש אפריל, האינפלציה במדינות המפותחות תעמוד על 0.4% ב-2015 ותעלה ל-1.4% ב-2016, בעיקר על רקע הצפי שמחירי הנפט יתייצבו והמדינות המוניטריות המרחיבה בעולם תוביל לשינוי. מנגד, האינפלציה במדינות המתפתחות צפויה לעמוד על 5.4% ב-2015 ועל 4.8% ב-2016 (איור 2).

במדינות המוניטריות בעולם נמשכה ההרחבה. הרקע לכך במדינות המפותחות היה הפעילות המתונה ושיעורי האינפלציה הנמוכים. ה-Fed אמנם סיים באוקטובר אשתקד את תכנית ההרחבה הכמותית אך טרם העלה את הריבית. באירופה גברה ההרחבה המוניטרית: ה-ECB ובנקים מרכזיים של מדינות נוספות⁶ שמרו על תוואי ההפחתה של הריבית, ובחלק מהמדינות – לרבות גוש האירו – הריביות נותרו שליליות⁷. זאת ועוד, בינואר הכריז ה-ECB לראשונה על צעדי הרחבה כמותית,

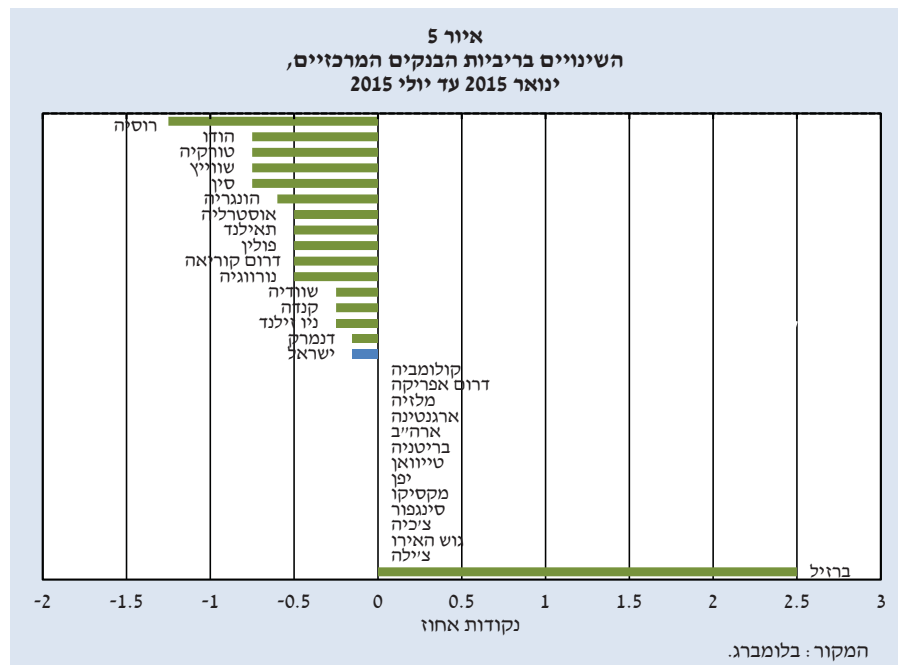
⁵ המדד למחירי המזון מבוסס על המדד למחירי בעלי חיים ועל המדד למחירי הסחורות החקלאיות של S&P.

⁶ כלומר מדינות אירופיות שמחוץ לגוש האירו.

⁷ בגוש האירו הריבית על הפיקדונות שלילית; אך לא כן הריבית הבסיסית.



ובמסגרתם הוא התחייב לרכוש אג"ח ממשלתיות בסך 60 מיליארד אירו בחודש. הבנק המרכזי של יפן ממשיך לבצע הרחבה כמותית גדולה מאוד בהיקפה. ככל, מדיניות ההרחבה הקיפה בתקופה הנסקרת מדינות רבות – מפותחות ומתפתחות – ובפרט משקים קטנים ופתוחים, משום שאלה נאלצו להתמודד עם התחזקות המטבע המקומי (איור 5).



ארה"ב

הפעילות ברבעון הראשון של 2015 התכווצה, לאחר שלושה רבעונים של צמיחה, בעיקר בשל גורמים חד פעמיים. ברבעון הראשון של 2015 התכווץ התוצר בארה"ב ב-0.2%, לאחר שבמחצית השנייה של 2014 הוא צמח בקצב שנתי של 3.5%. ואולם חלק לא מבוטל מההאטה נבע מגורמים זמניים, בראשם מזג האוויר הקשה ששרר באותה עת, שביתה בנמלים בחוף המערבי וטעויות מדידה סטטיסטיות. תרמו להאטה גם התחזקות הדולר בעולם והירידה בהשקעות בענף הפקת הנפט כתוצאה מהירידה במחירי הנפט. נוסף על כך הואטה הצריכה הפרטית, אף כי ההכנסה הפנויה גדלה כתוצאה מהירידה במחירי הנפט. הנתונים המקדימים לרבעון השני אינם מצביעים על תיקון משמעותי (כפי שאירע לאחר ההאטה ברבעון הראשון של שנת 2014). בהקשר זה בולטות במיוחד העובדה שהצריכה הפרטית אינה מתאוששת והחולשה במדדי הייצור השונים. קצב הגידול של המשרות נותר יציב, להוציא נתון נמוך יחסית בחודש מארס; נתון זה משקף את ההערכות שההאטה ברבעון הראשון זמנית. שיעור האבטלה המשיך לרדת, ובחודש יוני הוא אף הגיע ל-5.3%. אף על פי כן נתוני השכר אינם עולים בקצב שתואם שוק עבודה חזק.

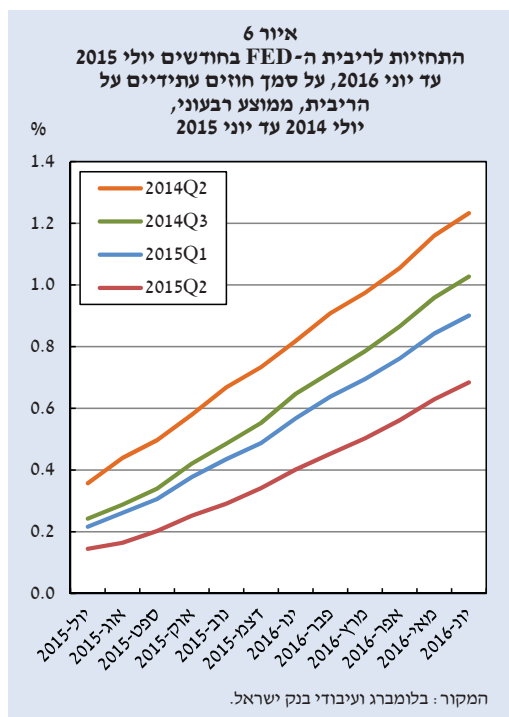
בכירי הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) והפעילים בשווקים צופים כי ריבית ה-Fed תועלה עוד השנה. כזכור, על רקע השיפור המתמשך במצבו של המשק האמריקאי, ה-Fed צמצם בהדרגה את היקף הרכישות

של אג"ח ארוכות טווח, ובאוקטובר 2014 הוא הפסיק אותן לחלוטין לאחר שהכריז כי התממשו התנאים שהציב ב-2012 להפסקת הרכישות. כעת Fed-ה עומד בפני ההחלטה על העלאת הריבית, אך עדיין אין זה ברור מתי היא תתרחש ובאיזה קצב. זאת משום שמחד גיסא שוק העבודה מפגין חוסן, אך מאידך גיסא הפעילות האטה ברבעון האחרון ומדד מחירי הליבה עלה בקצב נמוך מהיעד של Fed-ה. מהדיווח על החלטת הריבית ליוני עולה כי לפי ההערכה החצינית של בכירי Fed-ה, ההעלאה הראשונה תתרחש לקראת סוף השנה (קרי בספטמבר או בדצמבר), אך התוואי שלה יהיה מתון מכפי שצפו קודם לכן. החוזים העתידיים על ריבית Fed-ה מעידים כי גם הפעילים בשווקים צופים העלאה של הריבית עוד השנה, וכי להערכתם הסבירות הגבוהה לכך היא רק בדצמבר (איור 6).

גוש האירו

בגוש האירו ניכרים סימנים ראשוניים להתאוששות, בהובלת הביקוש המקומי, ובפרט הצריכה הפרטית. כלכלת גוש האירו, שסבלה ממינון במשך רוב 2014, מתחילה ככל הנראה להתאושש. שיעורי הצמיחה היו חיוביים ברבעון האחרון של 2014 וברבעון הראשון של 2015. בפרט ניכר שיפור באינדיקטורים לצריכה הפרטית של משקי הבית, כגון מדד ביטחון הצרכנים, ככל הנראה על רקע הירידה במחירי הנפט והמזון. נוסף לכך נצפתה הקלה בתנאי האשראי, והיא באה לידי ביטוי בירידה בריבית על הלוואות, במיוחד במדינות הפריפריה. חלק מהמדינות שנפגעו ממשבר החוב שפרץ לאחר המשבר הפיננסי – ובעיקר ספרד – ממשיכות במגמת צמיחה. ספרד צמחה זה הרבעון השישי ברציפות, ובשנה האחרונה היא צמחה בקצב נאה של כ-2.6%. חזרתן של מדינות אלו לצמיחה נובעת בחלקה מכך שרפורמות מבניות – כגון ירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר – ממשיכות לתת את אותותיהן. רפורמות אלו, ועמן היחלשותו המקבילה של האירו, הגבירו במדינות הנידונות את התחרות והרחיבו את היקף היצוא. שיעור האבטלה באירופה ירד קלות בתקופה הנסקרת אם כי הוא עודנו גבוה מאוד: הוא עומד על 11.1% וכולל שיעור גבוה של אבטלת צעירים. ככלל, בשנתיים האחרונות לא ניכר בו שינוי ממשי. בחודש יולי נחתם הסכם שבמסגרתו תקבל יוון חבילת חילוץ נוספת (השלישית במספר בחמש השנים האחרונות) ותישאר בגוש האירו. כך הושגה, לעת עתה, רגיעה מסוימת בשווקים הפיננסיים.

בחודש מאי שב שיעור האינפלציה בגוש האירו לערכים חיוביים, לאחר כמה חודשים של ירידות מחירים. הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים נמצאות מעט מתחת ל-2%. האינפלציה השנתית באירופה עלתה מעט ובינוני הגיעה ל-0.2%, לאחר שבינואר היא עמדה על -0.6%. ההתאוששות בקצב האינפלציה נבעה בחלקה מהתיקון במחירי האנרגיה וכן מהשיפור בביקוש המקומי. אינפלציית הליבה (ללא רכיבי האנרגיה והמזון) עדיין ממותנת ועומדת על 0.9%. בחלק מהמדינות הקטנות שבגוש – ביניהן יוון – נותרה האינפלציה השנתית בפועל ברמה שלילית.



מהשווקים הפיננסיים עולה כי הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים⁸ עלו באירופה אך נותרו מעט נמוכות מ-2%.

ה-ECB הכריז על תכנית של הרחבה כמותית. בחודש מארס החל ה-ECB לבצע את ההרחבה הכמותית שעליה הכריז בינואר, על רקע החששות מדפלציה. במסגרת התכנית הוא התחייב לרכוש אג"ח ממשלתיות בהיקף של 60 מיליארדי אירו לפחות בכל חודש, וזאת עד ספטמבר 2016 או עד שהאינפלציה תתקרב ליעד של 2%. בדומה ל-Fed, גם ה-ECB עורך את הרכישות במטרה להפחית את הריביות ארוכות הטווח על מנת להמריץ את הכלכלה ולהשיב את הציפיות לאינפלציה ליעד של 2%.

יפן

כלכלת יפן יצאה מהמיתון לאחר צמיחה חיובית בשני הרבעונים האחרונים. התוצר היפני צמח בקצב רבעוני של 0.4% ברבעון האחרון של 2014 וב-1% ברבעון הראשון של 2015, לאחר שבשני הרבעונים הקודמים הוא התכווץ מפני שהעלאת המע"מ גרמה לירידה בהשקעות ובצריכה הפרטית. העלייה בתוצר התרחשה על רקע היחלשות הֶיֶן, הירידה במחירי הסחורות, וצעדי ההרחבה הכמותית שנקט הבנק המרכזי של יפן. אף על פי כן שיעור האינפלציה נותר נמוך, והבנק המרכזי עדכן כלפי מטה את תחזיות האינפלציה והצמיחה לשנים 2015 ו-2016.

המשקים המתעוררים

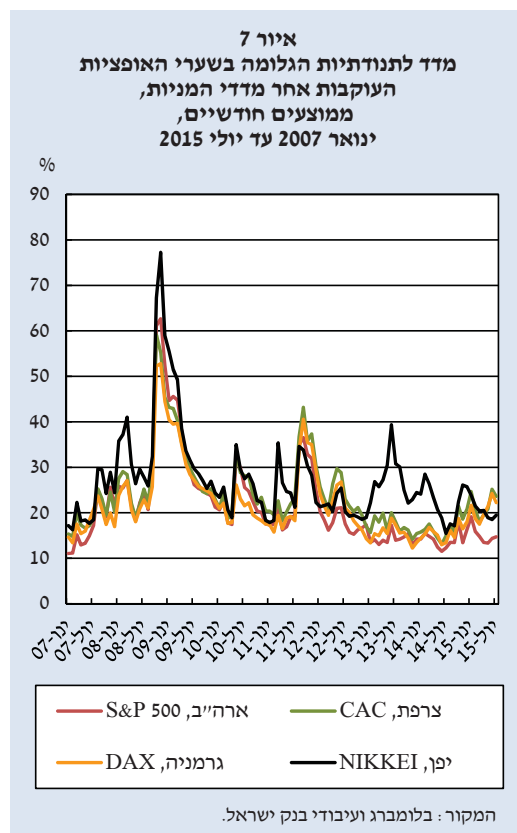
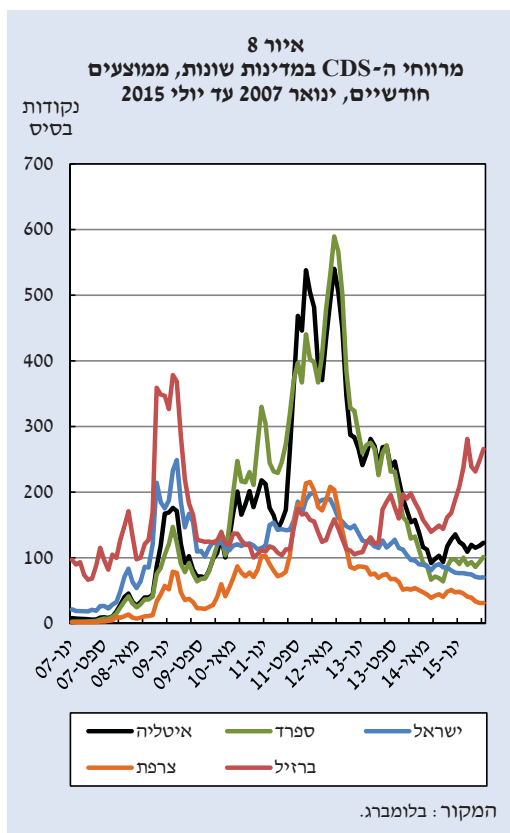
קצב הצמיחה בפועל של המשקים המתעוררים הוסיף לרדת, אך תחזיות הצמיחה האחרונות נותרו ללא שינוי. קצב הצמיחה בשווקים המתעוררים ירד יחסית לשנים עברו, על רקע ביקוש עולמי נמוך; שיעור הצמיחה בסין הוסיף לרדת, בעיקר על רקע חולשה בביקוש. להאטה בסין תרמה גם ההאטה בביקוש העולמי. לקראת סוף התקופה הנסקרת (החל מאמצע יוני) צנחו מחירי המניות בסין בכ-30% בתוך כחודש, לאחר תקופה ארוכה של עליות מחירים חדות. בתגובה להאטה ולתנודתיות בשווקים המשיכו השלטונות בסין לנקוט צעדים מרחיבים, ביניהם הפחתות נוספות של הריבית על פיקדונות והלוואות. כמו כן הם הטילו מגבלות חלקיות על מסחר במניות, בניסיון לבלום את ירידות המחירים. עדיין מוקדם לקבוע מה תהיה, אם בכלל, השפעת הירידה החדה של מחירי המניות על הפעילות הריאלית; הפעילות ברוסיה המשיכה להיחלש במהלך השנה, בעיקר משום שמחירי הנפט נמוכים והנפט מהווה חלק ניכר מהתוצר, וכן בגלל הסנקציות שהוטלו עליה בשל המתרחשות בינה לבין אוקראינה. גם בברזיל נחלשה הפעילות. כלכלת הודו, לעומת זאת, מפגינה עוצמה יחסית לאורך מרבית התקופה הנסקרת.

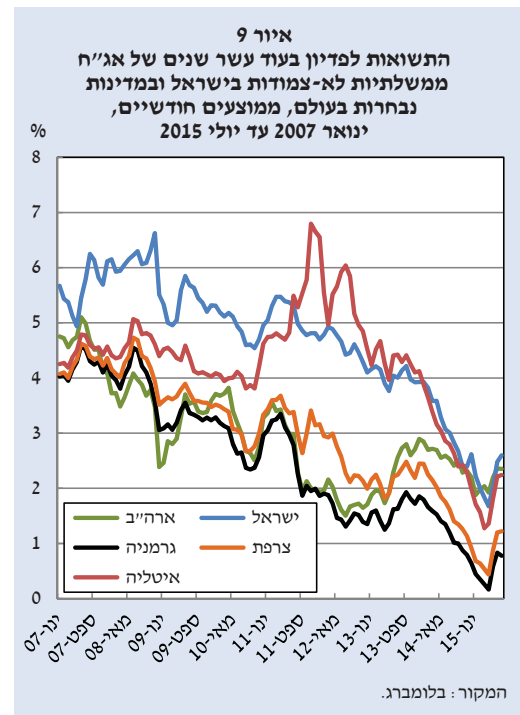
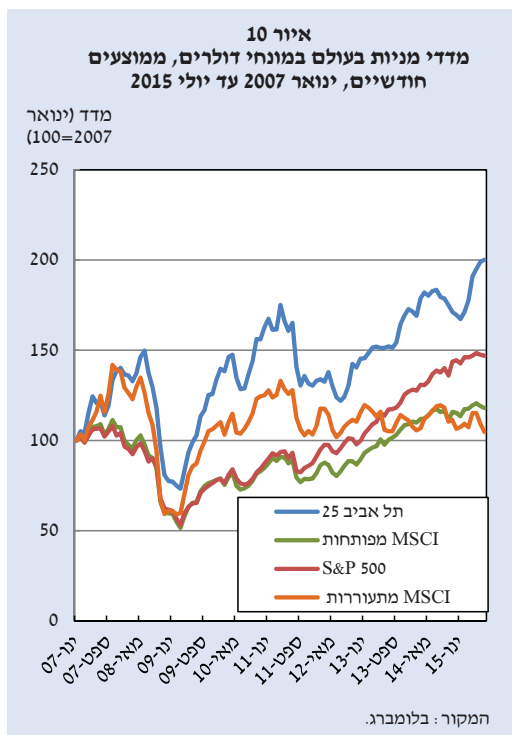
⁸ הכוונה לציפיות לאינפלציה פרוורד ל-5 שנים בעוד 5 שנים, והן לקוחות מחוזים על האינפלציה.

2) השווקים הפיננסיים

במחצית הראשונה של 2015 התפתחה התנודתיות בשווקים הפיננסיים העולמיים באופן בלתי אחיד. התנודתיות בשווקים, על פי מדד ה-VIX שעוקב אחר התנודתיות הגלומה בשערי האופציות על מדדי המניות, עלתה בגוש האירו וירדה בארה"ב וביפן (איור 7). מרווחי ה-CDS התנהגו באופן דומה – עליות בגוש האירו ויציבות בארה"ב (איור 8). לקראת סוף התקופה, עלתה אי הוודאות במרבית השווקים המפותחים, ובפרט בגוש האירו. עלייתה שיקפה בעיקר את התגברות האיום הנשקף מ"המשבר היווני".

התשואות בשוקי האג"ח הממשלתיות החלו לעלות באמצע התקופה הנסקרת. החל מאמצע אפריל עלו בחדות התשואות על האג"ח הממשלתיות של המשקים המובילים (איור 9). העליות המשמעותיות ביותר התרחשו בגוש האירו. לשם המחשה, בתוך כחודש וחצי לתשואה על אג"ח של ממשלות גרמניה וספרד ל-10 שנים נוספו בתקופה זו כ-70 נקודות בסיס. התשואות המקבילות בארה"ב עלו במידה מעט מתונה יותר (תוספת של כ-50 נקודות בסיס), אך עדיין מדובר באירוע חריג. בישראל עלו התשואות בכ-100 נקודות בסיס. בימים שלאחר מכן התמתנו העליות, וחלק מהתשואות אף שבו וירדו מעט, על רקע התפתחות ה"משבר היווני". חשוב לציין שעל אף העליות החדות, הרמה הנוכחית של התשואות הארוכות עדיין נמוכה מאוד מבחינה היסטורית. מדדי המניות של מרבית השווקים המפותחים עלו באותה תקופה במונחי דולרים (איור 10).





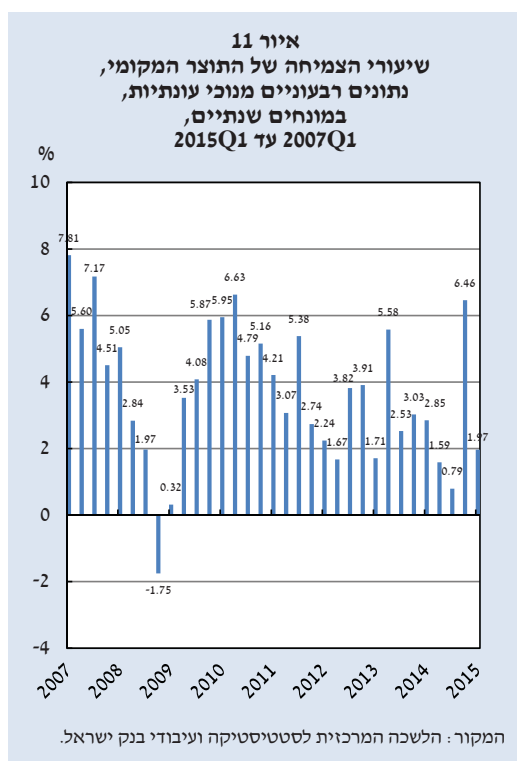
ב. ההתפתחויות הריאליות

(1) התוצר והשימושים⁹

ברבעון הרביעי של 2014 הוצאה הפעילות הכלכלית, התפתחות שתיקנה את הקיפאון שנוצר כתוצאה ממבצע "צוק איתן", וברבעון הראשון של 2015 שב המשק לצמוח בשיעור מתון. הפעילות הריאלית מוסיפה לצמוח בקצב המאפיין אותה מאז 2012 – כ-3% – תוך תודתיות ניכרת בעקבות אירועים חד-פעמיים בישראל ובחול; קצב זה גבוה מהקצב בשאר המדינות המפותחות אך נמוך מהקצב ששרר בחמש השנים שקדמו ל-2012 (איור 11). ברבעון הראשון של השנה צמח התוצר בקצב שנתי של 2%, לאחר שברבעון השלישי של 2014 הוא דרך במקום בעקבות "צוק איתן" וברבעון הרביעי חל בו תיקון. בסך הכול צמח המשק בקצב שנתי של כ-3% בשלושת הרבעונים האחרונים. הצריכה הפרטית הוסיפה לצמוח מהר מהתוצר ומקצב גידולה הרב-שנתי, והיא ממשיכה להוביל את צמיחת המשק. עם הגורמים לכך ניתן למנות את סביבת הריבית הנמוכה ואת השפעת ההכנסה שנבעה מהירידה במחירי הסחורות, בפרט הנפט. כמו כן ניתן למנות עמם בין השאר רכישה מוגברת של כלי רכב לקראת כניסתו לתוקף של המיסוי ה"ירוק"¹⁰. זו נבעה מהקדמת רכישות לסוף שנת 2014,

⁹ הנתונים בסעיף זה נמסרים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות, והם משקפים את המידע הקיים בעת פרסומו של הדוח; דיון בנושא מופיע בחלק העוסק במדיניות המוניטרית (חלק 2).

¹⁰ יבוא כלי רכב מגדיל את התוצר משום שהוא מגדיל את ההכנסות ממסים על יבוא כלי רכב, ומסים אלה נרשמים כחלק מהתוצר.



והיא לא התקזזה במלואה בראשית 2015. עוד תרמה לצמיחה העלייה בצריכה הציבורית, בעקבות הצטיידות מחודשת של הצבא.

יצוא הסחורות (ללא יהלומים) והשירותים (ללא חברות הזנק) קיבל רוח גבית מהפיחות בשער החליפין של השקל ותרם לעלייה ביצוא ברבעון האחרון של 2014, אך השפעה זו התפוגגה ברבעון הראשון של 2015 והיצוא בו התכווץ. נתונים חלקיים על יצוא הסחורות ברבעון השני מעידים על התכווצות נוספת, בעיקר בשל שיבושי העבודה בענף הכימיקלים; היצוא ללא כימיקלים נותר יציב. ככלל, התפתחות יצוא הסחורות של ישראל בתקופה הנסקרת תואמת את התפתחות הסחר העולמי, שאף הוא התכווץ ברבעון הראשון של 2015. יצוא שירותי התיירות אמנם התאושש ברבעון שלאחר "צוק איתן" אך התאוששותו נבלמה ברבעון הראשון של 2015, ככל הנראה בשל המשבר הכלכלי ברוסיה. הגידול בהשקעה בענפי המשק נבלם למעשה. גם ההשקעה בבנייה למגורים אינה צומחת זה כשנתיים, להוציא את הגידול שחל בה ברבעון הראשון של 2015, ומוקדם עדיין להעריך אם מדובר בשינוי מגמה.

לוח 1

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

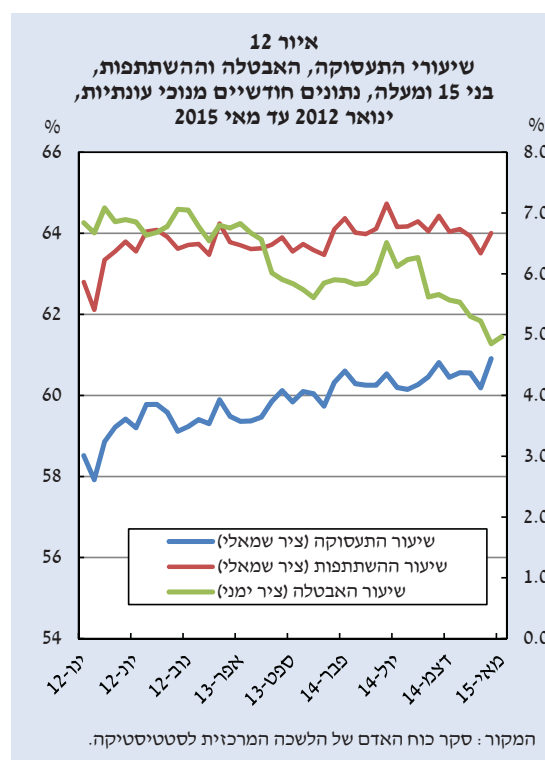
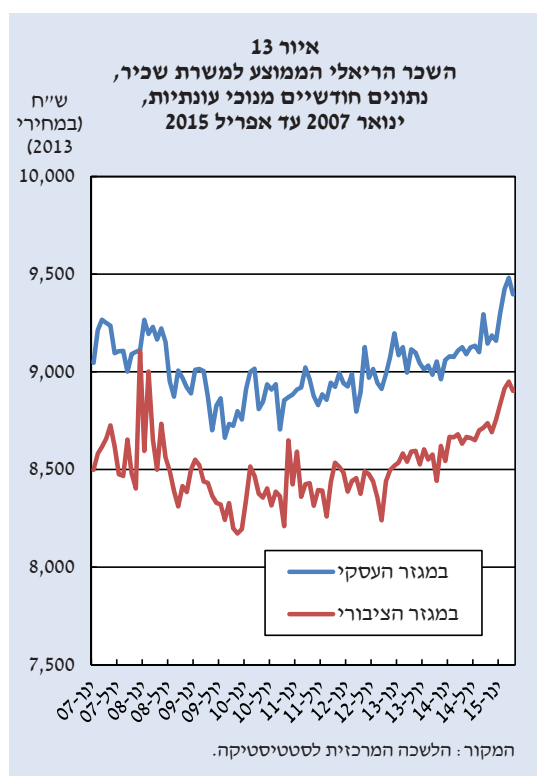
(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

2015Q1	2014Q4	2014Q3	2014Q2	2014Q1	2013Q4	2014	2013	2012	
2.0	6.5	0.8	1.6	2.9	3.0	2.8	3.2	3.0	התוצר המקומי הגולמי
2.6	7.5	0.0	1.8	2.6	2.7	2.7	3.4	2.9	התוצר של המגזר העסקי
									היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות ומטוסים ויהלומים
14.0	4.5	10.6	2.2	-2.4	-1.5	2.6	-2.7	5.4	הצריכה הפרטית
7.9	8.1	5.4	6.0	1.8	2.3	4.1	3.3	3.1	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
8.4	7.1	2.7	4.9	1.6	2.5	3.4	3.3	3.4	הצריכה הציבורית
0.9	7.0	5.6	6.6	3.7	-0.3	4.2	3.5	3.6	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-0.5	5.9	6.2	6.1	4.3	0.3	3.9	3.3	3.2	ההשקעה המקומית הגולמית
19.1	-6.2	-10.0	1.3	4.5	-16.2	-0.4	-0.1	4.7	מזה: בנכסים קבועים
-6.5	9.0	-7.0	-5.3	-12.0	2.0	-2.8	1.1	3.2	היצוא ללא יהלומים
-3.1	12.7	-3.5	-4.4	-2.4	34.4	2.1	0.9	5.1	מזה: היצוא ללא חברות הזנק
-2.1	10.5	-2.5	-6.9	4.0	32.0	4.4	-0.3	4.2	

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

2) שוק העבודה

שוק העבודה המשיך להפגין חוסן, והנתונים החדשים שהתקבלו מעידים כי במרוצת התקופה הנסקרת חל בו שיפור מתמשך. שיעור האבטלה בקרב בני 15 ומעלה ובקרב גילאי העבודה העיקריים (25-64) הוסיף לרדת, וברבעון הראשון של 2015 הגיע לשפל היסטורי – 5.4% (4.7% בגילאי העבודה העיקריים). זאת לאחר שברבעון השלישי של 2014 הוא עמד על 6.2% (5.1% על רקע "צוק איתן". שיעורי ההשתתפות והתעסוקה שמרו על רמתם הגבוהה, סביב 63%-60% (80%-76%), בהתאמה (איור 12). במקביל נמשכה עליית השכר הריאלי למשרת שכיר (במגזר העסקי ובמידה פחותה יותר במגזר הציבורי, איור 13), עלה מספר משרות השכיר במשק – היות שהעלייה במספר המשרות במגזר השירותים הציבוריים קיזז את הירידה הקלה במספר המשרות במגזר העסקי – וגם שיעור המשרות הפנויות עלה מעט. לפי הנתונים על חלק מהרבעון השני (אפריל ומאי), שיעור האבטלה מוסיף להציג מגמת ירידה הן בכלל האוכלוסייה (4.9%) והן בגילי העבודה העיקריים (4.2%), שיעורי ההשתתפות והתעסוקה נותרו גבוהים, שיעור המשרות הפנויות נותר יציב, והשכר הריאלי למשרת שכיר ירד מעט (אפריל). כנגד זאת ירד מעט מספר משרות השכיר, הן במגזר העסקי והן בשירותים הציבוריים.



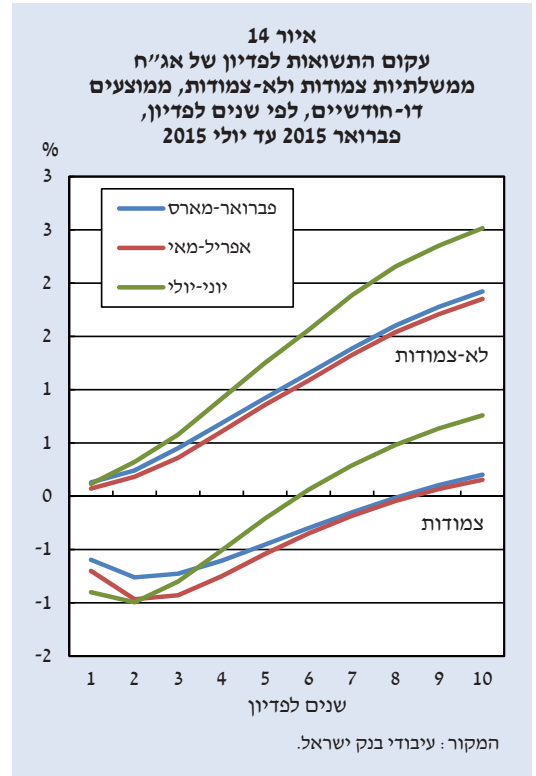
ג. ההתפתחויות הפיננסיות¹¹

1) השערים והתשואות

שערי המניות עלו במחצית הנסקרת. מדדי המניות העיקריים בישראל (ת"א 25 ות"א 100) עלו במחצית הנסקרת, אם כי עלייה זו התמתנה לקראת סוף המחצית. התפתחות זו דומה למגמה העולמית, אם כי עוצמתה גבוהה יותר, והיא ממשיכה את העלויות שנראו במחצית הקודמת.

התשואות על האג"ח הממשלתיות החלו לעלות בחודות לקראת סוף התקופה הנסקרת (איור 14). התשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך לא התפתחו באופן אחיד לאורך התקופה. בראשית התקופה נמשכה מגמת הירידה בתשואות, ואילו בסופה (החל מסוף אפריל) חלה תפנית חדה ובתוך חודש וחצי עלו התשואות הריאליות והנומינליות בכ-100 נקודות בסיס. תפנית זו תואמת את מגמת ההתפתחות שהתשואות בעולם הציגו במחצית הנסקרת (איור 9). בארה"ב עלו התשואות הנומינליות בשיעור מתון יותר, וכתוצאה מכך עלה הפער בין התשואות הנומינליות ל-10 שנים בישראל לבין התשואות המקבילות בארה"ב, והוא הפך משלילי לחיובי.

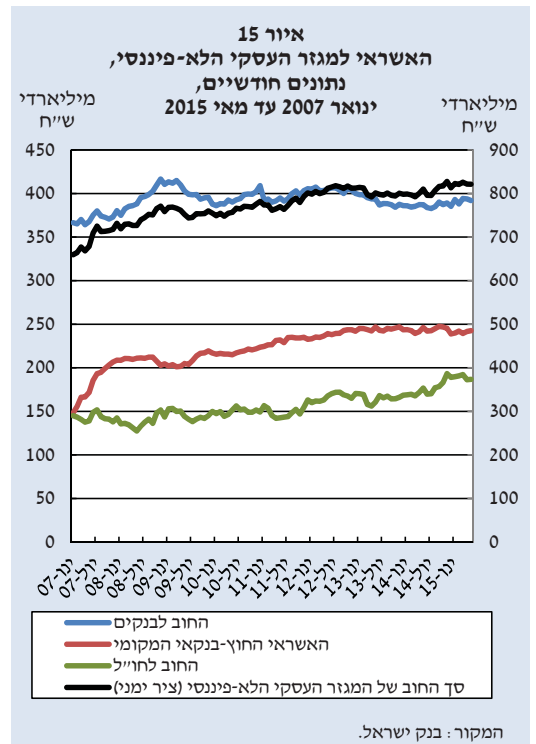
בתקופה הנסקרת נמשכה הירידה בהערכת הסיכון בשווקים. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS על החוב החיצוני לחמש שנים, המשיכה להציג את מגמת הירידה המאפיינת אותה מאז 2012 (איור 8)¹². פרמיית ה-CDS מצויה כעת בשפל אך עדיין לא שבה לרמות שאפיינו אותה לפני המשבר הפיננסי.



2) שוק האשראי

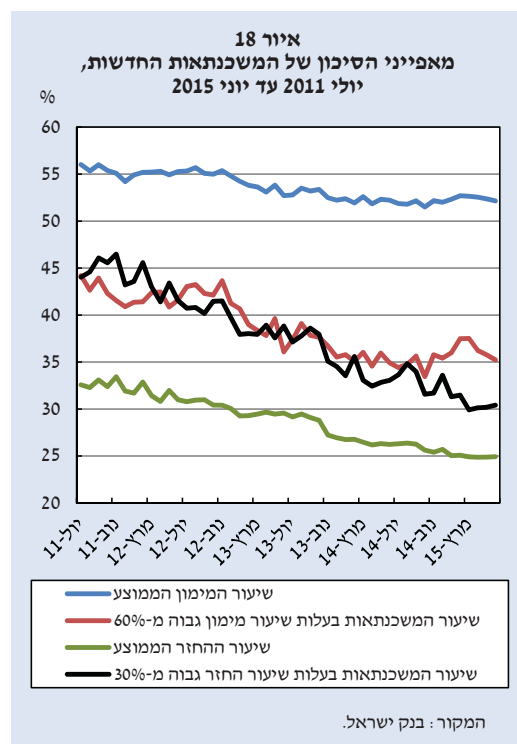
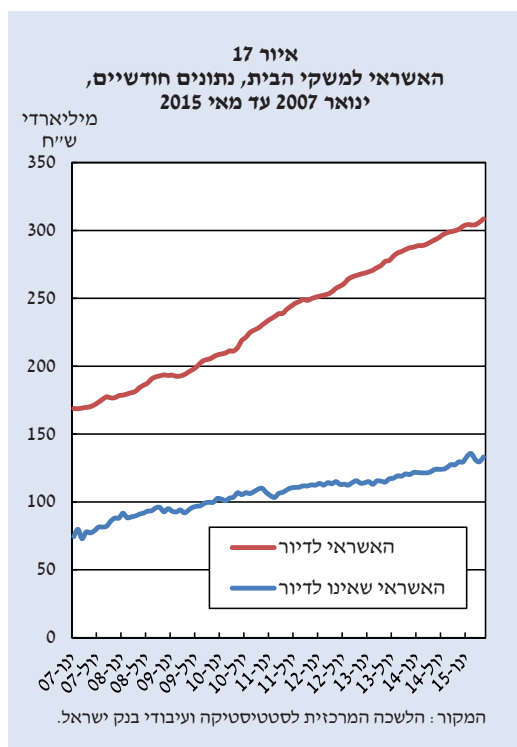
סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלה במעט, ומרווחי התשואות של האג"ח הקונצרניות התייצבו ברמות נמוכות. סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלה בסיכום הרבעון האחרון של 2014 והרבעון הראשון של 2015. עלייה זו משקפת בעיקר התרחבות של האשראי המקומי שהעניקו הבנקים והגופים המוסדיים. הסתכלות על הטווח הארוך מגלה כי היקף האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלה במתינות מסוף 2012 (איור 15). המרווח הממוצע על אג"ח חברות של המגזר הלא-פיננסי חזר לרדת בראשית 2015, לאחר שברבעון האחרון של 2014 ניכרו בו עליות למשך זמן מה (איור 16). בהמשך התקופה שמר המרווח הממוצע על יציבות יחסית אך הענפים השונים לא התפתחו באופן אחיד: המרווחים בענף הנדל"ן והבינוי ובענף התעשייה ירדו בשעה שבענף ההחזקה וההשקעות הם עלו.

יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול במהלך המחצית הנסקרת. קצב התרחבותו של האשראי למשקי הבית עמד על 6% ב-12 החודשים המסתיימים במאי. האשראי לדירור ממשיך לתפוס את הנתח העיקרי באשראי למשקי הבית (איור 17), וקצב התרחבותו הגיע ל-5.3% ב-12



¹¹ הרחבה מופיעה בתוך בנק ישראל (יולי 2015), דוח היציבות הפיננסית.

¹² למעט בחודשים שבהם התנהל "צוק איתן", תקופה שבה הפרמיה עלתה במידה מתונה.



החודשים המסתיימים במאי – מעט נמוך מקצב הגידול הממוצע בשנתיים האחרונות. כזכור, לנוכח התרחבותו המהירה של אשראי זה והסיכונים הגלומים בו, המפקח על הבנקים פרסם בשנים האחרונות כמה הוראות שנועדו לצמצם את הסיכון הנשקף ממנו ליציבות הפיננסית. כתוצאה מההוראות השונות ירדו מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות והתייצבו ברמות נמוכות יותר (איור 18). קצב הגידול השנתי של האשראי למשקי הבית שלא לדיור (האשראי הצרכני) נותר על רמה גבוהה של 7.5% במאי. בהקשר זה נציין כי בחודש ינואר פרסם המפקח על הבנקים הוראה שדורשת מהבנקים להגדיל את ההפרשה המזערית להפסדי אשראי בגין האשראי הצרכני.

ד. המדיניות הפיסקלית

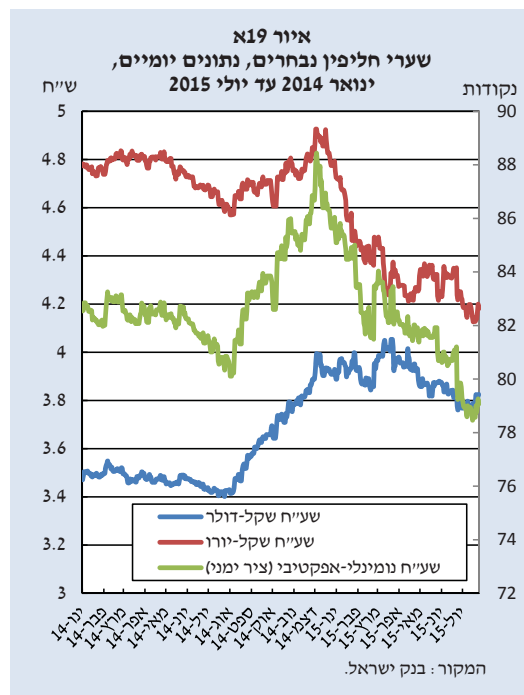
הגירעון בפעילות המקומית של הממשלה (ללא מתן אשראי נטו) הסתכם בחודשים ינואר-יוני בכ-0.6 מיליארדי ש"ח. הגירעון שהצטבר מתחילת השנה נמוך בכ-1.7 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון של 2.5 אחוזי תוצר. מתחילת השנה עלתה גביית המסים בכ-6.3% (ריאלית) לעומת התקופה המקבילה אשתקד. במקביל עלו ההוצאות של המשרדים השונים בכ-4.8% (נומינלית) לעומת התקופה המקבילה אשתקד, עלייה שעיקרה בהוצאות מערכת הביטחון. בהעדר תקציב מאושר לשנת 2015, הממשלה פועלת מתחילת השנה לפי החוק המאפשר להוציא בכל חודש 1/12 מהתקציב לשנת 2014.

על פי החוק שאושר לאחרונה, תהליך אישור התקציב אמור להסתיים רק לקראת סוף 2015, ולכן הממשלה תפעל עד אז ללא תקציב מאושר. ההוצאה המצטברת לפי כלל ה-1/12 גבוהה מההוצאה הממוצעת לפי כלל ההוצאה (שהוא חלק מהכלל הפיסקלי), ולפיכך כלל ה-1/12 אינו בבחינת מגבלה אפקטיבית על הגדלת ההוצאות. הגירעון ב-2015 צפוי לעמוד על 2.5–2.8 אחוזי תוצר, קרוב לתקרת הגירעון הקבועה בחוק.

ה. שער החליפין

השקל במונחי שער החליפין האפקטיבי שב והתחזק. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי חל בשקל ייסוף של 7%, ביחס לאירו חל בו ייסוף של 11.3%, וביחס לדולר – ייסוף של 2.2% (החישוב משווה את הממוצע ביוני 2015 לממוצע בדצמבר 2014; איור 19א). ככלל, שער החליפין של השקל התחזק גם מול מרבית המטבעות בעולם (איור 19ב). הייסוף האפקטיבי בשקל התרחש על רקע היחלשות האירו בעולם, התפתחות שהחלה באוגוסט בעקבות צעדי ההרחבה הכמותית שנקט ה-ECB. בלמו אותו חלקית הפחתת הריבית למאדס ורכישות המט"ח של בנק ישראל.¹³ הלחצים הבסיסיים לייסוף השקל נובעים משני גורמים עיקריים: השקעות ישירות של זרים מוסיפות להיכנס למשק, ובחשבון השוטף יש עודף בסיסי משמעותי ומתמשך, חלקו כתוצאה מהפקת הגז.¹⁴ ברבעון הראשון של 2014, על רקע שיפור בתנאי הסחר נרשם שיפור בעודף בחשבון השוטף, והוא עמד על כ-4 מיליארדי ש"ח. על פי מספר אומדנים של חטיבת המחקר שער החליפין האפקטיבי הנוכחי של השקל מיוסף יתר על המידה ביחס לשער החליפין של שיווי משקל.

בתקופה הנסקרת הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח, בעיקר כדי למתן תנודות חריגות בשער החליפין. רוב הרכישות בתקופה הנסקרת – 3 מיליארדי דולרים – נערכו במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין, ו-1.7 מיליארד מתוכם נרכשו ביוני, כל זאת על רקע התחדשותה של מגמת הייסוף האפקטיבי במהלך התקופה הנסקרת. יתר הרכישות – 1.6 מיליארד דולרים – נערכו במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז על שער החליפין, תכנית שבנק ישראל הכריז עליה במאי 2013.¹⁵

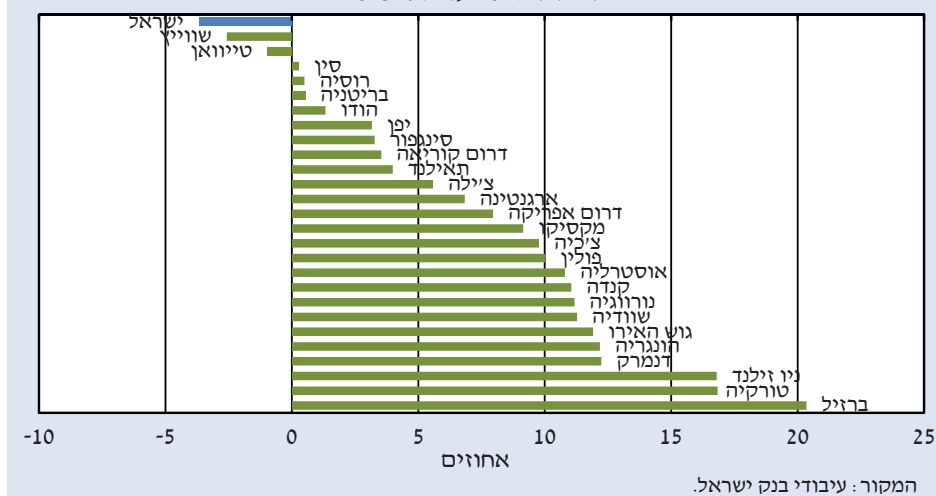


¹³ בנייר לדיון שפרסמה לאחרונה קרן המטבע בשם "Unveiling the Effects of Foreign Exchange Intervention: A Panel Approach" (Adler et al. 2015), נמצא כי רכישות מט"ח בשיעור של אחוז תוצר מביאות בממוצע לפיחות נומינלי וריאלי של 1.7-2.0% ו-1.4-1.7%, בהתאמה, וכי לפיחות זה זמן מחצית חיים שנע בין 12 ל-23 חודשים.

¹⁴ הפקת הגז משפיעה על החשבון השוטף משום שהיא מפחיתה את היקף היבוא של חומרי אנרגיה, וכך לוחצת לייסוף שער החליפין.

¹⁵ כזכור, הודיע בנק ישראל בדצמבר 2014 כי במהלך 2015 ירכוש 3.1 מיליארדי דולרים.

איור 19ב
שיעור השינוי בממוצע החודשי של שער החליפין מול הדולר,
דצמבר 2014 עד יולי 2015



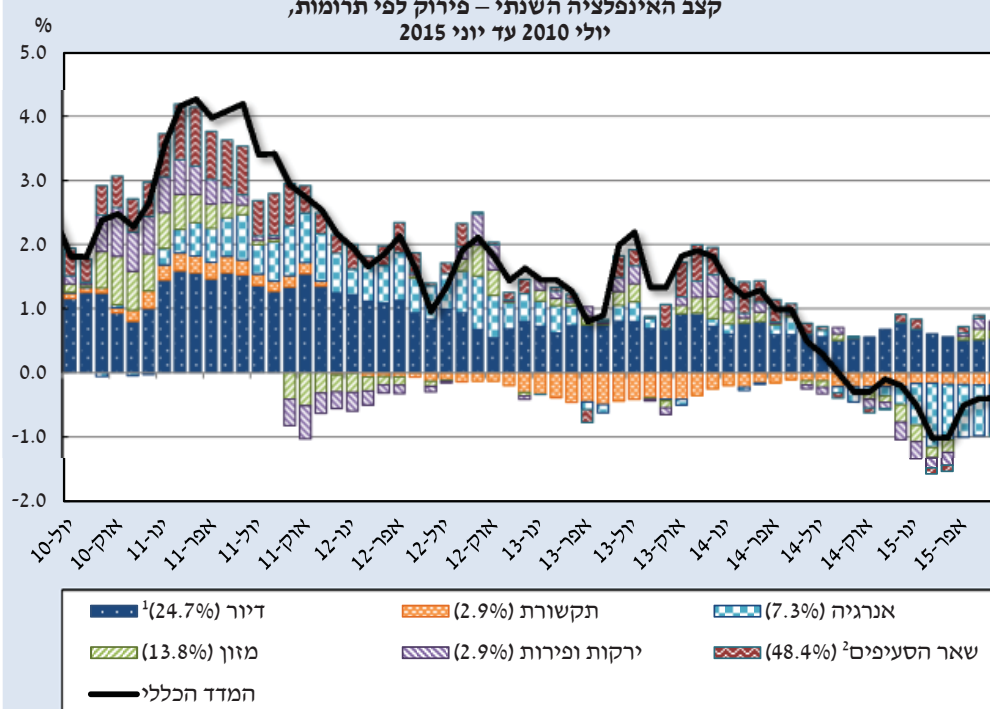
ו. האינפלציה

האינפלציה השנתית בפועל הייתה שלילית במהלך כל התקופה הנסקרת. למעשה, האינפלציה השנתית חורגת (כלפי מטה) מטווח היעד מאז יוני 2014, והיא שלילית מאז ספטמבר 2014 (איור 20א). הירידות במדד התרחשו בחודשים ינואר ופברואר, שבהם הסתכמה ירידתו בכ-1.6%. ירידה זו הושפעה בעיקר מההפחתות החד-פעמיות והצפויות בתעריפי המים והחשמל, הפחתות שהתבססו ברובן על תכנית רב-שנתית שגובשה בעת הבשלת ההשקעות בגז המקומי, וחלקן נבעו מירידה לא אופיינית בסעיף הדיור בחודש ינואר. כתוצאה מירידות אלו הגיעה האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים לאחר לרמת שפל של -1%. בשאר חודשי התקופה (מארס עד יוני) התפרסמו מדדים חיוביים שלא הפתיעו ותאמו על פי רוב את התוואי העונתי התואם את יעד האינפלציה. מדדים אלו תרמו להתמתנות קצב ירידתם של המחירים. כך, ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני 2015 עמד קצב השינוי במדד על שיעור שלילי - 0.4% – עדיין נמוך משמעותית מגבולו התחתון של יעד האינפלציה (1.0%).

המדד הכללי ירד בתקופה הנסקרת הן כתוצאה מירידה במחירי המוצרים הסחירים והן כתוצאה מירידה בקצב עלייתם של מחירי המוצרים הבלתי סחירים¹⁶. המדד למחירי המוצרים הסחירים הוסיף לרדת על רקע הירידה הניכרת שחלה במחירי הנפט במחצית השנייה של 2014, כתוצאה מעלייה בהיצע, ועל רקע ירידה במחירי התשומות למזון בעולם – התפתחות שמשפיעה בפיגור (איור 20ב). לגורמים אלו נוספה האינפלציה הנמוכה שהתפתחה בחו"ל עקב ביקוש עולמי נמוך הן במדינות המפותחות והן במתפתחות (איור 2). המדד למחירי המוצרים הבלתי סחירים נותר

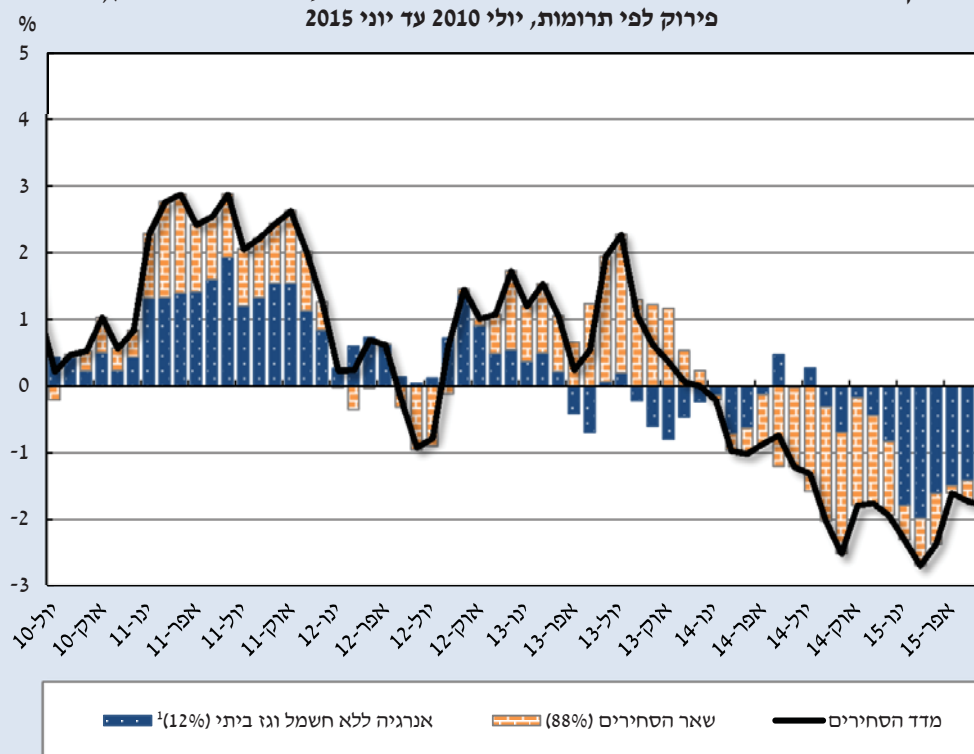
¹⁶ המדד למחירי המוצרים הסחירים (הבלתי סחירים) מהווה כ-36% (כ-64% ממדד המחירים לצרכן).

איור 20א
קצב האינפלציה השנתי – פירוק לפי תרומות,
יולי 2010 עד יוני 2015



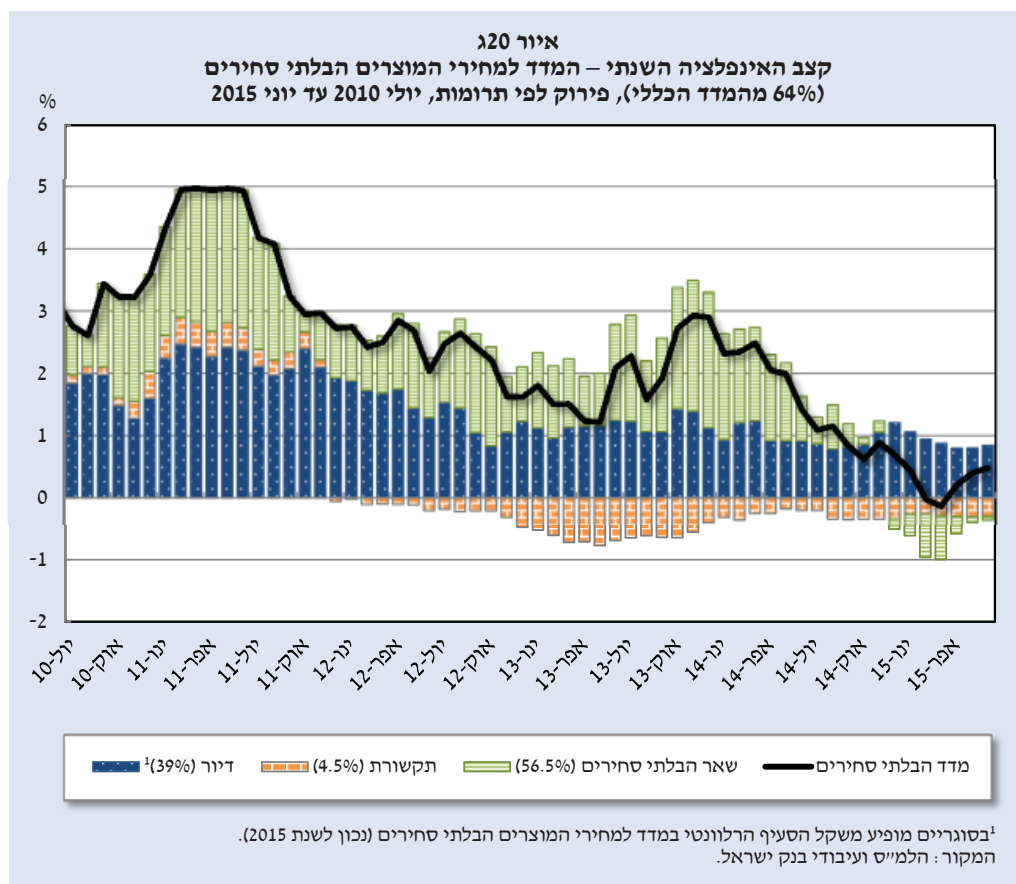
¹ בסוגריים מופיע משקל הסעיף הרלוונטי במדד הכללי (נכון לשנת 2015).
² סעיפי הבריאות, חינוך, תרבות ובידור, ריהוט וציוד לבית, הלבשה והנעלה, השונות, וכן סעיפי אחזקת הדירה והתחבורה בניכוי תת-הסעיפים הקשורים למחירי האנרגיה.
 המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

איור 20ב
קצב האינפלציה השנתי – המדד למחירי המוצרים הסחירים (36% מהמדד הכללי),
פירוק לפי תרומות, יולי 2010 עד יוני 2015



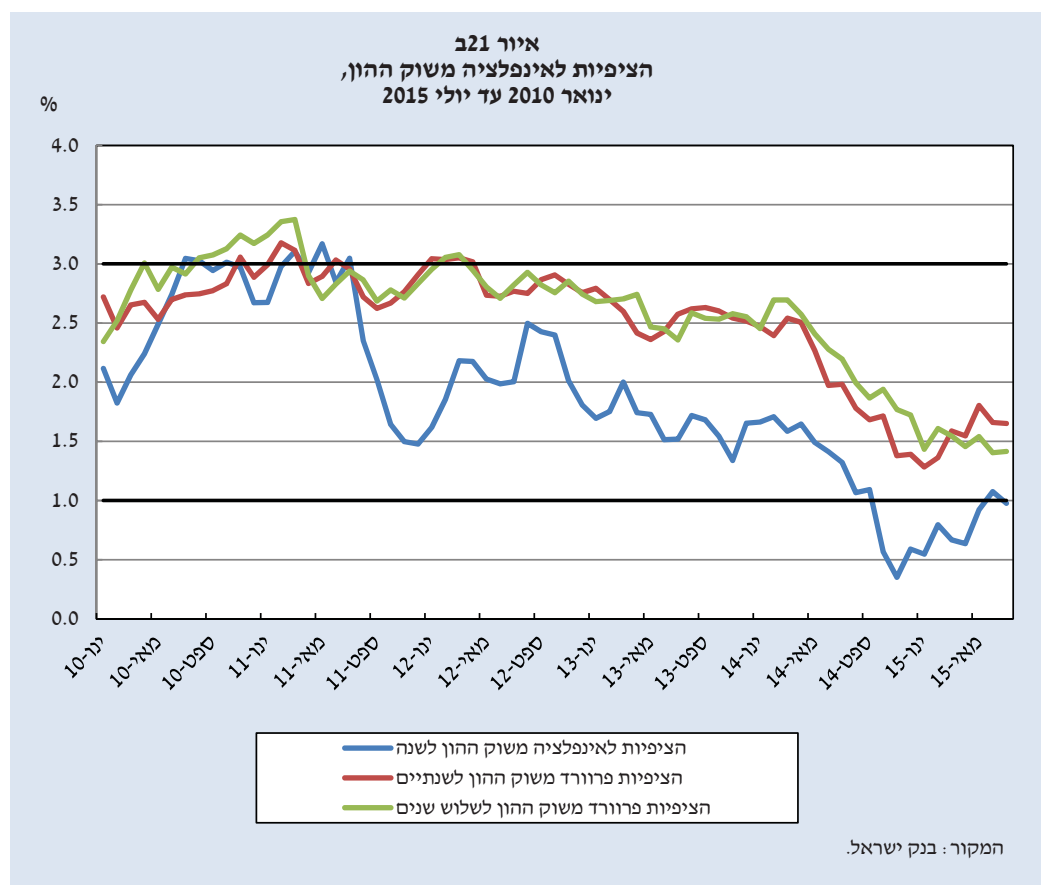
¹ בסוגריים מופיע משקל הסעיף הרלוונטי במדד למחירי המוצרים הסחירים (נכון לשנת 2015).
 המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

כמעט ללא שינוי בסיכום התקופה הנסקרת, אף שקצב השינוי השנתי בו הגיע בפברואר ומארס לערך שלילי (איור 20). שינויים מביניים, כדוגמת הירידה במחירי התקשורת, תרמו תרומה שלילית לאינפלציה במחירי המוצרים הבלתי סחירים. מנגד, סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן – המהווה כ-40% ממדד הבלתי סחירים – הוסיף להיות הגורם הדומיננטי לעלייה במדד, ובניכוי ירד מדד הבלתי סחירים בכ-0.4% ב-12 החודשים האחרונים.



הציפיות לאינפלציה לשנה נמצאו מתחת לגבול התחתון של היעד במרבית התקופה הנסקרת, והן שבו לעלות לסביבת הגבול התחתון לקראת סופה. הציפיות לטווח הבינוני-ארוך נותרו מעוגנות במרכז היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נמצאו במרבית התקופה הנסקרת מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה, ובתום התקופה הן שבו אל סביבות הגבול התחתון (איור 21א). הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון עמדו בסוף יוני על 1.1% בממוצע (בניכוי השפעת העונתיות על המדד), הציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים עמדו על כ-0.7%, ותחזיות החזאים – על כ-1%. התמתנות האינפלציה הצפויה נבעה בחלקה מגורמים חולפים שאינם צפויים להשפיע על שיעורי האינפלציה בטווח

הבינוני-ארוך. אלה כללו את ההפחתה בתעריפי החשמל והמים, שהייתה צפויה לגרוע מהמדד 0.4%; בניכוי השפעה זו¹⁷ הציפיות לאינפלציה לשנה נמצאו מעט מתחת לחלקו התחתון של טווח היעד. בלימת הירידה במחירי הנפט והעלייה בהם לקראת סוף התקופה, וכן התפוגגות השפעתם של הצעדים החד-פעמיים בתעריפי החשמל והמים, צפויות לתמוך בהשבתה של סביבת האינפלציה אל טווח היעד. חשוב לציין כי ציפיות הפורוורד לטווחים של שנתיים עד שלוש אמנם ירדו במרבית התקופה הנסקרת, אך בנקודות השפל הן לא חרגו מטווח היעד – חיזוק לכך שהפעילים בשווקים ראו בירידה בסביבת האינפלציה תופעה זמנית ברובה (איור 21). כמו כן, הציפיות פורוורד לטווחים ארוכים (8 עד 10 שנים) נותרו בכל התקופה מעוגנות היטב סביב מרכז טווח היעד.

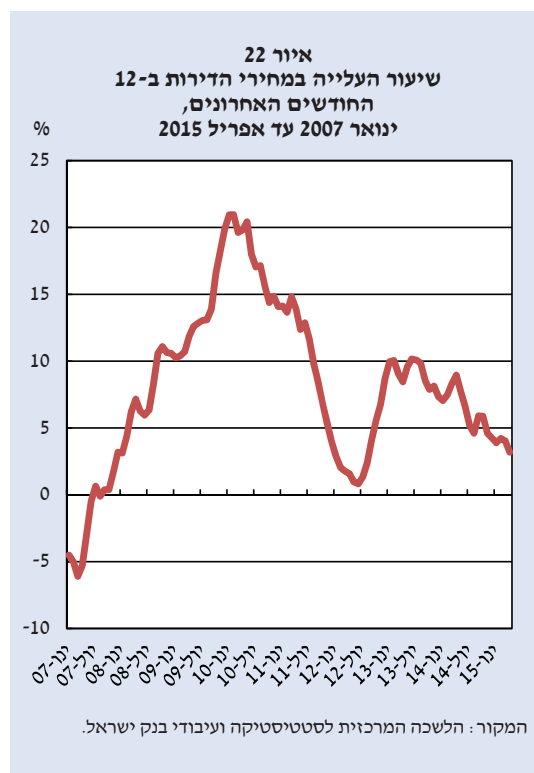
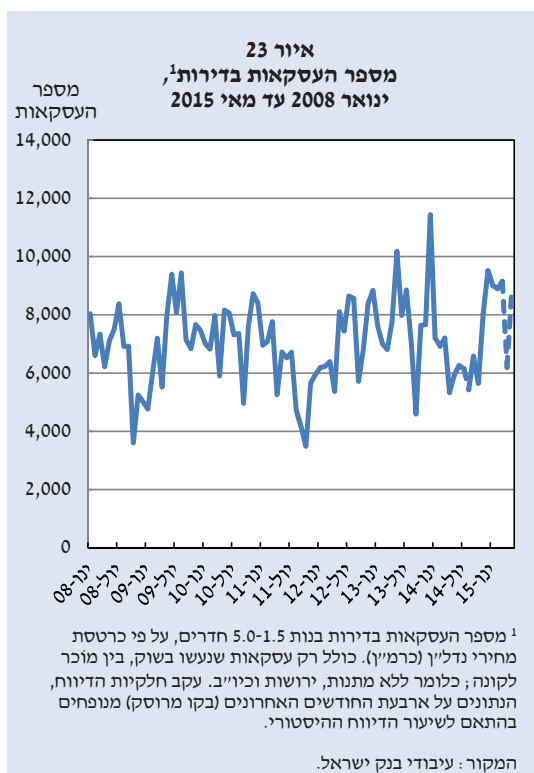


¹⁷ הניכוי נעשה מממוצע הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים.

ז. שוק הדיור

מחירי הדירות והיקפי הפעילות בשוק הדיור שבו לעלות בתקופה הנסקרת, לאחר הקיפאון ששרר בשוק בעקבות ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס". מתחילת השנה (עד אפריל-מאי) עלה מדד מחירי הדירות בקצב שנתי של כ-6%. אמנם שיעור העלייה השנתי במחירי הדירות התמתן במעט – הוא ירד ל-3.2%, בהמשך למגמת הירידה שהחלה באמצע השנה הקודמת – אך חשוב לזכור כי השנה האחרונה כוללת, כאמור, את תקופת הקיפאון ששררה בשוק בשל הציפייה ליישום "מע"מ אפס" וכן את השפעתו של "צוק איתן" (איור 22). מספר העסקאות, במיוחד בדירות מקבלן, וכן מספר המשכנתאות החדשות שבו לעלות מאז אוקטובר 2014, לאחר שבמחצית השנייה של 2014 ניכרה בהם יציבות. קצב התחלות הבנייה מצוי עדיין ברמות שיא, אף כי בשנה האחרונה ניכרת בו האטה מסוימת, וקצב גמר הבנייה ממשיך לעלות ואף הגיע ל-45 אלף יחידות בשנה (נכון למאי 2015).

בחודש יוני הציגה הממשלה צעדים לפתרון משבר הדיור. כבר במהלך חודש יוני עלה מס הרכישה למשקיעים, ל-8% על דירות שמחירן אינו עולה על 4.5 מיליוני ש"ח (לעומת 5%–7%), ול-10% על דירות יקרות יותר (לעומת 8%–10%). הציפיות לצעד זה הוליכו לעלייה משמעותית של מספר העסקאות (איור 23), בעיקר מצד משקיעים, ושל היקף נטילת המשכנתאות, אולם עדיין מוקדם לקבוע כיצד הוא ישפיע על מחירי הדירות ושכר הדירה.



תיבה: דשדוש רב-שנים או מחזור עסקים ארוך? הצפי בעולם לגבי הצמיחה והריבית הריאלית

המשבר הפיננסי הגלובלי הוביל לירידת הצמיחה במדינות המפותחות, וזו לוותה בירידה של הריביות. שמונה שנים לאחר פרוץ המשבר הציפיות לטווח הארוך אינן משתפרות: הצמיחה הפוטנציאלית יורדת, התשואות לטווח הארוך נותרות נמוכות, ובהתאם לכך גובר הצורך להתחזק אחר הגורמים להתמשכות המצב ולנתח את השלכותיהם על המדיניות המקרו-כלכלית הרצויה. חלק מבכירי הכלכלנים בעולם סבורים כי מדובר בדשדוש רב-שנים (Secular Stagnation), שמקורו בשינויים מבניים בדפוסי הפעילות הכלכלית של החברה, ואלה עתידים להתמיד. העמדה המנוגדת מפרשת את המצב כמיתון ארוך אך זמני, שהוא חלק ממחזור העסקים. לכל אחת מהעמדות יש השלכות רחבות על המדיניות הכלכלית הרצויה, הן בעולם והן בישראל. להלן נסקור את שתי העמדות ואת מסקנותיהן לגבי המדיניות הרצויה.

המצדדים בעמדה הראשונה, ובראשם לארי סאמרס (2014), טוענים שבטווח הארוך לא יתאפשר למשקים לחזור לקצב הצמיחה שקדם למשבר, בגלל מגבלותיה של המדיניות המוניטרית בטווח הקצר. מגבלות המדיניות מתבטאות בחוסר יכולתם של בנקים מרכזיים לתמרץ את הצמיחה בלי לפגוע ביציבות הפיננסית, כתוצאה מירידה פרמנטית בריבית הריאלית ה"טבעית" של תעסוקה מלאה. הריבית הריאלית ה"טבעית" היא אותו רכיב של הריבית המוניטרית הנקבע בשיווי משקל בין החיסכון להשקעה, ולא מושפע ממחזור העסקים. ירידתה מגבילה את השימוש בריבית המוניטרית ככלי להשגת צמיחה בעתות משבר. זאת משום שכדי לתמרץ את הצמיחה יש להפחית את הריבית המוניטרית כך שהריבית הריאלית תהיה מתחת לרמתה ה"טבעית", אך הריבית המוניטרית אינה יכולה לרדת אל מתחת לאפס, כלומר חסומה בגבול תחתון שהוא אפס (Zero Lower Bound). בד בבד, הריביות הנמוכות הנחוצות לעידוד צמיחה עשויות לדחוף משקיעים לחפש תשואות גבוהות בנכסים מסוכנים, וכך לפגוע ביציבות הפיננסית.

סאמרס טוען כי הסיבה העיקרית לירידתה של הריבית ה"טבעית" נעוצה בהתרחבות החיסכון במקביל לצמצום הביקוש להשקעה, התפתחויות היוצרות עודף מתמיד של החיסכון על ההשקעה, שבעטיו התשואה להשקעה יורדת. הגידול המתמיד של החיסכון נובע בעיקרו מהעלייה באי-השוויון הכלכלי: זו מובילה לריכוז ההון בידי האוכלוסייה העשירה, קבוצה שנוטה לחסוך יותר. בה בעת הביקוש להשקעה יורד משלושה גורמים עיקריים. הראשון הוא התמתנות גידולה של האוכלוסייה, המוביל להתמתנות גידולו של כוח העבודה וירידה בצורך להשקעה בהון. הגורם השני הוא שבעבר העולם העסקי ייצר ביקור מוצרים עתירי השקעה, ואילו כיום חברות הזנק יכולות להצליח ולגדול באמצעות השקעה ראשונית זעירה. הביקוש להשקעה בעידן של "פייסבוק" ו"גוגל" נמוך אפוא בהרבה מאשר בעידן של "ג'נרל מוטורס" או אפילו "סוני". גורם שלישי הוא ירידת מחיריהם היחסיים של מוצרי הון, למשל מכונות וציוד עסקי, אשר הפחיתה אף היא את הביקוש להשקעה. גורמים אלו לירידתה של הריבית ה"טבעית" נושאים אופי מבני, ולכן סאמרס אינו צופה שיפור במצב ללא שינוי בחשיבה על המדיניות המקרו-כלכלית. בדומה לסאמרס, גם רוברט גורדון (2014) חוזה תקופה ארוכה ללא שיפור בצמיחה, אך לטענתו הדבר אינו נובע ממגבלותיה של המדיניות המוניטרית, אלא מתהליכים ארוכים, הנוגעים לשינויים בהרכב כוח העבודה ובהשכלתו, לגידול בחוב הציבורי ועוד, תהליכים המובילים ישירות לירידה בפוטנציאל הצמיחה.

לעומת הגישה החוזה דשדוש רב-שנים ניצבות תיאוריות של מחזוריות, הצופות שיפור בצמיחה ועליית ריביות בעתיד הקרוב. בן ברננקי (2015) גורס כי אכן קיים עודף של חיסכון על השקעה ברמה העולמית (היצף חיסכון עולמי, Global Savings Glut), אך זוהי תוצאה של גורמים מחזוריים, ולכן הירידה בריבית ובשיעורי הצמיחה היא זמנית. עם הסיבות לעודף החיסכון ניתן למנות את התהליכים הבאים: מדיניות היצוא של שווקים באסיה – ובראשם סין – הובילה לחיסכון עודף; יצואניות הנפט חוסכות מעבר לביקוש המקומי להשקעה; הביקוש הנמוך להשקעה באירופה הפוסט-משברית מייצר עודף חיסכון ועוד. אולם אלה תהליכים הפיכים וזמניים, שכן הם נובעים ממדיניות המעודדת עודף חיסכון. אם מדינות בעולם יפעלו לנטרול השפעותיה של מדיניות זו, הריבית ושיעורי הצמיחה ישובו לרמותיהם הקודמות.

קנת' רוגוף (2015) מאמין גם הוא שהצמיחה העתידית תעלה על הציפיות העגומות, אך הוא תולה את המשבר המתמשך במחזור-על של חוב (Debt Supercycle). לדעתו, כאשר משבר כלכלי מתעצם בעקבות כשל בשווקים הפיננסיים, הוא מחולל במערכת הכלכלית זעזוע, שההתאוששות ממנו ארוכה במיוחד. זהו אם כן מחזור ארוך מאוד – מחזור-על – אך אין לטעות ולחשוב שמדובר בשינוי פרמננטי. עוד הוא מציין כי מבחינה היסטורית, המשבר האחרון אינו שונה באופן מהותי ממשברים פיננסיים קודמים.

כל אחת מהגישות מוליכה למסקנה אחרת לגבי המדיניות המקרו-כלכלית הנחוצה. לפי התיאוריות המחזוריות, בשלב זה

אפשר לעשות רק מעט. ברננקי טוען שמדינות צריכות להסיר חסמים על תנועות הון בין-לאומיות ולהפסיק לקדם עודף חיסכון, כדי שהריבית תוכל לעלות. לעומתו מדגיש רוגוף שקובעי המדיניות לא הצליחו עד כה ללמוד מהעבר ולנקוט גישות פחות שגרתיות לבלימת המשבר. הוא טוען שבמצב הקיים הרחבה פיסקלית מתונה יכולה לתרום להיחלצות מהירה יותר מהמשבר. שניהם סבורים שמדיניות מתאימה תוכל לסייע בהקדמת היציאה מהמשבר, אך צופים שמכל מקום, הכלים המוניטריים הקונבנציונליים ישובו להיות אפקטיביים, והצמיחה העולמית תחזור למגמתה הרב-שנתית ששררה לפני המשבר.

כנגדם גורסת תיאוריית הדשדוש רב-השנים שהריביות יישארו נמוכות, והצמיחה בעולם לא תחזור לרמתה הקודמת, אלא אם כן ייעשה ניסיון להתמודד עם הבעיות המבניות בעזרת מדיניות ייחודית. סאמרס סבור שאם המדיניות הפיסקלית תפעל להעלאת הריבית ה"טבעית" באמצעות הגדלת הביקוש להשקעה והקטנת החיסכון, היא תאפשר לריבית המוניטרית לעלות, ובדרך זו תחזיר את חופש הפעולה למדיניות המוניטרית ותגדיל את הצמיחה הפוטנציאלית. לשם כך המדיניות הפיסקלית צריכה לעודד השקעה פרטית ולהגדיל את ההשקעה הציבורית, במקביל לנקיטת צעדים הצפויים להקטין את החיסכון, כגון צמצום אי-השוויון. מדיניות פיסקלית ממוקדת-מטרה זו שונה מההרחבה הפיסקלית האנטי-מחזורית שמציע רוגוף. במסגרתה על מדינות העולם להכיר בבעיה ולנקוט פעולות אקטיביות מורכבות ובלתי קונבנציונליות כדי להביא לשיפור, אך הואיל והסיכוי שהן תעשינה זאת קטן, ייתכן שהדשדוש בצמיחה ובביקושים העולמיים יימשך עוד שנים רבות.

המשק הישראלי עבר את המשבר העולמי בהצלחה יחסית, אולם בהיותו משק קטן ופתוח החשוף לתנועות הון רחבות יחסית לגודלו, שיעורי הריבית בו הותאמו לשיעורים הנמוכים בעולם. בטווח הארוך הריבית הנמוכה עלולה להקשות על המשק להתמודד עם משברים עתידיים ולפעול להיווצרות "בועות", שמערערות את היציבות הפיננסית. הריבית היא אפוא ערוץ מרכזי, שדרכו המשבר העולמי משפיע על המשק הישראלי, ולכן יש חשיבות לתחזיות הריבית על פי הגישות השונות. לפי התיאוריות המחזוריות, הריביות בעולם יעלו, ועלייתן תאפשר להעלות את הריבית גם בישראל. לעומת זאת לפי התחזית של סאמרס הריביות בעולם לא יעלו, והמשק הישראלי יתקשה להעלות את הריבית כשגורמים מקומיים ילחצו לכך, מפני שאם ישראל לבדה תעלה את הריבית, השקל עלול להתייסק ולפגוע ביצוא. ההתפתחויות בעולם יכולות להשפיע על המשק הישראלי גם דרך ערוץ נוסף – הביקושים העולמיים. פגיעה רבת שנים בביקושים העולמיים, כפי שחוזה סאמרס, עלולה לפגוע בסחר העולמי ולהקשות גם על היצוא הישראלי, והדבר יכול להוביל לירידה בצמיחת המשק. לעומת זאת עלייה בביקושים העולמיים, כפי שחוזות הגישות המחזוריות, צפויה לסייע ליצוא הישראלי ולתמוך בצמיחה.

בסיכום, הניתוחים השונים של המצב הנוכחי מוליכים להערכות שונות לגבי עתיד הכלכלה העולמית. מאחר שהמשק הישראלי קטן ופתוח, הוא יושפע מההתפתחויות בעולם, בפרט במשקים המפותחים הגדולים. על כן, בין אם יוכרע הוויכוח לגבי משמעות ההאטה בצמיחה העולמית ובין אם לאו, חשוב להמשיך ולעקוב אחר המשתנים הנחשבים לגורמיה האפשריים, להכיר באפשרויות ובמגבלות שניצבות בפני המדיניות המוניטרית בישראל, ולנקוט צעדי מדיניות נוספים, שיעודדו את הצמיחה ארוכת הטווח.

רשימת מקורות:

- Bernanke, B. S. (2015). "Why are Interest Rates So Low, Parts 1-4". *Brookings*, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke>.
- Bernanke, B. S. (2015). "Monetary policy in the future". *Brookings*, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke>.
- Gordon, R. J. (2014). "The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds". *VoxEU.org*, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf.
- Rogoff, K. (2015). "Debt Supercycle, Not Secular Stagnation". *VoxEU.org*, April 22, <http://tinyurl.com/onk-bpf8>.
- Summers, L. (2014). "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound". *Business Economics*, 49(2), <http://tinyurl.com/pyzw9e3>.
- Summers, L. (2014). "Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'". *VoxEU.org*, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf.

2. המדיניות המוניתרית¹⁸

א. המדיניות והיעדים

במחצית הראשונה של 2015 הפחיתה הוועדה המוניתרית את הריבית פעם אחת, ב-0.15 נקודת האחוז, וכתוצאה מכך הגיעה הריבית לרמתה הנמוכה ביותר אי פעם, 0.1%. הוועדה המוניתרית הפחיתה את הריבית למארס, ובכך המשיכה את תוואי הירידה שהחל באוקטובר 2011. הפחתה זו וקודמותיה נועדו לסייע להשיב את שיעור האינפלציה לתחום היעד ולתמוך בפעילות הכלכלית במשק. את הריבית לחודשים יולי ולאוגוסט, המשותיכים למחצית השנייה של 2015, הותירה הוועדה ללא שינוי, ברמתה הנמוכה.

כמה גורמים השפיעו על החלטות הריבית בתקופה הנסקרת. בראש הגורמים שתמכו בהפחתה ניצבו סביבת האינפלציה הנמוכה והתחדשותם של לחצי הייסוף על השלכותיהם הפוטנציאליות על היצוא. אשר לסביבת האינפלציה הנמוכה, האינפלציה השנתית בפועל נמצאה ברמה שלילית לאורך כל התקופה הנסקרת. כאמור נבע הדבר, על פי רוב, מגורמי היצע חד-פעמיים, עולמיים ומקומיים. האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים לאחר צפויה לשוב ולהתכנס לתוך טווח היעד בעתיד הקרוב, עקב התפוגגות השפעותיהם של הגורמים החד-פעמיים, אך לשיעורה החזוי נשקפים סיכונים כלפי מטה מהתחדשות הירידה של מחירי הנפט ומהמשך הייסוף. אשר ללחצי הייסוף, בשער החליפין של השקל חלה תפנית בתקופה הנסקרת, והשקל שב ויוסף מול סל המטבעות; בעקבות התפנית עלה בוועדה החשש לפגיעה בהתאוששות היצוא. עוד השפיעו על ההחלטות חולשתם של הפעילות והסחר העולמיים, והתעצמותה של ההרחבה המוניתרית בעולם, המרווחים הנמוכים בשוק האג"ח הקונצרניות והעובדה שהמחירים בשוק הדיור הוסיפו לעלות.

בהתאם להתפתחויות אלו סברו מרבית חברי הוועדה כי הפחתת הריבית לחודש מארס מעודדת את היצוא, שכן היא תומכת בבלימת המגמה המחודשת של ייסוף בשער החליפין של השקל מול רוב המטבעות, וכן נותנת מענה לירידת האינפלציה משום שיש לה השפעה ישירה על עידוד הביקוש המקומי. בנוסף, פיחות בשער החליפין מוביל לעליית האינפלציה באופן ישיר, חלקה מיידי (למשל במחירי הדלק) וחלקה בפיגור מסוים, וכן באופן עקיף – דרך עליית הביקוש למוצרים הסחירים המיוצרים במשק. הוועדה העריכה שמדיניות זו עולה בקנה אחד עם חוק בנק ישראל, המחייב את חזרת סביבת האינפלציה לתוך טווח היעד בתוך 24 חודשים. כהשלמה למדיניות הריבית נמשכו בתקופה הנסקרת רכישות המט"ח. עיקר הרכישות בתקופה זו היו במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין, רובן בחודשים פברואר ויוני.

¹⁸ מאז ה-08.10.2014 הוועדה המוניתרית פועלת בהרכב חסר ומונה חמישה חברים.

על פי תחזית הצוות של חטיבת המחקר מסוף חודש יוני, וכן על פי תחזיותיהם של חלק מהחוזאים המקצועיים, במחצית השנייה של 2015 צפוי קצב האינפלציה השנתי להיות מתחת לטווח היעד, ולאחר מכן הוא צפוי לחזור אליו. כך, על פי תחזית הצוות של חטיבת המחקר, האינפלציה ב-2015 ו-2016 צפויה להגיע ל-0.1% ול-2.0%, בהתאמה.

חברי הוועדה העריכו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף משוק הדיור, וכי הצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות פועלים להפחתתו. אחד הסיכונים המרכזיים הנשקפים ליציבות הפיננסית מסביבת ריבית נמוכה נעוץ בליבוי הביקוש לאשראי לדיור ובחשש שכאשר הריבית תעלה בסופו של דבר, יהיו לזוים שיתקשו להחזיר את רכיב המשכנתה שניטל בריבית משתנה. חברי הוועדה סברו כי הסיכון הפיננסי העיקרי אכן נשקף משוק הדיור, וכי הצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות פועלים להפחתתו היות שבמאפייני הסיכון של המשכנתאות ניכרו ירידה ולאחריה התייצבות. סיכון נוסף שחברי הוועדה הזכירו נוגע למרווחים הנמוכים של האג"ח הקונצרניות. חברי הוועדה ציינו כי ייתכן שקיים בשוק זה תמחור חסר של הסיכונים. מנגד, הביקוש לאשראי עסקי לא התרחב בצורה משמעותית, ואי-אפשר להבחין בתחום זה בחוסר איזון פיננסי.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית¹⁹

האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים עמדה במהלך כל התקופה הנסקרת על ערך שלילי. הדבר היה בין הגורמים להפחתת הריבית. בתחילת התקופה הנסקרת, ואף כמה חודשים לפניה, עמד קצב האינפלציה השנתי על ערך שלילי. בחודשים ינואר ופברואר התפרסמו שני מדדים שליליים, והדבר הביא את שיעור האינפלציה השנתי לשפל שלא נראה כמותו מאז כינון הוועדה המוניתרית. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים ירדו במקביל אל מתחת לגבול התחתון של טווח היעד. באותה עת העריכו חברי הוועדה כי ירידת המחירים נובעת בעיקרה מגורמי היצע חד-פעמיים. הם ציינו כי אמנם חלה ירידה בציפיות האינפלציה לשנה, אך זו נובעת בעיקר מכך שהתחזיות הפנימו את השפעת הגורמים החד-פעמיים, ולראיה: הציפיות לטווח הבינוני-ארוך נותרו מעוגנות סביב מרכזו של תחום היעד. חלק מחברי הוועדה ציינו כי הירידה בקצב עלייתם של מחירי המוצרים הבלתי סחירים עלולה לאותת שגורמים מבניים תורמים אף הם לירידת המחירים. כמו כן הם העלו את החשש ששיעור האינפלציה בפועל יחרוג לאורך זמן רב מדי מטווח היעד. התפתחויות אלה תמכו בהפחתת הריבית לחודש מארס. בשאר חודשי התקופה (מארס עד יוני) התפרסמו מדדים חיוביים שלא הפתיעו ותאמו על פי רוב את התוואי העונתי התואם את יעד האינפלציה. מדדים אלו תרמו להתמתנות בקצב ירידת המחירים. חברי הוועדה העריכו כי התפתחות זו היא חלק מתהליך ההתכנסות של שיעור האינפלציה אל

¹⁹ לוח 3 מפרט את תנאי הרקע שעמדו לרשות חברי הוועדה.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה¹ (אחוזים)

חטיבת המחקר של בנק ישראל ²	שוק ההון ³	החזאים הפרטיים ⁴
האינפלציה (טווח התחזיות)	1.0	1.0 (0.3 עד 1.6)
הריבית (טווח התחזיות)	0.1	0.3 (0.00 עד 0.75)

¹ התחזיות של חטיבת המחקר מתייחסות לנתון בעוד 4 רבעונים. שאר התחזיות מתייחסות לנתון בעוד 12 חודשים.

² התחזית מה-22/6/2015.

³ הציפיות לגבי האינפלציה מנוכחות עונתיות. תחזיות הריבית מבוססות על שוק המק"ם. הנתונים משקפים את הממוצעים של יולי.

⁴ התחזיות מה-27/7/15.

המקור: בנק ישראל.

תחום היעד, וכי תהליך זה מקבל תמיכה מכך שהירידה במחירי האנרגיה בעולם נבלמה ומהשיפור בתעסוקה. עם זאת, נשקפים סיכונים כלפי מטה להערכה זו בשל התחדשות אפשרית של הירידה במחירי הנפט והמשך הייסוף. הציפיות והתחזיות לשנה מהמקורות השונים עלו לסביבת הגבול התחתון של תחום היעד, והציפיות לטווחים הארוכים יותר נותרו מעוגנות סביב מרכז טווח היעד.

הייסוף האפקטיבי המצטבר של השקל במהלך התקופה הנסקרת והשלכותיו הפוטנציאליות על היצוא היו בין הגורמים להפחתת הריבית ולהמשך רכישות המט"ח. מראשית התקופה הנסקרת התהפכה מגמת הפיחות האפקטיבי שניכרה בשקל והחלה באוגוסט אשתקד. אמנם שער החליפין של השקל מול הדולר התייצב יחסית לאחר הפיחות החד שחל בו במחצית הקודמת, אך מול האירו הוא התייסף באותה עת בחדות על רקע צעדי ההרחבה הכמותית שהשיק ה-ECB. צעדים של הרחבה מוניטרית שנקטו עוד מדינות תרמו אף הם ללחצי הייסוף. כתוצאה מהתפתחויות אלה, לקראת סוף פברואר נשחק כמעט לחלוטין הפיחות האפקטיבי שהתרחש במחצית השנייה של 2014. חברי הוועדה חששו באותה עת כי התחדשותה של מגמת הייסוף, בעיקר מול האירו, עלולה לשחוק את השיפור שנרשם ביצוא בתחילת התקופה הנסקרת, והם ציינו כי חשש זה מתגבר לנוכח התחזיות שהסחר העולמי יוסיף לצמוח בקצב מתון, ולנוכח העובדה שכרבע מהיצוא הישראלי מופנה לגוש האירו. הפחתת הריבית לחודש מארס תמכה בבלימה זמנית של מגמת הייסוף שהציג השקל במונחי שער החליפין האפקטיבי. בהקשר זה ציינו חברי הוועדה את העובדה שלאחר הפחתת הריבית למארס לא ניכרה מגמה כלשהי בשער החליפין האפקטיבי. בחודשים שלאחר מכן נתחדשה מגמת הייסוף, ובחודש יוני ציינו חברי הוועדה כי לפי כמה אומדנים, שער החליפין הנוכחי

של השקל מיוסף יתר על המידה (ביחס לשער החליפין של שיווי משקל). כדי להשלים את המדיניות המוניטרית הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח.

בראשית התקופה הנסקרת אותנו האינדיקטורים לפעילות הריאלית כי התרחש תיקון בקצב הצמיחה, לאחר שברבעון השלישי אשתקד שרר בו קיפאון בעקבות "צוק איתן". בהמשך שב התוצר לצמוח בשיעור המתון שאפיין אותו קודם לכן. הנתונים השוטפים שהתקבלו בתחילת התקופה הצביעו על האצה בקצב הצמיחה של המשק, לאחר הקיפאון שנוצר בעקבות "צוק איתן", אך עוצמת ההאצה לא התבררה עד לפרסום הנתון הרשמי בחודש פברואר. האומדן הראשון לרבעון הרביעי של 2014 היה גבוה מהצפוי. חברי הוועדה הסכימו כי נתון הצמיחה תואם בחלקו את ההערכות המוקדמות הגורסות שיתרחש תיקון לאחר ההאטה בתקופת "צוק איתן", ובחלקו הוא משקף עליות חד-פעמיות בהוצאה הביטחונית ובצריכת מוצרים בני קיימא (בעיקר עקב הקדמת הרכישות של כלי רכב). חברי הוועדה הדגישו את השיפור הבולט ביצוא של הענפים המסורתיים עתירי העבודה, ומרביתם הסכימו כי הוא הושפע במהירות יחסית מהפיחות שחל בשער החליפין במחצית הקודמת. לנוכח זאת הדגישו מרבית חברי הוועדה כי כל עוד הצמיחה בסחר העולמי צפויה להישאר ממותנת, שער החליפין משחק תפקיד חשוב בתמיכה בפעילות הכלכלית ובפרט ביצוא. כאמור, בהקשר זה הביעו מרבית חברי הוועדה דאגה מהתחדשות מגמת הייסוף בשער החליפין האפקטיבי, מפני שהיא שחקה כמעט לחלוטין את הפיחות החד שהחל באוגוסט 2014. דאגה זו הייתה בין המניעים להפחתת הריבית כצעד מנע מפני פגיעה נוספת ביצוא. אחד מחברי הוועדה צידד באותה עת בהותרת הריבית בעינה, לנוכח ההתאוששות המהירה בפעילות, שהקיפה גם מגזרים שאינם קשורים ליצוא, צמיחתה המרשימה של הצריכה הפרטית וחוסנו של שוק העבודה, ולנוכח הסיכונים ארוכי הטווח הנשקפים מכיוון שוק הדיור ושוק ההון. הנתונים השוטפים שהתפרסמו לרבעון הראשון של 2015 הובילו את חברי הוועדה להעריך כי המשק הישראלי שב לצמוח בקצב המתון שאפיין אותו בתקופה שקדמה ל"צוק איתן", והערכה זו בדרך כלל קיבלה תמיכה מאומדני החשבונאות הלאומית שהתפרסמו במאי לרבעון הראשון.

הפעילות העולמית המתונה תמכה בריבית מקומית נמוכה. בתקופה הנסקרת הסתמנה התמתנות בשיעור הצמיחה של ארה"ב. זו כללה התכווצות של התוצר ברבעון הראשון, שלהערכתם של חברי הוועדה הייתה תופעה זמנית. כלכלת גוש האירו שבה אמנם לפסים של צמיחה מתונה, אך טרם סר ממנה האיום הנשקף מ"המשבר היווני". אשר למרבית המדינות המתפתחות, שיעורי הצמיחה בהן התעדכנו כלפי מטה והן אינן צומחות בקצבים שאפיינו אותן בעבר. נראה כי הדבר נובע בחלקו משינויים מבניים.

המדיניות המוניטרית המרחיבה שנקטה בעולם התעצמה ותמכה בהפחתת הריבית. בחודש ינואר הכריז ה-ECB לראשונה על צעדי הרחבה כמותית. חברי הוועדה העריכו כי פעולות ה-ECB לחצו על בנקים מרכזיים במשקים מחוץ לגוש האירו, בפרט משקים קטנים ופתוחים, להגיב אף הם במדיניות מרחיבה כדי למנוע את התחזקותו של המטבע המקומי. באותה עת גברה בשווקים אי הוודאות לגבי המועד והתוואי של העלאת הריבית בארה"ב, על רקע אכזבה מנתוני הצמיחה ברבעון הראשון. גם התפתחויות אלו נמנו עם המניעים להפחתת הריבית לחודש מארס.

רמת הפעילות בשוק הדיור – מחירי הדירות, היקף העסקאות והמשכנתאות החדשות – שבה לעלות לאחר תקופה ארוכה של קיפאון עקב חוסר הוודאות הגבוה שיצרו ציפיות להחלטות שונות של הממשלה, והיא חזרה להוות שיקול מרכזי נגד הפחתת הריבית. אולם מרבית מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות המשיכו לרדת – בעקבות צעדים שנקט המפקח על הבנקים – והדבר מספק לקובעי המדיניות מרחב תמרון ומחזק את יציבותה של המערכת. התקופה הנסקרת התאפיינה בהתעוררות של הפעילות בשוק הדיור, וזו התבטאה בעלייה מחודשת של המחירים ובעלייה חדה בהיקפי העסקאות, בפרט בדירות שהיוו יעד לזכאים. במהלך תקופה זו העריכו חברי הוועדה כי הנתונים המגיעים משוק הדיור מבטאים תיקון לתקופת ההמתנה ל"מע"מ אפס", תכנית שנגנזה לבסוף, היות שבתקופה זו רבים נמנעו מרכישות. לראיה הם ציינו כי רמת הפעילות שבה לסביבה שאפיינה אותה לפני תקופת ההמתנה. היקף המשכנתאות נותר גבוה במהלך התקופה, אך מאפייני הסיכון שלהן נותרו נמוכים וחלקן אף המשיכו לרדת, בהמשך ישיר להנחיות השונות שפרסם המפקח על הבנקים בשנים האחרונות. כן הביאה הירידה בתשואות האג"ח הארוכות לגידול משקלן של ההלוואות הניטלות בריבית קבועה. לקראת סוף התקופה הביעו חברי הוועדה חשש מהאפשרות שחוסר הוודאות בשוק הדיור יגבר שוב לנוכח חוסר הבהירות לגבי הצעדים שהממשלה תנקוט בשוק הדיור. העובדה שמחירי הדירות מוסיפים לעלות אינה תומכת בשמירה על סביבת ריבית נמוכה, אולם צעדי המפקח מפחיתים את הסיכון הנשקף למשקי הבית ולמערכת הבנקאית מקשיים בהחזר ההלוואות לדיור. כך הם מעניקים לקובעי המדיניות המוניטרית מרחב תמרון רב יותר בפעולות שנועדו להשיג את מטרותיה העיקריות – לתמוך בשיעור אינפלציה שמתיישב עם היעד ובפעילות הכלכלית במשק.

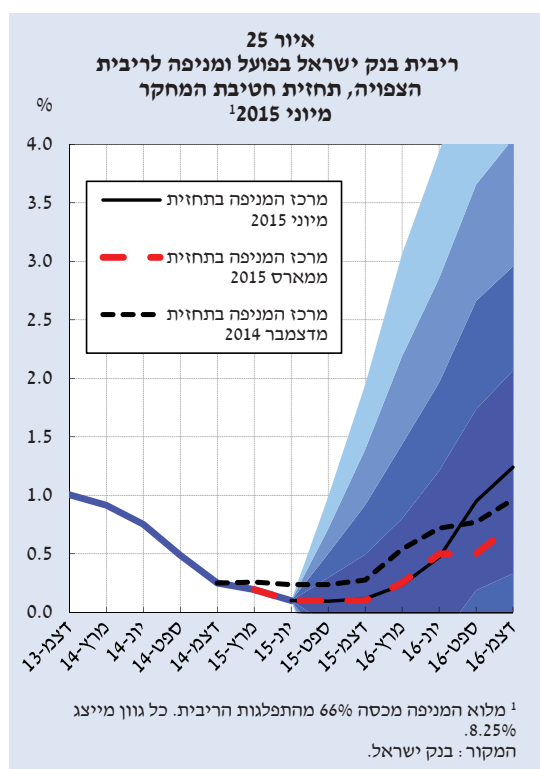
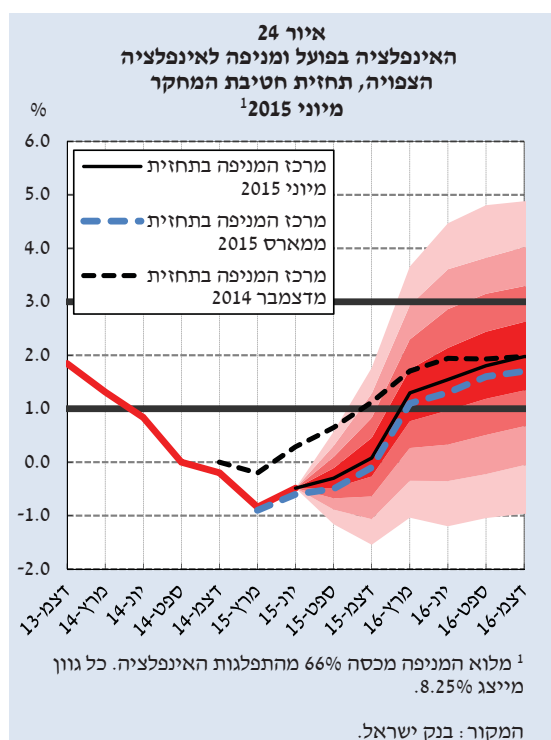
המרווחים בשוק האג"ח הקונצרניות נותרו נמוכים והיוו שיקול נגד הפחתת ריבית. לקראת סוף התקופה המרווחים עלו. שוק אג"ח החברות המשיך להתאפיין ברמה גבוהה של פעילות, לרבות עלייה בהנפקות נטו. הביקוש של הציבור לאג"ח חברות התמתן במהלך התקופה הנסקרת, בהמשך למגמה שהחלה ביולי 2014, היינו יציאה מקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח חברות וכניסה לקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח כללי (קרנות מעורבות) ואג"ח מדינה. מרווחי האג"ח הקונצרניות נותרו נמוכים

ברוב התקופה הנסקרת, אם כי לקראת תום המחצית הראשונה ניכרה עלייה מסוימת בכל הענפים. הריבית הנמוכה כשלעצמה אינה אמורה להשפיע על רמת הסיכון של האג"ח, אך בתקופות של ריביות נמוכות משקיעים נוטים לחפש אפיקי השקעה בעלי תשואה גבוהה וכך מצמצמים את המרווחים של נכסים מסוכנים. לכן מרווחי האג"ח היוו שיקול נגד הפחתות ריבית.

התחזיות שחטיבת המחקר הציגה לוועדה השתנו במהלך התקופה הנסקרת במידה משמעותית על רקע שינויים בסביבה העולמית. בסוף חודש מארס 2015 הפחיתה חטיבת המחקר משמעותית את אומדני האינפלציה הצפויה לשנת 2015 (-0.1% לעומת 1.1% בתחזית שניתנה בסוף דצמבר 2014). הפחתה זו גילמה בין היתר את הירידה במחירי הנפט ואת השפעתה של ההוזלה החד-פעמית שנערכה בתחילת השנה בתעריפי החשמל והמים. התחזית לאינפלציה בשנת 2016 עודכנה מעט כלפי מטה (1.7% לעומת 2% בתחזית הקודמת, איור 24). במקביל עודכן התוואי החזוי של ריבית בנק ישראל כלפי מטה בעקבות הפחתת הריבית לחודש מארס 2015. התחזית לצמיחת התוצר בשנת 2015 נותרה ללא שינוי, בשעה שהתחזית לגבי הצמיחה בשנת 2016 עודכנה כלפי מעלה, בין היתר בעקבות הצפי להתרחבות הבנייה ולהאצה ביבוא של המדינות המפותחות.

בתחזית שהוצגה בסוף יוני העריכה חטיבת המחקר כי האינפלציה השנתית ב-2015 תעמוד על שיעור אפסי כמעט, וכי היא תחזור למרכז היעד בסוף שנת 2016 (איור 24). זאת הן בהשפעת גורמי היצע – כגון התחדשות העלייה במחירי הנפט במחצית הראשונה של 2015 – והן בהשפעת גורמי ביקוש, כגון השפעת ההכנסה של העלייה בשכר המינימום ובתשלומי ההעברה. תוואי הריבית עלה בהשוואה לתחזית הקודמת – הריבית בסוף 2016 צפויה לעמוד על 1.25%, בהשוואה ל-1% בתחזית שניתנה במארס 2015 (איור 25). העלייה בריבית צפויה להתרחש במהלך 2016, בפיגור לעומת העלייה הצפויה בריבית בארה"ב ובמשקים מפותחים נוספים. התחזית לצמיחת התוצר בשנת 2015 ירדה מעט בעקבות ההפתעות השליליות שנראו ברכיבי ההשקעות והיצוא ברבעון הראשון של 2015, ואילו התחזית לצמיחת התוצר בשנת 2016 עלתה בעקבות צפי להוצאה ציבורית גבוהה יותר ועדכון כלפי מעלה של תחזית היבוא למדינות ה-OECD.

בתום המחצית הנסקרת חל שינוי במדיניות של תקשור המדיניות המוניטרית: בנק ישראל החל בתדריכים רבעוניים של עיתונאים, והראשון שבהם התקיים לאחר פרסום החלטת הריבית לחודש יולי. פרקטיקה זו נהוגה בבנקים מרכזיים רבים, כולל החשובים שבהם, בצורות ובתדירויות שונות. הוועדה סבורה, בין היתר, שצורת התקשורת החדשה בין קובעי המדיניות לפעילים בשווקים הפיננסיים תורמת להגברת השקיפות וההבנה של הפעילים בשווקים בעניין השיקולים המנחים את הוועדה בקביעת המדיניות.



לוח 3

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

החלטה לחודש	ינואר	פברואר	מארס	אפריל	מאי	יוני	יולי
התוצר	2014Q3 2014Q4 2015Q1	-0.1 0.2 0.2	0.6 7.2 0.2	0.2 6.8 0.4	0.4 7.0 2.5	0.8 6.6 2.1	0.8 6.5 2.1
התוצר העסקי	2014Q3 2014Q4 2015Q1	-1.0 -0.5 -0.1	3.4 8.8 8.1	5.1 8.4 -0.7	-0.4 8.4 -0.1	-0.1 7.7 3.2	0.0 7.5 2.6
הצריכה הפרטית השוטפת	2014Q3 2014Q4 2015Q1	3.4 3.4 -10.0	4.5 6.8 -5.2	5.1 7.9 -6.1	5.4 7.8 -5.7	5.1 7.0 5.5	5.4 7.9 7.5
ההשקעה בנכסים קבועים	2014Q3 2014Q4 2015Q1	-10.0 -6.5 -1.6	-5.2 8.7 -0.2	-6.1 9.9 -1.4	-5.7 12.5 -2.4	-7.0 9.2 -5.8	-7.0 9.0 -6.5
היצוא ללא יהלומים והזנק	2014Q3 2014Q4 2015Q1	-1.6 -1.6 6.9	-0.2 9.9 6.8	-1.4 17.7 10.2	-2.4 14.6 10.4	-1.5 15.0 9.4	-2.5 10.5 -1.9
היבוא האזרחי ללא אניות, מטוסים ויהלומים	2014Q3 2014Q4 2015Q1	6.9 6.9 0.3	6.8 0.3 1.1	10.2 1.1 1.8	10.4 1.8 9.0	10.5 2.4 9.0	10.6 4.5 14.0

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תנאי הרקע והנימוקים להחלטות על גובה הריבית במחצית הראשונה של 2015

החלטה על גובה הריבית לחודש	ינואר	פברואר	מארס
תאריך ההחלטה	29-12-2014	26-01-2015	23-02-2015
ההחלטה	ללא שינוי	ללא שינוי	הפחתה 0.15 נקודות אחוז
רמת הריבית	0.25%	0.25%	0.10%
התפלגות ההצבעה	פה אחד	פה אחד	להפחית ב-0.15 נקודות אחוז : 4 ללא שינוי : 1
סביבת האינפלציה	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת ברמה שלילית. חלק מחברי הוועדה סברו שירידת המחירים אינה מעידה על ירידה בביקוש המקומי. הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים סמוכות לגבול התחתון של היעד.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נותרה שלילית. לפי הערכתם של מרבית חברי הוועדה, הירידה בקצב האינפלציה נובעת בעיקר משינויים בעלי אופי חד-פעמי, בראשם הירידה במחירי הסחורות העולמיים ובמיוחד במחירי הנפט. חלק מחברי הוועדה העירו כי הירידה בקצב האינפלציה ניכרת גם בחלקו הבלתי סחיר של המזד, ומכאן ניתן להסיק כי גם גורמים מקומיים ופחות חד-פעמיים באופיים תורמים לירידת המחירים. עוד העריכו חברי הוועדה כי קצב האינפלציה ימשיך להימצא בחודשים הקרובים מתחת לגבול התחתון של היעד, הן בשל הגורמים העולמיים שצוינו לעיל, והן בשל הפחתות חד-פעמיות וצפיות בתעריפי החשמל והמים. חברי הוועדה סברו כי הירידה בציפיות לאינפלציה לטווח הקצר (שנה) קשורות להתפתחויות במחירי הסחורות העולמיים.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים מוסיפה להיות שלילית, והיא צפויה לרדת עוד בחודשים הקרובים. הציפיות לאינפלציה לשנה חיוביות אך הן נמצאות מתחת לגבול התחתון של היעד. ישנה ירידה קלה גם בציפיות לטווחים הארוכים יותר, אך אלה עדיין נמצאות סביב מרכז היעד. חברי הוועדה העריכו כי קצב האינפלציה השנתי עדיין מושפע מגורמים חד-פעמיים, ובראשם הירידה במחירי הנפט. חלק מהחברים העריכו כי גורמים מבניים תורמים גם הם לירידת המחירים. הם ציינו כי הציפיות לטווח הבינוני-ארוך נותרו סביב מרכז היעד. עם זאת, הוועדה הביעה חשש מהאפשרות שקצב האינפלציה יסטה מטווח היעד במשך זמן רב מדי.
הפעילות הריאלית	חברי הוועדה הצביעו על השיפור שחל בנתוני המקרו בחודש האחרון. הדבר עולה מהאינדיקטורים השוטפים, כגון סקר החברות לרבעון הרביעי, המדד המשולב למצב המשק ונתוני שוק העבודה. הם ציינו כי אינדיקטורים אלו מעידים שהמשק חזר לקצבי הצמיחה שאפיינו אותו לפני "צוק איתן".	חברי הוועדה סברו כי ההאצה המסתמנת ברבעון הרביעי מעידה על מצבה הטוב יחסית של הפעילות הריאלית, אך הם הסכימו כי את ההאצה מסביר בחלקה תיקון לקיפאון ששרר במשק ברבעון הקודם בעקבות "צוק איתן". חברי הוועדה ציינו כי היציבות בשיעורי הצמיחה של הצריכה הפרטית מעידה על חוסנו של המשק, וכן הדגישו את השיפור המסתמן ביצוא של הענפים המסורתיים הודות לפיחות בשקל.	על פי האומדן הראשון לרבעון הרביעי, הסתמנה האצה גבוהה מהצפוי בקצב הצמיחה של המשק, לרמה של 7.2%. חברי הוועדה ציינו כי הנתונים מעידים על מצבו הטוב של המשק. הם העריכו כי ההפתעה כלפי מעלה בשיעור הצמיחה תואמת בחלקה את ההערכות בדבר תיקון להאטה שחלה במשק ברבעון הקודם עקב "צוק איתן", ובחלקה היא תואמת את העלויות החד-פעמיות בסעיף ההוצאות הביטחוניות ואת הקדמות הרכישות של כלי רכב. חברי הוועדה הדגישו את השיפור שחל ביצוא של הענפים המסורתיים עתירי העבודה, ומרביתם הסכימו כי לפיחות בשער החליפין הייתה השפעה מהירה יחסית על שיפור זה.
שער החליפין	מתחילת אוגוסט, עת החלה מגמת הפיחות בשקל במונחי שער החליפין האפקטיבי, נחלש השקל ב-6.9%. מגמת הפיחות של השקל אמנם נחלשה בחודש האחרון, אך ניכרים סימנים ראשונים לכך שהפיחות המצטבר משפיע על היצוא. זאת ועוד, המשך הפיחות צפוי לתרום להחזרת האינפלציה לטווח היעד.	לאחר שמאוגוסט חל בשקל פיחות של 10.4% במונחי שער החליפין האפקטיבי, מאז דצמבר נרשם ייסוף אפקטיבי של 4.4%, ולכן הפיחות המצטבר מאוגוסט עומד על 5.5%. חברי הוועדה ציינו כי הפיחות תורם לשיפור שחל ביצוא של הענפים המסורתיים עתירי העבודה.	לאחר שמאוגוסט חל בשקל פיחות של 10.4% במונחי שער החליפין האפקטיבי, מאז דצמבר נרשם ייסוף אפקטיבי של 4.4%, ולכן הפיחות המצטבר מאוגוסט עומד על 2% בלבד. חברי הוועדה שוב ייחסו לפיחות את ההתאוששות שחלה עד כה ביצוא של הענפים המסורתיים. חלק מהם הביעו חשש מהאפשרות שמגמת ההיחלשות של השקל מול סל המטבעות, ובמיוחד מול האירו, עלולה לפגוע בהתאוששות זו. הם ציינו כי חשש זה בולט במיוחד לנוכח הצפי לצמיחה מתונה בהיקפי הסחר העולמי.
שוק הדיור	מחירי הדירות עלו בחדות וכן גם סך הרכישות של דירות חדשות וסך המשכנתאות החדשות שניתנו. במקביל עלו גם מספר התחלות הבנייה ומספר ההשלמות. שיוניים אלה התרחשו עוד לפני ההודעה על ביטול "מע"מ אפס", אך הם מהווים ככל הנראה תיקון לתקופת ההמתנה הממושכת. הוועדה הביעה חשש מהתחדשות העלייה במחירי הדירות, אך ציינה כי מספרן הגבוה של הדירות הלא-מכורות עשוי לבלום מגמה זו.	קצב עלייתם של מחירי הדירות התמתן בהשוואה לחודש הקודם, אך לדעתם של חברי הוועדה מוקדם להסיק מכך על תפנית. הם הביעו חשש מכך שהיקף המשכנתאות החדשות ממשיך להיות גבוה. עוד נידון הזינוק במספר העסקאות בדירות שהיוו יעד לזכאים במסגרת "מע"מ אפס".	ברבעון הרביעי גדל מספר העסקאות ב-22%. חברי הוועדה ציינו כי העלייה החדה שחלה בחודשים האחרונים מקיפה בעיקר רכישות של זוגות צעירים ומשפרי דור, על רקע ביטול "מע"מ אפס". חלק מחברי הוועדה הדגישו את העובדה ששיעור המשקיעים בקרב הרוכשים אינו עולה אף שגורמי שתי הפחתות הריבית במחצית השנייה של 2014.
הסביבה העולמית	גורמים הסימנים המעידים על התבססות הצמיחה בארה"ב, ובמקביל החוזים העתידיים על ריבית Fed-משקפים צפי לכך שהעלאת הריבית הראשונה תיערך ברבעון השלישי של 2015. המשבר בין רוסיה לאוקראינה תרם לגידול התנודתיות בשווקים הפיננסיים העולמיים, אך הוא אינו צפוי להשפיע מהותית על המשק הישראלי. מחירי הנפט ירדו בחודש האחרון ביותר מ-20%, והם צפויים לתרום תרומה שלילית לאינפלציה בעולם, לרבות ישראל.	ה-ECB הכריז על תכנית הרחבה כמותית בהיקף גדול, וכמה מדינות נוספות הפחיתו את הריבית. קרן המטבע הבין-לאומית עדכנה כלפי מטה את התחזיות לצמיחה העולמית ולסחר העולמי.	האינפלציה במשקים המרכזיים ממשכה לרדת לרמות שפל, ותגובה לכך כמה בנקים מרכזיים נקטו החדש צעדים מרחיבים נוספים. במקביל גברו התערבות שח-Fed שוב ידחה את המועד להעלאת הריבית בארה"ב, במיוחד לנוכח הצמיחה המתונה שמסתמנת ברבעון הרביעי.
שוק האג"ח הקונצרניות	הוועדה ציינה לחיוב כי הירידות במרווחי האג"ח הקונצרניות נבלמו, והמרווחים אף עלו קלות. החברים טענו כי התפתחות זו מצביעה על הפנמה מסוימת של הסיכונים בשוק זה. במקביל נרשמה צבירה שלילית בקרנות המתמחות באג"ח אלו.	חלה התייצבות במרווחי האג"ח הקונצרניות, תוך התמתנות בהיקפי הצבירה השלילית בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח אלו. חברי הוועדה ציינו כי רמת המרווחים נותרה נמוכה.	חברי הוועדה ציינו שאמנם חלה החדש עלייה ברמת המרווחים בשוק האג"ח הקונצרניות, אך זו נותרה נמוכה.
התחזית של חטיבת המחקר	התמ"ג ב-2015 : 3.2% האינפלציה ב-2015 : 1.1% התמ"ג ב-2016 : 3.0% האינפלציה ב-2016 : 2.0%		

אפריל	מאי	יוני	יולי
23-03-2015	27-04-2015	25-05-2015	22-06-2015
ללא שינוי	ללא שינוי	ללא שינוי	ללא שינוי
0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
פה אחד	פה אחד	פה אחד	פה אחד
האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים הגיעה לרמה של -1.0%. תחזיות החזאים לשנה חזרו אל תחום היעד, לקרבת הגבול התחתון. כמו כן, הציפיות לטווחים הארוכים יותר נותרו יציבות סביב מרכז היעד. חברי הוועדה העריכו כי סביבתה הנמוכה של האינפלציה איננה מעידה על חולשה בפעילות הריאלית, אלא בעיקר על זעזועי היצע. כאשר תדען השפעתם של זעזועים אלו, האינפלציה צפויה לחזור לתחום היעד.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נותרה שלילית, ברמה של -1.1%. הציפיות לאינפלציה לשנה ממשיות לנוע סביב הגבול התחתון של היעד, ואילו הציפיות לטווחים הארוכים יותר נותרו מעוגגות סביב מרכז היעד. חברי הוועדה שבו וציינו כי חלק ניכר מירידת המחירים נבע מהירידה במחירי הנפט בעולם.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים עלתה מעט, על רקע התפנית במחירי האנרגיה, אך היא נותרה שלילית, ברמה של -0.5%. הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים נעות סביב הגבול התחתון של היעד. חברי הוועדה סברו שההתייבשות במחירי האנרגיה בעולם – יחד עם המשך העלייה המתונה בשכר במשק והמשך השיפור בשיעורי התעסוקה והאבטלה – יתמכו בכך שסביבת האינפלציה תוסיף להתכנס אל תחום היעד. הם ציינו כי ההערכה לגבי המשך ההתכנסות מקבלת תמיכה גם מהעלייה בציפיות משוק ההון לטווח הבינוני.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים עלתה מעט, ל-0.4%. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מהמקורות השונים נותרו סביב הגבול התחתון של היעד. חברי הוועדה סברו כי מאחר שמחירי הנפט התייצבו, האינפלציה צפויה להתבסס במרכז היעד ללא זעזועי היצע נוספים בחו"ל.
על פי התמונה המעורבת שהציגו האינדיקטורים השוטפים למצב המשק, חברי הוועדה סברו כי המשק שב לשיעורי הצמיחה שאפיינו אותו בשנתיים האחרונות, 2.5%–3.0%. הערכה זו התבססה בין היתר על חוסנו של שוק העבודה, מצב שבא לידי ביטוי בירידה בשיעור האבטלה ובגידול במספר המשרות הפנויות.	על פי האינדיקטורים לרבעון הראשון של 2015 – סקר החברות, המדד המשותף, והכנסות הממשלה ממסים – חברי הוועדה סברו כי המשק הישראלי ממשיך לצמוח בקצב מתון ודומה לזה של השנתיים האחרונות (3%). עם זאת, חלק מחברי הוועדה ציינו כי המשק יתקשה להאיץ את שיעור הצמיחה משום שהסחר העולמי צפוי להאט, ובפרט משום ששוק המטבע מעריכה כי ההאטה בסחר נובעת מגורמים מבניים ועל כן תתמיד לאורך זמן.	האומדן הראשון של נתוני החשבונאות הלאומית הצביע על צמיחה מתונה ברבעון הראשון – 2.5%. חברי הוועדה ציינו לחיוב את העובדה שהרכב הביקושים כולל הוצאות צריכה פרטית וביצוע. אשר לאינדיקטורים השוטפים, הם ציינו לחיוב את המשך השיפור בשוק העבודה ולשליטה את ההכנסה ביצוא הסחורות. המשך לירידה שחלה בו ברבעון הראשון.	האומדן השני של נתוני החשבונאות הלאומית הצביע הפנים על התכווצות ביצוע. חברי הוועדה ציינו כי ההתכווצות ביצוע מושפעת מהשינויים הזמניים בענף הכימיקלים. ככלל, הן נתוני החשבונאות הלאומית והן האינדיקטורים השוטפים מצביעים על כך שהמשק הישראלי ממשיך לצמוח בקצב מתון.
מאז הדיון המוניטרי האחרון נחלש השקל ב-1.9% במונחי שער החליפין האפקטיבי. בהקשר זה ציינו חברי הוועדה שנבלמה מגמת התיסוף שקדמה להחלטת הריבית הקודמת.	מאז הדיון המוניטרי האחרון התיסוף השקל ב-1.7% במונחי שער החליפין האפקטיבי. חברי הוועדה סברו כי מאחורי התיסוף המחודש עומדות התעצמות ההרחבה המוניטרית בעולם והציפיות לכך שה-Fed ידחה את המועד להעלאת הריבית. הם שוב הביעו חשש מכך שהמשך התיסוף יפגע ביצוא, במיוחד על רקע העובדה שהתחזיות לסחר העולמי בשנתיים הקרובות עודכנו כלפי מטה.	מאז הדיון המוניטרי הקודם לא חל בשקל שינוי משמעותי במונחי שער החליפין האפקטיבי. חברי הוועדה ציינו שמאז הפחתת הריבית בחודש פברואר לא ניכרה מגמה. עם זאת הם ציינו שמתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 3.7%.	מאז הדיון המוניטרי האחרון התחזק השקל ב-1% במונחי שער החליפין האפקטיבי. חברי הוועדה ציינו כי לפי כמה אומדנים, שער החליפין האפקטיבי של השקל נמצא בייסוף יתר בהשוואה לשער החליפין של שיווי משקל, והם הביעו חשש כי הייסוף המחודש עלול להקשות עוד יותר על היצוא הישראלי, וכי הדבר ישפיע על התעסוקה והשכר בענפים מבוססי היצוא.
חברי הוועדה אמרו כי בשוק הדיוור מסתמנת עלייה מחודשת בפעילות ובמחירים. מחירי הדירות המשיכו לעלות, קצב נטילת המשכנתאות הוסיף להיות גבוה, ובחודש ינואר עלה חלקם של המשקיעים בסך העסקאות. עם זאת חברי הוועדה סברו כי הגידול המהותי במלאי הדירות צפוי להוות כוח כנגד הלחצים לעליית מחירים. גידול זה נובע מהעלייה בגמר הבנייה, והוא צפוי להתמיד בשנתיים הקרובות.	מחירי הדירות המשיכו לעלות והיסק המסכנתאות המשיך להיות גבוה. חברי הוועדה ייחסו את ההתפתחויות בחודשים האחרונים לתיסוף שהתרחש לאחר תקופה ארוכה שבה שוק חוסר ודאות בעקבות ההמתנה ל"מע"מ אפס".	היסק העסקאות המשיך לרדת, תוך התמתנות בקצב נטילת המשכנתאות והאטה בקצב עלייתם של מחירי הדירות. חברי הוועדה ייחסו את ההתפתחויות בחודשים האחרונים לתיסוף שהתרחש לאחר תקופת חוסר הוודאות בנוגע להתממשות "מע"מ אפס". הוועדה הביעה חשש ששוק הדיוור ייכנס לתקופה נוספת של חוסר ודאות עקב התכניות שהממשלה החדשה מתכוונת ליישם בשוק הדיוור.	רמת הפעילות בשוק הדיוור מוסיפה להיות גבוהה, והדבר בא לידי ביטוי בחיפוף גבוה של עסקאות ושל התחלות והשלמות ביניהן ובזכות שיא של נטילת משכנתאות. על פי נתוני מארס-אפריל, מחירי הדירות ממשיכים לעלות, אם כי בקצב מתון מאשר בעבר. חברי הוועדה ציינו שלעלייה המחודשת בביקוש לדיוור מתלווה הפעם מלאי גדול של דירות. עוד הם ציינו כי הגורמים הבאים עתידים להשפיע על שוק הדיוור: עליית התשואות הארוכות בשוק האג"ח והצעדים שהממשלה מתכננת לנקוט.
בנקים מרכזיים נוספים נקטו החדש מדיניות מוניטרית מרחיבה. תחזית הצמיחה בארה"ב עודכנה כלפי מטה, וגובר חוסר הוודאות בנוגע למועד שבו ה-Fed יעלה את הריבית. מנגד, גוש האירו מפגין סימני התאוששות על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה שנוקט ה-ECB.	קרן המטבע עודכנה כלפי מטה את התחזיות לצמיחת התוצר בארה"ב ולצמיחת הסחר העולמי. מנגד היא עודכנה כלפי מעלה את התחזיות לצמיחה באירופה וביפן. במקביל ממשכים להגיע סימנים המעידים על התאוששות באירופה. בשווקים הפיננסיים גוברות ההערכות שה-Fed ידחה שוב את המועד להעלאת הריבית.	התוצר בארה"ב צמח ברבעון הראשון של 2015 בקצב נמוך מההערכות המוקדמות, אך זוהי ככל הנראה תוצאה של גורמים חד-פעמיים, כגון מזג האוויר הקשה ששרר באותה עת והשכיחה בנמלים. בתוך כך נמשך חוסר הוודאות לגבי המועד והתוואי של העלאת הריבית המוניטרית. בגוש האירו נמשכת ההתאוששות, וממשיך להעיב עליה משבר החוב היווני. המשק הסיני ממשיך להפגין סימני חולשה, ובתגובה מתגברת שם ההרחבה המוניטרית.	התחזיות לצמיחה העולמית עודכנו כלפי מטה על רקע ההאטה בארה"ב ובשווקים המתעוררים. באירופה התעצם הסיכון לכך שיוון תפרוש מגוש האירו בעקבות התוצאות שהתקבלו במשאל העם. עם זאת, כלכלת הגוש ממשיכה לצמוח אם כי בקצב מתון. בארה"ב צפויה העלאת ריבית עוד ב-2015, אך קצב העלייה הבאים עתידים להשפיע קודם לכן.
המרווחים בשוק האג"ח הקוצרניות ירדו מעט.			
התמ"ג ב-2015: 3.2%	התמ"ג ב-2015: 3.0%	האינפלציה ב-2015: 0.1%	התמ"ג ב-2016: 3.7%
האינפלציה ב-2016: 1.7%	האינפלציה ב-2016: 2.0%		

לוחות סטטיסטיים

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

(שיעורי השינוי)

יוני 2015	מאי 2015	אפריל 2015	מארס 2015	פברואר 2015	ינואר 2015	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	תשואת מק"מ לשנה
1.3	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.5	3.0	2.5	2.7	3.0	3.4	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-1.0	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.3	תשואת אג"ח צמודות לשנה
-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.7	0.3	0.0	0.1	0.3	0.5	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות צמודות לאג"ח פרטיות צמודות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז) ¹
5.3	5.2	5.0	4.8	4.8	4.8	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות צמודות לאג"ח פרטיות צמודות לא – מדורגות, ללא נדל"ן (נקודות אחוז) ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-3.3	1.4	0.3	6.5	4.4	-0.8	מדד המניות הכללי
-2.3	2.6	1.2	7.1	4.8	-1.2	מדד ת"א 25
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-2.8	0.4	-3.0	0.4	1.1	0.9	השקל מול הדולר
-0.7	-1.6	1.0	-3.9	-0.1	-5.8	השקל מול האירו
-2.0	-1.0	-0.6	-1.7	0.2	-2.0	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי הסיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
10.4	11.5	11.2	11.7	11.2	11.2	סטיית התקן הגלומה
4.4	3.0		4.6	4.7	3.4	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
4.0	3.0		4.5	3.8	2.6	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5%

¹ אג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה שמגיע עד 60% ומח"ם ארוך משישה חודשים. פער התשואות מתייחס למרווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין "גליל", בטווח המח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

ינוני 2015	מאי 2015	אפריל 2015	מארס 2015	פברואר 2015	ינואר 2015	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.3	0.2	0.6	0.3	-0.7	-0.9	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.2	0.2	0.5	0.4	-0.6	-0.6	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
-0.4	-0.4	-0.5	-1.0	-1.0	-0.5	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
1.1	0.9	0.6	0.7	0.8	0.5	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
1.1	1.1	1.1	1.0	0.7	0.6	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים¹						
1.5	1.7	1.5	1.6	1.5	1.4	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
1.7	1.6	1.6	1.7	1.9	1.9	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (בשנים השביעית עד העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	ריבית בנק ישראל
-1.0	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.3	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	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)
0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.3	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.2	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

¹ הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי ההפרש בין התשואות על אג"ח שקליות צמודות ולא-צמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון ; רכיב זה גדל עם התארכות של אופק הציפיות.
המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.