



בנק ישראל

# דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2014

אב התשע"ד • אוגוסט 2014

41

©

**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	1. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת
8	א. הסביבה העולמית
	תיבה : תכנית ייעודית של ה-ECB למתן אשראי לטווח בינוני (Targeted
14	(Longer-Term Refinancing Operations
16	ב. ההתפתחויות הריאליות
18	ג. ההתפתחויות הפיננסיות
19	ד. המדיניות הפיסקלית
21	ה. שער החליפין
22	ו. האינפלציה
23	ז. שוק הדיור
24	2. המדיניות המוניטרית ויישומה
30	נספחים
30	א. לוחות סטטיסטיים
32	ב. הפרוטוקולים מדיוני הריבית

סעיף 55 (א) של חוק בנק ישראל, התשי"ע-2010, מסדיר את פרסומו של דוח זה, והוא מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח כולל סקירה של ההתפתחויות הכלכליות במשק בתקופה שהדוח מתייחס אליה. כן הוא כולל סקירה של המדיניות הנחוצה, לדעת הוועדה, 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.

דוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2014 הוכן בידי הכלכלנים של חטיבת המחקר בהנחייתה של הוועדה המוניטרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניטרית. דוח זה מתבסס על נתונים שמתייחסים לתקופה הנסקרת ופורסמו עד ה-28.7.2014, תאריך ההחלטה על הריבית לאוגוסט 2014. הדוח אינו כולל התייחסות להשפעות הכלכליות של מבצע "צוק איתן".

- המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית:** במחצית הראשונה של 2014 הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 0.75%; ההחלטה להפחית את הריבית התקבלה עבור חודש מארס. בנק ישראל גם המשיך בתקופה זו לרכוש מט"ח, והיקף הרכישות עמד על כ-4.15 מיליארדי דולרים, כ-1.75 מיליארד מתוכם במסגרת תכנית הרכישות שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על החשבון השוטף. על אף הסיכונים שעשויים להתפתח בסביבת ריבית נמוכה העריכו חברי הוועדה כי לא מתפתח חוסר איזון משמעותי מבחינה פיננסית. חברי הוועדה סברו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף משוק הדיור, והצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות מפחיתים אותו. אשר לחודשים המשתייכים למחצית השנייה של 2014, הריבית לילי נותרה ללא שינוי, ואילו הריבית לאוגוסט הופחתה ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 0.5%.
- האינפלציה והציפיות לאינפלציה:** מדד המחירים לצרכן נותר ללא שינוי במחצית הראשונה של 2014, ובניכוי עונתיות הוא ירד ב-0.2%. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.5% בלבד, שיעור נמוך מגבולו התחתון של יעד האינפלציה – 1.0%. השיעור הנמוך נבע בעיקר ממחירי המוצרים הסחירים, ואלה מצדם נבעו מהמשך הייסוף של שער החליפין ומהאינפלציה הנמוכה בחו"ל. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים היו במשך רוב המחצית יציבות יחסית ונמצאו בחלקו התחתון של תחום היעד; לקראת סופה הן התמתנו ונעו לעבר גבולו התחתון של התחום. הציפיות פרוורד לטווח בינוני, שנתיים עד חמש שנים, מצויות במרכזו של תחום היעד, והציפיות לטווחים ארוכים יותר מצויות מעט מעל למרכז.
- הפעילות הריאלית המקומית:** הצמיחה בתקופה הנסקרת הוסיפה להיות מתונה. ברבעון הראשון של השנה צמח התמ"ג ב-2.9% ואילו התוצר העסקי צמח ב-1.8% בלבד (במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות). ההאטה בתקופה זו השתקפה בהיחלשות של רכיבי הביקוש המקומי – הצריכה וההשקעות בנכסים קבועים. היצוא אמנם התרחב ברבעון הראשון בקצב נאה – בעיקר תודות לעלייה ביצוא השירותים ולאחר שבשנתיים הקודמות הוא האט – אך אינדיקטורים ליצוא מצביעים על האטה ברבעון השני. משוק העבודה התקבלו אינדיקציות מעורבות: האבטלה הייתה נמוכה ושיעור ההשתתפות – גבוה, אך אינדיקטורים אחרים אותנו על רפיון, ביניהם השכר הריאלי, מספר משרות השכיר במגזר העסקי ומספר המשרות הפנויות במגזר העסקי.
- הסביבה העולמית:** במדינות המפותחות נמשכת התאוששות איטית של הצמיחה, בשעה שבמדינות המתפתחות קצב הצמיחה מצוי במגמת האטה אף כי הוא גבוה יותר. המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה מאוד. הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) ממשיך בהרחבה הכמותית אך החל להפחית בהדרגה את היקפה, והריבית נותרה ברמה אפסית. הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) הפחית את הריבית לקראת סוף המחצית, ובכלל זאת הפחית לרמה שלילית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים, וכן הודיע על כוונתו להזרים נזילות באמצעות רכישת נכסים.
- שער החליפין:** בתקופה הנסקרת התייסף השקל ב-1.9% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ביחס לדולר הוא התייסף ב-1.5% וביחס לאירו – ב-2.2% (הממוצע ביוני 2014 לעומת הממוצע בדצמבר 2013). קצב הייסוף של השקל התמתן אפוא יחסית לקצב ב-2013. שער החליפין הריאלי היה יציב יחסית במהלך התקופה, וחל בו ייסוף של 0.2%. יציבותו היחסית של שער החליפין נוצרה בין היתר על רקע רכישות המט"ח שביצע בנק ישראל.
- שוק הדיור:** מחירי הדירות המשיכו לעלות, וב-12 החודשים המסתיימים במאי עלו המחירים ב-8.8%; מסוף 2012 מחירי הדירות עולים בקצב שנתי של 7% עד 10%. במקביל לכך חלה במחצית הראשונה של השנה ירידה משמעותית בכמות העסקאות בדירות, בין היתר על רקע הצפי שהממשלה תיישם את התכניות להפחית לזכאים את המע"מ ל-0% ולקבוע לדירות מחיר מטרחה.

- השווקים הפיננסיים** : מדדי המניות עלו במרוצת התקופה הנסקרת, בדומה לאופן שבו התפתחו מחירי המניות במשקים המפותחים. חלה ירידה ברמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS על החוב החיצוני לחמש שנים. בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה בתשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך. בשוק האשראי חלה התכווצות באשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי תוך ירידה במרווחי התשואות של אג"ח החברות; יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול בקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות, ואת הגידול הוביל האשראי לדיור, אולם מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות התמתנו.
- המדיניות הפיסקלית** : הגירעון בפעילות המקומית של הממשלה (ללא אשראי נטו) הסתכם במחצית הראשונה של השנה ב-2.3 מיליארדי ש"ח, והצפי במשך התקופה הנסקרת היה שהממשלה לא תחרוג מתקרת הגירעון לשנת 2014, 3.0% תוצר. הגירעון במחצית הראשונה נמוך מהתוואי העונתי התואם עמידה בתקרת הגירעון, מפני שרמת ההוצאות נמוכה מהתוואי התואם ביצוע מלא של התקציב.
- התחזית** : לפי התחזית שגיבשה ופרסמה חטיבת המחקר בסוף יוני השנה, האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפויה לעמוד על 1.6%, בחלקו התחתון של תחום היעד, וב-2014 היא צפויה להסתכם ב-0.4% בלבד. התחזית הנמוכה מתקבלת בעקבות היעדר סימנים ללחצים אינפלציוניים מכיוון הביקושים המקומיים, המשך ההתמתנות בקצב העלייה של סעיף הדיור (שכר דירה) במדד המחירים לצרכן, השפעת הייסוף של השקל, והסביבה הנמוכה של האינפלציה בעולם על רקע עודפים בכושר הייצור. התוצר צפוי לצמוח ב-2014 ב-2.9%. בהתאם לאלה חטיבת המחקר צופה שהריבית ברבעון האחרון של 2014 תעמוד על 0.75%. תחזיות אלה נמוכות מהתחזיות שעמדו לרשות הוועדה המוניתרית במשך המחצית הנסקרת.

## ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת

### הגורמים ברקע ההחלטות על המדיניות המוניטרית

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

כמה גורמים עמדו ברקע ההחלטות של הוועדה: (1) סביבת האינפלציה התמתנה. האינפלציה ירדה במהלך התקופה הנסקרת ובסופה נמצאה מתחת לגבולו התחתון של תחום היעד; הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים היו במשך רוב התקופה יציבות יחסית ונמצאו בחלקו התחתון של תחום היעד, אולם לקראת סופה גם הן התמתנו. (2) הפעילות הריאלית התאפיינה ברפיון. עד אפריל הסתמן קצב צמיחה מתון אך יציב וניכרו סימנים להתאוששות, אף כי עלו ספקות ביחס למידה שבה ההתאוששות יכולה להתמיד ללא האצה בקצב הצמיחה העולמי; החל ממאי, עם פרסום הנתונים של החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של השנה, הצטיירה תמונה ממותנת יותר, בעיקר לגבי הביקושים המקומיים. (3) המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה מאוד. הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) המשיך בהרחבה הכמותית תוך צמצום הדרגתי (tapering) בהיקפה, והריבית נותרה ברמה אפסית. הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) הפחית את הריבית לקראת סוף המחצית, הפחית לרמה שלילית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים, והודיע על כוונתו להזרים נזילות באמצעות רכישת נכסים. בעולם ניכרת התאוששות איטית בצמיחה של המדינות המפותחות, בשעה שבמדינות המתפתחות קצב הצמיחה מתאפיין במגמת האטה אף כי הוא גבוה יותר. (4) שער החליפין של השקל לעומת המטבעות העיקריים היה בתקופה הנסקרת יציב יחסית אולם רמתו הייתה נמוכה. (5) מחירי הדירות המשיכו לעלות במקביל לירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות, עקב מגבלות שהטיל המפקח על הבנקים. (6) התחזיות לגבי הצמיחה של הפעילות הכלכלית הריאלית בהמשך 2014 וב-2015 היו חזקות מהנתונים החלשים יחסית שהתקבלו במרוצת התקופה.

לנוכח מכלול התפתחויות זה הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית לחודש מארס ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 0.75%, ולא שינתה את הריבית בחמש הדיונים האחרים שהתקיימו בתקופה הנסקרת. לצד החלטות הריבית הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח בעסקאות המרה, וזאת

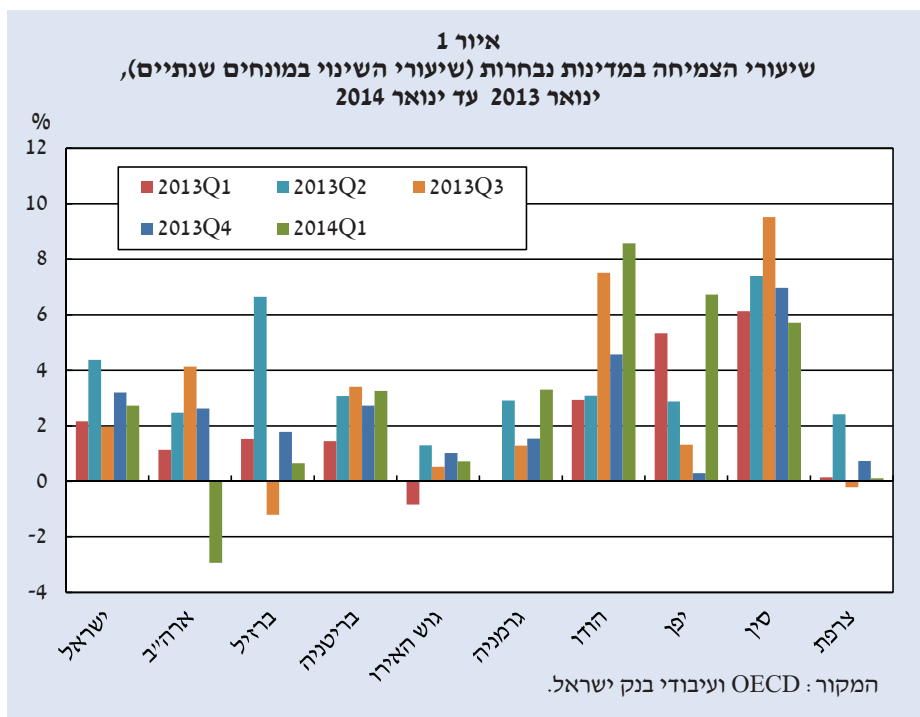
נוסף על הרכישות במסגרת התכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין.

### 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<sup>1</sup>

במשקים המפותחים ניכרת התאוששות בפעילות הכלכלית, בשעה שבמשקים המתפתחים קצב הצמיחה נחלש. במשקים המפותחים ניכרת התאוששות מסוימת בפעילות הכלכלית, לאחר שבשנים 2012 ו-2013 נראה בהם קצב צמיחה נמוך ובחלק מהמקרים אף שלילי. המשק האמריקאי מוביל את ההתאוששות במדינות המפותחות, אף על פי שברבעון הראשון הוא התכווץ זמנית עקב החורף הקשה והשפעתם של המלאים שנצברו

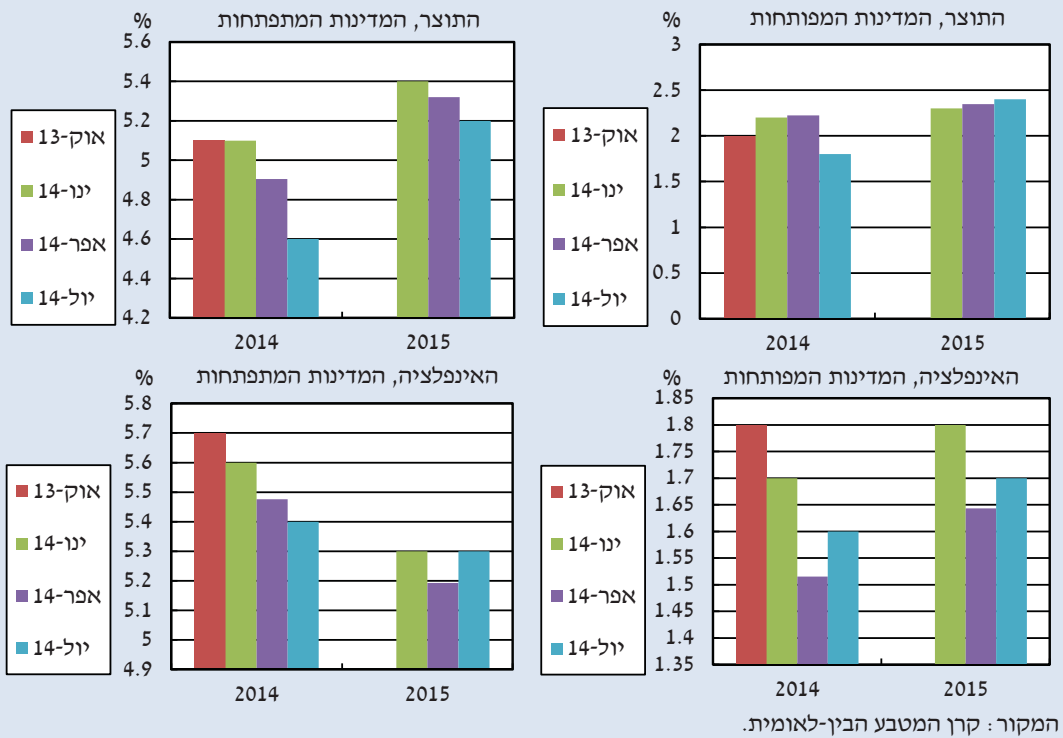


ב-2013; באירופה הצמיחה עדיין שברירית ונשענת בעיקר על גרמניה. במשקים המתעוררים קצב הצמיחה גבוה יותר אך הוא מצוי במגמת ירידה. הצמיחה של המשקים המתעוררים מתרכזת במדינות דרום מזרח אסיה; בברזיל, רוסיה ובמדינות אירופה המתפתחות קצב הצמיחה נמוך

<sup>1</sup> התחזית בסעיף זה מקורן ב-World Economic Outlook Update, July 2014, International Monetary Fund.



**איור 2**  
**התחזית של קרן המטבע הבין-לאומית לגבי שיעורי הצמיחה והאינפלציה במדינות המפותחות והמתפתחות, 2014 ו-2015**



יחסית – 1.3% עד 2.8% ב-2013. קרן המטבע הבין-לאומית צופה כי הצמיחה בעולם תמשיך להיות בלתי מאוזנת: במשקים המפותחים קצב הצמיחה צפוי לעלות ל-1.8% ב-2014, לעומת 1.3% עד 1.4% בשנתיים הקודמות, ואילו במשקים המתעוררים שיעור הצמיחה הצפוי עומד על 4.6% ב-2014 – מעט נמוך מהקצב בשנתיים הקודמות, 4.7% עד 5.0%. יש לציין כי תחזית הצמיחה במשקים המתפתחים נמצאת בשנה האחרונה במגמת ירידה (איור 2).

**הצמיחה בעולם תומכת בהתרחבות של הסחר העולמי.** על רקע התאוששותה של הפעילות הכלכלית במדינות המפותחות גדל היקף הסחר העולמי במהלך 2013 ב-3.1%, וקרן המטבע צופה כי קצב ההתרחבות יואץ ל-4.0% ב-2014 ול-5.3% ב-2015. ההתאוששות במשקי העולם והתרחבותו של הסחר העולמי הם גורמים שתומכים ביצוא הישראלי ודרכו – בפעילות הכלכלית המקומית כולה.

**סביבת האינפלציה בעולם ממותנת, בעיקר במדינות המפותחות, והיא צפויה להישאר ברמה כזו גם ב-2015.** ההתאוששות במדינות המפותחות עדיין איטית, רמת הפעילות בהן עודנה נמוכה, וקיימים עודפים בכושר הייצור; על כן המחירים עולים בקצב נמוך. כמו כן, התחזית של קרן המטבע לגבי האינפלציה שתשרור ב-2014 במדינות המפותחות נמצאת במגמת ירידה, וביולי היא עמדה על 1.6% בלבד (איור 2). האינפלציה במדינות המתפתחות גבוהה יותר. מחירי האנרגיה והמתכות בעולם היו

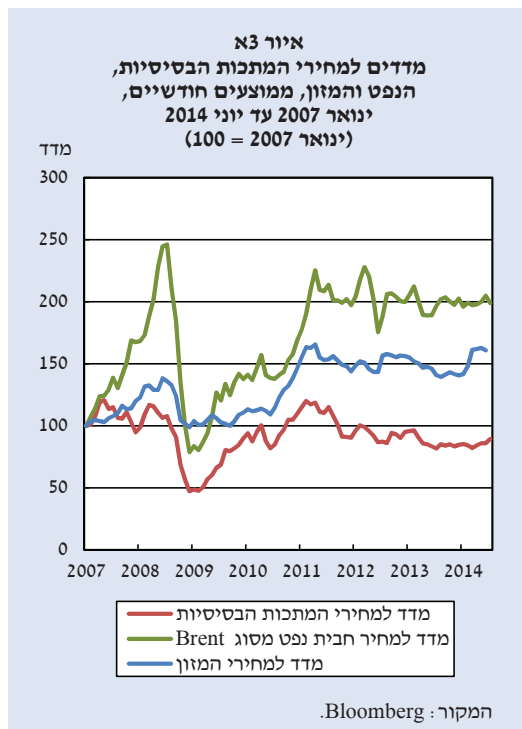
בתקופה הנסקרת יציבים, למעט עלייה מסוימת במחירי האנרגיה ביוני; מחירי המזון עלו בתדירות במחצית הראשונה של התקופה הנסקרת, על רקע מזג אוויר קשה בארה"ב ובברזיל, ובסופה הם התייצבו (איור 3).

**המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה.** המדיניות המוניטרית במדינות המפותחות נותרה מרחיבה, על רקע הרמות המתונות של הפעילות ושל שיעור האינפלציה. ה-Fed המשיך בהרחבה הכמותית אך החל לצמצם בהדרגה את היקפה, ואילו באירופה עוצמת ההרחבה המוניטרית ממשיכה לגדול – ה-ECB קבע החל מיוני ריבית שלילית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים והודיע על כוונתו להזרים נזילות באמצעות רכישת נכסים. מנגד, כמה מדינות – בעיקר מתפתחות – העלו את הריבית במרוצת התקופה הנסקרת עקב פחות חד בשער החליפין שלהן (איור 4).

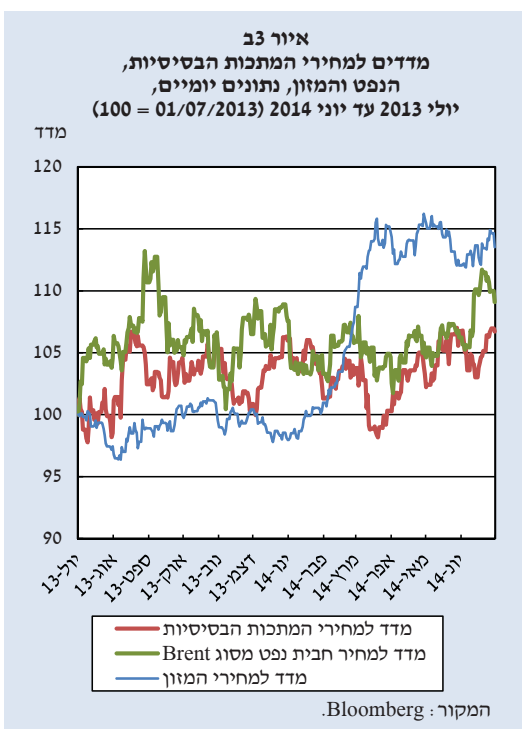
**ארה"ב**

**במשק האמריקאי מסתמן שיפור אולם הפעילות עודנה נמצאת מתחת לפוטנציאל.** לאחר צמיחה נאה יחסית ב-2013 נרשמה ברבעון הראשון של 2014 צמיחה שלילית של -2.9%, אולם לפי ההערכות הצמיחה נבלמה בשל גורמים זמניים: החורף הקשה שפקד את צפון אמריקה באותה תקופה, השפעתם של המלאים שנצברו ב-2013, וביקושים נמוכים מהצפוי בסעיף הבריאות. מגמת השיפור בשוק העבודה נמשכת: שיעור האבטלה יורד בהתמדה מסוף 2009 וביוני הוא הגיע לרמה של 6.1%. שיעור זה נמוך משמעותית מהשיא של 10% שנרשם באוקטובר 2009, אולם הוא עדיין גבוה ומשקף רפיון בשוק העבודה האמריקאי. לשם השוואה, שיא האבטלה במחזור הקודם עמד על 6.3% ביוני 2003. עדות נוספת לרפיון מתקבלת מהמְשָׁךְ הארוך של האבטלה, שיעורן הגבוה של המשרות החלקיות, השיעור הנמוך של ההשתתפות והקצב המתון של התרחבות השכר. הרפיון בפעילות הריאלית מתבטא בשיעור נמוך של אינפלציית הליבה – כ-1.5% (מאי), מתחת ליעד ארוך הטווח של 2%. החברים במועצת הנגידים העריכו בישיבתם בחודש יוני כי אינפלציית הליבה תסתכם ב-2014 בכ-1.5% עד 1.6%.

**במחצית הראשונה של השנה החל ה-Fed לצמצם את היקפן של רכישות הנכסים והמועד המשוער שבו יעלה את הריבית הוקדם.** בפברואר החל ה-Fed בצמצום הדרגתי של ההרחבה הכמותית; היקפן של רכישות הנכסים הצטמצם מ-85 מיליארד דולר לחודש בינואר ל-35 מיליארד ביולי. נדגיש כי מדובר בצמצום בעוצמת ההרחבה של התנאים המוניטריים, שכן ה-Fed ממשיך להשקיע את כספי הנכסים המגיעים לפדיון ברכישת נכסים חדשים ועל כן מאזן הבנק מוסיף להתרחב. אשר לשיעור הריבית, במשך המחצית השנייה של 2013 דחו החברים במועצת הנגידים את המועד שבו להערכתם יתמכו תנאי הרקע של המשק האמריקאי בהעלאת ריבית, והדבר התבטא בתזוזה לשמאל של התפלגות האומדנים שלהם לגובה הריבית הרצוי בסוף 2015 (איור 5). אולם מגמה זו התהפכה ברבעון הראשון של 2014. לפי ההערכה החציונית, הריבית שתהלוך את תנאי

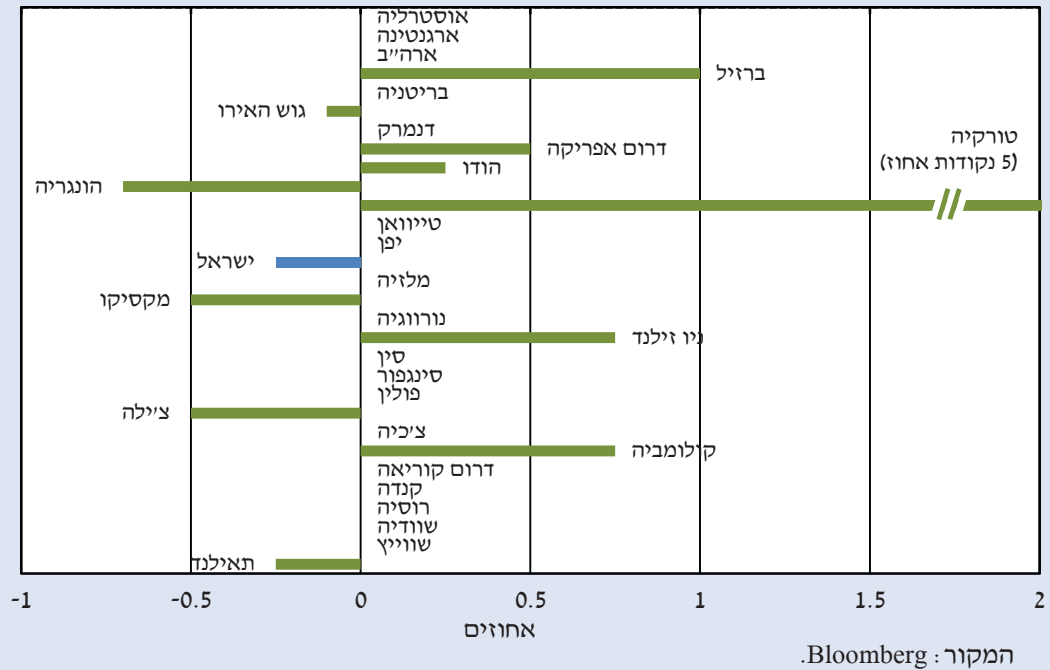


המקור: Bloomberg.



המקור: Bloomberg.

**איור 4**  
**השינויים בריביות הבנקים המרכזיים,**  
**ינואר 2014 עד יוני 2014**



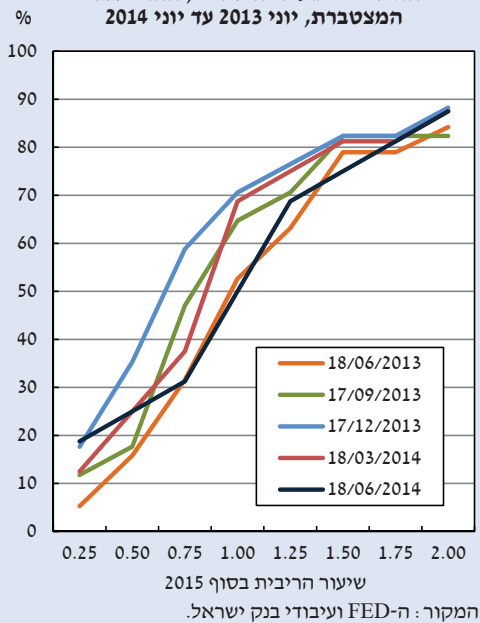
המשק האמריקאי בסוף 2015 עומדת על 1%. בנוגע לסוף שנת 2014, כל חברי המועצה למעט אחד מסכימים שהריבית צריכה להישאר ברמתה הנוכחית.

**גוש האירו**

**גוש האירו מתאושש באיטיות.** לאחר שהתוצר בגוש האירו התכווץ במשך שישה רבעונים רצופים – מסוף 2011 ועד ראשית 2013 – החלה הכלכלה האירופית להתרחב באיטיות ומגמה זו נמשכה גם בתקופה הנסקרת. עם זאת, עיקר הצמיחה נשען על גרמניה, ומשקים חשובים אחרים – כמו צרפת והולנד – עדיין מפגינים חולשה. מגמה דומה ניכרת גם בשיעור האבטלה.

**שיעור האינפלציה באירופה נמוך, בין 0.5% ל-1%, ובמידה שתידרש הרחבה מוניטרית נוספת סביר שהיא תיעשה באמצעות הרחבה כמותית.** הירידה במחירי הסחורות הנקובים באירו, בעיקר נפט ומזון, תרמה מסוף 2011 כ-80% מהירידה באינפלציה בגוש באירו. חלק מהירידה נבע מירידת מחירים בעולם, בעיקר במחירי המזון, וחלקה נבע מהתחזקות שער החליפין של האירו. עם זאת, חלק מהאינפלציה הנמוכה נובע מתהליך של התאמת מחירים יחסית למדינות אחרות, כתוצאה ממשבר החוב. ללא איחוד מוניטרי היו המטבעות של המדינות שלב המשבר עוברים פיחות ריאלי דרך התאמה של שער החליפין הנומינלי, אך כתוצאה מהשתייכותן של המדינות לגוש האירו הפיחות מתבטא בירידת מחירים מקומית יחסית למדינות אחרות. מאחר שסביבת האינפלציה ממילא נמוכה, התאמת

**איור 5**  
**ריבית ה-Fed המתאימה לתנאי המשק**  
**האמריקאי בסוף 2015 על פי הערכות**  
**החברים במועצת הנגידים, ההתפלגות**  
**המצטברת, יוני 2013 עד יוני 2014**



המחיר היחסי מובילה לאינפלציה אפסית ואף לירידות מחירים של ממש במדינות שבלב המשבר: ביוני אינפלציית הליבה השנתית עומדת בפורטוגל על 0.2%, בספרד על 0.1% וביוון על 1.4%. קשיחות נומינליות מובילות לכך שתהליך ההתאמה אורך זמן רב.

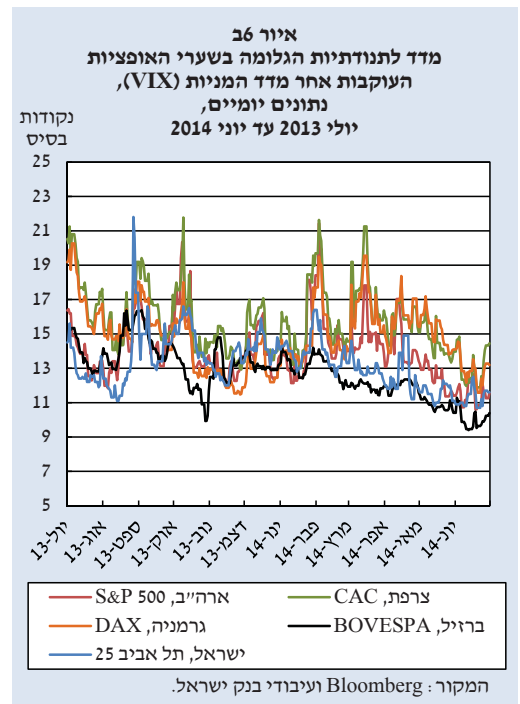
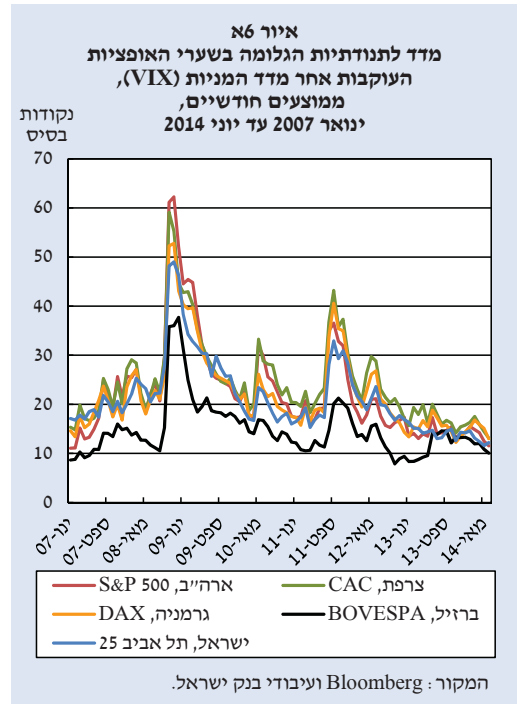
ה-ECB עורך הכנות להרחבה כמותית בגוש האירו. ריבית ה-ECB קרובה לגבול האפס, והריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים ב-ECB אף הגיעה לרמה שלילית: היא נמצאת ברמה של 0.1% החל מה-11 ליוני. בחודשים האחרונים אותה ה-ECB כי הוא שוקל לנקוט צעדים של הרחבה כמותית, וביוני הוא הודיע שהוא נערך לרכישת אג"ח מגובות נכסים. דיון בצעדי ההרחבה המוניטרית של ה-ECB מופיע בתיבה המתפרסמת בדוח זה.

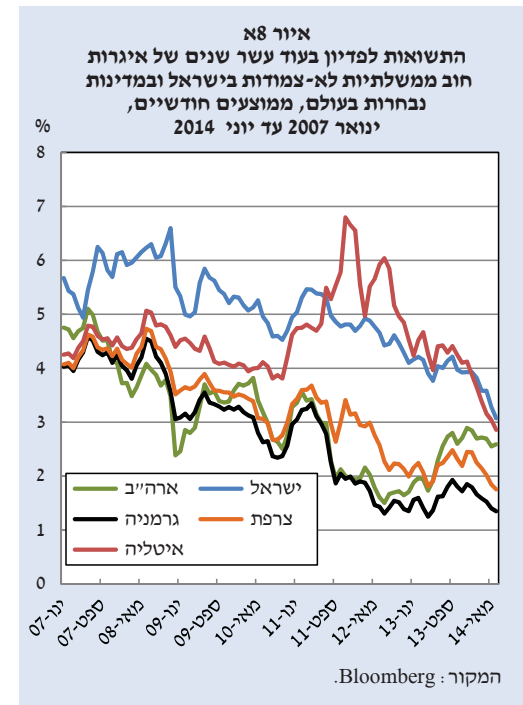
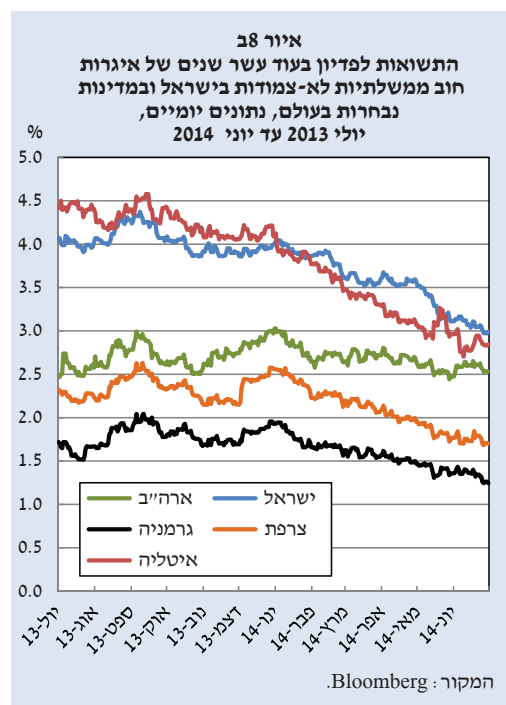
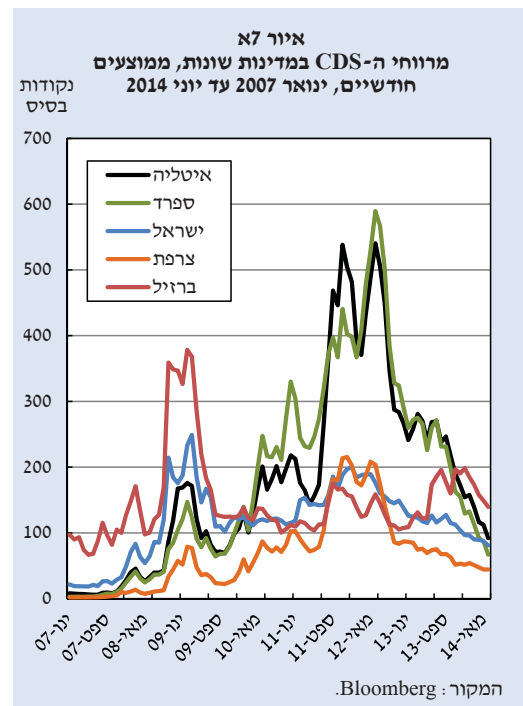
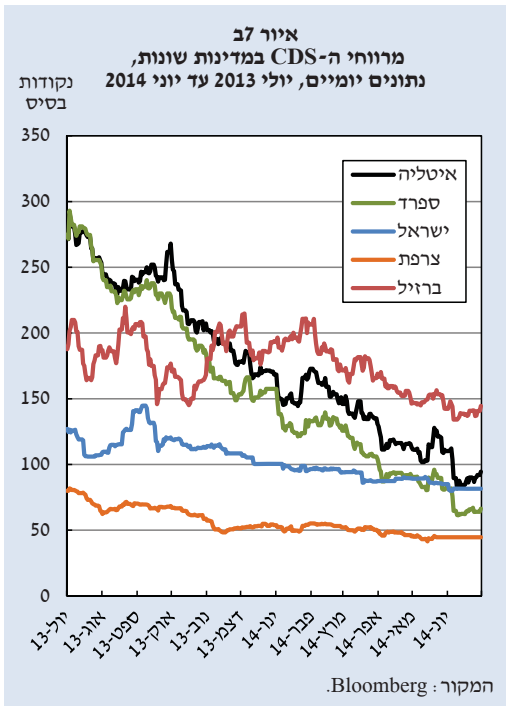
### המשקים המתעוררים

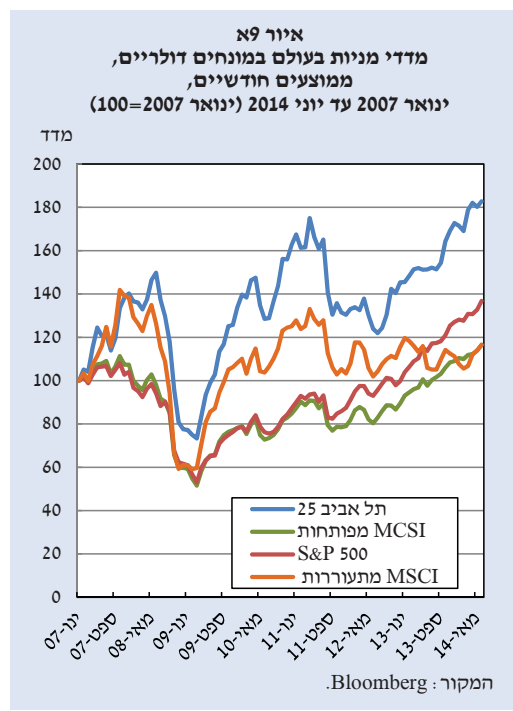
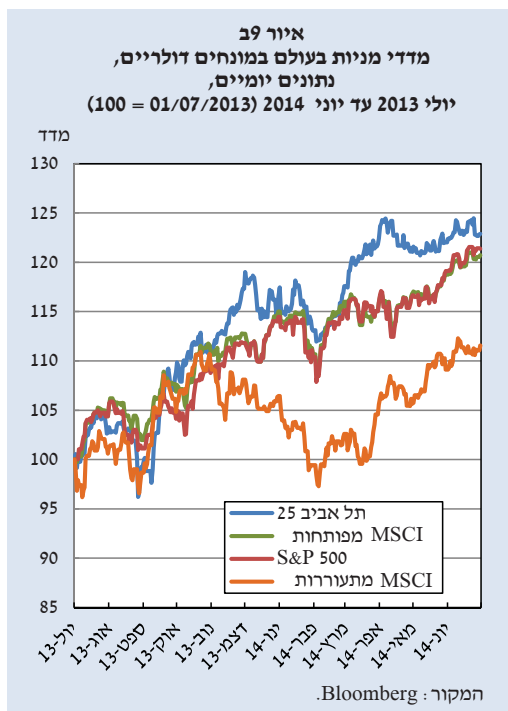
המשקים המתעוררים צמחו בתקופה הנסקרת בקצב איטי מזה שאפיין אותם בשנים האחרונות, ותחזיות הצמיחה עודכנו מטה. עם החרפת המשבר הפיננסי העולמי ב-2008 הושפעה הפעילות במשקים המתעוררים בעיקר מירידת הביקושים במדינות המפותחות, היות שהדבר פגע בענפי היצוא שלהם. בשנה האחרונה, לעומת זאת, קצב הצמיחה מאט אף על פי שהמדינות המפותחות מתאוששות, והדבר נובע בין היתר מסיבות מבניות ומהסתמכות רבה יותר על צמיחה שמבוססת על ביקושים מקומיים. סביר כי ההתאוששות במדינות המפותחות תתמוך בפעילות במשקים המתעוררים, אולם תחזיות הצמיחה בשנה האחרונה מתעדכנות מטה (איור 2) ומורות על יציבות יחסית של קצב הצמיחה. פיחות חד בכמה מדינות הוביל חלק מהבנקים המרכזיים – ביניהם הבנקים המרכזיים של הודו, טורקיה ודרום אפריקה – להעלות את הריבית (איור 4).

### (2) השווקים הפיננסיים

במחצית הראשונה של 2014 פחתה התנודתיות בשווקים הפיננסיים, מחירי המניות עלו, והתשואות ירדו. ככלל, התקופה הנסקרת התאפיינה ברגיעה יחסית בשווקים הפיננסיים בעולם, בעיקר במשקים המפותחים; התנודתיות בשווקים, כפי שזו נמדדת באמצעות מדד ה-VIX, המשיכה במגמת הירידה (איור 6) ומרווחי ה-CDS הצטמצמו (איור 7). במקביל, התשואות לטווח ארוך על אג"ח ממשלתיות שבו לרדת ומדדי המניות עלו (איורים 8 ו-9). האירוע הגיאופוליטי העיקרי במהלך התקופה הנסקרת היה המשבר באוקראינה, אולם נראה כי לפחות עד כה הייתה לו בעיקר השפעה מקומית על השווקים הפיננסיים: מרווחי ה-CDS של רוסיה ואוקראינה זינקו משמעותית ובשער החליפין שלהן חל פיחות חד כשהמשבר החרף, ואילו בגרמניה ובצרפת לדוגמה ניכרה יציבות במרווחי ה-CDS ובשער החליפין של האירו.







### תכנית ייעודית של ה-ECB למתן אשראי לטווח בינוני (Targeted Longer-term Refinancing Operations)

בסביבה של ריבית אפסית בנקים מרכזיים מחפשים אחר דרכים יצירתיות להניע את הכלכלה. בתביה זו נמחיש את הדבר בעזרת תיאור של תכנית חדשה שעליה הכריז הבנק האירופי המרכזי (ה-ECB).

בחודש יוני 2014 החליט ה-ECB על חבילת צעדים שנועדו לעודד את הפעילות הריאלית במשק ולהעלות את האינפלציה. הצעד הראשון כולל הפחתה של ריביות ה-ECB לטווח קצר. הריבית המוניטרית של הבנק המרכזי (הריבית על ה-MRO, Main Refinancing Operation) הופחתה ב-10 נקודות בסיס, לרמה של 0.15%, הריבית על חלון ההלוואות מהבנק המרכזי הופחתה ב-35 נקודות בסיס, לרמה של 0.40%, והריבית על חלון הפיקדונות של הבנקים המסחריים בבנק המרכזי הופחתה ב-10 נקודות, לרמה שלילית של -0.10%. נגיד הבנק, מריו דראגי, הודיע שהריביות לטווח הקצר הגיעו למעשה לגבול התחתון<sup>1</sup>.

נוסף על צעד זה החליט ה-ECB להפעיל תכנית ייעודית למתן אשראי לטווח בינוני (TLTRO, Targeted Longer-term Refinancing Operations)<sup>2</sup>. במסגרת תכנית זו יעניק ה-ECB לבנקים המסחריים הלוואות בריבית נמוכה לטווח של עד 4 שנים, בהתאם לכמות האשראי שהם יספקו למגזר הפרטי<sup>3</sup>. מבחינה זו התכנית שונה מצעדים אחרים שנוקטים קובעי המדיניות המוניטרית, היות שצעדים אלה אינם מיועדים למגזר מסוים במשק.

התכנית אמורה להשפיע הן על הביקוש להלוואות והן על ההיצע שלהן. בצד הביקוש התכנית נועדה להוריד את רמת הריביות לטווח הבינוני וכך לעודד את המגזר הפרטי לצרוך ולהשקיע. בצד ההיצע התכנית אמורה לעודד את הבנקים

<sup>1</sup> ECB, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 5 June 2014. נדלה ב-10.7.2014 מהכתובת: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140605.en.html>

<sup>2</sup> ECB, Press Release, 5 June 2014, "ECB announces monetary policy measures to enhance the functioning of the monetary policy transmission mechanism". נדלה ב-10.7.2014 מהכתובת: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html)

<sup>3</sup> כאן ובהמשך הכוונה לאשראי לגופים פרטיים לא-פיננסיים, לא כולל הלוואות לרכישת דירה.

להעניק אשראי למגזר הפרטי, הואיל והבנקים נמנעים מהלוואות – או דורשים פרמיית סיכון גבוהה – מחשש שלווים פרטיים לא יצליחו להחזיר את חובותיהם. במסגרת התכנית יקבלו הבנקים את האשראי הזול רק בתנאי שיגדילו את כמות ההלוואות למגזר הפרטי.

התכנית תתבצע בשני שלבים. בשלב הראשון, בחודשים ספטמבר ודצמבר 2014, יוכלו הבנקים המסחריים לקבל מהבנק המרכזי הלוואות בשיעור שמגיע עד 7% מסך ההלוואות שלהם למגזר הפרטי. בשלב השני, בין מארס 2015 ליוני 2016, יוכלו הבנקים ללוות כמות נוספת, בהיקף שמגיע עד פי 3 מסך ההלוואות החדשות העודפות שהם סיפקו למגזר הפרטי מאז אפריל 2014; את היקף ההלוואות החדשות העודפות יקבע ה-ECB על פי נקודת המידוד (benchmark) שהוא יחשב לכל בנק<sup>4</sup>. מועד הפירעון של כל ההלוואות יחול בספטמבר 2018, והריבית עליהן קבועה ועומדת על 10 נקודות בסיס מעל לריבית קצרת הטווח (הריבית על ה-MRO) ששררה בעת נטילת ההלוואה. שוויו הכספי של האשראי שסופק בשלב הראשון עומד על כ-400 מיליארדי אירו.

כדי שהתכנית תהיה אפקטיבית הריבית שה-ECB מציע מוכרחה להיות נמוכה מהריבית השוררת בשוק. בהנחה שהריבית על ה-MRO לא תשתנה במהלך התקופה הקרובה, הריבית שהבנקים יצטרכו לשלם עבור הלוואה ל-4 שנים עומדת על 0.25% לשנה. לשם השוואה נתבונן בתשואה על אג"ח ממשלתיות ל-5 שנים בדירוג AAA – זו עמדה במאי 2014 על 0.56% לשנה<sup>5</sup>. במידה שהבנקים ינפיקו אג"ח לטווח דומה, הם יצטרכו לשלם ריבית גבוהה מהריבית שמשלמת מדינה בעלת דירוג אשראי של AAA. לכן ניתן לומר כי הריבית שה-ECB מציע במסגרת התכנית נמוכה באופן משמעותי מריבית השוק. ניתן אפוא לראות בתכנית הרחבה כמותית שמשטיחה באופן אפקטיבי את עקום הריביות בטווח הבינוני.

תכנית זו שונה כאמור מה-LTROs הקודמות של ה-ECB בכך שהיא מנסה לנתב ליעד מסוים – המגזר הפרטי – את האשראי שהבנקים מקבלים לצורך הלוואות. ה-LTROs הקודמות לא הצליחו להוביל לכך שהבנקים יגדילו את האשראי למגזר הפרטי, ובמקום זאת הבנקים השתמשו באשראי הזול שקיבלו כדי לשפר את מאזנם ולקנות אג"ח ממשלתיות. התכנית החדשה מתנה את קבלת האשראי הזול בכך שהבנקים יגדילו את כמות האשראי שהם מספקים לשוק הפרטי. כדי להבטיח זאת יוסיף ה-ECB מנגנוני פיקוח ודיווח שפרטיהם יפורסמו בהמשך. אחד המנגנונים יעסוק בהלוואות שניתנו בשלב הראשון של התכנית. אם בנקים לא יגדילו את היקף ההלוואות למגזר הפרטי יחסית לנקודת המידוד שלהם, הם יצטרכו להחזיר את ההלוואה שנטלו במסגרת ה-TLTRO כבר בספטמבר 2016, שנתיים לפני מועד הפירעון המקורי.

תכנית ה-TLTRO דומה במאפייניה לתכנית המימון למטרות הלוואה (FLS, Funding for Lending Scheme) של הבנק המרכזי של אנגליה<sup>6</sup>. לאחר כשנתיים ממועד יישומה של תכנית זו הודיע הבנק כי היא הצליחה לשפר את תנאי האשראי של המגזר הפרטי ולעצור את מגמת הירידה בהיקף ההלוואות שהוא נוטל. אולם מאחר שעיקר השיפור נרשם בקרב משקי בית, ולא בקרב חברות קטנות ובינוניות, הבנק שינה את תנאי התכנית ומיקד אותה במגזר העסקי<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> הסבר, נכון ליולי 2014, על אופן החישוב של נקודת המידוד ניתן למצוא בפרסום:

ECB, Press Release, 3 July 2014, ECB announces further details of the targeted longer-term refinancing operations נדלה ב-22.7.2014 מהכתובת: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html)

<sup>5</sup> ECB, Monthly Bulletin, June 2014, p. S45

<sup>6</sup> Bank of England, 12 July 2012, News Release, "Bank of England and HM Treasury announce launch of Funding for Lending Scheme" נדלה ב-10.7.2014 מהכתובת: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/pages/news/2012/067.aspx>

<sup>7</sup> Bank of England, 19 June 2014, News Release, "Bank of England and HM Treasury Funding for Lending Scheme – 2013 Q4 Usage and Lending data and Initial Allowance data for the Scheme Extension" נדלה ב-10.7.2014 מהכתובת: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2014/040.aspx>

## ב. ההתפתחויות הריאליות

### התוצר והשימושים<sup>2</sup>

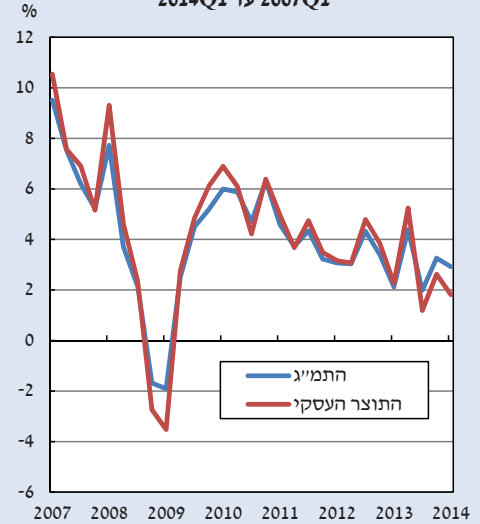
ברבעון הראשון של השנה נמשכה הצמיחה המתונה. מתחילת 2011 ניכרת מגמת האטה בקצב הצמיחה של התוצר, והחל מהמחצית השנייה של 2013 ההאטה בולטת יותר בקצב הצמיחה של התוצר העסקי (איור 10). הצמיחה האטה בשנה האחרונה אף על פי שהפקת הגז ממאגר "תמר" תרמה לה תרומה חיובית. ברבעון הראשון של השנה צמח התמ"ג ב-2.9% ואילו התוצר העסקי צמח ב-1.8% בלבד. ההאטה בתקופה זו השתקפה בהיחלשות של רכיבי הביקוש המקומי – הצריכה הפרטית וההשקעות בנכסים קבועים. היצוא לעומת זאת דווקא התרחב בקצב נאה החל מהרבעון הרביעי של 2013, בעיקר תודות לעלייה ביצוא השירותים, לאחר שקצב גידולו האט בשנתיים הקודמות.

**בצריכה הפרטית ניכרה חולשה, והאינדיקציות ביחס לעוצמתה היו מעורבות.** נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של 2014 מורים כי סך הצריכה הפרטית נותר יציב בהשוואה לרבעון הקודם, כתוצאה מעלייה קלה בצריכת מוצרים בני קיימא ומקיפאון בצריכה השוטפת. קיפאון בצריכה השוטפת הוא אירוע חריג המעיד על חששות מפגיעה מתמשכת בהכנסות. עם זאת, חולשה כה משמעותית של הצריכה אינה עולה בקנה אחד עם אינדיקטורים אחרים, אף כי חלקם גם כן הראו שהצריכה הפרטית מתאפיינת ברפיון אך לא בעוצמה כזו. לשם המחשה, היבוא של מוצרי צריכה והרכישות של צרכנים פרטיים בכרטיסי אשראי התרחבו בקצב נאה, בשעה שהמדדים לאמון הצרכנים והמכירות ברשתות השיווק הצביעו על כך שהרבעון הראשון מתאפיין ברפיון כלשהו אך לא בעוצמה חריגה. אינדיקציות מוקדמות לרבעון השני של 2014, בהן המדדים לפדיון הקמעונאי והרכישות של צרכנים פרטיים בכרטיסי אשראי, מורות על רפיון קל של הצריכה לצד התאוששות של המדד לאמון הצרכנים והמשך ההתרחבות של יבוא מוצרי הצריכה.

**ההשקעות בנכסים קבועים פחתו.** במרוצת הרבעון הראשון של השנה התכווצה ההשקעה בנכסים קבועים בשיעור של כ-15%. עם זאת יש לציין כי ההשקעות במכונות וציוד, השקעות שמגדילות באופן ישיר את כושר הייצור של המשק, צמחו ברבעון הראשון בשיעור נאה של 21.5%, בהמשך להתרחבותן במחצית השנייה של 2013. נתוני סחר החוץ על היבוא של מוצרי השקעה ברבעון השני מציינים תמונה פחות מעודדת ולפיה ההשקעות במכונות וציוד ירדו ברבעון זה.

**הצריכה הציבורית התמתנה.** הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני עלתה ברבעון הראשון של השנה ב-2.4%, ושיעור זה מצביע על כך שקצב ההתרחבות התמתן לעומת המחצית השנייה של 2013. התמתנות זו נובעת בעיקר מירידה ברכישות הביטחוניות מהשוק המקומי.

איור 10  
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי, נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיות, במונחים שנתיים, 2014Q1 עד 2007Q1



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

<sup>2</sup> הנתונים בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות.



## לוח 1

### התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

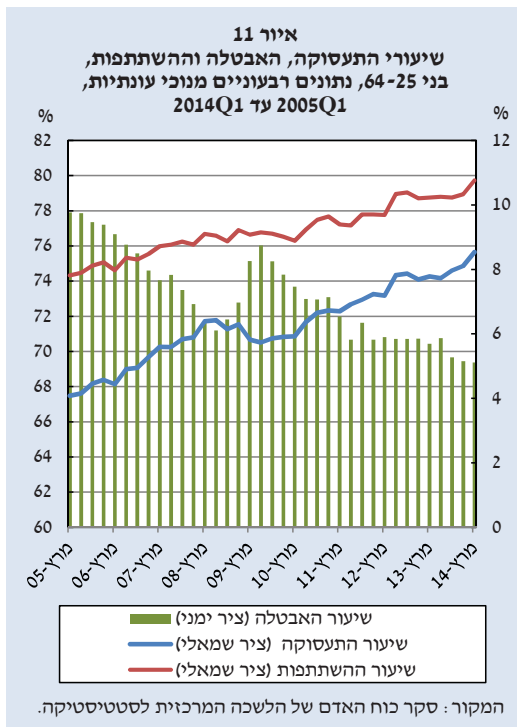
2014Q1	2013Q4	2013Q3	2013Q2	2013Q1	2012Q4	2013	2012	2011	
2.9	3.3	2.0	4.4	2.1	3.4	3.3	3.4	4.6	התוצר המקומי הגולמי
1.8	2.6	1.2	5.2	2.3	3.9	3.4	3.4	4.7	התוצר של המגזר העסקי
5.5	0.4	7.6	3.0	2.3	-13.0	-2.9	5.2	8.9	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות ומטוסים ויהלומים
0.0	1.7	3.9	5.4	4.7	3.1	3.5	3.2	3.8	הצריכה הפרטית
-0.1	2.1	3.3	5.8	2.8	3.1	3.5	3.5	3.4	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
1.7	3.1	4.7	9.9	-5.2	9.6	3.2	3.2	2.5	הצריכה הציבורית
2.4	3.6	2.9	8.3	-3.2	7.9	3.1	2.8	2.3	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
7.9	-12.0	15.0	1.8	-11.9	5.0	0.4	6.3	15.3	ההשקעה המקומית הגולמית
-14.7	4.0	12.3	5.3	6.6	-8.8	1.2	3.5	15.7	מזה: בנכסים קבועים
6.5	59.4	-31.7	6.5	13.6	-13.0	0.2	5.1	6.2	היצוא ללא יהלומים
13.4	56.8	-20.8	-1.1	4.4	-14.0	-0.9	4.1	6.6	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

**סך היצוא עלה במידה ניכרת ברבעון הראשון של השנה, אך ברבעון השני מסתמנת האטה.** ברבעון הראשון של השנה נמשכה מגמת ההתרחבות של יצוא השירותים. מגמה זו נמשכת למרות הייסוף ואף על פי שהסחר העולמי יציב בשלוש השנים האחרונות. התרחבותו של יצוא השירותים משקפת את יתרונה היחסי של ישראל בשירותי מחשוב ומו"פ. יצוא הסחורות, לעומת זאת, פגיע יותר והוא המשיך להפגין חולשה תוך תנודתיות רבה. על פי החשבונאות הלאומית עלה סך היצוא (למעט יהלומים) ברבעון הראשון ב-6.5%, בהמשך לעלייתו בשנת 2013. לעומת זאת, האינדיקטורים לרבעון השני מורים על האטה ביצוא ואולי אף על ירידה.

### שוק העבודה

**משוק העבודה התקבלו אינדיקציות מעורבות: האבטלה נמוכה אך אינדיקטורים אחרים אותתו על רפיון.** שיעור האבטלה נותר נמוך, על אף החולשה בפעילות הכלכלית, וברבעון הראשון הוא הגיע לשפל של 5.8%. במקביל לכך הגיעו שיעורי התעסוקה וההשתתפות לשיאים של 60.4% ו-64.1%, בהתאמה (איור 11), ושיעור המועסקים במשרה חלקית אף נמצא בשנים האחרונות במגמת ירידה קלה. מכאן שהאבטלה הנמוכה אינה נובעת מכך שעובדים יצאו אל מחוץ לכוח העבודה או מגידול במשרות החלקיות. נתונים אלה מתיישבים עם ההתפתחויות ארוכות הטווח בשוק העבודה, ועל כן קשה לקבל מהם אינדיקציה למצבו של מחזור העסקים. אינדיקטורים אחרים מאותתים על רפיון בשוק העבודה: בניכוי עונתיות עלה השכר הריאלי במרוצת הרבעון הראשון של השנה ב-0.1% בלבד, ולעומת הרבעון המקביל אשתקד הוא עלה ב-0.8%. התרחבות המשרות נובעת זה שנתיים בעיקר מענפי השירותים הציבוריים ופחות מהמגזר



העסקי, ובמרוצת התקופה הנסקרת חלה התכווצות קלה במספרן של המשרות במגזר העסקי. מספר המשרות הפנויות במגזר העסקי, מספר שמעיד על הביקוש לעובדים, נותר יציב משנת 2011.

### ג. ההתפתחויות הפיננסיות<sup>3</sup>

#### המחירים והתשואות

**שערי המניות עלו.** מדדי המניות עלו במהלך התקופה הנסקרת, בדומה לאופן שבו התפתחו מחירי המניות במשקים המפותחים (איור 9). עם זאת, ההתפתחות במרוצת התקופה לא הייתה אחידה והעליות נרשמו בחודשים מארס ואפריל.

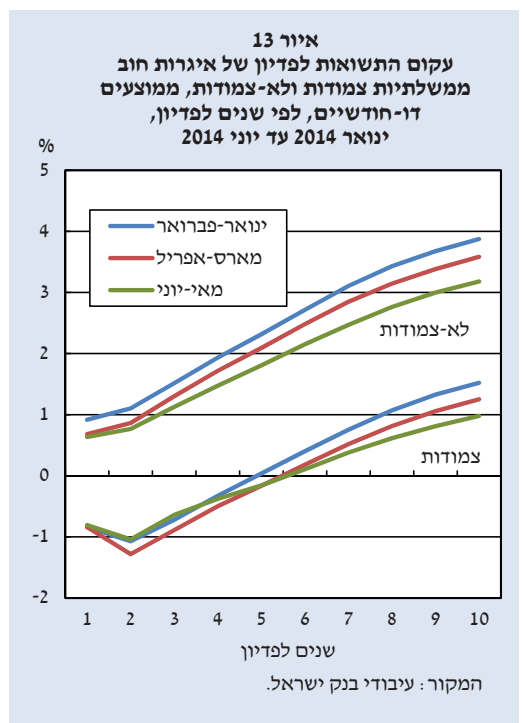
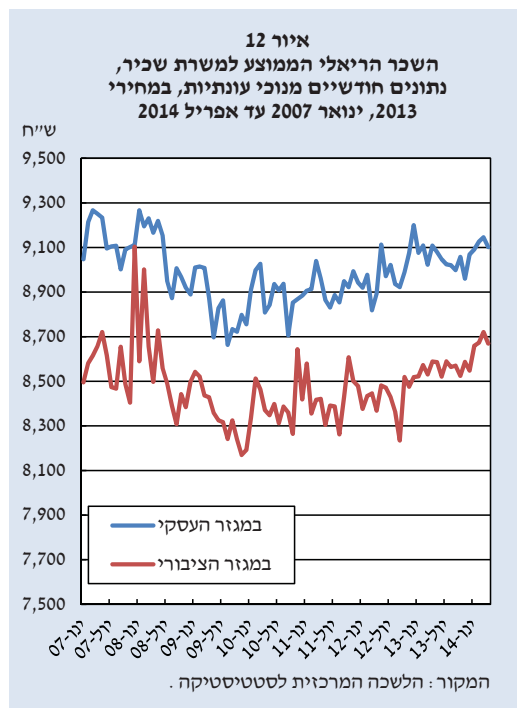
**התשואות של האג"ח הממשלתיות ירדו, למעט התשואות הריאליות לטווח קצר, ועקום התשואות הריאליות השתטח.** בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה בתשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך. מגמה זו מתיישבת עם האופן שבו התפתחו התשואות בעולם במחצית הראשונה של השנה, התפתחות שהתרחשה אף על פי שארה"ב צמצמה את ההרחבה הכמותית (tapering) בתקופה הנסקרת. יש לציין כי הצפי שה-tapering יחל במחצית השנייה של 2013 הוביל לעליית תשואות בעולם ובישראל, אף כי בישראל הייתה לכך השפעה מתונה יותר (איור 8). התשואות הריאליות לטווח קצר לא התפתחו בתקופה הנסקרת באופן אחיד. בתחילתה הן ירדו והחל מאפריל – עם הירידה בציפיות לאינפלציה – הן עלו, אולם רמתן עודנה שלילית, כ-0.8% ביוני במוצע. העקום הריאלי השתטח בסך הכול במהלך המחצית הראשונה.

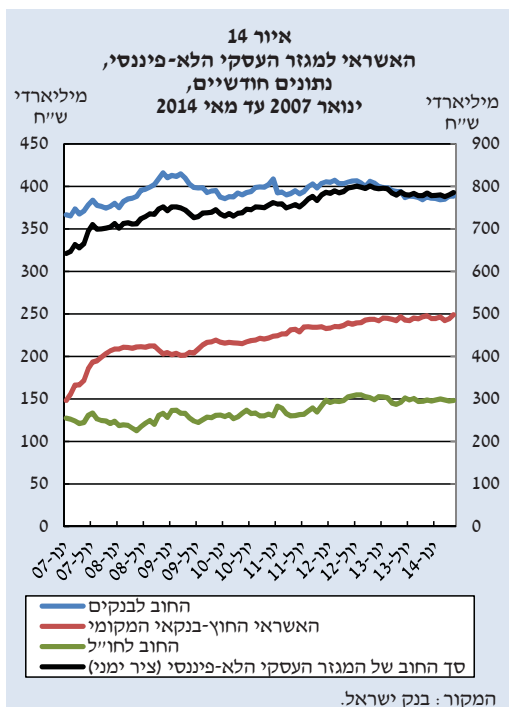
**בתקופה הנסקרת פחתה הערכת הסיכון בשווקים.** רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS על החוב החיצוני לחמש שנים, פחתה בהתמדה במשך המחצית הראשונה של השנה, בהמשך למגמתה מ-2012. פרמיית ה-CDS עמדה ביוני על רמה של כ-80 נקודות בסיס במוצע – הרמה הנמוכה ביותר מאז פרוץ המשבר (איור 7). גם הסיכון לטווח קצר בשוק המניות, כפי שהוא משתקף במדד ה-VIX, הפגין מגמה דומה והוא מצוי כעת ברמת שפל (איור 6).

#### שוק האשראי

**סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי התכווץ בשנתיים האחרונות תוך ירידה במרווחי התשואות של אג"ח החברות.** החל מ-2008 ניכרת יציבות יחסית בהיקף האשראי שמשפיקת המערכת הבנקאית למגזר העסקי, והגידול באשראי נבע בעיקר מהלוואות חוץ-בנקאיות מקומיות (איור 14). אולם מסוף 2012 לא חל גידול בהיקף האשראי החוץ-בנקאי והאשראי הבנקאי הצטמצם מעט, וכתוצאה מכך התכווץ סך האשראי. הירידה באשראי משקפת האטה בפעילות הריאלית במשק. במקביל לירידה באשראי המשיכה רמת המרווחים הממוצעת של התשואות על אג"ח החברות לרדת בכל הדירוגים (איור 15). התפתחות זו מרמזת

<sup>3</sup> הרחבה מופיעה בדוח יציבות פיננסית, בנק ישראל, יוני 2014.





שהתכווצות האשראי נובעת בעיקר מירידה בביקוש להלוואות, וזו מצדה נובעת מהפעילות הממותנת במשק. עם זאת, ייתכן שרמת המרווחים הנמוכה מעידה גם על תמחור חסר של הסיכונים בשוק.

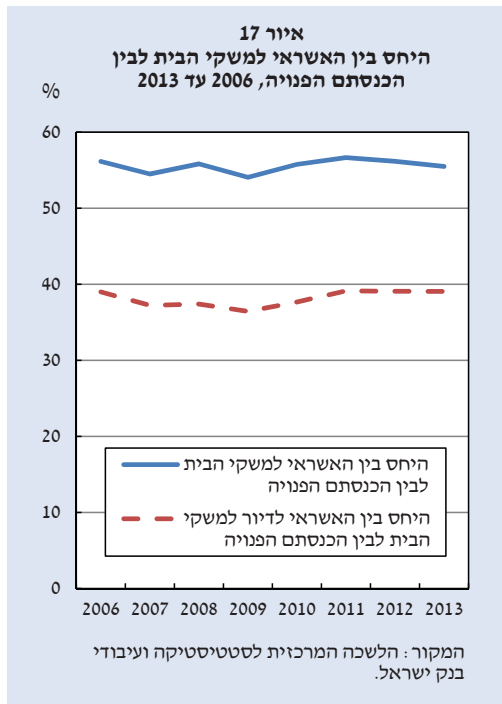
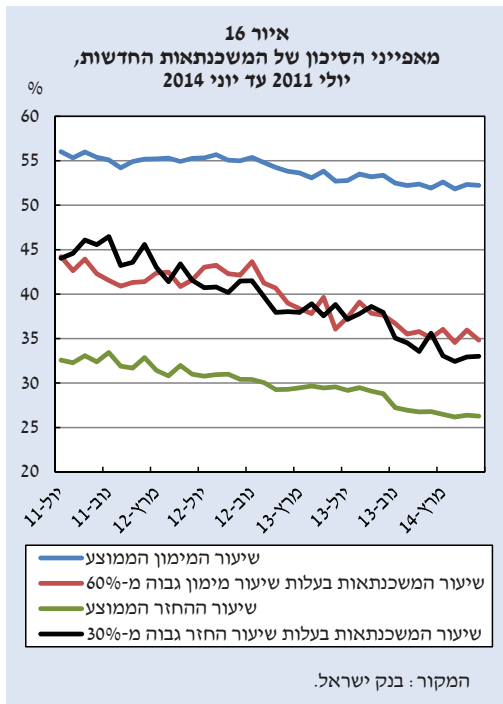
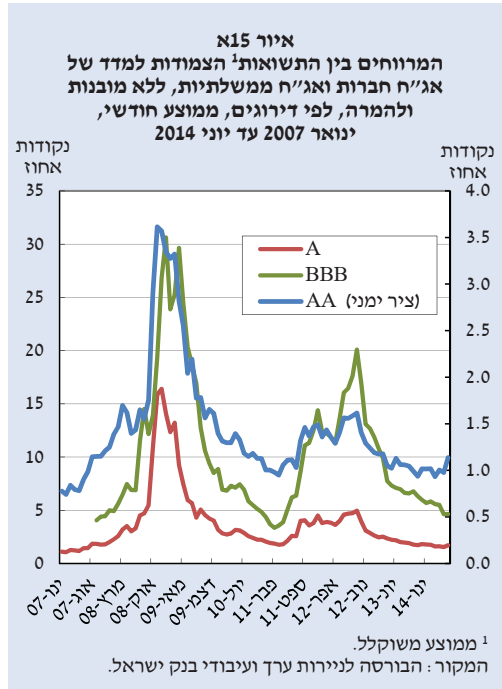
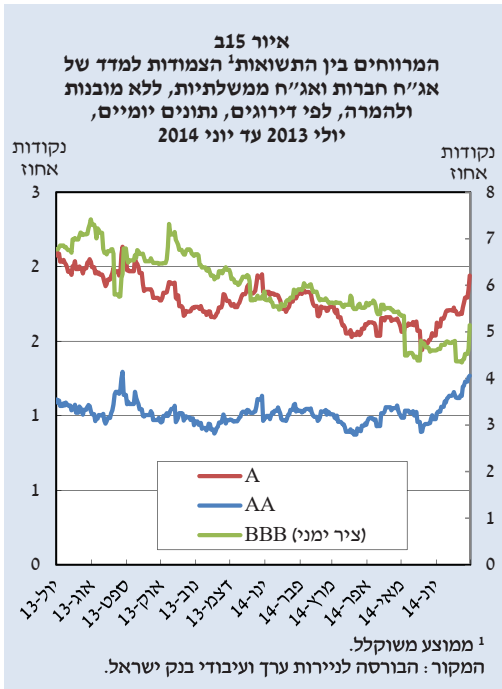
**יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול במחצית הנסקרת בקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות, ואת הגידול הוביל האשראי לדיור, אולם מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות התמתנו.** עם תחילתה של העלייה במחירי הדירות, בסוף 2007, הואץ קצב ההתרחבות של האשראי לדיור. רכיב זה מהווה כ-70% מסך האשראי למשקי בית, והחל מ-2010 הוא צמח מהר יותר מהאשראי שאינו לדיור. לנוכח ההתרחבות המהירה באשראי לדיור והסיכונים הגלומים בו, פרסם המפקח על הבנקים בשנים האחרונות כמה הנחיות שנועדו לצמצם את הסיכון הנשקף ליציבות הפיננסית מהאשראי באפיק זה. החל מ-2011 האט קצב ההתרחבות של יתרת האשראי לדיור ובשנתיים האחרונות הוא יציב יחסית, ומאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות התמתנו (איור 16). יש לציין כי אף על פי שהאשראי התרחב בשנים האחרונות, היחס בין החוב של משקי הבית להכנסתם נותר יציב (איור 17), והוא נמוך בהשוואה למדינות המפותחות.

#### ד. המדיניות הפיסקלית

**במהלך המחצית הראשונה של השנה היה תוואי הגירעון עקבי עם יעד הגירעון לשנת 2014.** הגירעון המקומי של הממשלה (ללא אשראי נטו) הסתכם במחצית הראשונה של השנה ב-2.3 מיליארדי ש"ח, והוא נמוך בכ-4.5 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם עמידה בתקרת הגירעון ל-2014 – 3.0% תוצר. הגירעון הנמוך מהתוואי שיקף תוואי הוצאות נמוך מזה שתואם הוצאה של מלוא התקציב: ההוצאה המקומית של הממשלה מתחילת השנה הייתה נמוכה בכ-5.5 מיליארדי ש"ח מההוצאה המתאימה לתוואי העונתי. סך גביית המסים היה דומה לתוואי העונתי, וההכנסות האחרות היו נמוכות בכמיליארד ש"ח.

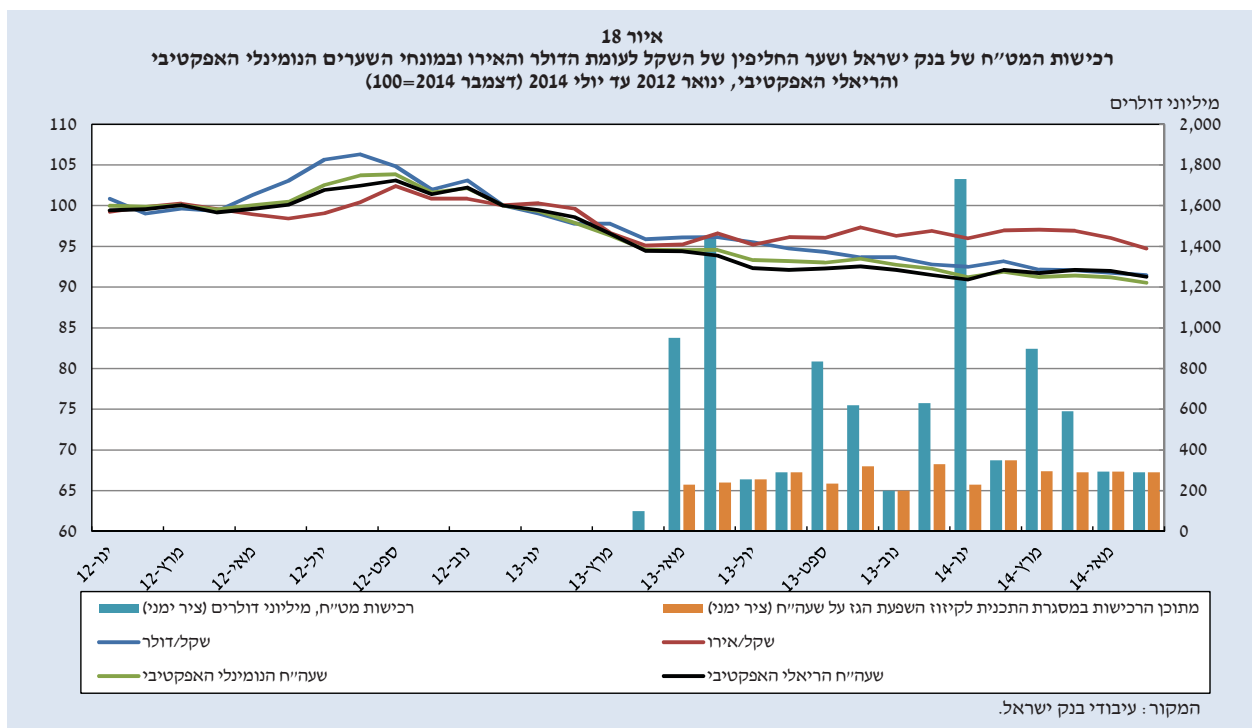
**במהלך התקופה הנסקרת העריך בנק ישראל שכדי לעמוד ביעד הגירעון לשנת 2015 יידרשו צעדי מדיניות מצמצמים.** נכון לסוף יולי 2014 תקרת הגירעון לשנת 2015 עומדת על 2.5% תוצר. במהלך התקופה הנסקרת הצביעו האומדנים של חטיבת המחקר בבנק ישראל על כך שכדי לעמוד בתקרה זו יידרשו צעדי מדיניות להגדלת ההכנסות – קרי העלאה בשיעורי המס או ביטול פטורים והרחבת בסיס המס – ו/או צעדים להפחתה של ההוצאות אל מתחת לתקרת ההוצאה<sup>4</sup>. נוסף על כך תצטרך הממשלה לצמצם חלק מתכניות ההוצאה שהיא אישרה, כדי להימנע מחריגה מתקרת ההוצאה שקובע הכלל הפיסקלי.

<sup>4</sup> דיון נרחב על תקציב 2015 והמגמות בהמשך העשור מופיע בתוך ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים, מס' 137, אוקטובר 2013 עד מרס 2014.



## ה. שער החליפין

בתקופה הנסקרת נמשכו הלחצים לייסוף השקל ובנק ישראל רכש מט"ח כדי למתן את התנודות בשער החליפין. בסיכומה של המחצית הראשונה של 2014 היה שער החליפין הריאלי יציב ואילו בשער הנומינלי חל ייסוף קל. בתקופה הנסקרת יוסף השקל ב-1.9% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי; ביחס לדולר הוא יוסף ב-1.5% וביחס לאירו – ב-2.2% (הממוצע ביוני 2014 לעומת הממוצע בדצמבר 2013). שיעורים אלה מעידים כי קצב הייסוף של השקל התמתן לעומת ההתפתחות החל מסוף 2012 (איוור 18). שער החליפין הריאלי היה יציב יחסית במרוצת התקופה, ובסיכומה חל בו ייסוף של 0.2%. בתקופה הנסקרת הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח. חלק מהרכישות נועד לקזז את השפעת הגז על החשבון השוטף<sup>5</sup>, אולם חלקן נועד למתן תנודות חדות מדי בהתפתחות שער החליפין של השקל. במהלך המחצית הנסקרת נערכו רכישות רק לפי תכנית הקיזוז בפברואר, במאי וביוני; בשאר החודשים, ובמיוחד בינואר, הורגשו לחצים לייסוף שהובילו לרכישות מט"ח נוספות (איוור 18). יש לציין שהלחצים לייסוף השקל בינואר הופיעו על רקע הירידה בתשואות לטווח ארוך בארה"ב, ירידה שהתרחשה אף על פי שה-Fed החל לצמצם את היקף ההרחבה הכמותית, אולם השקל נמנה עם המטבעות הבודדים שהתחזקו לעומת הדולר בתקופה זו. גורם מרכזי להתחזקות השקל הוא העודף הבסיסי, המשמעותי והנמשך במאזן התשלומים, דהיינו העודפים



<sup>5</sup> באוקטובר 2013 הודיע בנק ישראל כי בכוונתו לרכוש במרוצת 2014 3.5 מיליארדי דולרים במסגרת התכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על שער החליפין.

בחשבון השוטף והמשך ההשקעות הישירות בידי זרים. גורם נוסף לכך הוא פעולות הגידור כנגד סיכונים המטבע הנשקפים מתיק הנכסים במטבע חוץ שהגופים המוסדיים מחזיקים, אף כי אין זה גורם כלכלי יסודי של טווח ארוך.

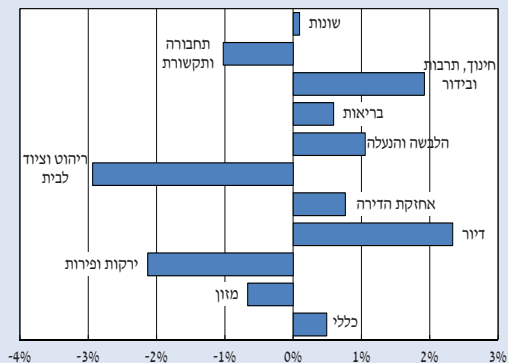
## ו. האינפלציה

**האינפלציה ירדה, בהובלת מחירי המוצרים הסחירים<sup>6</sup>, על רקע הייסוף בשער החליפין והאינפלציה הנמוכה בחו"ל.** מדד המחירים לצרכן נותר ללא שינוי במחצית הראשונה, ובניכוי עונתיות הוא ירד ב-0.2%. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.5% בלבד, כלומר בשיעור נמוך מגבול התחתון של יעד האינפלציה – 1.0%. הירידה שחלה בששת החודשים האחרונים בשיעור עלייתם של המחירים כללה הן את מחיריהם של המוצרים הסחירים והן את מחיריהם של המוצרים הבלתי סחירים; שיעורו הנמוך של השינוי במדד נבע ממחירי המוצרים הסחירים, על רקע הייסוף בשער החליפין והאינפלציה הנמוכה בחו"ל, במיוחד במדינות המפותחות. למעשה, בארבע השנים האחרונות היה שיעור עלייתם של מחירי המוצרים הסחירים נמוך משיעור עלייתם של מחירי המוצרים הבלתי סחירים, וזהו ביטוי לייסוף הריאלי המתמשך שעובר המשק. ב-12 החודשים המסתיימים ביוני 2014 ירדו מחיריהם של המוצרים הסחירים במדד המחירים לצרכן ב-1.2%, בשעה שמחיריהם של המוצרים הבלתי סחירים עלו ב-1.4%. יצוין שסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (שכר הדירה) מהווה רכיב דומיננטי במדד הבלתי סחירים, אולם גם בניכוי סעיף זה מתקבלת תמונה דומה, שכן מחירי המוצרים הבלתי סחירים בניכוי הדיור עלו ב-12 החודשים האחרונים ב-0.8%.

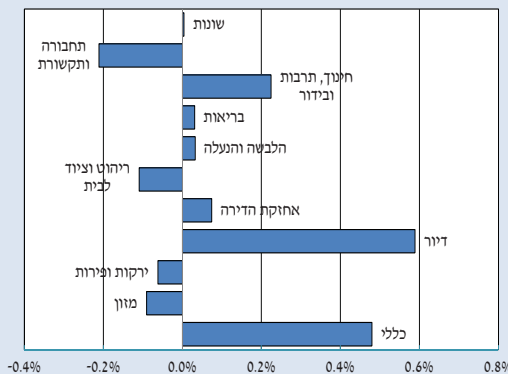
**לירידה בשיעורה של עליית המדד התלוותה ירידה בציפיות לאינפלציה לשנה – הן נמצאו בתחום היעד אך התקרבו לגבול התחתון; הציפיות לטווחים ארוכים מצויות במרכז היעד.** במהלך המחצית הנסקרת התאפיינו הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים במגמת ירידה, ובתום התקופה הנסקרת הן נמצאו מעט מעל גבול התחתון של יעד האינפלציה (איור 20). בממוצע, הציפיות לאינפלציה במשך 12 החודשים הבאים משוק ההון עמדו ביוני על 1.4% (בניכוי השפעת העונתיות על המדד), הציפיות הנגזרות מריביות הבנקים – על 1.1%, ותחזיות החזאים – על 1.4%. יש לציין שלמעט הירידה ביוני, הקצב השנתי של העלייה במדד המחירים לצרכן נע במרוצת השנתיים האחרונות בחלקו התחתון של יעד האינפלציה, בתחום שבין 1% ל-2% (איור 20); אולם עד אמצע 2013 נמצאו הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים בחלקו העליון של יעד האינפלציה, ואילו בתקופה הנסקרת הן התקרבו לגבול התחתון. התפתחות זו, נוסף על ההתמתנות בשיעורה של עליית המחירים בפועל, משקפת ירידה בסביבת האינפלציה. עם זאת, הציפיות פורוורד לטווח

<sup>6</sup> החלוקה של מדד המחירים לרכיב סחיר ובלתי סחיר מבוססת, תוך עדכון המשקלות, על בן-בסט, ע' (1989), "מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים" בנק ישראל, מחלקת המחקר, סדרת מאמרים לדיון, מס' 89.11. חישוב נוסף של שני הרכיבים העלה תוצאות דומות, והוא מבוסס על אורפיג, ד', "ערוצי התמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט ענפי על הרכיב הסחיר במדד", טרם פורסם.

**איור 19**  
**התפתחות הסעיפים במדד המחירים לצרכן, שיעורי השינוי ב-12 החודשים האחרונים**

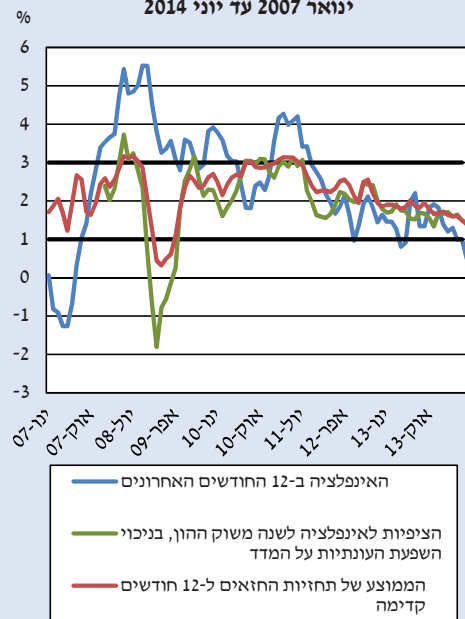


**איור 19**  
**תרומת הסעיפים השונים לשיעור השינוי במדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים**



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

**איור 20**  
**האינפלציה והתחזיות לאינפלציה, ינואר 2007 עד יוני 2014**



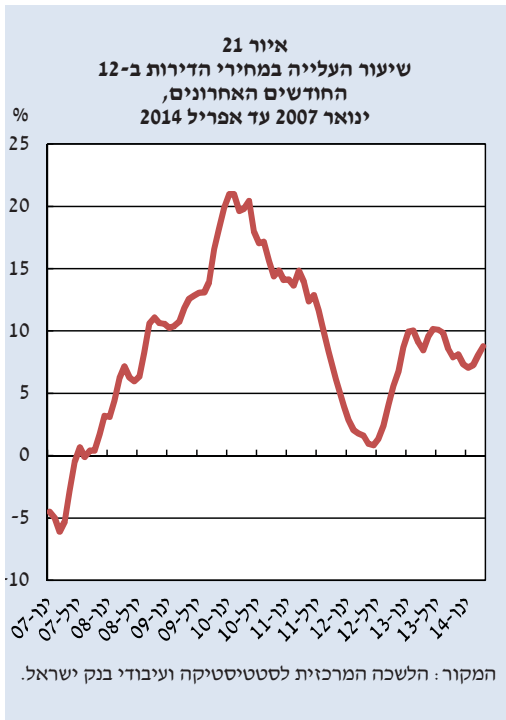
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

בינוני, שנתיים עד חמש שנים, מעוגנות בסביבות מרכז היעד, והציפיות לטווחים ארוכים יותר מצויות מעט מעליו, ברמה של כ-2.5%.

## ז. שוק הדיור

**מחירי הדירות מוסיפים לעלות בקצב מהיר, על אף הירידה בכמותן של עסקאות הרכישה; במקביל לכך התמתן קצב עלייתו של שכר הדירה.** מסוף 2012 מחירי הדירות עולים בקצב שנתי של 7% עד 10% (איור 21). שיעור העלייה השנתי עד אפריל-מאי השנה – הנתון העדכני – עומד על 8.8%. במקביל לכך חלה במחצית הראשונה ירידה משמעותית בכמות העסקאות בדירות, לאחר שזו הגיעה לשיא בסוף השנה שעברה (איור 22). כמות העסקאות בדירות נגזרת מהמפגש בין הביקוש להיצע, ואין אפשרות לקבוע מהו מקור השינוי – זעזועים בצד הביקוש או בצד ההיצע – ללא מידע נוסף. עם זאת, בנתונים קיים מתאם חיובי בלתי מבוטל בין כמות העסקאות לבין השינוי במחירי הדירות, ועל כן ניתן להסיק שהשינוי בכמות העסקאות לרוב מעיד על שינויים בצד הביקוש. לכן סביר להניח שגם הירידה האחרונה בכמות העסקאות מקורה בירידת ביקושים. במקביל להתפתחויות אלה מתמתן בשנתיים האחרונות קצב העלייה של שכר הדירה בחוזים חדשים, וב-12 החודשים שהסתיימו ביוני הוא עמד על 2.5%.

**סביר כי התכניות להפחית לזכאים את המע"מ ל-0% ולקבוע לדירות מחיר מטרה תורמות להפחתת הביקוש לדירות בטווח הקצר אך להגברתו בעתיד.** במארג השנה פורסם לראשונה כי הממשלה מגבשת תכנית להפחית לזכאים את המע"מ ל-0% על רכישת דירה ראשונה, ובמהלך המחצית השנייה של 2013 נודע על התכנית לקבוע לדירות מחיר מטרה – מחיר מקסימום לדירות במתחמים מוגדרים מראש. ההודעה על התכנית, ובפרט זו על מע"מ אפס, יצרה לזכאים פוטנציאלים תמריץ לדחות את רכישת הדירה, וסביר כי מכך נובע חלק מהירידה בכמות העסקאות שנצפתה החל ממארג; אולם ראוי לציין כי הירידה בכמות העסקאות החלה כבר בינואר. דחיית הרכישות מפחיתה את הביקוש בטווח הקצר ועל כן צפויה להחליש את הכוחות הפועלים לעליית מחירים, אולם סביר להניח כי כאשר התכנית תיכנס לתוקף ישתחרר הביקוש הכבוס ויפעל להגברתם.



## 2. המדיניות המוניטרית

### המדיניות והיעדים

**במרוצת המחצית הראשונה של 2014 הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז ורכישות המט"ח נמשכו.** במחצית הראשונה של 2014 הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 0.75%. ההחלטה להפחית את הריבית התקבלה עבור חודש מארס. ההפחתה המשיכה את תוואי הריבית היורד, שהחל באוקטובר 2011, והיא נועדה לתמוך בכך ששיעור האינפלציה יוותר בתוך תחום היעד ולתמוך בפעילות הכלכלית במשק. כמה גורמים השפיעו על החלטות הריבית בתקופה הנסקרת ורובם תמכו בהפחתה, ביניהם סביבת האינפלציה, הפעילות הריאלית, והלחצים לייסוף; הסביבה העולמית תמכה בהותרת הריבית ברמתה הנמוכה; ושוק הדיור תמך בסביבת ריבית גבוהה יותר, אולם הירידה שחלה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות, בעקבות הצעדים שנקט המפקח על הבנקים, מספקת למדיניות הריבית מרחב תמרון. כמו כן, נתוני המשק בתקופה הנסקרת התאפיינו בחוסר ודאות רב מהרגיל, והדבר השתקף באינדיקציות סותרות ובעדכוני משמעותיים של נתוני העבר, והקשה לקבוע את מדיניות הריבית המתאימה בזמן אמת. במקביל נמשכו בתקופה הנסקרת רכישות המט"ח; חלק מהרכישות אמנם נועד לקזז את השפעת הגז על החשבון השוטף, אולם בתקופה הנסקרת רובן נועד למתן תנודות חדות בשער החליפין.

**אשר לחודשים המשתייכים למחצית השנייה של 2014, הריבית ליולי נותרה ללא שינוי, ואילו הריבית לאוגוסט הופחתה ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 0.5%. ההחלטה להפחית את הריבית לאוגוסט התקבלה לנוכח האינפלציה הנמוכה, המשך הייסוף של שער החליפין והמשך החולשה בפעילות הריאלית בישראל ובעולם.<sup>7</sup>**

**למרות הסיכונים הטמונים בסביבת ריבית נמוכה העריכו חברי הוועדה שלא מתפתח חוסר איזון משמעותי מבחינה פיננסית.** אחד הסיכונים המרכזיים הנשקפים ליציבות הפיננסית מסביבת ריבית נמוכה נעוץ בליבוי הביקוש לאשראי ובחשש להחמרה בחוסר יכולתם של הלווים לעמוד בהחזרים כאשר הריבית תעלה. חברי הוועדה סברו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף משוק הדיור וכי הצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות פועלים להפחתתו. האפקטיביות של הצעדים מתבטאת בירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות. מנגד, הביקוש לאשראי עסקי לא התרחב וככלל לא ניתן להבחין בתחום זה בחוסר איזון פיננסי.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> ניתוח של המדיניות ליולי ואוגוסט יופיע בדוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2014.

<sup>8</sup> סקירה על היציבות הפיננסית מופיעה בתוך **דוח יציבות פיננסית**, בנק ישראל, יוני 2014.



## תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית

סביבת האינפלציה ירדה אל עבר גבולו התחתון של יעד האינפלציה והדבר תמך בהפחתת הריבית. האינפלציה הנמדדת במשך 12 החודשים האחרונים התאפיינה במגמת ירידה, מ-1.8% בדצמבר 2013 ל-1.0% במאי; ביוני היא כבר ירדה ל-0.5%, מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה והתחזיות מהמקורות השונים אמנם נמצאו בארבעת החודשים הראשונים של השנה מתחת למרכזו של תחום היעד, אך הן היו יציבות יחסית. לקראת סוף המחצית הראשונה של השנה ירדו הציפיות אל עבר גבולו התחתון של היעד, בין היתר על רקע מדד אפריל. מדד זה הפתיע כלפי מטה – בשעה שממוצע התחזיות עמד על 0.6%, מדד אפריל עלה ב-0.1% בלבד אף כי בחודש זה יש השפעה עונתית חיובית על המחירים; שיעור זה הוא שיעור העלייה הנמוך ביותר שנראה באפריל זה עשור. התפתחויות אלה מעידות כי סביבת האינפלציה ירדה לאזור גבולו התחתון של היעד ועל כן הן תמכו בהורדת הריבית.

### לוח 2

#### השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה<sup>1</sup> (אחוזים)

חטיבת המחקר של בנק ישראל <sup>2</sup>	שוק ההון <sup>3</sup>	החזאים הפרטיים <sup>4</sup>
האינפלציה (טווח התחזיות)	1.6	1.3
	1.4	1.50-1.00
הריבית (טווח התחזיות)	1.00	0.9
	0.7	(1.25-0.50)

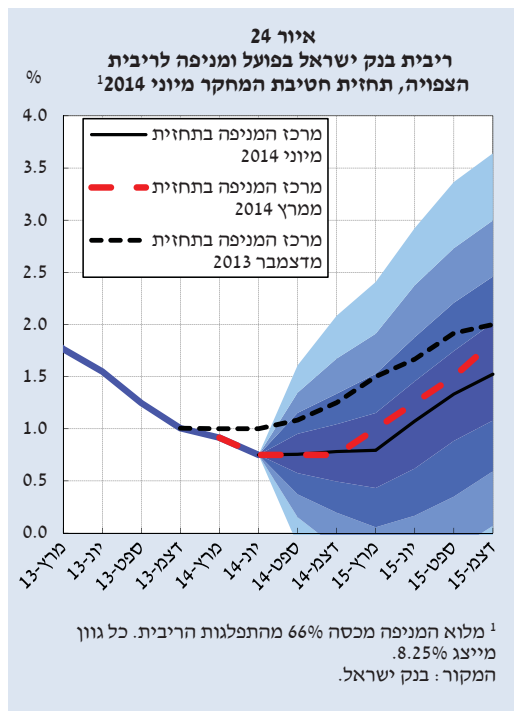
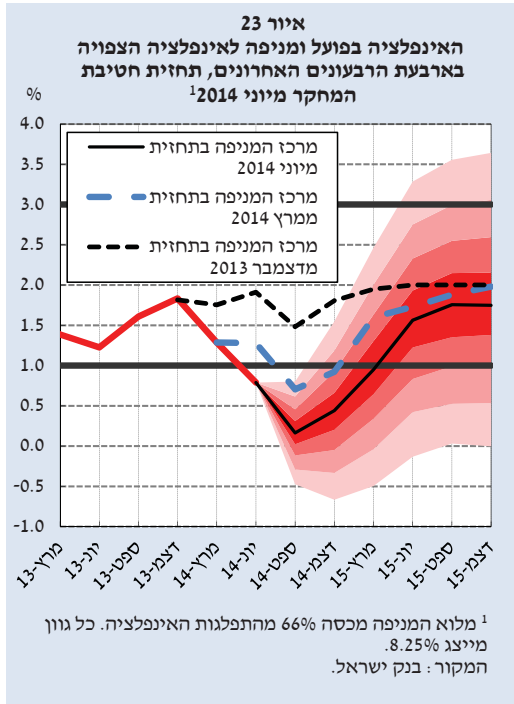
<sup>1</sup> התחזיות של חטיבת המחקר מתייחסות לנתון בעוד 4 רבעונים. שאר התחזיות מתייחסות לנתון בעוד 12 חודשים.

<sup>2</sup> התחזית מה-24/06/2014.

<sup>3</sup> הציפיות לגבי האינפלציה מנוכחות עונתיות. תחזיות הריבית מבוססות על שוק המק"ם. הנתונים משקפים את הממוצעים של יולי והם מתבססים על התחזיות שהתקבלו עד ה-27/07/2014.

<sup>4</sup> התחזיות שהתקבלו לאחר הפרסום ליוני. המקור: בנק ישראל

בתחילת התקופה הנסקרת אותתו האינדיקציות לפעילות הריאלית כי המשק מוסיף לצמוח בקצב מתון וכי קיימת אפשרות של התאוששות, אך עדכון הנתונים בהמשך הראה תמונה ממותנת יותר. עד החלטת הריבית למאי הצביעו האינדיקטורים לפעילות הריאלית על קצב צמיחה מתון אך יציב ועל סימנים להתאוששות מסוימת, ונתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הרביעי עודכנו מעלה. כמו כן, התחזיות המעודכנות של חטיבת המחקר, מדצמבר 2013 וממארס 2014, צפו כי המשק יוסיף לצמוח בקצב של כ-3% ב-2014 וב-2015. אולם בדיוני הוועדה עלו ספקות ביחס למידה שבה השיפור במשק יכול להתמיד ללא האצה בקצב הצמיחה העולמי. במקביל התקבלו אינדיקציות מעורבות משוק העבודה: הנתונים של סקר



כוח האדם הראו כי שיעור האבטלה בגילי העבודה העיקריים ירד עד לרמה של 4.9%, תוך עלייה בשיעור התעסוקה ובשיעור ההשתתפות. מאידך גיסא נראה רפיון בשכר הריאלי ובמספר המשרות הפנויות במגזר העסקי. יתר על כן, עיקר הגידול במספרן של משרות השכיר נבע מהשירותים הציבוריים ואילו המגזר העסקי דרך במקום. ככלל, נתונים אלה לא תמכו בהורדת ריבית. עם זאת, נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של השנה, נתונים שהתפרסמו לקראת ההחלטה על הריבית ליוני, הפתיעו בחולשתם: בעיקר הפתיעו הנתון על הצמיחה של התוצר העסקי, 0.4%, והנתון שהעיד כי הצריכה הפרטית השוטפת התכווצה, בשיעור של 1.6%-. לצד זאת נרשם עדכון כלפי מטה של הצמיחה ברבעון האחרון של 2013. נתונים אלה לא עלו בקנה אחד עם האינדיקטורים המוקדמים – היבוא של מוצרי צריכה, הפדיון בענפי המסחר והשירותים, הייצור התעשייתי והמדדים לאמון הצרכנים – היות שאלה ציירו תמונה חיובית יותר. נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון אמנם עודכנו כלפי מעלה לקראת הדיונים על הריבית ליולי, כצפוי, אך הוטל ספק בסימני ההתאוששות שהתקבלו בתחילת התקופה הנסקרת, כמו גם בהערכה שהפעילות הריאלית אינה תומכת בהורדת ריבית.

**התקופה הנסקרת התאפיינה בחוסר ודאות רב מהרגיל ביחס לנתוני המשק.** המדיניות המוניטרית תמיד פועלת בתנאים של חוסר ודאות – לא רק לגבי ההתפתחויות הכלכליות בעתיד אלא גם לגבי ההתפתחויות בהווה ובעבר – בשל נתונים חלקיים וזמניים. אולם נראה שהתקופה הנסקרת התאפיינה בחוסר ודאות רב מהרגיל, והוא השתקף באינדיקציות סותרות ובעדכונים משמעותיים של נתוני העבר, בעיקר בנוגע לרבעון הראשון של השנה (לוח 3).

### לוח 3

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

החלטה לחודש התוצר	ינואר	פברואר	מארס	אפריל	מאי	יוני	יולי
13-Q3	2.2	2	2.1	1.8	1.8	1.9	2
13-Q4			2.3	2.7	3.2	2.9	3.2
14-Q1						2.1	2.7
התוצר העסקי	13-Q3	2.1	1.7	1.6	1.3	1	1.2
	13-Q4			1.6	2.1	2.1	2.5
	14-Q1					0.4	1.5
הצריכה הפרטית	13-Q3	4.2	4.2	3.7	4	3.2	3.3
השוטפת	13-Q4			3.6	3.6	1.5	2
	14-Q1					-1.6	-0.4
ההשקעה בנכסים	13-Q3	16.9	18.4	16.8	14	12.3	12.3
קבועים	13-Q4			4.5	9	4.1	4.1
	14-Q1					-14.4	-14.3
היצוא ללא יהלומים	13-Q3	-22.6	-19.9	-21.6	-22.5	-22.2	-21.0
והזנק	13-Q4			61	52.1	61	56.6
	14-Q1					-4.4	11
היבוא האזרחי ללא	13-Q3	11.4	11.4	10.2	7.5	7.1	7.7
אניות, מטוסים	13-Q4			3.3	1.6	0.3	0.4
ויהלומים	14-Q1					2.6	5.7

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

**שער החליפין היה יציב יחסית, אולם הייסוף המצטבר מ-2013 השפיע על היצוא והתעורר חשש מייסוף נוסף; אלה תמכו בהורדה מדודה של הריבית ובהמשך רכישות מט"ח בידי בנק ישראל.** בסיכומה של המחצית הראשונה של 2014 יוסף במעט שער החליפין הנומינלי, אולם זאת במקביל לכך שבנק ישראל הפחית את הריבית המקומית והמשיך לרכוש מט"ח. במשך התקופה הנסקרת רכש בנק ישראל מט"ח בהיקף של כ-4.15 מיליארדי דולרים, כ-1.75 מיליארד מתוכם במסגרת תכנית הרכישות שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על החשבון השוטף. במרוצת המחצית הנסקרת נערכו רכישות רק לפי תכנית הקיזוז בפברואר, במאי וביוני; בשאר החודשים, ובמיוחד בינואר, הורגשו לחצים לייסוף שהובילו לרכישות מט"ח נוספות. יצוין שבינואר חל בשקל ייסוף קל לעומת הדולר אף על פי שהדולר התחזק בעולם, וסביר כי ללא רכישות מט"ח היה הייסוף בפועל חד יותר. במקביל לכך הוסיף יצוא השירותים להתרחב, והחולשה ביצוא התמקדה בענפי הטכנולוגיה המסורתית, שבהם אין לישראל יתרון יחסי בולט. היציבות היחסית בשער החליפין על רקע המשך רכישות מט"ח – ועמם התמונה המעורבת ביצוא, לפי החלוקה לענפים – תמכו בהורדה מדודה של הריבית.

**הכלכלה העולמית תמכה בריבית מקומית נמוכה אך לא הצריכה הפחתה נוספת.** בתקופה הנסקרת הסתמנה התאוששות בצמיחה של המדינות המפותחות וארה"ב הובילה את המגמה, אף כי לאחר ההחלטה על הריבית ליוני עודכנו נתוני החשבונאות הלאומית בארה"ב כלפי מטה. אירופה עברה מצמיחה שלילית לחיובית, גם אם מתונה, בעיקר תודות לכלכלה הגרמנית. במשקים המתעוררים הפעילות חזקה יותר אך קצב הצמיחה בהם מתמתן, ותחזיות הצמיחה בעולם צופות שיפור בפעילות הכלכלית אף על פי שהן עודכנו כלפי מטה. המדיניות המוניטרית בארה"ב נסוגה בהדרגה מתכנית ההרחבה הכמותית, בשעה שהריבית באירופה עמדה על 0.25% עד מאי וביוני היא הופחתה מעט, ל-0.15%, תוך קביעת ריבית שלילית של 0.1% על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים. הורדת הריבית באירופה התרחשה לאחר שהשווקים צפו הרחבה כמותית. רמת הריביות הנמוכה בעולם תומכת בריבית נמוכה בישראל, אולם בהתחשב ביציבות היחסית בפער הריביות ובסימני ההתאוששות במדינות המפותחות, הסביבה העולמית לא הצריכה הפחתה נוספת של הריבית המקומית.

**מחירי הדירות הוסיפו לעלות והמשיכו לשמש שיקול מרכזי נגד הפחתת הריבית, אולם הירידה שחלה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות, בעקבות הצעדים שנקט המפקח על הבנקים, מספקת מרחב תמרון למדיניות הריבית ומחזקת את יציבותה של המערכת הבנקאית.** מחירי הדירות המשיכו לעלות, וקצב העלייה נע בין 7% ל-10% כבר למעלה משנה. ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל עלו מחירי הדירות ב-8.8%. גמר הבנייה המשיך לגדול, אולם התחלות הבנייה התמתנו אף כי רמתן עדיין גבוהה. חברי הוועדה ציינו כי הדיון שנערך בממשלה על צעדי המדיניות בשוק הדיור צפוי להביא לירידה זמנית בביקושים. היקפם של ביצועי המשכנתאות התייצב ברמה גבוהה, תוך ירידה במאפייני הסיכון שלהן כתוצאה מההנחיות השונות שפרסם המפקח על הבנקים בשנים האחרונות. בפרט חלה ירידה בשיעורי המינוף וביעור המשכנתה החדשי מהווה בהכנסה. עלייתם של מחירי הדירות אינה תומכת בשמירה על סביבת ריבית נמוכה, אולם צעדי המפקח מפחיתים את הסיכון הנשקף למשקי הבית ולמערכת הבנקאית מקשיים בהחזר ההלוואות לדיור, וכך מאפשרים למדיניות הריבית מרחב תמרון רב יותר בפעולות שנועדו להשיג את מטרותיה האחרות – לתמוך בשיעור אינפלציה שמתיישב עם יעד האינפלציה ובפעילות הכלכלית במשק.

**תנאי הרקע להחלטות על גובה הריבית במחצית הראשונה של 2014**

מארס	פברואר	ינואר	החלטה על גובה הריבית לחודש
24-02-2014	27-01-2014	23-12-2013	תאריך ההחלטה
-0.25 נקודת אחוז 0.75%	ללא שינוי 1%	ללא שינוי 1%	ההחלטה רמת הריבית
להפחית ב-0.25 נקודת אחוז : 4 ללא שינוי : 1	פה אחד	פה אחד	התפלגות ההצבעה
ירידה באינפלציה בפועל ל-1.4% ב-12 החודשים הקודמים. מדד ינואר הפתיע כלפי מטה ותחזיות האינפלציה עודכנו מטה. יציבות יחסית בצפיות האינפלציה משוק ההון.	בטווח היעד, מעט מתחת למרכזו.	בטווח היעד, מעט מתחת למרכזו.	סביבת האינפלציה
נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הרביעי של 2013 הצביעו על קצב צמיחה מתון, בעיקר במגזר העסקי. הרפיון בשוק העבודה נמשך, על אף רמת האבטלה הנמוכה.	קצב הצמיחה מוסיף להיות מתון ויציב. חברי הוועדה ציינו שאף כי שיעור האבטלה נמוך, נתונים אחרים מצביעים על רפיון בשוק העבודה, ביניהם השכר הריאלי, הדשדוש במספרן של משרות השכיר במגזר העסקי ושל המשרות הפנויות במגזר העסקי.	קצב הצמיחה יציב וניכרים סימני התאוששות. הנתונים החזקים בשוק העבודה נבעו בעיקר מענפי השירותים הציבוריים.	הפעילות הריאלית
בשער החליפין של השקל חל פחות קל לעומת המטבעות העיקריים, בשעה שבעולם הדולר והאירו נחלשו. חברי הוועדה סברו שהייסוף המצטבר עדיין פועל על המגזר הסחיר כגורם ממתן, והצמיחה האיטית של הסחר העולמי מבליטה עד כמה שער החליפין חשוב ליצוא.	התמתנות בקצב הייסוף, בין היתר כתוצאה מהפחתות הריבית ומרכישות המט"ח. אולם עדיין קיימים לחצים לייסוף.	ייסוף קל בשער החליפין. חברי הוועדה העריכו שמוקדם לדעת כיצד תשפיע על שער החליפין הנסיגה מההרחבה הכמותית בארה"ב.	שער החליפין
עלייה חדה של 1.5% במחירי הדירות בנובמבר-דצמבר ויציבות בקצב השנתי - 8.1%. זינוק במספר עסקאות הרכישה בדצמבר. המצב בשוק הדיור שימש טיעון מרכזי נגד הורדת הריבית, ובדינוי הוועדה הועלה חשש מההשפעה ארוכת הטווח שיכולה להיות לריבית נמוכה על הביקוש לדירות.	יציבות בקצב השנתי של עליית המחירים, כ-8%. חברי הוועדה ציינו כי המצב בשוק הדיור משמש שיקול נגד הורדת הריבית. קצב עלייתם של מחירי הדירות והיקף המשכנתאות עודם גבוהים, אף שניכרת בהם התייצבות ונמשך השיפור במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות.	בספטמבר-אוקטובר ירד המדד למחירי הדירות ב-0.1% ומדדים קודמים עודכנו מטה, אולם קצב העלייה השנתי גבוה - 8.6%. חברי הוועדה ציינו שההתמתנות בקצב עליית המחירים, התייצבותם של ביצועי המשכנתאות והגידול בהיצע מעניקים אינדיקציה חיובית, אולם עדיין קיימים סיכונים ומוקדם להסיק כי חלה תפנית בשוק.	שוק הדיור
תהליך ההתאוששות בארה"ב נמשך, בשעה שבאירופה הצמיחה שברירית ובלתי אחידה. חברי הוועדה סברו שתהליך ההתאוששות צפוי להיות איטי ושהריביות במשקים המפותחים יהיו נמוכות עוד זמן רב.	נראה כי ההתאוששות במשקים המפותחים נמשכת וארה"ב מובילה אותה. תחזיות הצמיחה העולמית עודכנו מעלה, ותחזיות הסחר העולמי עודכנו מטה. על אף השיפור במשק האמריקאי והצמצום בהרחבה הכמותית של ה-Fed, ההערכות היו שהריבית בארה"ב תישאר נמוכה עוד זמן רב. לגבי אירופה ההערכה הייתה שיתכן כי תידרש שם הרחבה מוניטרית נוספת. בוועדה ציינו שהתפתחויות אלה עשויות להשפיע על החלטות הריבית בישראל בהמשך.	התאוששות במשקים המפותחים, בעיקר בארה"ב. ה-Fed החל בצמצום הדרגתי (tapering) של ההרחבה הכמותית בארה"ב.	הסביבה העולמית
		התמ"ג ב-2014 : 3.3% האינפלציה ב-2014 : 1.8% התמ"ג ב-2015 : 3.2% האינפלציה ב-2015 : 2.0%	התחזית של חטיבת המחקר

**תנאי הרקע להחלטות על גובה הריבית במחצית הראשונה של 2014 (המשך)**

אפריל	מאי	יוני	יולי
24-03-2014	28-04-2014	26-05-2014	23-06-2014
ללא שינוי	ללא שינוי	ללא שינוי	ללא שינוי
0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
פה אחד	ללא שינוי: 5	פה אחד	ללא שינוי: 5
להעלות ב-0.25 נקודת אחוז: 1	להעלות ב-0.25 נקודת אחוז: 1	להפחית ב-0.25 נקודת אחוז: 1	להפחית ב-0.25 נקודת אחוז: 1
<p>ירידה נוספת באינפלציה, ל-1.2%. ירידה מתונה בציפיות האינפלציה. בוועדה ציינו כי הירידה שחלה באינפלציה בתקופה האחרונה נובעת בעיקר ממחירי המוצרים הסחירים.</p>	<p>האינפלציה בפועל עומדת על 1.3%. תחזיות האינפלציה מוסיפות לרדת. עם זאת ציינו חברי הוועדה שמחירי המוצרים הבלתי סחירים עלו ב-12% החודשים הקודמים ב-2.6% ובניכוי הדיור הם עלו ב-2.2%, קרוב למרכזו של תחום היעד.</p>	<p>ירידה נוספת באינפלציה, ל-1.0%. מדד אפריל הפתיע כלפי מטה. חברי הוועדה סברו כי העובדה שמרבית סעיפי המדד היו נמוכים תומכת בהערכה שהוא משקף ירידת מדרגה באינפלציה. התחזיות והציפיות מצויות ברמה של 1.3%—1.5%.</p>	<p>האינפלציה בפועל עומדת על 1.0%. עלייה קלה בציפיות לאינפלציה. חברי הוועדה הסכימו כי ההתמתנות באינפלציה נובעת בין השאר מחולשה בכלכלה העולמית ומייסוף השקל, ורובם סברו שהיא נובעת גם מרפיון של הביקושים המקומיים ובפרט של הצריכה הפרטית.</p>
<p>מוסיפות להתקבל אינדיקציות לצמיחה יציבה בקצב מתון. האומדן לצמיחת התוצר העסקי ברבעון הרביעי של 2013 עודכן מעלה. כמו כן מסתמנת מגמת התאוששות ביצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית.</p>	<p>נמשך העדכון כלפי מעלה של האומדן לשיעור הצמיחה והסתמנה התאוששות קלה בפעילות, אולם עלו ספקות ביחס למידה שבה השיפור במשק יכול להתמיד ללא האצה בצמיחה העולמית. צוין כי שיעור האבטלה הנמוך נובע בין היתר מתהליכים מבניים ארוכי טווח, ולכן קשה להעריך על בסיסו עד כמה המשק קרוב לתעסוקה מלאה.</p>	<p>נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון עודכנו מעלה, אך הם עדיין מורים על רפיון של הביקושים המקומיים ובפרט של הצריכה הפרטית. חברי הוועדה ציינו כי נתוני החשבונאות הלאומית עקביים עם האינדיקטורים החודשיים, המלמדים גם הם על צמיחה מתונה ברבעון הראשון. באשר לרבעון השני, מרבית האינדיקטורים אינם מורים על התמתנות נוספת.</p>	<p>נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון עודכנו מעלה, אך הם עדיין מורים על רפיון של הביקושים המקומיים ובפרט של הצריכה הפרטית. חברי הוועדה ציינו כי נתוני החשבונאות הלאומית עקביים עם האינדיקטורים החודשיים, המלמדים גם הם על צמיחה מתונה ברבעון הראשון. באשר לרבעון השני, מרבית האינדיקטורים אינם מורים על התמתנות נוספת.</p>
<p>ייסוף של כ-1% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי מאז החלטת הריבית הקודמת. אולם לאחר שהוועדה הפחיתה את הריבית בחודש הקודם היא סברה שאין מקום לשינוי נוסף בה. צוין גם שפעולות ה-Fed צפויות לצמצם את פער הריביות האפקטיבי לעומת ארה"ב ובכך להקל על הלחצים לייסוף השקל.</p>	<p>ייסוף קל של השקל. בוועדה סברו כי רמתה הנמוכה של הריבית תורמת להתמתנות במגמת הייסוף.</p>	<p>פיחות קל של השקל. צוין כי מתחילת השנה השקל יציב יחסית, בשעה שבמרוצת 2013 חל בו ייסוף גדול.</p>	<p>ייסוף של 1.4% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי מאז החלטת הריבית הקודמת. צוין כי פער הריביות בין ישראל למשקים המפותחים זניח, והייסוף אינו נובע מתנועות הון לטווח קצר. חברי הוועדה סברו שהייסוף קשור לעודף בחשבון השוטרף, להיקפן הגדול של ההשקעות הישירות במשק, לגידור שמצבעים הגופים המוסדיים, ולכך שהמצב המקרו-כלכלי יציב יחסית למצב במשקים המפותחים האחרים.</p>
<p>עלייה של 0.1% במדד למחירי הדירות בדצמבר-ינואר ועדכון מטה של המדדים הקודמים; עלייה של 6.3% ב-12 החודשים הקודמים. חברי הוועדה העריכו כי הדיון שהממשלה קיימה על צעדי המדיניות בשוק הדיור יביא בחודשים הקרובים לירידה בפעילות. הוועדה גם התייחסה להשלכות הפיסקליות האפשריות של הצעדים.</p>	<p>עליית המחירים נמשכת, הקצב השנתי עומד על 6.4%. כמות העסקאות פוחתת בפברואר. הקצב של התחלות הבנייה יורד, אף כי רמתן עודנה גבוהה יחסית. צוין כי בשלב זה קשה להעריך על סמך הנתונים מה תהיה השפעתם של צעדי הממשלה כאשר יחילו אותם.</p>	<p>עליית המחירים נמשכת, הקצב השנתי עומד על 7.1%. על אף ההחלטה על התכנית להפחית לזכאים את המע"מ ל-0%, לא ניכרת האטה בקצב של נטילת המשכנתאות. הקצב של התחלות הבנייה יורד אף כי רמתן עדיין גבוהה, ונמשכת העלייה בגמר הבנייה. נמשך השיפור במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות.</p>	<p>עליית המחירים נמשכת, הקצב השנתי עומד על 8.3%. קצב נטילת המשכנתאות נותר גבוה, אף כי מסתמנת ירידה בכמות העסקאות. הוסכם שהנתונים משקפים רק באופן חלקי את ההמתנה לכניסתם לתוקף של הצעדים שהממשלה מתכננת לנקוט בשוק הדיור. מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות התייצבו ברמה נמוכה מרמתם בעבר.</p>
<p>עדכון כלפי מטה של הצמיחה בארה"ב ברבעון הרביעי של 2013; הנתונים החדשים שפורסמו היו מעורבים על רקע מזג האוויר הקשה. אף על פי כן ההערכה הייתה שההתאוששות בארה"ב נמשכת ושה-Fed ימשיך לצמצם את ההרחבה הכמותית. ה-ECB עדכן את תחזית הצמיחה באירופה כלפי מעלה, אולם החשש מדפלציה עדיין קיים.</p>	<p>המשקים המפותחים מוסיפים להתאושש, וארה"ב מובילה את התהליך. קרן המטבע הורידה את תחזית הצמיחה העולמית בשיעור קל, בשל התמתנות הצמיחה בשווקים המתעוררים. את הפעילות החלשה שאפיינה את ארה"ב בתחילת השנה מייחסים למוג האוויר הקשה שפקד אותה. הריבית בארה"ב צפויה לעלות במחצית השנייה של 2015, בכפוף להמשך ההתאוששות. באירופה ניכרת התאוששות מתונה והאינפלציה ירדה ל-0.5%. צפי להרחבה מוניטרית נוספת באירופה.</p>	<p>התחזוקו ההערכות שהצמיחה העולמית תאט ב-2014 ו-2015. אכזבה מנתוני הרבעון הראשון בארה"ב ובאירופה. באירופה הצמיחה נשענת בעיקר על גרמניה. ה-Fed ממשיך כצפוי בצמצום ההרחבה הכמותית. ה-ECB הודיע על נכונות לנקוט צעדים מרחיבים נוספים.</p>	<p>הבנק העולמי הפחית את תחזיות הצמיחה העולמית והגידול בסחר העולמי ב-2014. הנתון על הצמיחה בארה"ב ברבעון הראשון של השנה עודכן מטה. ה-ECB נקט כמה צעדים של הרחבה מוניטרית ובארה"ב נמשכת הנסיגה ההדרגתית (tapering) מההרחבה הכמותית.</p>
<p>התמ"ג ב-2014: 2.9%</p> <p>האינפלציה ב-2014: 0.4%</p> <p>התמ"ג ב-2015: 3.0%</p> <p>האינפלציה ב-2015: 1.8%</p>			
<p>התמ"ג ב-2014: 3.1%</p> <p>האינפלציה ב-2014: 0.9%</p> <p>התמ"ג ב-2015: 3.0%</p> <p>האינפלציה ב-2015: 2.0%</p>			

## נספחים

### א. לוחות סטטיסטיים

#### לוח נ-1

#### ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים (שיעורי השינוי)

יוני 2014	מאי 2014	אפריל 2014	מארס 2014	פברואר 2014	ינואר 2014	
<b>התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9	תשואת מק"מ לשנה
1.8	1.9	2.1	2.1	2.3	2.4	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
4.2	4.5	4.8	4.8	5.1	5.2	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.8	-0.8	-0.7	-1.0	-0.9	-0.8	תשואת אג"ח צמודות לשנה
-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.1	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.9	1.1	1.3	1.3	1.5	1.6	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז)*
4.1	4.0	4.3	4.2	3.7	3.8	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות, ללא נדליין (נקודות אחוז)*
<b>שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
0.3	0.6	-2.4	2.8	4.9	1.1	מדד המניות הכללי
-0.4	1.1	-1.7	3.8	3.9	-2.2	מדד ת"א 25
<b>שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
-1.1	0.3	-0.6	-0.3	-0.1	0.8	השקל מול הדולר
-0.7	-1.5	-0.2	0.3	1.3	-0.9	השקל מול האירו
-0.8	-0.2	-0.2	0.1	0.6	-0.7	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
<b>מדדי הסיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
7.5	7.6	8.3	8.2	8.5	8.6	סטיית התקן הגלומה
1.3	1.2	1.3	1.8	2.0	2.0	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
1.3	0.9	0.4	0.6	0.7	0.7	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5%

\* אג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה של עד 60% ומח"ם ארוך מששה חודשים. המרווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרניות לבין "גליל", בטווח המח"ם המתאים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

**לוח נ-2**  
**סביבת האינפלציה והריבית**  
**(ממוצעים חודשיים)**

יוני 2014	מאי 2014	אפריל 2014	מארס 2014	פברואר 2014	ינואר 2014	
<b>סביבת האינפלציה (אחוזים)</b>						
0.3	0.1	0.1	0.3	-0.2	-0.6	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.2	0.2	0.6	0.2	-0.2	-0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
0.5	1.0	1.0	1.3	1.2	1.4	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
1.5	1.4	1.4	1.7	1.8	1.7	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
<b>הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*</b>						
1.6	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
2.3	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (בשנים השביעית עד העשירית)
<b>הריבית ופערי הריביות</b>						
0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	ריבית בנק ישראל
-0.8	-0.8	-0.7	-1.0	-0.9	-0.76	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.59	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	תחזיות החזאים לגבי השינוי בריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.8	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
0.5	0.7	0.9	0.9	1.1	1.1	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.5	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

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

## ב. הפרוטוקולים מדיוני הריבית

להלן מובאת תמצית של הדיונים שקיימה הוועדה המוניתרית ושל השיקולים שהנחו את החלטותיה במרוצת המחצית הראשונה של 2014.

### החלטת הריבית לחודש ינואר 2014

#### עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש ינואר 2014 התקבלה ההחלטה להותיר את הריבית על כנה, ברמה של 1%. ההחלטה התקבלה פה אחד.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) רמת הפעילות במשק; (3) הכלכלה העולמית; (4) שוק הדיור; ו-(5) שער החליפין.

האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים, וכן הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה שמספקים המקורות השונים, נמצאות בטווח היעד, מעט מתחת למרכז. חברי הוועדה ציינו כי הירידה הגדולה מהצפוי במדד המחירים בנובמבר באה לאחר הפתעה כלפי מעלה בחודש הקודם, וכי סביבת האינפלציה ממשיכה להימצא בטווח היעד ורמת הריבית עקבית עמה.

חברי הוועדה דנו בנתונים על הפעילות הכלכלית במשק ובפרט בנתוני סחר החוץ. הם ציינו כי הנתונים האחרונים מצביעים על האצה מסוימת בצמיחה וביצוא. בשוק העבודה בלט הגידול שחל בחודשים האחרונים בתעסוקה, גידול שנובע מעלייה במספר המשרות במגזר הציבורי, בשעה שבמגזר העסקי נרשם קיפאון. על כן, בכדי לשמור על רמת תעסוקה גבוהה יידרש גידול במשרות במגזר העסקי, בעיקר לנוכח הצפי שב-2014 תהיה עלייה מתונה בלבד בצריכה הציבורית. בהקשר זה ציינו חברי הוועדה כי ביצוע התקציב ב-2013 והתכנון ל-2014 עקביים עם שמירה על היעדים הפיסקליים.

במוקד דיוני הוועדה על ההתפתחויות העולמיות עמדה הודעת ה-Fed על הצמצום ההדרגתי (Tapering) בהרחבה הכמותית. חברי הוועדה הסכימו כי צעד זה מאותת על התבססות השיפור בכלכלה האמריקאית. נוסף על כך ציינו חברי הוועדה את הכרזת ה-Fed על המשך מחויבותו לריבית נמוכה לאורך זמן. השיפור המסתמן במצבה של הכלכלה האמריקאית – ועמו עדכונים כלפי מעלה בתחזיות שגיבשו גופים פיננסיים זרים לגבי היקפי הסחר העולמי – צפויים לתמוך בהמשך ההתאוששות ביצוא. בגוש האירו התמונה נותרה מעורבת. הסבירות לכך שהכלכלה תעלה על מסלול של התאוששות בת קיימא בעתיד הקרוב נראית נמוכה, אך נראה כי לעת עתה פחת הסיכון למשבר נוסף.

חברי הוועדה דנו בנתונים על שוק הדיור. הם הסכימו כי ההתמתנות שחלה בחודשים האחרונים בקצב העלייה של מחירי הדירות, בביצועי המשכנתאות החדשות ובמספר העסקאות – כמו גם המשך ההתרחבות של היצע הדירות, כפי שהוא מתבטא בנתונים על התחלות הבנייה ועל גמר הבנייה – מהווים אינדיקציה חיובית. חברי הוועדה אמרו כי אף על פי כן עדיין קיימים סיכונים בשוק הדיור וכי מוקדם להסיק מהנתונים החדשים שחלה תפנית במגמה. נוסף על כך ציינו חברי הוועדה שהעלייה בריבית הממוצעת על משכנתאות חדשות (על אף הירידה המקבילה בריבית בנק ישראל), והירידה ברמת הסיכון של המשכנתאות החדשות, מהוות עדות לאפקטיביות של המדיניות המקרו-יציבותית שנקט הפיקוח על הבנקים.

חברי הוועדה דנו גם בהתפתחויות בשער החליפין האפקטיבי. חברי הוועדה הסכימו כי מוקדם עדיין להעריך מה תהיה השפעתו הכוללת של הליך ה-Tapering על שער החליפין של השקל.

לאחר הדיון הצביעו חמשת חברי הוועדה המוניתרית על גובה ריבית בנק ישראל לחודש ינואר 2014. כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה, ברמה של 1%.

בהודעה על ההחלטה הדגיש בנק ישראל כי ההחלטה להותיר את הריבית לחודש ינואר ללא שינוי ברמה של 1%, עקבית עם מדיניות מוניתרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניתרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.



## הגורמים העיקריים להחלטה:

- סביבת האינפלציה נמצאת בתחום היעד, מעט נמוך ממרכזו. מדד נובמבר הפתיע כלפי מטה, וחלה עלייה מתונה בציפיות מהמקורות השונים לאינפלציה בשנה הקרובה, אך כולן עומדות עדיין מעט מתחת למרכז יעד האינפלציה.
  - מהנתונים שהתקבלו החודש נראה כי קצב הצמיחה של המשק יציב, ואף נראים סימנים להתאוששות מסוימת של הפעילות, ובכלל זה ביצוא. בהינתן תחזיות להתאוששות בכלכלה העולמית ובסחר העולמי, הערכת חטיבת המחקר מצביעה על גידול מתון בקצב הצמיחה (ללא השפעת הפקת הגז) בשנה הבאה. שיעור האבטלה ממשיך להיות נמוך אולם בשוק העבודה נמשכות המגמות המנוגדות של גידול בתעסוקה בשירותים הציבוריים וירידה בתעסוקה במגזר העסקי.
  - לאחר פחות שנרשם בימים שלפני הדיון המוניטרי האחרון, התחזק מאז השקל מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ- 1.1%. בהסתכלות ארוכה יותר, לאחר ייסוף ניכר במחצית הראשונה של השנה, בחודשים האחרונים לא ניכרת מגמת שינוי ברמת השער האפקטיבי.
  - ה-FED הודיע על התחלת תהליך מדוד של צמצום ההרחבה הכמותית ובמקביל חזר על מחויבותו לריבית נמוכה לאורך זמן, מה שהביא לכך שהשפעה על תשואות האג"ח הייתה מתונה. על רקע אינפלציה נמוכה והתאוששות איטית, המדיניות המוניטרית במשקים העיקריים נותרה מרחיבה מאוד.
  - נתוני הקצה משוק הדיור מצביעים על התמתנות בקצב עליית המחירים, במספר העסקאות וביצועי המשכנתאות, לצד ירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות וסימנים לגידול בהיצע. עם זאת, לא ניתן עדיין להצביע על שינוי מגמה בשוק הדיור.
- בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים, ובפרט נוכח האי ודאות הנמשכת במשק העולמי. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו - יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכלל זה שוק הדיור.
- ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 בדצמבר 2013.

## השתתפו:

### חברי הוועדה המוניטרית

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר, חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

### משתתפים נוספים

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר איתמר כספי – כלכלן בחטיבת המחקר

מר יואב סופר – מ"מ דובר הבנק

גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית

## החלטת הריבית לחודש פברואר 2014

### עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש פברואר 2014 התקבלה ההחלטה להותיר את הריבית על כנה, ברמה של 1%. ההחלטה התקבלה פה אחד.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) הפעילות במשק ושוק העבודה; (3) הכלכלה העולמית והמדיניות המוניטרית בעולם; (4) שער החליפין; ו-(5) שוק הדיור.

האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים, וכן הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה שמספקים המקורות השונים, נמצאות בטווח היעד – מעט מתחת למרכזו; על כן סביבת האינפלציה אינה מצריכה שינוי במדיניות.

חברי הוועדה דנו במצבה של הפעילות הכלכלית במשק ובפרט בשאלה כיצד זו משתקפת בנתוני שוק העבודה. הם ציינו כי שיעור הצמיחה, ובפרט קצב הצמיחה לנפש, מתון. חברי הוועדה העירו שלמרות שהנתונים מצביעים על שיעור אבטלה נמוך, נתונים אחרים מצביעים על רפיון בשוק העבודה – קצב העלייה המתון של השכר הריאלי, הדשדוש במספר משרות השכיר במגזר העסקי, הירידה בשיעור המשרות הפנויות במגזר העסקי והתמתנות קצב הגידול של תקבולי מס בריאות. כמו כן, חלק מחברי הוועדה טענו שללא התאוששות של הביקושים בחו"ל יקשה על המשק לצמוח בקצב מהיר יותר.

להערכת חברי הוועדה, התמסורת מהמדיניות המוניטרית אל הפעילות הכלכלית פועלת בתקופה זו בעיקר דרך שעי"ח והשפעתו על סחר החוץ ותחליפי היבוא, ובמידה פחותה דרך הריבית הריאלית – ודרכה על ההשקעות, למעט בענף הבינוי.

נראה כי נמשכת ההתאוששות במשקים המפותחים בעולם, בעיקר בארה"ב. התפתחות זו עקבית עם כך שהבנק העולמי וקרב המטבע עדכנו כלפי מעלה את התחזית לצמיחה העולמית בשנתיים הקרובות. מאידך גיסא, תחזיותיהם לצמיחת הסחר העולמי, ובפרט התחזית ליבוא של המשקים המפותחים המהווה ערוץ חשוב להשפעת הכלכלה הגלובלית על המשק המקומי, עודכנה כלפי מטה. חברי הוועדה ציינו שעל אף השיפור במשק האמריקאי ותחילת הצמצום בהרחבה הכמותית (tapering), ההערכות הן שהבנק המרכזי האמריקאי ישמור את הריבית ברמה נמוכה לעוד זמן ניכר וכי כך הדבר גם בבריטניה; אשר לאירופה, ההערכה היא כי ייתכן שתידרש שם הרחבה מוניטרית נוספת והתנאים לתחילת צמצומה טרם הבשילו. התפתחויות אלה עשויות להשפיע על החלטות הוועדה המוניטרית בהמשך.

חברי הוועדה דנו גם בהתפתחויות בשער החליפין האפקטיבי. קצב הייסוף של השקל אמנם ירד בחודשים האחרונים, בין היתר בשל הורדות הריבית וההתערבות הישירה של בנק ישראל בשוק המט"ח, אך עדיין קיימים לחצים לייסוף. מאז החלטת הריבית הקודמת הדולר התחזק בעולם בעיקר כנגד מטבעות המשקים המתעוררים שחלקם פוחדו בחזות, אולם השקל הוא בין המטבעות הבודדים שהתחזק ביחס לדולר בתקופה זו.

נוסף על נושאים אלה ציינו חברי הוועדה את שוק הדיור כשיקול נגד הורדת הריבית. קצב עליית מחירי הדירות והיקף המשכנתאות עודם גבוהים, אף שניכרת בהם התייצבות ונמשך השיפור במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות.

לאחר הדיון הצביעו חמשת חברי הוועדה המוניטרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לחודש פברואר 2014. כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה, ברמה של 1%.

בהודעה על ההחלטה הדגיש בנק ישראל כי ההחלטה להותיר את הריבית לחודש פברואר ללא שינוי, ברמה של 1%, עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

### הגורמים העיקריים להחלטה:

- האינפלציה בשנת 2013 הסתכמה בשיעור של 1.8%. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נמצאות כולן מעט מתחת למרכזו יעד האינפלציה.

- מהנתונים שהתקבלו החודש נראה כי נמשכת צמיחת המשק בקצב מתון, תוך שיפור מסוים ברביע הרביעי של השנה שעברה לעומת הרביע שקדם לו. תמונת היצוא ברביע הרביעי טובה מאשר ברביע השלישי, אך בדצמבר שוב חלה התמתנות. לאורך זמן ניכר קיפאון ביצוא, על רקע צמיחה מתונה של הסחר העולמי והתחזקות השקל. שיעור האבטלה המשיך לרדת ומצוי ברמה נמוכה, אולם אינדיקטורים שונים, כגון נתוני המשרות הפנויות ונתוני מס בריאות, מצביעים על רפיון מסוים בשוק העבודה.
  - מאז הדיון המונטרי האחרון השקל התחזק מול הדולר ב-1%, בעוד שבעולם הדולר התחזק מול מרבית המטבעות העיקריים. במונחי השער הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל ב-1.5%.
  - לאחר שנתיים שבהן כל העדכונים לתחזיות היו כלפי מטה, הבנק העולמי וקרן המטבע הבינלאומית עדכנו החודש את התחזיות לצמיחה העולמית כלפי מעלה. עם זאת, העדכון היה בשיעור מתון, והתחזית לצמיחת הסחר העולמי עודכנה כלפי מטה. הבנקים המרכזיים העיקריים ממשיכים לבטא מחויבות לשמר את הריבית המוניטרית ברמה נמוכה לאורך זמן. למרות התחלת תהליך הצמצום ההדרגתי של רכישות האג"ח בארה"ב (tapering), התשואות הארוכות שם ירדו החודש.
  - לאחר שבחודש הקודם הנתונים הראו על התמתנות מסויימת, החודש חלה עלייה במחירי הדירות וביצועי המשכנתאות. גם מספר העסקאות ומשקל המשקיעים בעסקאות שבו לעלות. על רקע הוראות המפקח בתחום האשראי לדיור, נמשכת מגמת ירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות, כגון יחס המימון הממוצע, שיעור ההחזר להכנסה, וחלקן של המשכנתאות בריבית משתנה.
- בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים, בפרט לנוכח חוסר הוודאות הנמשך במשק העולמי. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ומהיבט זה ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים, ובכלל זה שוק הדיור.
- ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 בינואר 2014.

## **השתתפו:**

### **חברי הוועדה המוניתרית**

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניתרית

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר, חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניתרית

### **משתתפים נוספים**

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

ד"ר יוסי יכין – כלכלן בחטיבת המחקר

מר יואב סופר – מ"מ דובר הבנק

מר אילן סוציאנו – עוזר מזכירת הוועדה המוניתרית והמועצה המנהלית

## החלטת הריבית לחודש מארס 2014

### עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש מארס 2014 התקבלה ההחלטה להפחית את הריבית ברבע נקודת אחוז, לרמה של 0.75%. ארבעה מחברי הוועדה תמכו בהחלטה זו ואחד הצביע בעד הותרת הריבית ללא שינוי.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) הפעילות במשק ושוק העבודה; (3) הכלכלה העולמית והמדיניות המוניתרית בעולם; (4) שער החליפין והיצוא; ו-(5) שוק הדיור.

האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים, וכן הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה שמספקים המקורות השונים, נמצאות מתחת לאמצע היעד. רוב חברי הוועדה סברו כי חלה ירידה מסוימת בסביבת האינפלציה, וזאת בהסתמך על מדד ינואר, שהיה נמוך מהצפוי, ועל תחזיות החזאים, שהתעדכנו כלפי מטה בעקבות המדד. רוב חברי הוועדה סברו כי התפתחויות אלו תומכות בשינוי מדיניות שיחזיר את סביבת האינפלציה למרכז היעד. לעומת זאת, אחד החברים טען כי המדד הנמוך אינו מצביע על ירידת מדרגה בסביבת האינפלציה, היות שמרבית ההפתעה במדד נזקפת לירידה ברכיבים שאינם מעידים בהכרח על חולשה בביקושים.

בדיוניהם על מצב הפעילות הכלכלית במשק הסכימו רוב חברי הוועדה כי שיעור צמיחת התוצר – בפרט העסקי – מתון, וכי קיים צפי שמגמה זו תימשך. לדעת רוב חברי הוועדה, קצב הצמיחה הנמוך – ועמו ההתפתחויות הנזכרות במדד המחירים – עקביים עם סביבת ביקושים ממותנת. בדומה לכך, רוב החברים סברו כי אף על פי ששיעור האבטלה נותר נמוך, נתונים אחרים ממשיכים להצביע על רפיון בשוק העבודה. תמונת הרפיון נתמכת להערכתם בקיפאון בשכר הריאלי, בעלייה במספר דורשי העבודה ובנתונים לגבי משרות השכיר, שמהם עולה כי הגידול שחל בתעסוקה בתקופה האחרונה נובע ברובו מעלייה במספר המשרות במגזר הציבורי. במגזר העסקי לעומת זאת בולט הרפיון בתעסוקה, והוא בא לידי ביטוי ברמה הנמוכה של מספר המשרות הפנויות ובקיפאון במספר משרות השכיר. רוב חברי הוועדה סברו שכדי לשמור על רמת תעסוקה גבוהה בהמשך יידרש גידול במשרות במגזר העסקי, בעיקר לנוכח הצפי שב-2014–2015 תפחת תרומתו של המגזר הציבורי לצמיחה. מנגד, אחד מחברי הוועדה טען כי הנתונים על שוק העבודה מעידים על יציבות וכי הם משקפים בעיקר את ההאטה בפעילות, בפרט ביצוא, שהתרחשה ברבעון השלישי אשתקד, ואשר בגינה ננקטה מדיניות מוניתרית מרחיבה, וכן ששיעור האבטלה נמוך ושיעור התעסוקה גבוה. חבר הוועדה ציין בנוסף שהאינדיקטורים השוטפים הם חיוביים, ובשלושת החודשים האחרונים חל לראשונה גידול באשראי הבנקאי למגזר העסקי, לאחר תקופה ארוכה של התכווצות.

באשר לכלכלה העולמית הסכימו חברי הוועדה כי תהליך ההתאוששות בארה"ב מתבסס; באירופה לעומת זאת ההתאוששות המתונה נמשכת אך היא שברירית ואינה אחידה. רוב חברי הוועדה סבורים כי תהליכי התאוששות אלו צפויים להיות איטיים ולהימשך מספר שנים, וכי הדבר ישפיע על היצוא המקומי. חברי הוועדה הצביעו על הנתונים החלשים יחסית שהתפרסמו לאחרונה על הפעילות בארה"ב, אך הייתה הסכמה כי מוקדם לקבוע אם מדובר בשינוי מגמה או בהאטה זמנית כתוצאה מתנאי מזג האוויר ששררו בתקופה זו. חברי הוועדה ציינו כי אין שינוי בהערכות שהבנק המרכזי האמריקאי יותיר את הריבית ברמה נמוכה עוד זמן ממושך, וכי כך הדבר גם בבריטניה; אשר לגוש האירו, ההערכה היא כי ייתכן שתידרש שם הרחבה מוניתרית נוספת, במיוחד לנוכח הרמה הנמוכה של האינפלציה והחששות מפני דפלציה. בהקשר זה דנו חברי הוועדה במידה שבה האינפלציה העולמית משפיעה על האינפלציה בישראל.

חברי הוועדה דנו בהתערבות הישירה של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ בחודש החולף, והם הסכימו כי הפעולה תרמה להיחלשות של השקל במונחי סל המטבעות האפקטיבי, ובפרט מול הדולר. עם זאת הם הסכימו כי הייסוף המצטבר בתקופה האחרונה עדיין פועל כגורם ממתן על הפעילות במגזר הסחיר. מנגד, אחד מחברי הוועדה טען כי שוק מטבע החוץ מאותת על יציבות לראשונה זה מספר חודשים. רוב חברי הוועדה הסכימו כי אם יתרחש ייסוף נוסף, הוא עשוי לערער את מגמת השיפור שנרשמה לאחרונה ביצוא המקומי. חברי הוועדה ציינו כי חשיבותו של שער החליפין ליצוא המקומי בולטת במיוחד לנוכח הצמיחה האיטית בהיקפי הסחר העולמי, צמיחה שאינה צפויה, על פי רוב ההערכות, להתגבר משמעותית בשנים הקרובות.

מנגד, כטיעון המרכזי נגד הורדת הריבית, נידונו ההתפתחויות במחירי הנכסים – בפרט במחירי הדירות – וההשלכות האפשריות של התפתחויות אלו על היציבות הפיננסית. בדיון הועלה החשש מפני ההשפעה ארוכת הטווח שיכולה להיות לריבית נמוכה על

הביקושים לדירות. חברי הוועדה אמרו שמחירי הדירות מוסיפים לעלות בקצב מהיר והיקף המשכנתאות נותר גבוה. בהקשר זה העירו החברים כי הצעדים שנקט המפקח על הבנקים היו יעילים: הם הפחיתו את מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות. נוסף על כך דנו חברי הוועדה בהתפתחויות החיוביות שחלו לאחרונה בצד ההיצע של הדירות – מספרן של השלמות הבנייה (גמר הבנייה) עלה באופן משמעותי ומלאי הדירות למכירה נמצא ברמה גבוהה.

לסיכום, רוב חברי הוועדה הסכימו כי הורדת הריבית ברבע נקודת אחוז הינה צעד מתבקש לנוכח הירידה בסביבת האינפלציה, ההאטה בצמיחת התוצר, הרפיון בשוק העבודה, הייסוף המצטבר בשער החליפין האפקטיבי, והחשש מהאטה נוספת במשק העולמי. הם הדגישו כי צעד זה נדרש על אף הסיכונים הנשקפים מהמשך העלייה במחירי הדירות שהתמתנו כפי שמשקף בירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות. מנגד, אחד מחברי הוועדה תמך בהותרת הריבית ללא שינוי, לאור ההתייחסות שחלה בחודש האחרון בשער החליפין, האינדיקטורים השוטפים החיוביים הן במשק הישראלי והן בכלכלה העולמית, שיעור האבטלה הנמוך, והסיכונים הנשקפים מהמשך העלייה במחירי הדירות.

לאחר הדיון הצביעו חמשת חברי הוועדה המוניתרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לחודש מארס 2014. ארבעה חברים תמכו בהפחתת הריבית לרמה של 0.75% וחבר אחד הצביע בעד הותרת הריבית ללא שינוי.

ההחלטה להפחית את הריבית לחודש מארס ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 0.75%, עקבית עם מדיניות מוניתרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניתרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

### **הגורמים העיקריים להחלטה:**

- מדד המחירים לצרכן לחודש ינואר הפתיע כלפי מטה, והאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 1.4% - בחלקו התחתון של היעד. לאחר פרסום המדד הפחיתו החוזאים את תחזיותיהם ל-12 המדדים הבאים, והציפיות מהמקורות השונים לאינפלציה בשנה הקרובה נמצאות כולן מתחת למרכז היעד.
- על פי האומדן הראשון לרביע הרביעי, התוצר המקומי הגולמי צמח ב-2.3%, והתוצר העסקי צמח ב-1.6% בלבד. התפנית שנרשמה לטובה ביצוא ברביע הרביעי מתבססת בעיקרה על יצוא התרופות המתאפיינת בתנודותיות, ויצוא התעשיות עתירות העבודה עדיין מצוי בקיפאון. אינדיקטורים שונים לפעילות בינואר הצביעו על התאוששות מסוימת, אולם מדדי אמון הצרכנים ממשיכים להצביע על פסימיות, והנתונים ממשיכים להצביע על היעדר גידול בתעסוקה ובשכר במגזר העסקי.
- בחודש האחרון נחלש השקל ב-1% במונחי שער החליפין הנומינלי אפקטיבי; מתחילת 2013 נרשם ייסוף מצטבר של 7.3%.
- לאחר שני רביעים של צמיחה מהירה, הנתונים האחרונים על כלכלת ארה"ב היו מאכזבים, אולם מוקדם לקבוע אם מדובר בהאטה זמנית או בתפנית לרעה. באירופה נמשכת צמיחה נמוכה ומתגברים החששות מדפלציה. תהליך צמצום רכישות האג"ח על ידי ה-FED צפוי להימשך בהדרגה, והמדיניות המוניתרית המרחיבה במשקים העיקריים האחרים צפויה להימשך עוד זמן רב.
- מחירי הדירות עלו בשנה האחרונה ב-8.1%, ונמשכים הגידול במספר העסקאות והיקף גבוה של נטילת משכנתאות. במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות נמשכת מגמת השיפור.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים, ובפרט נוכח האי ודאות הנמשכת במשק העולמי. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו - יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכלל זה שוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-24 בפברואר 2014.

## השתתפו:

### חברי הוועדה המוניטרית

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר, חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

### משתתפים נוספים

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר איתמר כספי – כלכלן בחטיבת המחקר

מר יואב סופר – מ"מ דובר הבנק

גברת אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית

## **ההחלטה על הריבית לחודש אפריל 2014**

### **עיקרי הדיון:**

חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש אפריל 2014 התקבלה ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.75%. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה זו.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) הפעילות; (3) שוק העבודה; (4) הכלכלה העולמית והמדיניות המוניטרית בעולם; ו-(5) שוק הדיור.

במהלך הדיון בנושא האינפלציה התייחסו חברי הוועדה לכך שסביבת האינפלציה נמוכה, מתחת למרכזו של תחום היעד; הם העריכו כי היא משקפת בעיקר את הפעילות הממותנת בעולם ואת האינפלציה הנמוכה המתלווה לה, וכי היא משקפת במידה פחותה את גורמי הביקוש המקומיים. זאת משום שמחירי המוצרים הסחירים במדד – אלה מהווים כשליש ממנו והם מושפעים מהמחירים העולמיים ומשער החליפין – ירדו ב-12 החודשים האחרונים ב-1%, ואילו מחירי המוצרים הבלתי סחירים, המשקפים את הפעילות המקומית, עלו ב-2.3%.

שיעור האינפלציה השנתי אמנם צפוי – על פי תחזיותיהם של חלק מהחזאים – להימצא בהמשך השנה מתחת לגבול התחתון של היעד במשך כמה חודשים, אך לקראת ראשית 2015 הוא צפוי לשוב אליו. עם זאת, הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים נמצאות מעל הגבול התחתון של יעד האינפלציה – בסביבת 1.4% עד 1.6%. יציבותן של הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני וארוך תומכת בהערכה שהירידה בקצב האינפלציה נתפסת כזמנית.

חברי הוועדה דנו בתמונת הפעילות הריאלית ובמידה שבה ניתן לזהות בה שינוי בעקבות הנתונים החדשים שהתקבלו מאז ההחלטה בחודש שעבר. ניתוח הנתונים המעודכנים מצביע על כך שברבעון האחרון של 2013 ובתחילת 2014 חלה התאוששות מסוימת בפעילות, בעיקר ביצוא, ובפרט בתעשיות הטכנולוגיה העילית, וזאת על רקע השיפור בסחר העולמי. עם זאת, לפי חלק מהאינדיקטורים, ההתאוששות בפעילות עדיין מתאפיינת בקצב מתון. על פי תחזית הצוות המעודכנת צפוי התוצר ב-2014 לצמוח ב-3.1%, תוך עלייה מתונה בשיעור האבטלה.

הדיון עסק בפרט גם בתמונה העולה משוק העבודה: חברי הוועדה העריכו כי שוק העבודה אינו רחוק במידה משמעותית מתעסוקה מלאה, אך עדיין קיים פוטנציאל להרחבה, והדבר ניכר מהקצב המתון שבו עלה השכר הריאלי בשנה האחרונה.

הירידה שחלה בשנה האחרונה בשיעור האבטלה מוסברת בחלקה על ידי התרחבות התעסוקה בשירותים הציבוריים ובחלקה על ידי ירידה של האבטלה המבנית.

נושא מרכזי נוסף שעלה בדיון הוא ההתפתחויות בכלכלה העולמית, השינויים במדיניות המוניטרית בארה"ב, והשפעותיהם על המדיניות הנדרשת בישראל. צוין שהבנק המרכזי האמריקאי (הפדרל ריזרב) הודיע כי הוא ימשיך לצמצם את היקף ההרחבה הכמותית (tapering) ב-10 מיליארדי דולרים נוספים, להיקף חודשי של 55 מיליארדי דולרים, וכי תחזיות ה-FOMC (Federal Reserve Open Market Committee) עודכנו והן כוללות תוואי ריבית מעט מהיר יותר מזה שהוצג בהחלטת הריבית הקודמת שלו. תוואי זה צפוי להקטין את פערי הריבית בין ישראל וארה"ב ובכך להקטין את הלחצים לייסוף הנובעים מהם. חברי הוועדה העריכו כי התפתחויות אלו מאותתות בסך הכול על כיוון חיובי בכלכלת ארה"ב, אם כי השיפור בארה"ב ובמדינות אחרות עדיין שברירי, וכי תוואי הריבית העתידי בישראל יושפע מהתפתחות הכלכלה העולמית, ובפרט מתוואי הריבית העולמי שייגזר ממנה.

הוועדה התייחסה בדיוניה גם לצעדי המדיניות בשוק הדיור שהממשלה דנה בהם. חברי הוועדה סברו כי בתקופה הקרובה אנו עשויים לראות האטה זמנית בפעילות בשוק הדירות בשל העדפתם של הרוכשים להמתין להתבהרות התמונה. נוסף על כך התייחסה הוועדה להשלכות הפיסקליות האפשריות של צעדים כאלו, והדגישה את החשיבות של שמירה על מסגרת הגירעון.

בהתייחס לסביבת הריבית הנוכחית הביעו חברי הוועדה את העמדה שסביבה זו תואמת את תנאי המשק מבחינת סביבת האינפלציה והפעילות הריאלית, וכן היא תואמת את רמת הריבית הנמוכה השוררת במדינות המפותחות העיקריות. בהתייחס לסביבת הפעילות הפיננסית ציינו חלק מחברי הוועדה, כי על רקע העובדה שבעולם שוררות רמות נמוכות של ריבית לאופקים קצרים וארוכים יותר, עלו מחיריהם של הנכסים הפיננסיים השונים – מניות ואיגרות חוב. עם זאת צוין כי תופעה זו לא לוותה בהתרחבות של האשראי למגזר העסקי.

עוד צוין כי בחודש האחרון, מאז החלטת הריבית הקודמת, התייסף השקל במונחי שער החליפין האפקטיבי בשיעור של כ-1%. אולם לאחר הפחתת הריבית בחודש הקודם, הוועדה סברה כי אין מקום לשינוי נוסף בריבית.

לסיכום, כל חברי הוועדה הסכימו כי רמתה הנוכחית של הריבית תואמת את סביבות הפעילות והאינפלציה הנוכחיות ואת רמות הריבית המאפיינות את המדינות המפותחות, וכי לא ניתן להבחין בסיכונים משמעותיים לחוסר איזון בשווקים הפיננסיים. כמו כן הסכימו חברי הוועדה כי אין מקום לשינוי בשיעור הריבית, לאחר שבחודש הקודם הוחלט להפחיתה.

לאחר הדיון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניטרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לחודש אפריל 2014. כל החברים תמכו בהשאת הריבית ללא שינוי ברמה של 0.75%.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש אפריל ברמה של 0.75%, לאחר שהורדה בחודש הקודם, עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

### **הגורמים העיקריים להחלטה:**

- מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר ירד ב-0.2%. סביבת האינפלציה מצויה בחלקו התחתון של תחום היעד; ייתכן שבחודשים הבאים האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים אחורנית תרד זמנית אל מתחת לתחום היעד, אולם היא צפויה לשוב אל תוך היעד לקראת תחילת 2015. הציפיות לאינפלציה לשנה נמצאות בתוך תחום היעד, בחלקו התחתון של התחום.
- הנתונים שהתווספו החודש ממשיכים להצביע על צמיחה מתונה של המשק, ומסתמנת ברביע הראשון של 2014 התאוששות מסוימת בשיעור הצמיחה. בפרט מסתמנות התאוששות בצריכה הפרטית, ועלייה מסוימת ביצוא, המתמקדת בענפי הטכנולוגיה העילית ובשירותים העסקיים, בעוד שבשאר היצוא התעשייתי נמשך הקיפאון. נתוני סקר כוח אדם מצביעים על רמה גבוהה של תעסוקה ואבטלה נמוכה, הנובעת גם מגורמים מבניים; הגידול במספר משרות השכיר במגזר העסקי ממשיך להיות מתון.

- בחודש האחרון התחזק השקל ב-1% במונחי שער החליפין הנומינלי אפקטיבי, ומתחילת 2013 נרשם ייסוף מצטבר של 8.2%.
- בסחר העולמי מתחדשת מגמת גידול, ובמשק העולמי צפויה המשך צמיחה מתונה. בארה"ב נרשמו החודש נתונים מעורבים, בעיקר על רקע מזג האוויר, אך נמשך תהליך ה-tapering ותואי הריבית הצפוי על ידי חברי ה-FOMC עלה, מה שמבטא צפי להמשך ההתאוששות. באירופה עודכנה מעט תחזית הצמיחה כלפי מעלה. במשקים המתעוררים עדיין מסתמנת חולשה.
- קצב עליית מחירי הדירות התמתן החודש, והם עלו בשנה האחרונה ב-6.3%. נמשך היקף גבוה של נטילת משכנתאות; עם זאת, נמשך השיפור במאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות. צעדי המדיניות הנדונים ביחס לשוק הדיור עשויים להביא לתנודתיות בהיקפי הפעילות ורמות המחירים בשוק בחודשים הקרובים.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים, בפרט נוכח חוסר וודאות הנמשך במשק העולמי. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ומהיבט זה ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכלל זה שוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-24 במארכ 2014.

## **השתתפו:**

### **חברי הוועדה המוניטרית**

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית

ד"ר נדון בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר, חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

### **משתתפים נוספים**

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר יואב סופר – דובר הבנק

ד"ר סיגל ריבון – כלכלנית בחטיבת המחקר

גברת אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטארית

## **ההחלטה על הריבית לחודש מאי 2014**

### **עיקרי הדיון:**

חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש מאי 2014 התקבלה ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.75%. חמישה מחברי הוועדה תמכו בהחלטה זו ואחד הצביע בעד העלאת הריבית ב-0.25% נקודת אחוז.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) הפעילות במשק ושוק העבודה; (3) הכלכלה העולמית והמדיניות המוניטרית בעולם; (4) שוק הדיור; (5) המצב הפיסקלי.

במהלך הדיון בנושא האינפלציה הסכימו חברי הוועדה שרמת האינפלציה והציפיות לאינפלציה תואמות את יעדי המדיניות המוניטרית. הכוחות הפועלים לכך שהאינפלציה מצויה מתחת למרכז היעד הם הפעילות הממונתת בעולם והאינפלציה הנמוכה



המתלווה אליה. מחירי המוצרים הבלתי סחירים עלו ב-2.6% ב-12 החודשים האחרונים; בניכוי מדד מחירי הדיור, אשר מושפע במידה רבה מכוחות ייחודיים לשוק זה, הם עלו ב-2.2% – בסביבות מרכז היעד של יציבות המחירים.

בדיוניהם על מצב הפעילות הכלכלית במשק הסכימו חברי הוועדה כי התיקון כלפי מעלה בנתוני התמ"ג והתוצר העסקי, וכן הנתונים שהתווספו בחודש האחרון, מצביעים על שיפור מסוים בקצב ההתרחבות של המשק. יחד עם זאת, רוב חברי הוועדה ציינו שמוקדם להעריך עד כמה יתמיד שיפור זה, בפרט מפני שהביקוש המקומי מוביל אותו, ולא האצה בקצב הצמיחה העולמי וביצוא. רוב חברי הוועדה ציינו כי משיעור האבטלה הנמוך קשה להסיק עד כמה המשק קרוב לתעסוקה מלאה, שכן ירידתה המתמשכת של האבטלה נבעה בין השאר מתהליכים ארוכי טווח שפעלו לירידת האבטלה המבנית. הקיפאון בשכר הריאלי תומך בהערכה ששוק העבודה אינו נמצא בתעסוקה מלאה, אף על פי שרמת התעסוקה גבוהה ושיעור האבטלה נמוך.

באשר לכלכלה העולמית הסכימו חברי הוועדה כי נמשכת מגמת ההתאוששות במדינות המפותחות. בארה"ב מתבסס תהליך ההתאוששות, וחברי הוועדה הסכימו כי הנתונים החלשים שהתפרסמו בתחילת השנה על הפעילות בארה"ב נבעו מתנאי מזג האוויר ששררו בתקופה זו. חברי הוועדה התייחסו להערכות שתהליך ה-tapering בארה"ב (צמצום ההרחבה הכמותית) יימשך בקצב הנוכחי. הריבית שם צפויה להתחיל לעלות במחצית השנייה של 2015, בכפוף להמשך ההתאוששות. באירופה נמשכת ההתאוששות המתונה אך היא שברירית, והאינפלציה ירדה בשנה האחרונה לשפל של 0.5%. ההערכה היא כי ייתכן שה-ECB יחליט על הרחבה מוניטרית נוספת, כדי למנוע דפלציה והתחזקות נוספת של האירו. קרן המטבע הבין-לאומית הפחיתה את תחזית הצמיחה העולמית בשיעור קל, בשל התמתנות הצמיחה בשווקים המתעוררים.

חברי הוועדה הסכימו כי הדיון שנערך בממשלה על צעדי המדיניות בשוק הדיור עשוי להביא בחודשים הקרובים לירידה זמנית בהיקפי הפעילות. בשלב זה לא ניתן להסיק מהיקף הפעילות ומהתפתחות המחירים בשוק הדיור איזו השפעה תהיה לצעדים כאשר הם ייושמו.

בנושא המצב הפיסקלי צוין בדיון כי הנתונים על גביית המסים חיוביים וכי העודף המקומי של הממשלה (ללא אשראי נטו) גבוה מהתוואי העונתי העקבי עם עמידה ביעד הגירעון ל-2014. חברי הוועדה התייחסו לכך שהמסגרות הפיסקליות לשנת 2015 טרם גובשו, אך כבר כעת ניתן לומר – על פי ההיקף הצפוי של תקבולי המסים וההוצאה המתוכננת – כי יתחייבו התאמות תקציביות לשנה זו, כדי לעמוד בתוואי הגירעון שהממשלה קבעה.

לסיכום, רוב חברי הוועדה סברו שרמתה הנוכחית של הריבית תואמת את סביבת הפעילות והאינפלציה ואת המדיניות המוניטרית המרחיבה במדינות המפותחות, לרבות המשך ההרחבה הכמותית בארה"ב. הם טענו כי רמתה הנמוכה של הריבית הנוכחית תמכה בפעילות ותרמה לבלימת הייסוף הריאלי, וכי חשיבותה של ההרחבה המוניטרית לצמיחה גדולה במיוחד כל עוד נמשכת ההתרחבות האיטית בהיקפי הסחר העולמי. רוב חברי הוועדה הדגישו כי לא ניתן להבחין בסיכונים משמעותיים להיווצרותו של חוסר איזון בשווקים הפיננסיים, ובהקשר זה הם הזכירו את הצעדים שנקט המפקח על הבנקים בשוק המשכנתאות, צעדים שפעלו להפחתת הסיכונים הגלומים במשכנתאות החדשות. מנגד, אחד מחברי הוועדה תמך בהעלאת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, לאור האינדיקטורים השוטפים החיוביים הן במשק הישראלי והן בכלכלה העולמית, היציבות בשער החליפין, הסיכונים הפיננסיים הנלווים לריבית הנמוכה, בפרט בשוק הדיור ובשוק האג"ח, והמשך הצמצום בהרחבה הכמותית שנוקט הבנק המרכזי האמריקאי.

לאחר הדיון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניטרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לחודש מאי 2014. חמישה חברים תמכו בהותרת הריבית ברמה של 0.75%, וחבר אחד הצביע בעד העלאתה ב-0.25 נקודות אחוז.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש מאי ברמה של 0.75% עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות מחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, וכן לתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

## הגורמים העיקריים להחלטה:

- מדד המחירים לצרכן עלה במאָרס ב-0.3%, והאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים מסתכמת ב-1.3%. הציפיות לאינפלציה לשנה נותרו גם החודש בתוך תחום היעד, בחלקו התחתון של התחום.
  - הנתונים שהתווספו בחודש האחרון מצביעים על כך שברביע הראשון חלה האצה מסוימת בהתרחבות המשק, בהובלת הביקוש המקומי ויצוא השירותים ותוך קיפאון ביצוא הסחורות. הנתונים מסקר כוח האדם ממשיכים להצביע על ירידה באבטלה וגידול בתעסוקה. מספר משרות השכיר של ישראלים עלה בינואר באופן חד יחסית, והגידול התבטא בעיקר בענפים הפועלים בשוק המקומי; אך אין אינדיקציות לעלייה בשכר, וקצב הגידול של התקבולים ממס בריאות עדיין ממותן.
  - בחודש האחרון נחלש השקל ב-0.4% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי; מתחילת 2014 נרשמה יציבות בשער האפקטיבי, ובשנה האחרונה נרשם ייסוף של 4.5%.
  - קרן המטבע הבין-לאומית הפחיתה החודש קלות את תחזית הצמיחה הגלובלית, ואת התחזית לסחר העולמי היא הפחיתה ב-0.1%, בעיקר על רקע ירידה בתחזיות לפעילות בשווקים המתעוררים. בארה"ב ובאירופה נרשמו החודש נתונים חיוביים. הריבית בארה"ב צפויה להתחיל לעלות רק במחצית השנייה של 2015, וישנן הערכות שבאירופה ינקטו צעדים מוניטריים מרחיבים נוספים. במשקים המתעוררים ממשכה להסתמן חולשה.
  - מחירי הדירות המשיכו לעלות החודש, וקצב עלייתם השנתי נע בסביבות 6%—7%. קצב נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה, תוך שמדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות מתייצבים ברמה נמוכה יותר. נמשך חוסר הוודאות לגבי האופן שבו צעדי המדיניות שהוחלט עליהם ישפיעו על רמות המחירים והיקפי הפעילות בשוק.
- בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים, בפרט נוכח חוסר הוודאות הנמשך במשק העולמי. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו כדי להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ומההיבט הזה ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים, לרבות שוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-28 באפריל 2014.

## השתתפו:

### חברי הוועדה המוניתרית

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניתרית

ד"ר נדין בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר, חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניתרית

### משתתפים נוספים

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר יואב סופר – דובר הבנק

מר שי צור – כלכלן בחטיבת המחקר

גברת אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניתרית

## ההחלטה על הריבית לחודש יוני 2014

### עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש יוני 2014 התקבלה ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.75%. ששת חברי הוועדה תמכו בהחלטה זו.

הדיון החודש התמקד בשתי סוגיות עיקריות: האינפלציה והפעילות במשק. זאת על רקע העובדה שמדד המחירים באפריל היה נמוך במיוחד, והסתירה שבין נתוני החשבונאות הלאומית ומרבית נתוני הקצה שהתפרסמו לאחרונה המצביעים על התמתנות קצב הצמיחה של המשק ובין נתוני שוק העבודה ומדדי האמון המצביעים על המשך התאוששות. בנוסף, דנו חברי הוועדה המוניתרית במצב בשוק הדיור, במצב הפיסקלי ובהתפתחויות בעולם.

בנושא האינפלציה, נסב הדיון סביב השאלה באיזו מידה מצביע המדד הנמוך של חודש אפריל על ירידה בקצב עליית המחירים או שאינו אלא תנועה חד-פעמית כלפי מטה שתתוקן בהמשך השנה. הוועדה הסכימה שהעובדה כי מרבית רכיבי המדד היו נמוכים יחסית תומכת בהערכה שהמדד הנמוך משקף ירידה במדרגת האינפלציה. החודש נמשכה הירידה במחירי המוצרים הסחירים (האינפלציה המיובאת), בהשפעת הירידה במחירי האנרגיה, מחירי הסחורות האחרים וייסוף השקל בשנה האחרונה. בנוסף זוהתה בחודשים האחרונים ירידה גם בקצב עליית המחירים של המוצרים הבלתי סחירים, מוצרים שהביקושים המקומיים משפיעים על מחיריהם יותר מאשר על מחיריהם של המוצרים הסחירים. ההערכה שירידת המחירים בחודש האחרון לא תתוקן בחודשים הבאים מוצאת את ביטוייה גם בהערכות מרבית החזאים שתיקנו כלפי מטה את הערכותיהם לגבי קצב האינפלציה בשנה הנוכחית.

צוין שבעבר מדד חודש אפריל, היה גבוה בהשוואה למדדים של החודשים האחרים והשפיע על קצב עליית המחירים השנתית. המדד הנמוך האחרון צפוי להשפיע, על כן, לאורך כל השנה הקרובה על קצב עליית המחירים השנתית, ובמהלך חודשי הקיץ הוא צפוי (בהסתכלות על פרקי זמן של 12 חודשים אחרונים) לרדת אל מתחת לגבול התחתון של טווח יעד האינפלציה. ירידה כזו עקבית עם משטר של יעד אינפלציה גמיש המאפשר סטייה לזמן מה מטווח היעד.

בהשפעת המדד הנמוך עודכנו הציפיות והתחזיות לאינפלציה לשנה קדימה מעט כלפי מטה (1.3% עד 1.5%), אולם הן עדיין נמצאות בסביבת מרכז של טווח יעד האינפלציה.

בדיון על מצב הפעילות במשק הסכימו חברי הוועדה כי נתוני החשבונאות הלאומית של הרביע הראשון, ובמיוחד הנתון בדבר הירידה בצריכה הפרטית השוטפת, אינם עקביים עם מרבית האינדיקטורים השוטפים של רביע זה, ובפרט עם הנתונים החיוביים משוק העבודה והנתונים ביחס לגידול המהיר בגביית המסים הישירים. עם זאת, נתוני הקצה – לרבות סחר החוץ, יצוא השירותים והייצור התעשייתי – מעידים גם כן על התמתנות בקצב הצמיחה, והדבר התבטא גם במדד המשולב שנותר ללא שינוי.

לאור אי העקביות בין התמונה המצטיירת מהנתונים השונים, ולנוכח העובדה שהנתון של החשבונאות הלאומית שפורסם לרביע הראשון הוא אומדן ראשוני, אומדן שמתעדכן לעיתים במידה משמעותית בהמשך, הדגישו חברי הוועדה את אי הוודאות שקיימת באשר לקצב הצמיחה של המשק בעת הזו.

בנוגע לשוק הדיור, צוין כי, למרות ההחלטה על מע"מ אפס על קניית דירה ראשונה מקבלן לזכאים, לא ניכרת עד כה האטה בנטילת המשכנתאות. מסתמנת אמנם האטה בהתחלות הבנייה, אך רמתן עדיין גבוהה; נמשכת העלייה בקצב השנתי של השלמות הבנייה, ומחירי הדירות המשיכו לעלות בקצב שנתי של 7%.

לגבי המצב הפיסקלי, חברי הוועדה ציינו שעל פי הנתונים עד כה נראה שהממשלה תעמוד ביעד הגירעון לשנה זו; כמו כן צוין כי עמידה ביעדים הפיסקאליים בתקציב 2015 תדרוש התאמות בהיקף משמעותי בצד ההוצאה ובצד ההכנסות.

בהתייחסות למשק העולמי חברי הוועדה המוניתרית הסכימו כי החודש התחזקו הערכות להאטה בצמיחה העולמית בשנים 2014 ו-2015. כלכלת ארה"ב צמחה ברביע הראשון ב-0.1% בלבד לעומת הרביע הרביעי. גם באירופה צמיחת התמ"ג ברביע הראשון לעומת הרביעי הייתה מאכזבת (0.2%), והיא נבעה בעיקר מהיעדר צמיחה בצרפת ומצמיחה שלילית בהולנד ובאיטליה, אשר קוזזו על ידי צמיחה של 0.8% בגרמניה.

ה-OECD עדכן החודש כלפי מטה ב-0.2% את תחזית הצמיחה העולמית ל-2014, וב-0.4% את תחזית הצמיחה של הסחר העולמי; זאת בשל חולשת הרביע הראשון בלבד - שכן לא היה שינוי בהערכה שהתאוששת במשק העולמי נמשכת. בנוסף היה עדכון קל כלפי מעלה של התחזיות ל-2015.

בהקשר של שער החליפין, חברי הוועדה המוניתרית ציינו החודש את היציבות היחסית של שער החליפין מראשית 2014 לאחר הייסוף הגדול של 2013.

לסיכום, חברי הוועדה סברו שרמתה הנוכחית של הריבית תואמת את סביבת הפעילות כפי שהיא מצטיירת ממרבית הנתונים שהתקבלו החודש ואת סביבת האינפלציה, בהינתן המדיניות המוניטרית המרחיבה במדינות המפותחות. להערכתם, רמתה הנמוכה של הריבית הנוכחית תומכת בפעילות ותרמה לבלימת הייסוף הריאלי. חלק מחברי הוועדה ציינו כי התבהרות התמונה של הפעילות, שאי-הוודאות לגביה היה גבוה במיוחד, תשפיע על החלטות הריבית לחודשים הקרובים.

לאחר הדיןון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניתרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לחודש יוני 2014. כל ששת החברים תמכו בהותרת הריבית ברמה של 0.75%.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש יוני ברמה של 0.75% עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות מחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, וכן לתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

### **הגורמים העיקריים להחלטה:**

- מדד המחירים לצרכן עלה באפריל בשיעור של 0.1% בלבד, נמוך משמעותית מהציפיות, והאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 1% - הגבול התחתון של טווח היעד. שיעור האינפלציה בהסתכלות זו צפוי לרדת בחודשים הקרובים אל מתחת לתחום היעד, אולם הציפיות לשנה מצויות בתוך תחום היעד.
  - האינדיקטורים לפעילות הריאלית שנוספו החודש מעידים על צמיחה מתונה מכפי שהעריכו בחודש הקודם, אולם קיימת אי-וודאות לגבי מידת ההתמתנות; האומדן הראשון לרביע הראשון מצביע על האטה בצמיחה, בעקבות צמצום הצריכה הפרטית וההשקעה, בעוד שהנתונים משוק העבודה ממשיכים להצביע על גידול בתעסוקה וצמצום האבטלה, וחל שיפור במדדי האמון והציפיות לפעילות. סימני התמתנות ניכרים גם בנתוני המדד המשולב, ובכלל זה ביצוא הסחורות.
  - בחודש האחרון נחלש השקל ב-0.4% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי; מתחילת 2014 נרשמה יציבות בשער האפקטיבי, ובשנה האחרונה נרשם ייסוף של 4.4%.
  - על רקע נתוני הצמיחה המאכזבים לרביע הראשון בארה"ב ובאירופה, הפחית החודש ארגון ה-OECD את תחזיותיו לצמיחה העולמית ולסחר העולמי ב-2014. החולשה בשווקים המתעוררים ממשיכה להעיב על הצמיחה העולמית. גדלה ההסתברות להרחבה מוניטרית נוספת באירופה, והצפי לגבי העלאת הריבית בארה"ב נותר כשהיה ולפיו ההעלאה תתרחש במחצית השנייה של 2015.
  - מחירי הדירות המשיכו לעלות בפברואר-מארס, וקצב עלייתם השנתי נותר בסביבות 6%—7%. קצב נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה, תוך המשך ירידה של מדדי הסיכון של המשכנתאות החדשות. נמשך הגידול במספר יחידות הדיור שבנייתן הסתיימה, אך במספר ההתחלות מסתמנת האטה מסוימת. גם החודש נמשכה אי-וודאות לגבי האופן שבו צעדי המדיניות שהממשלה החליטה עליהם ישפיעו על רמות המחירים והיקפי הפעילות בשוק הדיור.
- בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים, בפרט נוכח חוסר הוודאות הנמשך הן במשק העולמי והן לגבי הפעילות בישראל. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ומהיבט זה ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוק הנכסים, לרבות שוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-26 במאי 2014.

## השתתפו

### חברי הוועדה המוניטרית:

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית

ד"ר נדן בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר, חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

### משתתפים נוספים:

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר יובל מזר – כלכלן בחטיבת המחקר

מר יואב סופר – דובר הבנק

מר אילן סוציאנו – עוזר למזכירת הוועדה המוניטרית

## **ההחלטה על הריבית לחודש יולי 2014**

### **עיקרי הדיון:**

חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש יולי 2014 התקבלה ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.75%. חמישה מחברי הוועדה תמכו בהחלטה זו ואחד הצביע בעד הפחתת הריבית ב-0.25 נקודת אחוז.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) הפעילות במשק; (3) שער החליפין; (4) שוק האג"ח הקונצרניות; (5) שוק הדיר.

במהלך הדיון באינפלציה התייחסו חברי הוועדה לכך שהאינפלציה, בהסתכלות על 12 חודשים לאחור, צפויה לרדת בחודשים הקרובים אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. חברי הוועדה הסכימו כי ההתמתנות שחלה בחודשים האחרונים בקצב עלייתם של המחירים נובעת בין השאר מהמשך החולשה בכלכלת העולם ומהייסוף. רוב חברי הוועדה סברו שהתמתנות זו נובעת גם מרפיון של הביקושים המקומיים ובפרט מההתמתנות בקצב גידולה של הצריכה הפרטית. הם הביעו את החשש שהתמתנות זו תוביל לירידה בציפיות לאינפלציה, וטענו שבתנאים מסוימים הדבר עלול להוביל להתמתנות נוספת בפעילות. לעומת זאת, חלק מחברי הוועדה הדגישו את האפשרות ששינויים מבניים תרמו להתמתנות בקצב עלייתם של מחירי המזון ולהתמתנות האינפלציה. בסיום הדיון בנושא האינפלציה הביעו כל חברי הוועדה שביעות רצון מכך שהציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים נמצאות באופן עקבי מעט מעל מרכז היעד, והם העריכו שהמחויבות של בנק ישראל לעמידה ביעד יציבות המחירים תשמר אותן בסביבה זו.

בדיוניהם על הפעילות הכלכלית במשק הסכימו חברי הוועדה שהמשק ממשיך לצמוח בקצב מתון. חברי הוועדה הדגישו את היחלשות הביקוש המקומי, ובפרט את ההתמתנות בקצב הגידול של הצריכה הפרטית לאחר תקופה ארוכה שבה הוא תמך בצמיחת המשק. חברי הוועדה התייחסו לחולשת הביקושים מחו"ל ולחולשת היצוא, וציינו בהקשר זה את העובדה שהגופים הבין-לאומיים הפחיתו את תחזיות הצמיחה לשנת 2014, ואת ההערכה שההתאוששות בכלכלת העולם תמשיך להיות איטית. חברי הוועדה סברו שהנתונים המעודכנים של החשבונאות הלאומית מתיישבים עם אינדיקטורים אחרים לפעילות המשק,

אינדיקטורים שמלמדים גם הם על צמיחה מתונה של הפעילות ברביע הראשון. הם ציינו כי מרבית האינדיקטורים החודשיים אינם מאותתים על התמתנות נוספת ברביע השני, וכי מדדי האמון והציפיות אף השתפרו בחודש האחרון.

בדיון על שער החליפין האפקטיבי התייחסו חברי הוועדה לכך שבחודש האחרון התחדש ייסוף השקל, לאחר שמתחילת השנה השקל היה יציב. צוין שפער הריביות בין ישראל לכלכלות המפותחות כבר זניח והייסוף אינו נובע מתנועות הון לטווח קצר. חברי הוועדה הסכימו שהמשך הייסוף קשור לעודף בחשבון השוטף, להיקפן הגדול של ההשקעות הישירות במשק, לגידור שמבצעים הגופים המוסדיים להשקעותיהם בחו"ל, ולכך שהמצב המקרו-כלכלי יציב יחסית למצב במשקים המפותחים האחרים. חברי הוועדה דנו בהשפעת הייסוף על התמתנות המחירים ובהשלכותיו השליליות על המגזר הסחיר.

חברי הוועדה דנו בכך שהמרווחים של האג"ח הקונצרניות מצויים ברמה נמוכה ובכך שקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח אלה הגדילו את הצבירה. חברי הוועדה סברו שרמתן הנמוכה של הריביות בארץ ובעולם הגדילה את האטרקטיביות של אפיק השקעה זה, בחיפוש אחר תשואה. הם הסכימו שיש להמשיך לעקוב אחרי הסיכונים הנשקפים משוק זה ליציבות הפיננסית.

אשר לשוק הדיור, חברי הוועדה דנו בכך שהמחירים הוסיפו לעלות בחודשים מארס-אפריל ואף עלו בקצב גבוה מזה של החודשים הקודמים, בכך שהיקף המשכנתאות המשיך להיות גבוה, ובכך שמאידך גיסא חלה ברביע הראשון האטה בפעילות הענף. הוסכם שהנתונים משקפים רק באופן חלקי את תקופת ההמתנה לכניסתם לתוקף של הצעדים המתוכננים בשוק הדיור. עלתה סברה שהירידה במספר העסקאות עדיין אינה משתקפת בנתוני המשכנתאות, בשל הפיגור שבין מועד הרכישה של דירות חדשות לבין מועד נטילת המשכנתה, והירידה תבוא לידי ביטוי בחודשים הקרובים. צוין כי מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות התייצבו ברמה נמוכה מרמתם בעבר, בעקבות ההנחיות של הפיקוח על הבנקים.

לסיכום, רוב חברי הוועדה סברו כי רמתה הנוכחית של הריבית תומכת בקצב הצמיחה היציב שמאפיין את המשק, וכי היא עקבית עם העמידה ביעד אינפלציה גמיש המאפשר לסטות לזמן מה מטווח היעד – האינפלציה אמנם צפויה לרדת בחודשים הקרובים אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, אך על פי התחזיות של חטיבת המחקר היא צפויה לחזור לתחום היעד בתוך כחצי שנה. רוב חברי הוועדה סברו ששמירה על רמתה הנוכחית של הריבית עקבית עם הצורך לשמור על היציבות הפיננסית בשוקי הנכסים, והזכירו בהקשר זה את הצעדים שנקט המפקח על הבנקים בשוק המשכנתאות. מנגד, אחד מחברי הוועדה תמך בהפחתת הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לנוכח ההתמתנות בקצב הגידול של הצריכה הפרטית, לנוכח ההערכה שהאינפלציה תרד בחודשים הקרובים אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, ולנוכח הייסוף שחל בשקל בשבועות האחרונים.

לאחר הדיון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניטרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לחודש יולי 2014. חמישה חברים תמכו בהותרת הריבית ברמה של 0.75%, וחבר אחד הצביע בעד הפחתתה ב-0.25 נקודת אחוז.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש יולי ברמה של 0.75% עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

### **הגורמים העיקריים להחלטה:**

- מדד המחירים לצרכן עלה במאי בשיעור של 0.1%. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת בגבול התחתון של היעד אך צפויה לרדת אל מתחתיו בחודשים הקרובים. עם זאת, הציפיות לשנה מכל המקורות נמצאות בתוך היעד, והציפיות לטווחים הארוכים נמצאות בקרבת מרכז היעד.
- תמונת הפעילות הריאלית העולה מהנתונים והאינדיקטורים שנוספו החודש מצביעה על כך שהמשק ממשיך לצמוח בקצב מתון, בדומה לזה של המחצית השנייה של 2013. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון עודכנו כלפי מעלה, אך ישנם סימנים להתמתנות בצמיחת הצריכה הפרטית, וביצוא הסחורות נמשך הקיפאון על רקע התמתנות בסחר העולמי. המדד המשולב עלה ב-0.2%, ומדדי האמון והציפיות השתפרו ברובם החודש.

- בחודש האחרון התחזק השקל מול הדולר ב-1.3%, מול האירו ב-1.4%, ובמונחי השער הנומינלי האפקטיבי הוא התחזק ב-1.4%. מתחילת השנה התחזק השקל במונחי השער האפקטיבי ב-1.2%.
  - הבנק העולמי הפחית החודש את תחזית הצמיחה העולמית ל-2014 בעיקר על רקע נתוני הרבעון הראשון בארה"ב. ה-ECB נקט החודש כמה צעדים של הרחבה מוניטרית, בעוד בארה"ב נמשך תהליך ה-tapering ובבריטניה נתן הבנק המרכזי אינדיקציות ראשונות לכך שיתכן כי ההתאוששות תלווה בהעלאת ריבית כבר בסוף 2014.
  - מחירי הדירות המשיכו לעלות במאס-אפריל, וקצב עלייתם השנתי עלה למעל 8%. קצב נטילת המשכנתאות נותר גבוה תוך שמירה על יציבות במדדי הסיכון במשכנתאות החדשות שירדו בעקבות צעדי המפקח על הבנקים. ברביע הראשון של השנה נרשמה האטה בנתוני התחלות וגמר הבנייה, כמו גם במספר העסקאות. למרות עלייה קלה החודש, המרווחים בשוק האג"ח הקונצרני מצויים ברמה נמוכה מזה תקופה ארוכה.
- בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו כדי להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ומהיבט הזה ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים, בכלל זה שוק הדיור.
- ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 ביוני 2014.

## השתתפו

### חברי הוועדה המוניתרית:

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניתרית

ד"ר נדין בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

פרופ' רפי מלניק

פרופ' אלכס צוקרמן

### משתתפים נוספים:

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר יואב סופר – דובר הבנק

מר שי צור – כלכלן בחטיבת המחקר

גברת אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניתרית

