



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2018

אלול התשע"ח • אוגוסט 2018

49

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

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

התוכן

| | |
|----|---------------------------------|
| 6 | תקציר |
| 7 | א. תנאי הרקע למדיניות המוניטרית |
| 8 | 1. סביבת האינפלציה |
| 11 | 2. הפעילות הריאלית בעולם |
| 13 | 3. המדיניות המוניטרית בעולם |
| 15 | 4. התפתחות שער החליפין של השקל |
| 15 | 5. הפעילות הריאלית בישראל |
| 17 | 6. שוק הדיור |
| 17 | 7. התפתחויות בשוק ההון |
| 19 | 8. התחזית שגיבשה מחלקת המחקר |
| 19 | ב. המדיניות המוניטרית |

על פי חוק בנק ישראל, התשי"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי; נקבע כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים. ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. כדי להשיג יעדים אלה מפעיל בנק ישראל כמה כלים, ובראשם החלטות על רמת הריבית המתאימה לטווח הקצר¹. נוסף על כך הבנק מתערב בשוק המט"ח.

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

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, הדוח הנוכחי מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז פרסום מדד המחירים לצרכן של יוני 2014 (ב-15 ביולי 2014) ועד לפרסום מדד המחירים לצרכן של מאי 2018. שיעור האינפלציה בתקופה זו ירד אל מתחת לגבולו התחתון של היעד, וההסברים לכך מובאים בסעיף א' להלן ("תנאי הרקע למדיניות המוניתרית").

את דוח המדיניות המוניתרית למחצית הראשונה של 2018 הכינו כלכלנים של חטיבת המחקר, בהנחייתה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-9 ביולי 2018.

¹ החל מאפריל 2017 עברה הוועדה מ-12 החלטות ריבית בשנה ל-8 החלטות ריבית.

המדיניות המוניטרית: דוח זה סוקר את חמש החלטות הריבית הראשונות שהתקבלו בשנת 2018 – ב-10 בינואר, ב-26 בפברואר, ב-16 באפריל, ב-28 במאי וב-9 ביולי. בחמש החלטות אלו הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ברמת השפל ההיסטורי שנקבעה במרץ 2015, 0.1%, ובכך המשיכה לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה. ברקע החלטות עמדו סביבת האינפלציה הנמוכה, המדיניות המוניטרית המרחיבה ברוב המשקים המובילים, היציבות היחסית בשער החליפין האפקטיבי של השקל, ההתמתנות בשוק הדיור, והשיפור בפעילות הכלכלית בישראל ובעולם. במסגרת ההכונה לגבי העתיד הצהירה הוועדה כי המדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה כל עוד יידרש הדבר כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתחום היעד של יציבות המחירים. במהלך המחצית הנסקרת המשיך בנק ישראל להתערב בשוק המט"ח, והחל מפברואר הוא התערב במסגרת תוכנית הגז.

האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה: במרוצת המחצית הנסקרת הצביעו רוב האינדיקטורים על עלייה מתונה בסביבת האינפלציה: האינפלציה השנתית נמצאה במגמת עלייה מיולי 2017, ובתום המחצית הנסקרת היא עמדה על 1.3% וכך נכנסה ליעד לראשונה זה כארבע שנים. גם האינפלציה השנתית בניכוי האנרגיה, הפירות והירקות והפחתות המחירים שהממשלה יזמה נכנסה לתחום היעד בתום התקופה הנסקרת. העלייה בסביבת האינפלציה השתקפה הן בכך שקצב שינוי המחירים עלה במדדים האחרונים² והן בכך שציפיות האינפלציה לטווחים הקצר והבינוני הגיעו לחלק התחתון של תחום היעד. חברי הוועדה המוניטרית העריכו שסביבת האינפלציה הנמוכה בישראל אינה משקפת חולשה בביקוש המקומי אלא בעיקר התפתחויות בצד ההיצע.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים החיוביים שהתקבלו במחצית הנסקרת על הפעילות הריאלית הובילו את הוועדה להערכה שהמשק צומח בקצב קרוב לקצב הפוטנציאלי. הנתונים העידו כי הרכב הצמיחה מוסיף לנוע לכיוון מאוזן יותר שכן הוא נוטה יותר ליצוא ופחות לצריכה פרטית. האיתנות השתקפה גם בהמשך ההידוק שניכר בשנתיים האחרונות בשוק העבודה: רמה גבוהה של משרות פנויות לצד שיעור אבטלה נמוך, שיא בשיעור התעסוקה ועלייה משמעותית ברמת השכר, בהובלת המגזר העסקי.

שער החליפין: במחצית הנסקרת נע שער החליפין האפקטיבי של השקל סביב רמה יציבה יחסית, לאחר שגם במחצית השנייה של 2017 הוא הציג יציבות. למרות היציבות בשנה האחרונה העריכו מרבית חברי הוועדה כי שער החליפין הריאלי עדיין מצוי בייסוף יתר. זאת על רקע הייסוף המתמשך והמשמעותי שנוצר בשנים האחרונות.

שוק הדיור: לאחר שמחירי הדירות עלו במשך כעשור נבלמה עלייתם מאמצע 2017 ועד ינואר 2018, ובתקופה זו הם ירדו ב-2.5% במצטבר. בחודשים פברואר-אפריל נרשמה יציבות במחירים. הוועדה המוניטרית העריכה כי הירידה נבעה הן מכך שהביקוש התמתן והן מכך שההיצע התרחב בשנים האחרונות.

הכלכלה העולמית: ברוב המחצית הנסקרת נמשך השיפור בפעילות הריאלית בעולם ובסחר העולמי, וגופים בין-לאומיים עדכנו כלפי מעלה את תחזיותיהם לגבי הפעילות הריאלית בעולם. אולם לקראת אמצע המחצית עלו הסיכונים להמשך השיפור בפעילות הריאלית על רקע התגברות החששות למלחמת סחר בין ארה"ב וסין. האינפלציה במרבית המשקים המובילים עדיין נעה מתחת ל-2% אך בארה"ב היא עלתה על 2%. ה-Fed העלה את הריבית פעמיים, ל-1.75%—2%, והשוק צופה עוד שתי העלאות עד תום 2018. ה-ECB דבק במדיניות הריבית השלילית אך החל לצמצם את ההרחבה הכמותית ואף הכריז שבתחילת 2019 הוא יפסיק אותה לחלוטין.

תחזית חטיבת המחקר: לפי התחזית שחטיבת המחקר גיבשה ביולי 2018, התוצר צפוי לצמוח ב-2018 ו-2019 ב-3.7% ו-3.5%, בהתאמה. האינפלציה השנתית צפויה להישאר בתחום היעד במהלך המחצית השנייה של 2018 ולהסתכם ב-1.2% בסופה. האינפלציה בשנת 2019 צפויה להסתכם ב-1.5%. התחזית לגבי ריבית בנק ישראל נשארה ללא שינוי במחצית הראשונה: היא צפויה להיוותר ברמתה הנוכחית עד לרבעון השלישי של 2018 ולעלות ברבעון הרביעי ל-0.25%.

בהתאם לסעיף 55(ב) לחוק בנק ישראל, סעיף א' להלן סוקר את הסיבות לכך שהאינפלציה סטתה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים רצופים ואת תנאי הרקע ששררו בעת החלטות על הריבית. סעיף ב' מתאר את המדיניות שהוועדה המוניטרית נקטה כדי להשיב את האינפלציה לתחום היעד.

² בניכוי עונתיות.

א. תנאי הרקע למדיניות המוניטרית

בתקופה הנסקרת החליטה הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה (0.1%) וכך להמשיך לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה. ברקע החלטותיה ניצבו כמה התפתחויות עיקריות בישראל ובעולם: (1) סביבת האינפלציה נמצאה מתחת ליעד אף שבתקופה האחרונה היא עלתה; (2) שער החליפין הריאלי של השקל נמצא, להערכת רוב חברי הוועדה, בייסוף יתר למרות הפיחות הנומינלי הקל שחל בשנה האחרונה; (3) מחירי הדירות ירדו מאמצע 2017 וקצב עלייתם השנתית אף השיק לתחום השלילי; ו- (4) מרבית המשקים המובילים עדיין נקטו מדיניות מוניטרית מרחיבה. **אולם גורמים אחדים תמכו במדיניות מוניטרית מרחיבה פחות:** (1) חברי הוועדה העריכו כי האינפלציה הנמוכה בישראל אינה משקפת חולשה בביקוש המקומי אלא בעיקר התפתחויות בצד ההיצע; (2) במהלך התקופה הנסקרת המשיכה האינפלציה להציג את מגמת העלייה שניכרה מיולי 2017; ו- (3) ברוב המחצית הנסקרת צמח התוצר בקצב קרוב לקצב הפוטנציאלי.

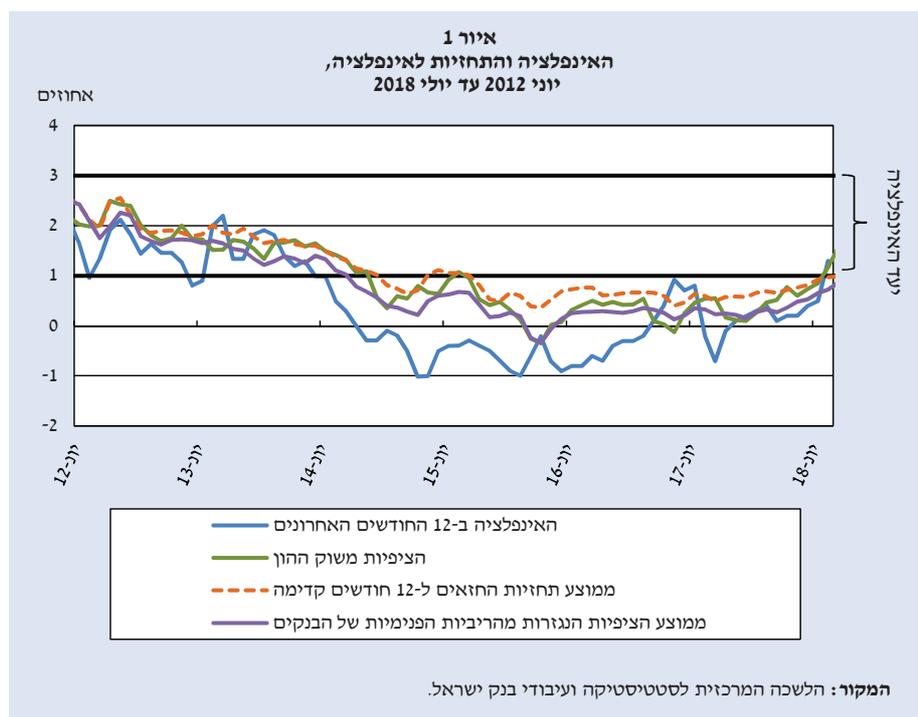
לקראת תום התקופה הנסקרת העריכה הוועדה כי קצב הצמיחה הנוכחי של המשק גבוה מעט מהקצב הפוטנציאלי (כ-3%), שכן קצב הצמיחה של התוצר האיץ ברבעון הראשון של 2018 והנתונים לשנת 2017 עודכנו כלפי מעלה.

נוסף לכך שהוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ברמתה הנמוכה היא המשיכה להשתמש בהכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance). מאפריל 2017 ציינה הוועדה בהודעות הריבית כי בכוונתה להותיר את המדיניות המוניטרית המרחיבה בעינה כל עוד יידרש הדבר כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתחום היעד. בהחלטה שהתקבלה בראשית יולי העירה הוועדה שתי הערות בנוגע לכך. ראשית, יעד האינפלציה מצוי כידוע בין 1% ל-3%, וכאשר הוועדה דנה בהתבססות בתחומה היא אינה מתכוונת דווקא למרכז; אולם מאחר שהאינפלציה נוטה לתנודתיות, מצב שבו סביבת האינפלציה הצפויה קרובה מאוד לגבול התחתון של היעד אינה מהווה התבססות של האינפלציה בתחומה. שנית, כדי לקבוע שסביבת האינפלציה התבססה ביעד, הוועדה תרצה להיות בטוחה, במידת האפשר, שהאינפלציה לא תחזור לתחומה למשך חודשים ספורים בלבד. לצד שימוש בכלי הריבית ובהכוונה לגבי העתיד התערב בנק ישראל בתקופה הנסקרת בשוק המט"ח, וזאת בהיקף מצומצם יחסית: בינואר הוא רכש כ-1.8 מיליארד דולר על מנת לקזז את הכוחות שפעלו באותה עת לייסוף חד יחסית של שער החליפין. בהמשך המחצית הראשונה התערב הבנק רק במסגרת התוכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז על העודף בחשבון השוטף.

להלן פירוט ההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד עיני הוועדה המוניתרית במחצית הראשונה של 2018:

1. סביבת האינפלציה

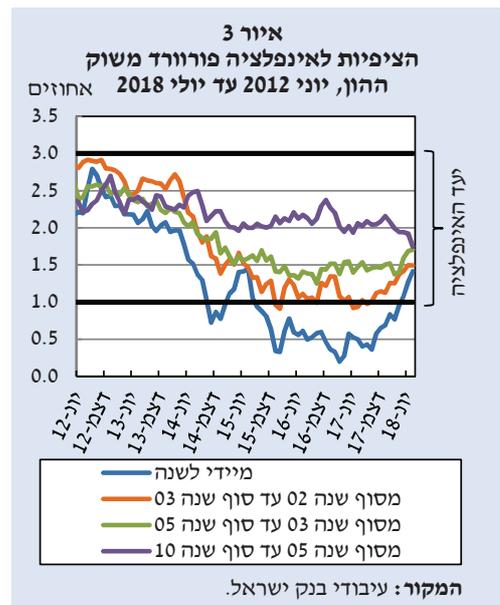
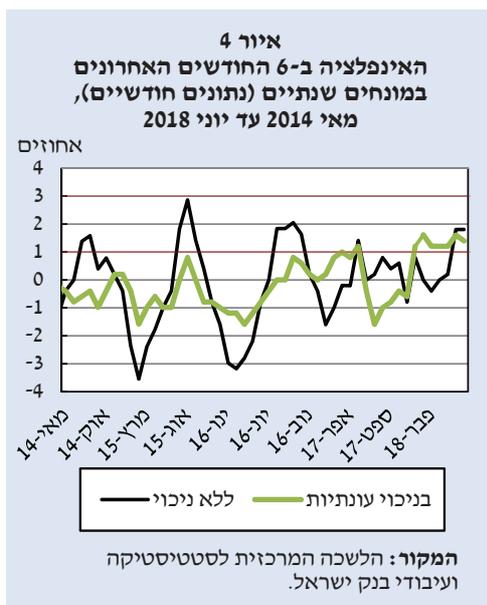
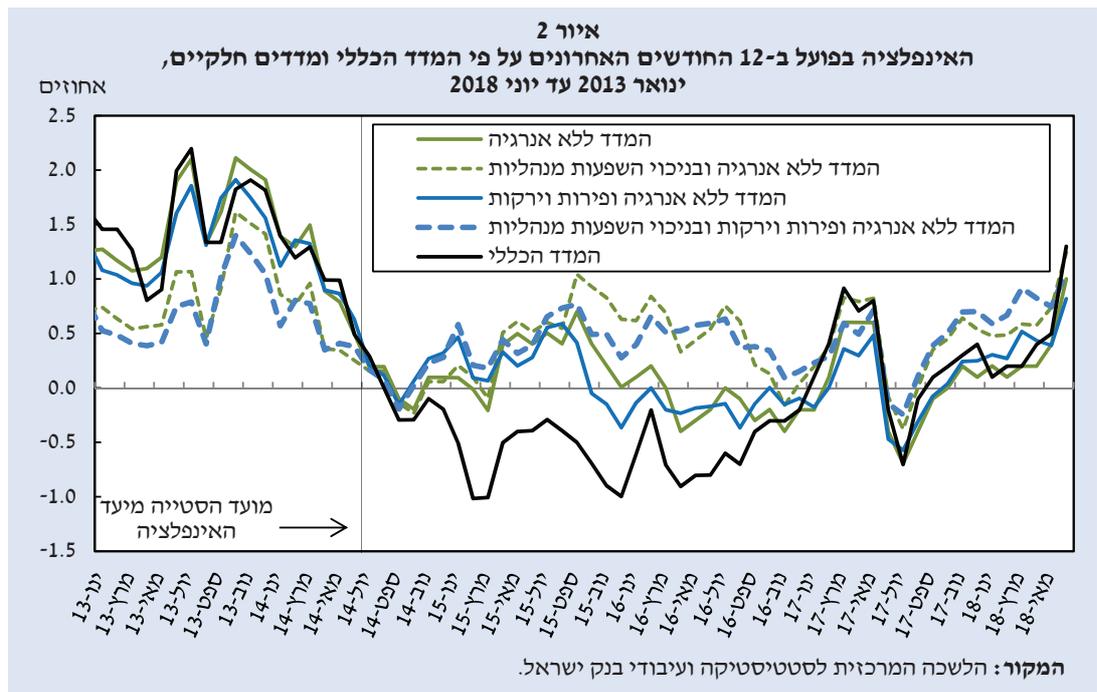
סביבת האינפלציה בישראל המשיכה לעלות במרוצת המחצית הנסקרת אולם רמתה נותרה נמוכה. האינפלציה השנתית עמדה ביולי 2017 על -0.7% , בינואר 2018 היא הגיעה ל- 0.1% , במאי 2018 היא עמדה על 0.5% , וביוני 2018 הגיעה ל- 1.3% וכך נכנסה לתחום היעד לראשונה זה כארבע שנים (איור 1). העלייה המשמעותית בין מאי ליוני 2018 נובעת בעיקר מכך שמדד יוני 2017, מדד שירד ב- 0.7% , יצא מהחישוב של האינפלציה השנתית.



מגמת העלייה בסביבת האינפלציה השתקפה גם בשלושה אינדיקטורים נוספים: (א) התפתחות המדד המשמש אינדיקטור למדד ליבה³ (המדד בניכוי האנרגיה, הפירות והירקות והפחתות המחירים שהממשלה יזמה) – שיעור השינוי בו ב-12 החודשים האחרונים עמד בתחילת המחצית הנסקרת על 0.6% , וביוני הוא עלה ל- 1.1% (איור 2). (ב) ציפיות האינפלציה לשנה מהמקורות השונים – תחזיות החזאים המקצועיים והבנקים התקרבו לגבול התחתון של היעד והציפיות משוק ההון אף נמצאו בתחומן. (ג) ציפיות הפרוורד לטווחים הקצרים והבינוניים (לשנה בעוד שנתיים ולשנתיים בעוד שלוש שנים) – אלה עלו והתבססו בתחום היעד (איור 3); הציפיות לטווחים הארוכים התאפיינו ביציבות סמוך למרכזו. העלייה בסביבת האינפלציה קיבלה ביטוי גם במדד מנוכה העונתיות (איור 4)⁴.

³ בישראל אין מדד ליבה פורמלי.

⁴ נציין כי אין שיטה אחידה ומוסכמת לניכוי עונתיות, והדבר מחייב זהירות בפרשנות הניתנת לנתון זה.



למרות העלייה בסביבת האינפלציה היא נותרה נמוכה. חברי הוועדה המוניטורית העריכו כי הסביבה הנמוכה אינה משקפת חולשה בביקוש המקומי אלא התפתחויות בצד ההיצע, בעיקר התגברות התחרות במשק, הפחתות המחירים שיזמה הממשלה (ההשפעות המנהליות) והאינפלציה הנמוכה בעולם. חברי הוועדה ציינו כי במחצית הנסקרת פעלו גם גורמים לעליית האינפלציה: עליית השכר הנומינלי והריאלי, עליית מחירי האנרגיה בעולם, המשך העלייה בסעיף שכר הדירה, והפיחות המתון בשער החליפין האפקטיבי של השקל.

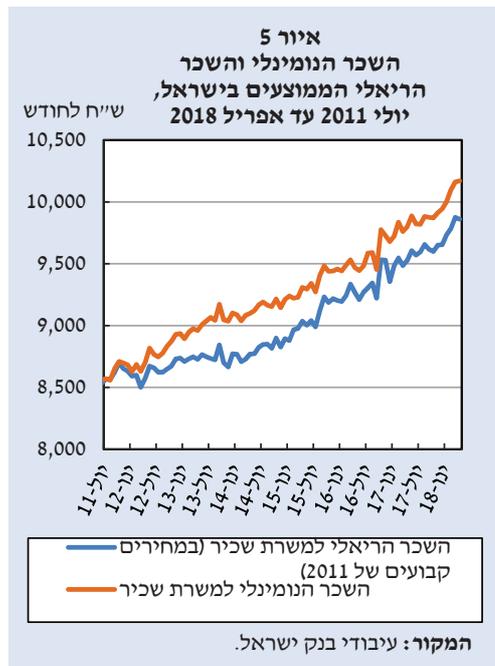
קעת נציג בפירוט את הגורמים שהשפיעו על האינפלציה במחצית הנסקרת. **הגורמים לכך שהאינפלציה נותרה נמוכה במחצית הנסקרת:**

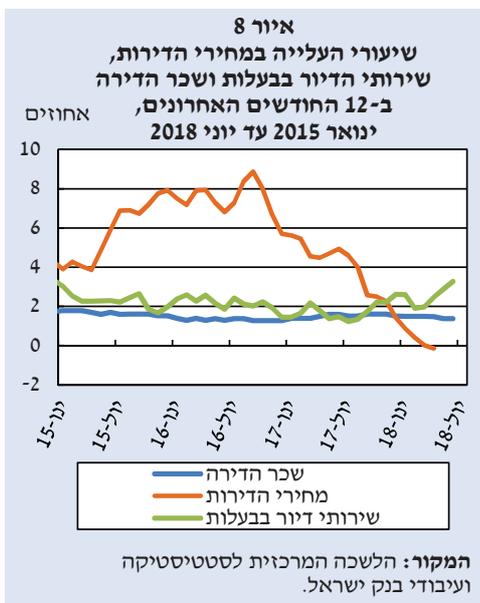
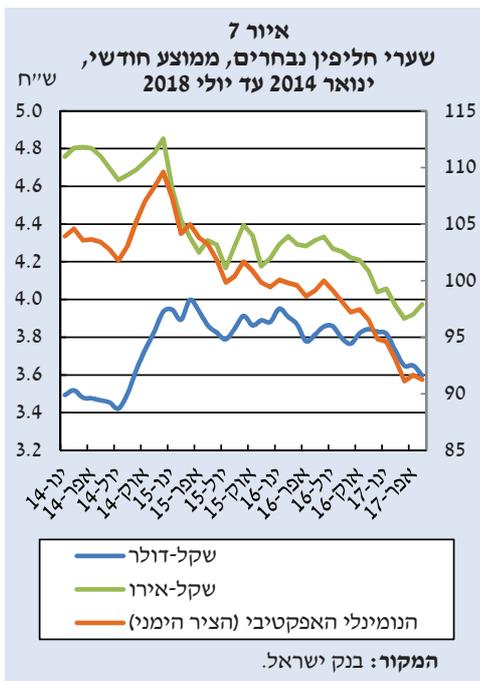
(1) **התגברות התחרות במשק, בעיקר במגזר הסחיר** – התחרות התגברה על רקע התרחבות הרכישות באינטרנט, בפרט מאתרי אינטרנט בחו"ל⁵; (2) **הפחתות המחירים שיזמה הממשלה** – במהלך המחצית הנסקרת המשיכה הממשלה לנקוט צעדים להוזלת יוקר המחיה: היא הוזילה את תעריפי החשמל⁶ והשיקה את "נטו הוזלות", תוכנית שביטלה מכסים על מוצרי יבוא⁷. לפי ההערכות הפחיתו צעדים אלה את מדד המחירים לצרכן ב-0.1%—0.2%; (3) **האינפלציה הנמוכה בעולם** – האינפלציה בעולם משפיעה על מחיריהם של המוצרים המיובאים, ובמחצית הנסקרת היא יצרה השפעה ממתנת עקב רמתה הנמוכה: האינפלציה השנתית בגוש האירו נעה קרוב ל-1% ברוב המחצית (אינפלצית הליבה שם עמדה על שיעור דומה); והאינפלציה השנתית (הממוצעת) במשקים מפותחים וקטנים⁸ הציגה אף היא ערך נמוך יחסית ונמצאה מתחת ל-2%; (4) **האינפלציה הנמוכה הצפויה** – הציפיות לאינפלציה לשנה נמצאו מתחת ליעד במהלך רוב המחצית הנסקרת, וגם הן יצרו השפעה ממתנת על האינפלציה בפועל⁹.

הגורמים שפעלו לעליית האינפלציה במחצית הנסקרת:

(1) **העלייה בשכר הנומינלי** – השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה על רקע המשך ההתהדקות בשוק העבודה. ב-2017 הוא עלה ב-3% (איור 5)¹⁰; במקביל עלה התוצר למועסק ב-0.7% בלבד, ולכן עלות העבודה ליחידת תוצר עלתה בכ-2.3%¹¹. בארבעת החודשים הראשונים של המחצית הנסקרת¹² הוסיף השכר לעלות בשיעור נאה יחסית לארבעת החודשים המקבילים אשתקד – 3.4%; (2) **העלייה במחירי האנרגיה והסחורות בעולם** – מחירי האנרגיה והסחורות בעולם משפיעים על האינפלציה בישראל בעיקר דרך השפעתם על מחירי הסחירים. במחצית הנסקרת עלו המחירים הדולריים של הנפט (מסוג ברנט) ושל הסחורות (ללא אנרגיה) בכ-18% ובכ-4%, בהתאמה, לאחר שמביאים בחשבון את פיחות השקל מול הדולר. עלייה זו התרחשה לאחר שבמחצית השנייה של 2017 ירדו המחירים ב-26% וב-2.3%, בהתאמה (איור 6); (3) **הפיחות הקל בשער**

⁵ דיון נרחב בהגברת התחרות והרכישות באינטרנט ניתן למצוא בדוחות בנק ישראל לשנים 2016—2017 (פרק ג').
⁶ ההוזלה בתעריפי החשמל נבעה מהתאמה להוצאות של חברת החשמל ומשינויים בצריכת החשמל ובשער החליפין שקל-דולר (ר' ההודעות לעיתונות שפרסמה חברת החשמל).
⁷ את סוגי המוצרים ואת שיעור הורדת המכס/מס הקנייה עליהם ניתן לראות באתר של משרד האוצר בקישור הבא: http://mof.gov.il/Releases/Pages/neto_hozalot.aspx
⁸ עם מדינות אלה ניתן למנות את קנדה, שווייץ, שוודיה, דנמרק, נורווגיה, צ'כיה, פינלנד, דרום קוריאה וניו זילנד.
⁹ הטענה שהאינפלציה הצפויה משפיעה על האינפלציה בפועל מסתמכת, למשל, על התיאוריה הניאו-קיינסיאנית.
¹⁰ השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בשיעור דומה.
¹¹ עלות העבודה ליחידת תוצר משמשת אינדיקטור ללחצים ששוק העבודה מפעיל על האינפלציה, והיא מוגדרת כאן כיחס בין השכר הנומינלי לתוצר הריאלי.
¹² עד כה התפרסמו נתונים רק לגביהם.





החליפין האפקטיבי של השקל – לאחר מגמת ייסוף בשער החליפין האפקטיבי חל בתקופה הנסקרת פיחות מתון ששיעורו 1.2%, בדומה לפיחות במחצית השנייה של 2017 (איור 7). מכיוון ששער החליפין משפיע על המחירים גם בפיגור (התמסורת הדרגתית), הפיחות במחצית השנייה של 2017 תרם לאינפלציה תרומה חיובית גם במחצית הנסקרת; (4) **המשך העלייה בשכר הדירה** – שיעור העלייה השנתי של שכר הדירה, נתון שנמדד באמצעות מלאי חוזי השכירות הקיימים, אומנם התמתן מעט בתקופה האחרונה, אולם הוא עדיין גבוה ועומד על כ-1.4%. לעומת זאת, במדד שירותי הדיור בבעלות, נתון שנמדד באמצעות חוזים חדשים ומתחדשים, נרשמה האצה בקצב השנתי, והוא האמיר בתום המחצית הנסקרת ל-3.3% (איור 8).

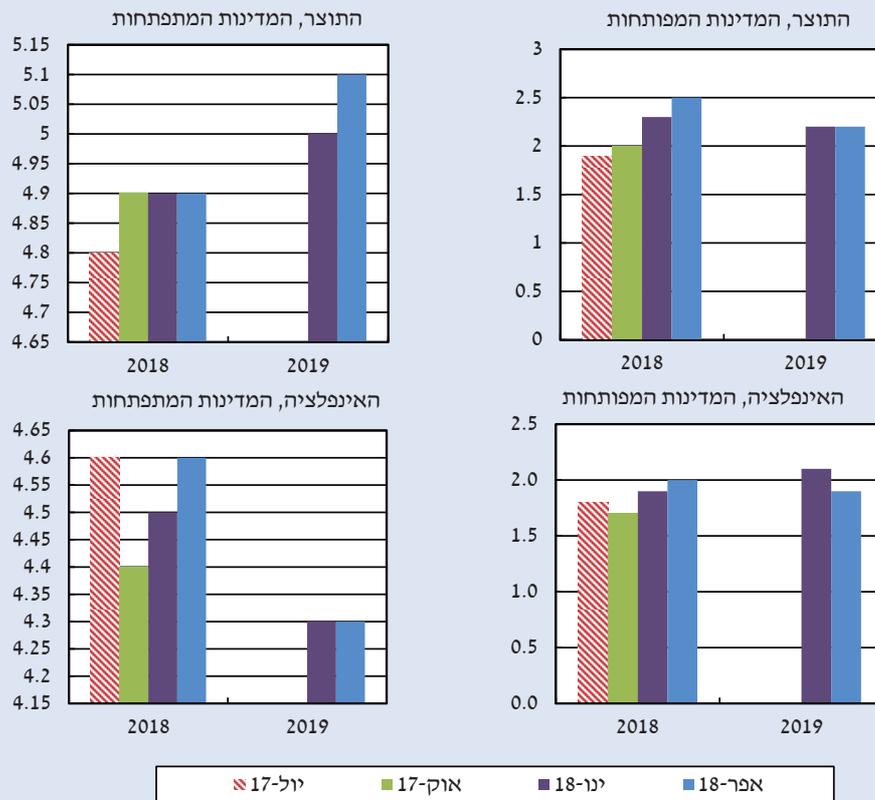
על רקע העלייה במחירי הסחורות והאנרגיה והיציבות היחסית בשער החליפין האפקטיבי, קצב הירידה השנתי של מחירי הסחורים המשיך להתמתן במחצית הנסקרת וביוני 2018 אף נרשם קצב שנתי חיובי לראשונה מאז 2013: ביולי 2017 עמד הקצב על -2.7% ומאז הוא עלה בהתמדה וביוני 2018 הגיע ל-0.2%. לעומת זאת, קצב העלייה השנתי של מדד הבלתי סחירים ירד מעט בהשוואה לשנת 2017, אולם לקראת תום המחצית הנסקרת הוא עלה ועמד על 1.9%. עיקר התרומה החיובית למדד הבלתי סחירים נבע מסעיף שכר הדירה. בשנים האחרונות תרם שכר הדירה למדד הבלתי סחירים תרומה יציבה (וחיובית) – כנקודת אחוז – ולמדד כולו הוא תרם כ-0.6 נקודת אחוז.

2. הפעילות הריאלית בעולם

במרוצת המחצית הראשונה של 2018 השתפרו הנתונים על הכלכלה העולמית, וקרן המטבע הבין-לאומית עדכנה כלפי מעלה את תחזיות הצמיחה (איור 9)¹³. בפירוט, התחזית לגבי 2018 במדינות המפותחות עודכנה מ-1.9% באמצע 2017 ל-2.5% באפריל 2018. התחזית לגבי 2019 נותרה ללא שינוי ועמדה על 2.2%. בארה"ב הקיף השיפור הכלכלי את מרבית מגזרי המשק וגם בשנים הבאות צפוי קצב צמיחה נאה. לפי ההערכות, המשק האמריקאי נמצא בקרבת תעסוקה מלאה. רפורמת המס שאושרה שם צפויה לתמוך בפעילות הכלכלית בטווח הקצר ולהגדיל את הגירעון והחוב בשנים הקרובות. גם באירופה נרשם שיפור ניכר בפעילות הכלכלית: בשנת 2017 עמדה הצמיחה על 2.5% – הקצב הגבוה ביותר בעשור האחרון. ביפן נמשכה ההתרחבות הכלכלית זה הרבעון התשיעי ברציפות. שיפור בפעילות הכלכלית נרשם גם בקרב המדינות המתפתחות, וצפוי כי קצב הצמיחה בהן יעלה על 5% (איור 9). אולם לקראת אמצע המחצית עלו הסיכונים להמשך השיפור בצמיחה, בעיקר לנוכח התגברות החששות למלחמת סחר בין ארה"ב וסין והטלת המכסים על היבוא מסין. חברי הוועדה המוניתרית סברו כי במבט כולל, ההתאוששות בפעילות הריאלית בעולם צפויה להיטיב עם המשק מכיוון שהיא צפויה להגדיל את הביקוש ליצוא הישראלי, וכי לעת עתה נראה שלמלחמת הסחר בין ארה"ב לסין יש השפעה מוגבלת על הפעילות העולמית.

¹³ גם ה-OECD עדכן כלפי מעלה את התחזיות לגבי הפעילות הריאלית בעולם.

איור 9
התחזית של קרן המטבע הבין-לאומית לגבי שיעורי הצמיחה והאינפלציה
במדינות המפותחות והמתפתחות לשנים 2018 ו-2019
(אחוזים)



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.

לוח 1

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

| 2018/1 | 2017/4 | 2017/3 | 2017/2 | 2017/1 | 2016/4 | 2017 | 2016 | 2015 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|---|
| 4.5 | 4.5 | 4.3 | 2.9 | 0.7 | 4.7 | 3.3 | 4.0 | 2.6 | התוצר המקומי הגולמי |
| 5.4 | 4.6 | 4.9 | 3.2 | -0.4 | 5.7 | 3.4 | 4.2 | 2.7 | התוצר של המגזר העסקי |
| 5.2 | 10.1 | 18.5 | 8.7 | -1.0 | -1.1 | 6.9 | 8.1 | 1.6 | היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים |
| 9.7 | 2.6 | 6.6 | 6.2 | 0.8 | 0.8 | 3.3 | 6.1 | 3.9 | הצריכה הפרטית |
| 4.0 | 4.1 | 6.9 | 4.1 | 4.3 | 1.0 | 4.4 | 4.9 | 4.3 | מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא |
| 11.5 | 12.2 | -2.9 | 4.7 | 1.6 | 2.4 | 3.2 | 3.9 | 3.2 | הצריכה הציבורית |
| 5.7 | 13.0 | -2.5 | 4.9 | 6.0 | 3.0 | 4.3 | 4.0 | 3.8 | מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני |
| 0.6 | 4.7 | 10.7 | 16.7 | -20.7 | 10.2 | 4.8 | 8.1 | 2.4 | ההשקעה המקומית הגולמית |
| 14.2 | -1.7 | 6.4 | 7.2 | -4.5 | 1.6 | 2.8 | 11.9 | -0.8 | מזה: בנכסים קבועים |
| 7.9 | 8.9 | 12.1 | -0.3 | 9.9 | 5.8 | 5.4 | 2.2 | -0.8 | היצוא ללא יהלומים |
| 9.5 | 12.5 | 8.4 | 7.1 | 5.9 | 4.3 | 5.7 | 1.1 | -0.9 | מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק |

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים במחצית הנסקרת¹ (נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

| יולי | יוני | מאי | אפריל | מרץ | פברואר | ינואר | ההחלטה לחודש |
|------|------|------|-------|------|--------|-------|--------------|
| 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.0 | 3.9 | 3.5 | 3.5 | 2017Q3 |
| 4.5 | 4.4 | 4.1 | 3.6 | 3.6 | | | 2017Q4 |
| 4.5 | 4.2 | | | | | | 2018Q1 |
| 4.9 | 4.9 | 4.9 | 4.5 | 4.5 | 3.8 | 3.8 | 2017Q3 |
| 4.6 | 4.6 | 3.8 | 3.1 | 3.7 | | | 2017Q4 |
| 5.4 | 5.2 | | | | | | 2018Q1 |
| 6.6 | 6.6 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 7.4 | 7.6 | 2017Q3 |
| 2.6 | 2.5 | 1.7 | 1.0 | 1.3 | | | 2017Q4 |
| 9.7 | 10.0 | | | | | | 2018Q1 |
| 6.4 | 6.7 | 6.6 | 2.6 | 2.3 | 5.2 | 5.3 | 2017Q3 |
| -1.7 | -0.3 | -3.1 | -4.4 | -5.5 | | | 2017Q4 |
| 14.2 | 20.3 | | | | | | 2018Q1 |
| 8.4 | 8.5 | 8.6 | 9.2 | 7.4 | 0.1 | -0.4 | 2017Q3 |
| 12.5 | 12.9 | 12.0 | 12.2 | 9.3 | | | 2017Q4 |
| 9.5 | 11.4 | | | | | | 2018Q1 |
| 18.5 | 18.6 | 18.5 | 17.5 | 16.3 | 15.9 | 15.9 | 2017Q3 |
| 10.1 | 10.6 | 10.8 | 11.0 | 9.0 | | | 2017Q4 |
| 5.2 | 6.4 | | | | | | 2018Q1 |

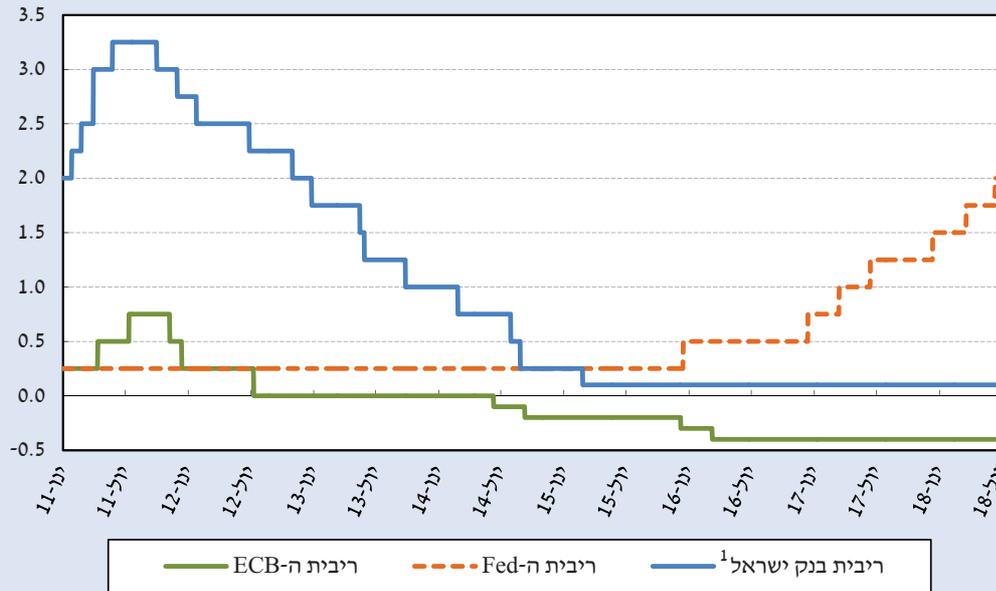
¹ כולל יבוא הרכב, דבר שהשפיע משמעותית על הנתונים במחצית הנסקרת.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

3. המדיניות המוניטרית בעולם

הסביבה המוניטרית בעולם נותרה במחצית הנסקרת מרחיבה מאוד, אולם חלק מהמדינות נטו למדיניות מרחיבה פחות. הבנק המרכזי בארה"ב העלה את הריבית פעמיים במחצית הנסקרת – ב-0.25 נקודת אחוז כל פעם, בהתאם לציפיות – והיא עומדת על 1.75%–2% (איור 10); שוק ההון צופה שתי העלאות נוספות במחצית השנייה של 2018. באירופה ניכר שיפור בפעילות הריאלית, ועל רקע זה צמצם הבנק המרכזי (ה-ECB) בתחילת 2018 את היקף רכישת הנכסים מ-60 ל-30 מיליארד אירו בחודש; נוסף לכך הודיע הבנק כי ברבעון האחרון של השנה הוא יצמצם את ההיקף עוד, ל-15 מיליארד אירו לחודש, ובשנת 2019 יפסיק לחלוטין את מדיניות הרכישות. במקביל הודיע ה-ECB כי הוא צופה שהריבית תישאר ברמתה הנוכחית, 0.4%-, לפחות עד קיץ 2019. בנקים מרכזיים של משקים מפותחים, כמו קנדה וצ'כיה, העלו בתקופה הנסקרת את הריבית המוניטרית – ב-0.25 נקודת אחוז – על רקע העלייה בסביבת האינפלציה והשיפור במצב הכלכלי¹⁴. ארגנטינה וטורקיה נקטו צעד דרמטי והעלו את הריבית ב-9.75 וב-9 נקודות אחוז, בהתאמה (איור 11), על רקע משבר המטבע החמור שפקד אותן. לעומת זאת, הבנק המרכזי של יפן הותיר את הריבית ברמה שלילית, 0.1%-, וחזר על מחויבותו להמשיך במדיניות מרחיבה מאוד.

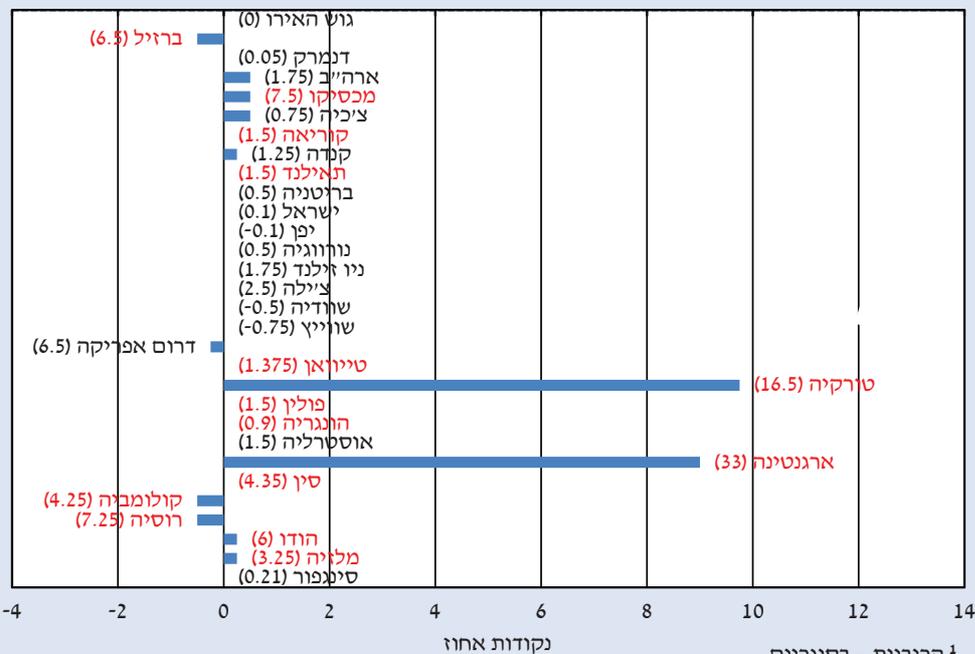
¹⁴ עם המשקים המתפתחים שהעלו את הריבית במחצית הנסקרת נמנות מכסיקו, ארגנטינה וטורקיה.

איור 10
הריביות של הבנקים המרכזיים בישראל, ארה"ב וגוש האירו,
ינואר 2011 עד יולי 2018



¹הריבית על עודפי היתרות של הבנקים המסחריים.
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 11
הריביות¹ והשינויים בריביות של הבנקים המרכזיים במדינות ה-OECD (בשחור)
ובמדינות המתפתחות (בכתום), ינואר 2018 עד יולי 2018



¹ הריביות – בסוגריים.
 המקור: בלומברג.

4. התפתחות שער החליפין של השקל

במחצית הנסקרת התאפיין שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל בתנודתיות סביב ערך יציב יחסית. מדצמבר 2017 עד יוני 2018 חל בשער פיחות ששיעורו 1.2%; הפיחות מול הדולר עמד על 2.9% והפיחות מול האירו – על 1.5% (איור 7). הפיחות המתון במחצית הנסקרת המשיך את הפיחות המתון במחצית השנייה של 2017 (1%), וכך נבלם הייסוף שנוצר בשנים האחרונות. הפיחות שהתפתח במחצית הנסקרת מול הדולר התרחש על רקע העובדה שה-Fed העלה את הריבית פעמיים בתקופה זו ועל רקע התחזיות שהעלאות יימשכו גם במחצית השנייה של 2018, דבר שירחיב את פער הריביות בין ארה"ב לישראל. הפיחות מול האירו התרחש על רקע העובדה שה-ECB צמצם את ההרחבה הכמותית והמצב הכלכלי באירופה השתפר. לפיחות המתון של השקל תרמה גם ירידה בעודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים.

מינואר עד אפריל חלו בשער החליפין פיחות וייסוף לסירוגין, והפיחות המשמעותי ביותר (כ-3%) התרחש בפברואר. אולם בחודשים האחרונים של המחצית התחזק השקל בכ-1.5%, והדבר עורר אצל חברי הוועדה המוניתרית חשש שתחול האטה בחזרת האינפלציה לתחום היעד. למרות היציבות היחסית ששער החליפין האפקטיבי הציג בשנה האחרונה הסכימו מרבית החברים בוועדה שהוא עדיין מצוי בייסוף יתר. על רקע הייסוף החד מינואר רכש בנק ישראל בחודש זה 1.8 מיליארד דולר נוסף לרכישות במסגרת תוכנית הגז, רכישות שהוא ביצע כמעט בכל חודש בתקופה הנסקרת (כ-0.75 מיליארד דולר במצטבר). היקף הרכישות (מחוץ לתוכנית הגז) במחצית הנסקרת גבוה מהיקפן במחצית השנייה של 2017 אולם נמוך מהיקפן במחצית הראשונה של אותה שנה (איור 15).

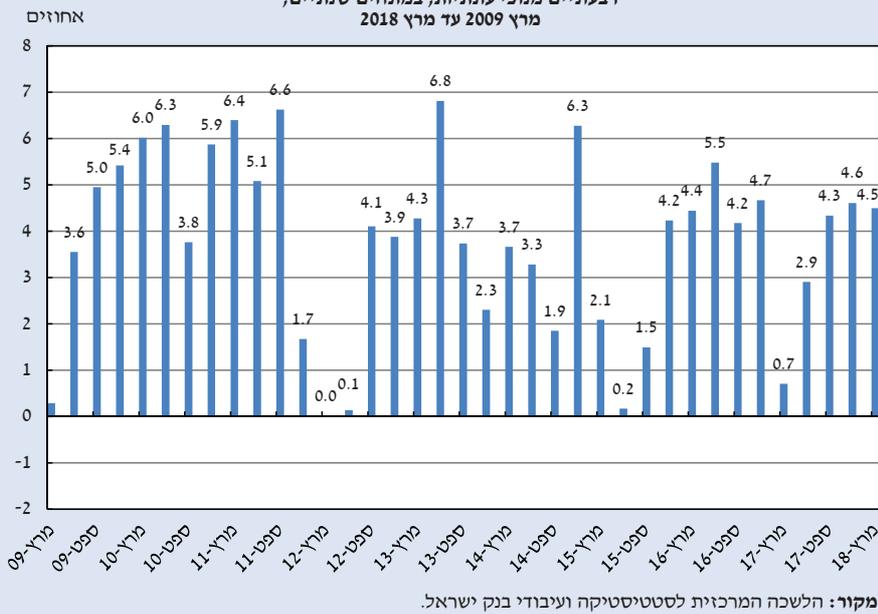
5. הפעילות הריאלית בישראל

הנתונים שהתפרסמו בתחילת המחצית הנסקרת לגבי הפעילות הריאלית הובילו את חברי הוועדה המוניתרית להערכה שהמשק צומח בקצב קרוב לקצב הפוטנציאלי¹⁵, אולם לקראת תום התקופה העריכה הוועדה כי קצב הצמיחה הנוכחי של המשק גבוה מעט מהקצב הפוטנציאלי. בתחילת המחצית הנסקרת הראה האומדן הראשון של נתוני החשבונאות הלאומית לשנת 2017 כי המשק צמח ב-3%, בדומה לקצב הפוטנציאלי (כ-3%). האומדן השני התפרסם באמצע המחצית והצביע על צמיחה גבוהה יותר – 3.4% (איור 12). לעדכון חיובי זה התלוו הנתונים לגבי הרבעון הראשון של 2018, ואלה – כמו גם אינדיקטורים אחרים, לרבות המדד המשולב וסקר המגמות בעסקים – העידו כי ייתכן שהמשק צומח בקצב גבוה מעט מהקצב הפוטנציאלי.

הנתונים לגבי הפעילות הריאלית במשק הראו כי הרכב הצמיחה מוסיף לנוע לכיוון מאוזן יותר שכן הוא נוטה יותר ליצוא (בעיקר בזכות יצוא

¹⁵ קצב הצמיחה הפוטנציאלי נגזר ממגמות הגידול הרב-שנתיות של גורמי הייצור השונים ושל הפרייון.

איור 12
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי, נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיים, במונחים שנתיים, מרץ 2009 עד מרץ 2018



השירותים) ופחות לצריכה הפרטית: בשנת 2017 התרחבה הצריכה הפרטית ב-3.3% לאחר שב-2016 היא התרחבה ב-6.1%; ואילו היצוא¹⁶ התרחב בשנת 2017 ב-5.7% לאחר שב-2016 הוא התרחב ב-1.1% בלבד.

בשעה שקצב הצמיחה של רוב השימושים עלה ב-2017 במידה רבה, קצב הצמיחה של ההשקעות בבנייה למגורים עלה במידה מתונה מאוד (קרוב ל-1%). יתרה מכך, מאז הרבעון השני של 2017 ועד הרבעון הראשון של 2018 נרשמה בהשקעות אלה ירידה מתמדת ששיעורה המצטבר מגיע לכ-10%¹⁷. חברי הוועדה העריכו כי ירידה זו נובעת בעיקר מירידה בביקוש בשוק הדיור.

האיתנות בפעילות הריאלית התבטאה גם בכך ששוק העבודה המשיך להתהדק. שיעור המשרות הפנויות הוסיף לעלות והגיע לשיא חדש, 3.8%, ושיעור האבטלה המשיך לרדת והגיע לרמה נמוכה ביותר, כ-3.2%. החוסן בשוק העבודה התבטא גם בכך ששיעור ההשתתפות האמיר לשיא, 80%, שיעור התעסוקה עלה ל-77.4%, והשכר בכלל המשק והשכר במגזר העסקי עלו בשנתיים האחרונות בקצב שנתי נאה – כ-3% (איור 5). ניתוח הצמיחה בשנת 2017 העלה כי היא קיבלה תרומה גבוהה יחסית מהפריון הכולל: זה עלה בכ-0.7%¹⁸, בשעה שבשנתיים הקודמות הוא עלה רק ב-0.1% וב-0.6%, בהתאמה.

¹⁶ ללא חברות הזנק ויהלומים.

¹⁷ ייתכן כי הירידה בהשקעה בבנייה למגורים נובעת ממלאי גדול של דירות חדשות שעדיין לא נמכרו. אולם אין אפשרות לאשש השערה זו שכן הלמ"ס הפסיקה לפרסם את הנתון.

¹⁸ העלייה בתשומות העבודה תרמה לצמיחת התוצר ב-2017 כ-1.3% והעלייה במלאי ההון הפיזי תרמה כ-1.5%. התרומות חושבו על סמך פונקציית ייצור מסוג קוב-דגלס שמניחה כי גמישות התוצר ביחס לתשומות העבודה עומדת על 0.6 והגמישות ביחס למלאי ההון עומדת על 0.4.

בשנת 2017 תמכה הצריכה הציבורית בפעילות המשק. הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני) עלתה ריאלי ב- 4.3%, גבוה משיעור העלייה של התוצר. גם במחצית הנסקרת ננקטה מדיניות פיסקלית מרחיבה, והצריכה הציבורית עלתה בשיעור גבוה. לפעילות תרמו גם תשלומי ההעברה: אלה התרחבו בשנת 2017, ולפי כמה אינדיקטורים הם הוסיפו להתרחב גם בתקופה הנסקרת. גבייה גבוהה של מיסים חד-פעמיים במחצית השנייה של 2017 הובילה לכך שהגירעון הכולל (ללא מתן אשראי) עמד בשנת 2017 ובחודש יוני (במהלך 12 החודשים האחרונים) על רמה נמוכה יחסית, כ-2% תוצר. אולם הגירעון לשנת 2018 צפוי להיות גבוה יותר – סביב 3% תוצר.

6. שוק הדיור

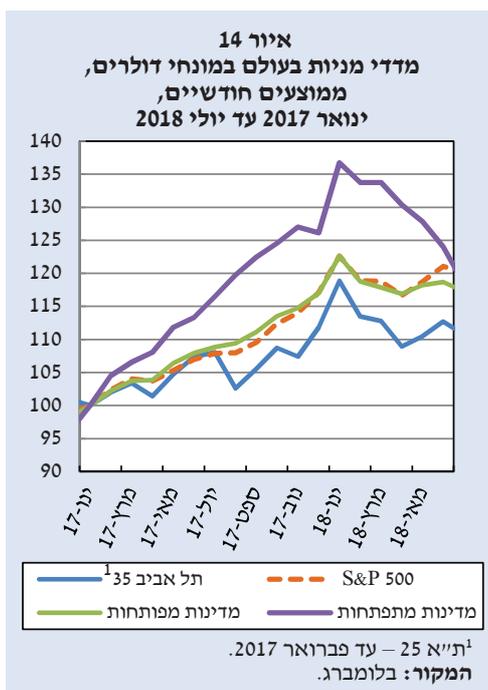
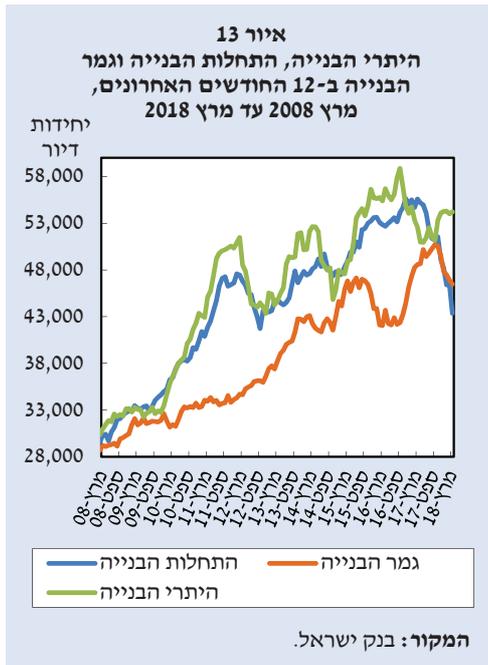
לאחר שמחירי הדירות עלו במשך כעשור נבלמה עלייתם מאמצע 2017 עד ינואר 2018, והמחירים ירדו בתקופה זו ב-2.5% במצטבר (איור 8). בפברואר-אפריל התייצבו מחירי הדירות, וכתוצאה מכך התמתן משמעותית קצב העלייה השנתי ובאפריל הוא אף ירד לשיעור שלילי (-0.1%). הוועדה העריכה כי מחירי הדירות ירדו בתקופה הנידונה מפני שההיצע התרחב בשנים האחרונות והביקוש הצטמצם. אשר לצד ההיצע, בשנים האחרונות התאפיינו התחלות הבנייה בעלייה מתמשכת וב-2016–2017 הן הגיעו לשיא, כ-55 אלף יחידות דיור (המספר המצטבר ב-12 החודשים האחרונים, איור 13). על רקע זה האמיר לשיא באמצע 2017 גם מספר היחידות שהגיעו לגמר בנייה. אולם מאמצע 2017 ירדו התחלות הבנייה משמעותית, וברבעון הראשון של 2018 הן הגיעו לכ-43 אלף יחידות דיור. במקביל ירד גם מספר היחידות שהגיעו לגמר בנייה. אשר לצד הביקוש, הירידה החלה באמצע 2016 ונבלמה בתום 2017, וזו השתקפה בירידה בהיקף העסקאות שביצעו כל הפעילים בשוק – המשקיעים, משפרי הדיור והרוכשים דירה לראשונה. הירידה בביקוש לדירות התבטאה גם בירידה בהיקף המשכנתאות החדשות: אלה התאפיינו בירידה מתמדת מאמצע 2015 עד אמצע 2017 על רקע העובדה שהריבית הממוצעת על המשכנתאות עלתה בתקופה זו בהתמדה (איור 16). אולם הנתונים האחרונים הצביעו על התעוררות מסוימת בביקוש: נרשמה עלייה במספר העסקאות שביצעו הרוכשים לראשונה ומשפרי הדיור ובמקביל נרשמה עלייה בהיקף המשכנתאות החדשות. יש לציין כי ההתפתחויות בצד ההיצע ובצד הביקוש משפיעות על מחירי הדירות בפיגור.

לגבי ההתפתחות העתידית של מחירי הדירות הביעה הוועדה חשש שהירידה החדה שהחלה בהתחלות הבנייה באמצע 2017, לצד היציבות היחסית בהיתרי הבנייה, עלולות להביא לעלייה מחודשת במחירי הדירות.

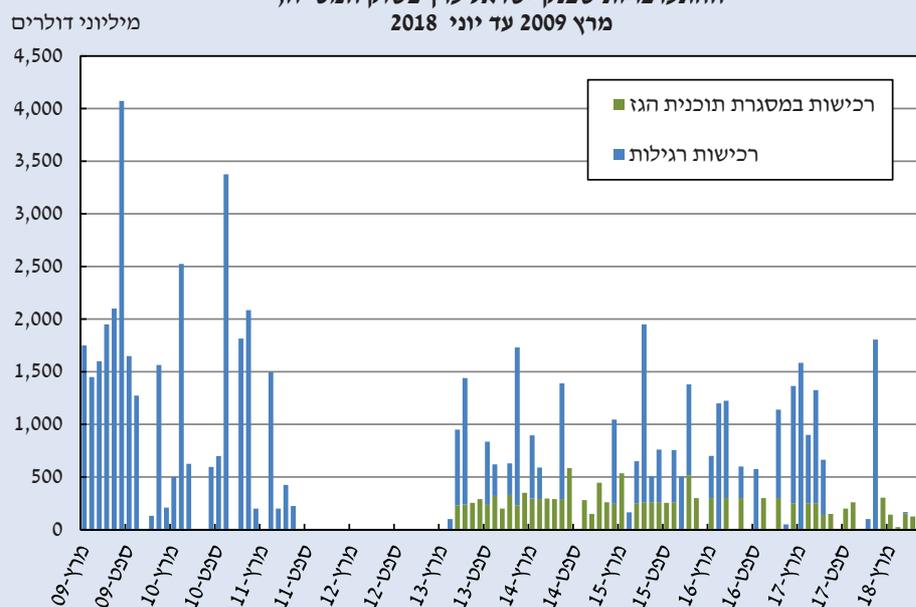
7. ההתפתחויות בשוק ההון

במהלך התקופה הנסקרת התאפיינו השווקים הפיננסיים בישראל ביציבות יחסית. לפי מדד TA-VIX, שוק ההון בישראל התאפיין באי-ודאות נמוכה יחסית לשנים האחרונות. מדד המניית תל אביב 35 עלה בכ-3.6% ומדד תל אביב 125 עלה ב-3.2%¹⁹ – שיעור עלייה דומה לזה של מדד S&P 500

¹⁹ הממוצע ביוני 2018 בהשוואה לממוצע בדצמבר 2017.

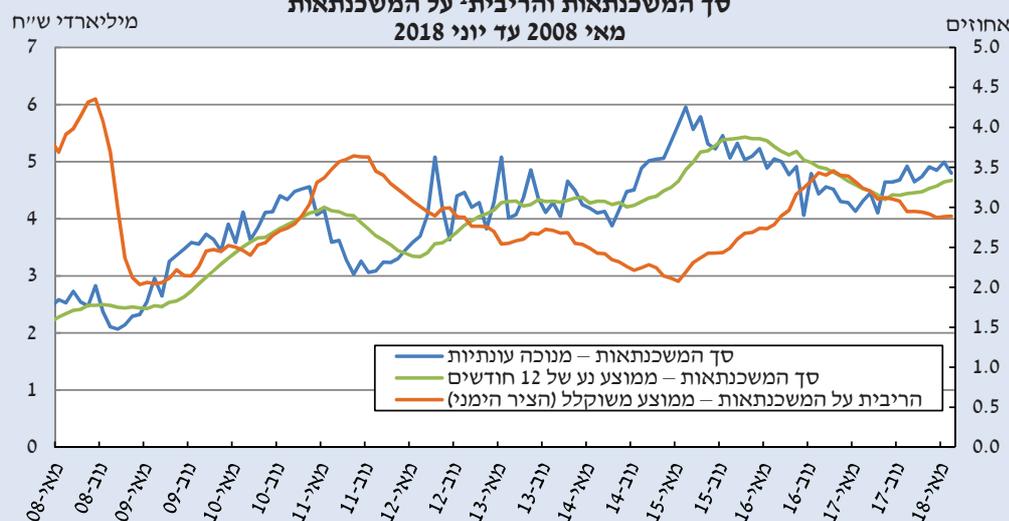


איור 15
ההתערבויות שבנק ישראל ערך בשוק המט"ח,
מרץ 2009 עד יוני 2018



המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 16
סך המשכנתאות והריבית¹ על המשכנתאות
מאי 2008 עד יוני 2018



¹ממוצע משוקלל לפי מטרת האשראי.
 המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

בארה"ב (איור 14). לעומת זאת, מדד המניות באירופה (SX5P) ירד ב-3.7%. המרווחים בין האג"ח התאגידיות הצמודות למדד בדירוג A ו-AA לבין האג"ח הממשלתיות המקבילות התרחבו בכ-0.2 נקודת אחוז מתחילת 2018, אך הם נותרו נמוכים – 1.3% ו-1.9%, בהתאמה. חברי הוועדה הביעו חשש שמרווחי האג"ח התאגידיות אינם משקפים באופן מלא את הסיכונים וקיים תמחור חסר שלהם עקב הריבית הנמוכה

והחיפוש אחר תשואות. מרווחי האג"ח בדירוג BBB עלו מתחילת השנה באופן משמעותי – כ-3 נקודות אחוז – והם נמצאים ברמות דומות לרמותיהם באמצע 2016; עלייה זו משקפת תיקון משמעותי בתפיסת הסיכון בשוק לאחר שקודם לכן הוא העריך את הסיכון בחסר.

8. התחזית שגיבשה חטיבת המחקר

בתקופה הנסקרת פרסמה חטיבת המחקר את התחזית שלוש פעמים – עם הודעות הריבית בינואר, אפריל ויולי. התחזיות מינואר ואפריל צפו כי התוצר יצמח ב-3.4% ב-2018 וב-3.5% ב-2019 וכי האינפלציה ב-2018 וב-2019 תעמוד על 1.1% ו-1.4%, בהתאמה. אולם ביולי צפתה התחזית כי התוצר ב-2018 יצמח בקצב גבוה יותר, 3.7%²⁰, מפני שהתקבלו נתונים חיוביים מהצפוי לגבי הרבעון הראשון של 2018 ומפני שהמשך השיפור בפעילות הכלכלית העולמית העלה את תחזית היצוא ל-2018. גם תחזית האינפלציה עודכנה מעט כלפי מעלה – ל-1.2% ב-2018 ול-1.5% ב-2019 – על רקע הפיחות בשער החליפין האפקטיבי והעלייה במחירי הנפט והסחורות. למרות עדכון התחזיות לא השתנה תוואי הריבית הצפוי: חטיבת המחקר חזתה כי הריבית תעלה ל-0.25% ברבעון הרביעי של 2018. התחזית שחטיבת המחקר פרסמה ביולי לגבי האינפלציה בעוד שנה קרובה לציפיות משוק ההון וגבוהה בכ-0.4 נקודת אחוז מממוצע התחזיות של החזאים. אולם בנוגע לריבית ההבדלים ניכרים יותר: שוק ההון והחזאים צפו שהריבית תעלה רק במחצית הראשונה של 2019, ואילו חטיבת המחקר צפתה שהיא תעלה כבר ברבעון האחרון של 2018.

ב. המדיניות המוניטרית

במחצית הנסקרת נותרה המדיניות המוניטרית מרחיבה מאוד. הוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ללא שינוי ברמה נמוכה מאוד, 0.1%, במטרה להחזיר את האינפלציה לתחום היעד, לבססה בתוכו ולתמוך בפעילות הריאלית. בנק ישראל המשיך לעשות שימוש בהתערבות בשוק המט"ח, וזאת בהיקפים נמוכים עקב היציבות היחסית בשער החליפין האפקטיבי של השקל. לנוכח התנאים הנוכחיים במשק, ובפרט לנוכח העובדה שברוב המחצית הנסקרת שררה סביבת אינפלציה נמוכה מהיעד, סברו רוב חברי הוועדה שיש להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית (0.1%), כיוון שהעלאתה לפני שסביבת האינפלציה תעלה עלולה לפעול לייסוף השקל, למתן את ציפיות האינפלציה בציבור ולהחליש את הביקוש המקומי, ואלה מצידם עלולים לעכב את חזרת האינפלציה לרמה שמתיישבת עם היעד. הוועדה העריכה כי לנוכח העלאות הריבית בארה"ב, בפועל והצפויות, הותרת הריבית ללא שינוי תגדיל את פער הריביות בין ישראל לארה"ב וכך תיצור כוחות לפיחות ותתמוך בחזרת האינפלציה ליעדה.

²⁰ הצפי לגבי 2019 לא השתנה.

חברי הוועדה ציינו גורמים שונים לכך שהאינפלציה בישראל סוטה כלפי מטה מתחום היעד מאז יוני 2014 (איור 1). חלקם טענו כי הדבר נובע מכך שרמת המחירים בישראל גבוהה מהרמה בעולם מלכתחילה, ובתקופה האחרונה אנו עדים ל"תיקון": רמת המחירים בישראל יורדת לעבר רמת המחירים בעולם. הוועדה העריכה כי לתהליך זה תורמות התפתחויות חיוביות בצד ההיצע, בעיקר התגברות התחרות במשק והצעדים שהממשלה נקטה כדי להוזיל את יוקר המחיה, ואין מדובר בחולשה בביקוש המקומי.

לוח נ-1
ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים
(שיעורי השינוי)

| 06/18 | 05/18 | 04/18 | 03/18 | 02/18 | 01/18 | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------------------|
| התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים) | | | | | | |
| 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | תשואת מק"ם ל-3 חודשים |
| 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | תשואת מק"ם לשנה |
| 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים |
| 3.0 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 2.8 | תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים |
| -1.0 | -0.6 | -0.6 | -0.5 | -0.6 | -0.4 | תשואת אג"ח צמודות לשנה |
| -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים |
| 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים |
| פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA | | | | | | |
| 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | (נקודות אחוז) ¹ |
| פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן | | | | | | |
| 6.8 | 6.6 | 5.9 | 5.5 | 4.5 | 4.2 | (נקודות אחוז) ² |
| שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש) | | | | | | |
| 0.7 | 2.9 | 1.1 | -3.8 | -3.0 | 3.3 | מדד המניות הכללי |
| 0.3 | 3.2 | 2.0 | -4.3 | -3.0 | 2.5 | מדד ת"א 35 |
| שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש) | | | | | | |
| 2.4 | -0.6 | 2.1 | 0.8 | 2.3 | -1.8 | השקל מול הדולר |
| 2.2 | -4.0 | 0.2 | 1.6 | 0.4 | 2.1 | השקל מול האירו |
| 1.4 | -2.6 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 0.5 | שער החליפין הנומינלי האפקטיבי |
| מדדי סיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים) | | | | | | |
| 7.1 | 7.6 | 7.2 | 7.4 | 7.8 | 6.7 | סטיית התקן הגלומה |
| ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5% | | | | | | |
| ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5% | | | | | | |

¹ החישוב השתנה לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה שמגיע עד 60% ומח"ם ארוך משישה חודשים.

² המרווחים בין כל סדרת אג"ח תאגידיות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות (לשעבר "גליל") בטווח המח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

| 06/18 | 05/18 | 04/18 | 03/18 | 02/18 | 01/18 | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| סביבת האינפלציה (אחוזים) | | | | | | |
| | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | -0.5 | השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן |
| | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | -0.4 | תחזיות החזאים לגבי המדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד) |
| | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן |
| 1.2 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.8 | 0.5 | הציפיות משוק ההון לגבי האינפלציה בשנה הקרובה |
| 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | תחזיות החזאים לגבי האינפלציה בשנה הקרובה |
| ציפיות האינפלציה לטווחים השונים¹ | | | | | | |
| 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | לטווח הקצר (בשנים השנייה והשלישית) |
| 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | לטווח הבינוני (בשנים הרביעית עד השישית) |
| 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | לטווח הארוך (בשנים השביעית עד העשירית) |
| הריבית ופערי הריביות | | | | | | |
| 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | ריבית בנק ישראל |
| -1.0 | -0.6 | -0.6 | -0.5 | -0.6 | -0.39 | הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס |
| -1.80 | -1.65 | -1.65 | -1.49 | -1.40 | -1.40 | הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב |
| 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה |
| | | | | | | תחזיות החזאים לגבי השינוי בריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה) |
| - | 0.0 | 0.0 | - | 0.0 | 0.0 | |
| 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | ריבית התלבור — פרוורוד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים |
| 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | תחזיות החזאים לגבי הריבית בעוד שנה |
| -0.7 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב |
| -0.3 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב |

¹ ציפיות האינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, וזה גדל עם התארכות אופק הציפיות.

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