



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2013

אב התשע"ג - יולי 2013

39



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

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

מס' קטלוגי: 601770

נדפס בדפוס סקורפיו, ירושלים

התוכן

5	תקציר
7	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
17	ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל
21	ג. ההתפתחויות הפיננסיות
23	ד. המדיניות הפיסקלית
24	ה. שער החליפין
25	ו. האינפלציה
27	ז. שוק הדיור
28	2. המדיניות המוניתרית ויישומה
28	א. המדיניות המוניתרית
35	ב. יישום המודיניות המוניתרית
37	נספחים

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

דוח המדיניות המוניתרית למחצית הראשונה של שנת 2013 הוכן ע"י כלכלני חטיבת המחקר בהנחיית הוועדה המוניתרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניתרית. דוח זה מתבסס על נתונים שפורסמו עד ה-29.7.2013, תאריך ההחלטה על הריבית לאוגוסט 2013.

- המדיניות המונית והמקרו-יציבותית: במחצית הראשונה של 2013 הוועדה המונית הורידה את הריבית ב-0.75 נקודת אחוז, עד לרמה של 1.25 אחוז לילולי. לנוכח הייסוף המתמשך בשער השקל, הוועדה החליטה באפריל להתערב בשוק מטבע החוץ, ובאמצע מאי היא החליטה, בנוסף להפחתת הריבית, להפעיל תוכנית לרכישות מטבע חוץ כדי לקזז את ההשפעה של הפקת הגז המקומי על שער החליפין. צעדים אלו נועדו להגביר את יכולתו של המשק להתמודד עם ההשלכות האפשריות של העמקת ההאטה בכלכלה העולמית, וכן למתן את הלחצים לייסוף, הנובעים מהמדיניות המונית המרחיבה בעולם ומהשיפור הצפוי במאזן התשלומים כתוצאה מהפקת הגז המקומי. זאת על רקע המשך ההתמתנות בסביבת האינפלציה והמשך הצמיחה המתונה במשק, ותוך התחשבות בסיכונים הגלומים בעלייה המהירה של מחירי הדירות ובצעדים שנקט המפקח על הבנקים להפחתתם. הריבית לאוגוסט נותרה ללא שינוי ברמה של 1.25 אחוזים.
- האינפלציה והציפיות לאינפלציה: מדד המחירים לצרכן עלה בתקופה הנסקרת בכ-1.3 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה בכ-1.1 אחוז. האינפלציה בפועל (ב-12 החודשים האחרונים) המשיכה לרדת ובאפריל היא הגיעה אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, אך ביוני היא שבה ועלתה למרכז היעד. תחזיות החזאים והציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים, כפי שהן נמדדות משוק ההון, נעו לאורך כל התקופה מעט מתחת למרכז היעד.
- הפעילות הריאלית המקומית: ברביע הראשון של 2013 התוצר צמח ב-2.9 אחוזים, בדומה לקצב צמיחתו הממוצע ב-2012, וזאת תוך האטה בצמיחת התוצר העסקי לצד התרחבות היצוא והצריכה הפרטית והחרפת הירידה בהשקעות. בשוק העבודה נבלמה הירידה בשיעור האבטלה תוך האטה בהתרחבות התעסוקה וירידה בשכר הריאלי.
- הסביבה העולמית: המצב באירופה הוסיף להיות סיכון מרכזי לצמיחה העולמית, ובחודשים האחרונים התווסף לו הסיכון להעמקת ההאטה במשקים המתעוררים. במהלך התקופה הנסקרת נמשכה ההתכווצות בפעילות באירופה, וההאטה חלחלה אף לגרמניה וצרפת. בארה"ב נמשכה ההתאוששות תוך ירידה בשיעור האבטלה ושיפור בשוק הדיור. במשקים המתעוררים הגדולים נמשכה ההאטה ובחודשים האחרונים התרבו הסימנים להעמקתה. החרפת האטה בכלכלה העולמית השתקפה בהמשך הקיפאון בסחר העולמי. בתגובה להחמרה במצב הריאלי בעולם המשיכו הבנקים המרכזיים המובילים לנקוט מדיניות מונית מרחיבה, וזו התבטאה בהמשך – ואף בהגדלה – של תוכניות ההקלה הכמותית ובהפחתות ריבית. על רקע השיפור בתנאים המקרו-כלכליים בארה"ב, ה-FED הודיע ביוני שהוא עתיד לצמצם את ההקלה הכמותית במידה שהשיפור יימשך.
- שער החליפין: במהלך התקופה הנסקרת השקל התחזק בשיעור של כ-5.5 אחוזים מול שער החליפין האפקטיבי. זאת על רקע המדיניות המונית המרחיבה בעולם ועל רקע התגברות הציפיות לייסוף בעקבות השיפור הצפוי במאזן התשלומים כתוצאה מהפקת הגז המקומי. בעקבות הצעדים שנקט בנק ישראל באמצע מאי, השקל נחלש בשיעור חד תוך תקופה קצרה, אך ביוני הוא שב והתחזק.
- השווקים הפיננסיים: במהלך התקופה הנסקרת שערי המניות בבורסה המקומית עלו בכ-2 אחוזים. התפתחות שערי המניות לא הייתה אחידה במהלך התקופה הנסקרת: הם עלו בחודשים ינואר-מאי וירדו ביוני על רקע הירידות החדות שנרשמו בשוקי המניות בעולם. התשואות על איגרות החוב הממשלתיות עלו ביוני בעקבות עליית התשואות בעולם, שהתרחשה על רקע הצפי לצמצום ההקלה הכמותית בארה"ב. יתרת האשראי למגזר העסקי נותרה יציבה תוך ירידה בהיקף האשראי הבנקאי וגידול באשראי החוץ-בנקאי. מנגד, יתרת האשראי למשקי הבית עלתה, ועלייה זו התרחשה, רובה ככולה, באשראי לדיור. המרווחים בשוק איגרות החוב הקונצרניות המשיכו לרדת ושיקפו, בין היתר, ירידה בהערכת הסיכון של החברות במשק.
- המדיניות הפיסקלית: עד לאישור התוכנית התקציבית בממשלה שררה אי-ודאות לגבי האופן שבו הממשלה החדשה תתמודד עם הצורך להתאים את התקציב למגבלות הגירעון וההוצאה, ועלה חשש שחריגה מהגירעון

הממשלתי תפגע באמינות המדיניות. בתחילת מאי אישרה הממשלה את התוכנית התקציבית ל-2013 ול-2014. במידה שהתקציב שיאושר בכנסת ישמור על המצרפים כפי שאושרו בממשלה, הגירעון צפוי להיות 4.65 אחוזי תוצר ב-2013 ו-3 אחוזי תוצר ב-2014.

- שוק הדיור: במהלך החודשים ינואר-פברואר נמשכה מגמת העלייה במחירי הדירות במקביל להאטה בהתחלות הבנייה ולעלייה במספר העסקאות ובהיקפי המשכנתאות. בחודשים מארס-אפריל נרשמה ירידה קלה במחירי הדירות, אך עדיין מוקדם להעריך אם חלה תפנית בשוק הדיור. לנוכח הגידול המואץ, תוך עלייה בסיכונים, שחל בשנים האחרונות באשראי לדיור, המפקח על הבנקים הורה בפברואר להגדיל את כריות ההון וההפרשות הנדרשות בגין הסיכונים הגלומים בתיק האשראי לדיור.
- התחזית: לפי התחזית שערכה חטיבת המחקר בסוף יוני 2013, האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפויה להימצא במרכז היעד, וריבית בנק ישראל צפויה להיוותר ברמתה הנוכחית. תחזית הצמיחה לשנת 2013 נותרה ללא שינוי, ברמה של 3.8 אחוזי תוצר, כאשר גורמי הצמיחה המרכזיים הם הגידול הצפוי בצריכה הציבורית והחיסכון בהוצאות המשק על חומרי אנרגיה מיובאים בעקבות הפקת הגז המקומי; לעומת זאת, ביצוא, בצריכה הפרטית, ובהשקעות צפויה האטה. התחזית ל-2014 עודכנה כלפי מטה ל-3.2 אחוזי תוצר, בעיקר בגלל השפעתה המרסנת של התוכנית התקציבית ועדכון התחזית העולמית כלפי מטה.

1. הרקע והאינפלציה

הגורמים ברקע ההחלטות על המדיניות המוניטרית

על פי חוק בנק ישראל (התשי"ע-2010), מטרותיה של המדיניות המוניטרית הן: שמירה על יציבות המחירים כיעד מרכזי. יציבות זו נקבעה כשיעור אינפלציה שנתי בתחום של 1–3 אחוז; תמיכה ביציבות המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה; ותמיכה במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים.

כדי להשיג יעדים אלה הוועדה המוניטרית קובעת את רמת הריבית המתאימה. לשם כך היא עוקבת באופן שוטף אחר ההתפתחויות הכלכליות בסביבה העולמית והמקומית ואחר השלכותיהן על יעדי המדיניות. קובעי המדיניות המוניטרית פועלים בתנאי אי-ודאות הן לגבי מצב המשק בהווה והן לגבי סיכונים עתידיים; יש לקבוע את המדיניות תוך הערכת סיכונים עתידיים, משום שצעדי המדיניות משפיעים על המשק בפיגור. במהלך המחצית הראשונה של 2013 (התקופה הנסקרת בדוח זה) אי-הבהירות סביב המצב הריאלי בעולם ובארץ והערכת הסיכונים התבטאו בכך שחברי הוועדה גיבשו עמדות שונות לגבי העיתוי והקצב של הורדת הריבית.

שישה נושאים מרכזיים עמדו ברקע ההחלטות של הוועדה:

(1) **ההתמתנות בסביבת האינפלציה**, כפי שהדבר השתקף במדדים הנמוכים ובירידת הציפיות לאינפלציה; (2) **ההשלכות של החרפת ההאטה הכלכלית בעולם** על הפעילות המקומית ובפרט על היצוא; (3) **המשך הצמיחה המתונה במשק** תוך האטה בפעילות המגזר העסקי לצד התרחבות היצוא והצריכה הפרטית והחרפת הירידה בהשקעות; (4) **התחזקות השקל** על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם והתגברות הציפיות לייסוף בעקבות השיפור הצפוי במאזן התשלומים כתוצאה מהפקת הגז המקומי; (5) **אי-הוודאות ששררה לגבי האופן שבו תתמודד הממשלה החדשה עם הצורך להתאים את התקציב למגבלות הגירעון וההוצאה** במהלך התקופה שקדמה לאישור התוכנית התקציבית בממשלה. בעקבות אישור התוכנית התקציבית בממשלה במאי, פחת החשש מפגיעה באמינותה של המדיניות הפיסקלית; (6) **הסיכונים הגלומים בהמשך העלייה במחירי הדירות** במקביל להאטה בהתחלות הבנייה ולעלייה במספר העסקאות ובהיקפי המשכנתאות.

לאור מכלול התפתחויות זה, הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית המוניטרית ב-0.25 נקודת אחוז בינואר, במאי וביוני, עד לרמה של 1.25 אחוזים ליולי. בנוסף להחלטה להפחית את הריבית במאי, שהתקבלה מחוץ למסגרת התוכנית הרגילה, החליטה הוועדה להפעיל תוכנית לרכישות מטבע חוץ כדי לקזז את השפעת הפקת הגז על שער החליפין. לנוכח הגידול המואץ, תוך עלייה בסיכונים, שחל בשנים האחרונות באשראי לדור, המפקח על הבנקים הורה בפברואר להגדיל את כריות ההון וההפרשות הנדרשות בגין הסיכונים הגלומים בתיק האשראי לדור. הריבית לאוגוסט נותרה ללא שינוי ברמה של 1.25 אחוזים.

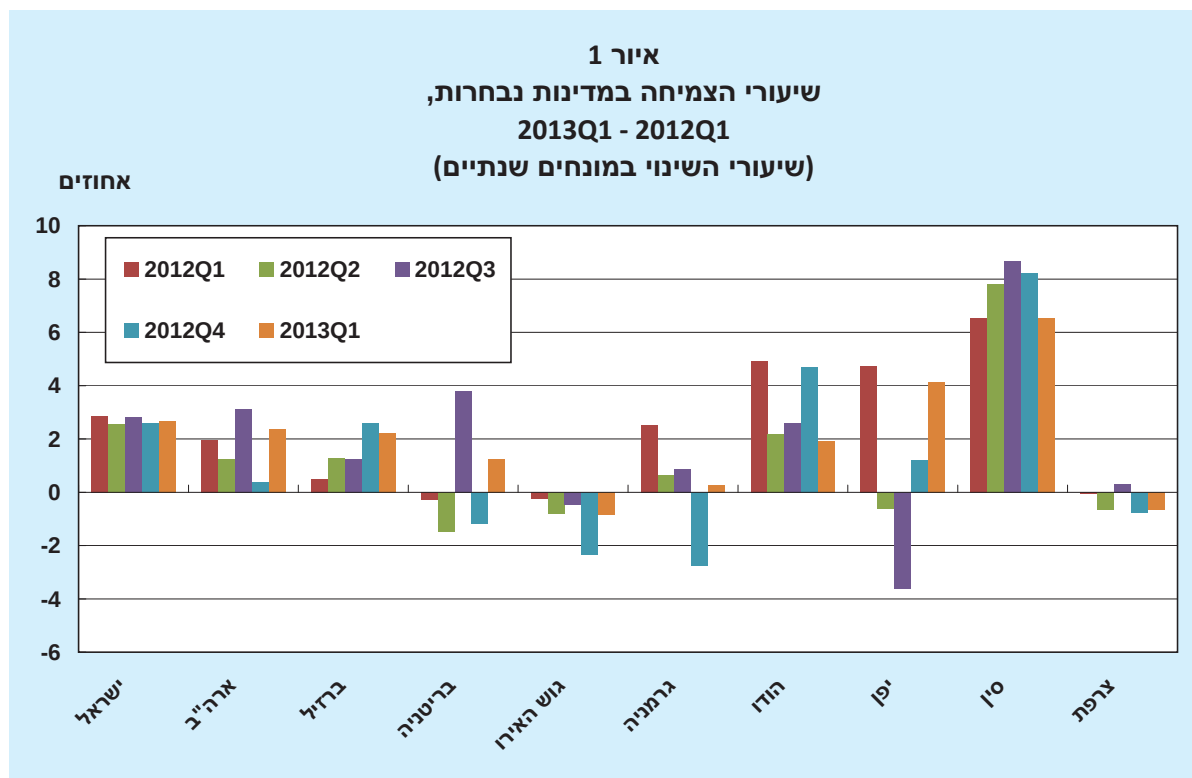
להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות שניצבו ברקע החלטותיה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל.

א. הסביבה העולמית

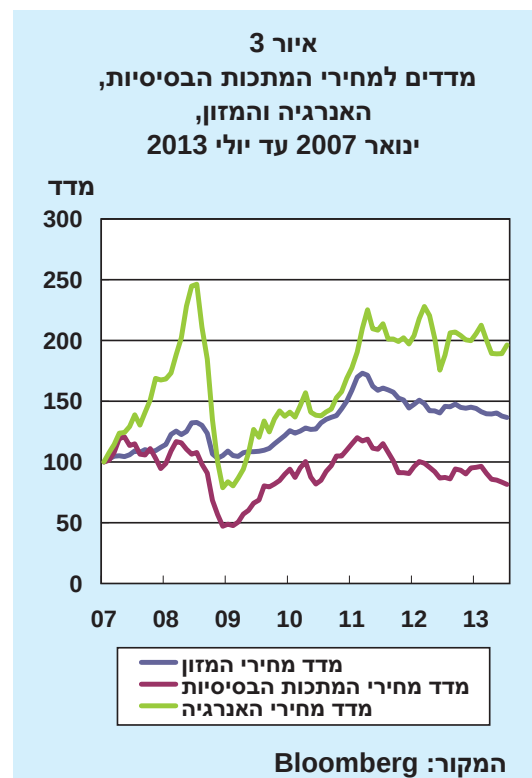
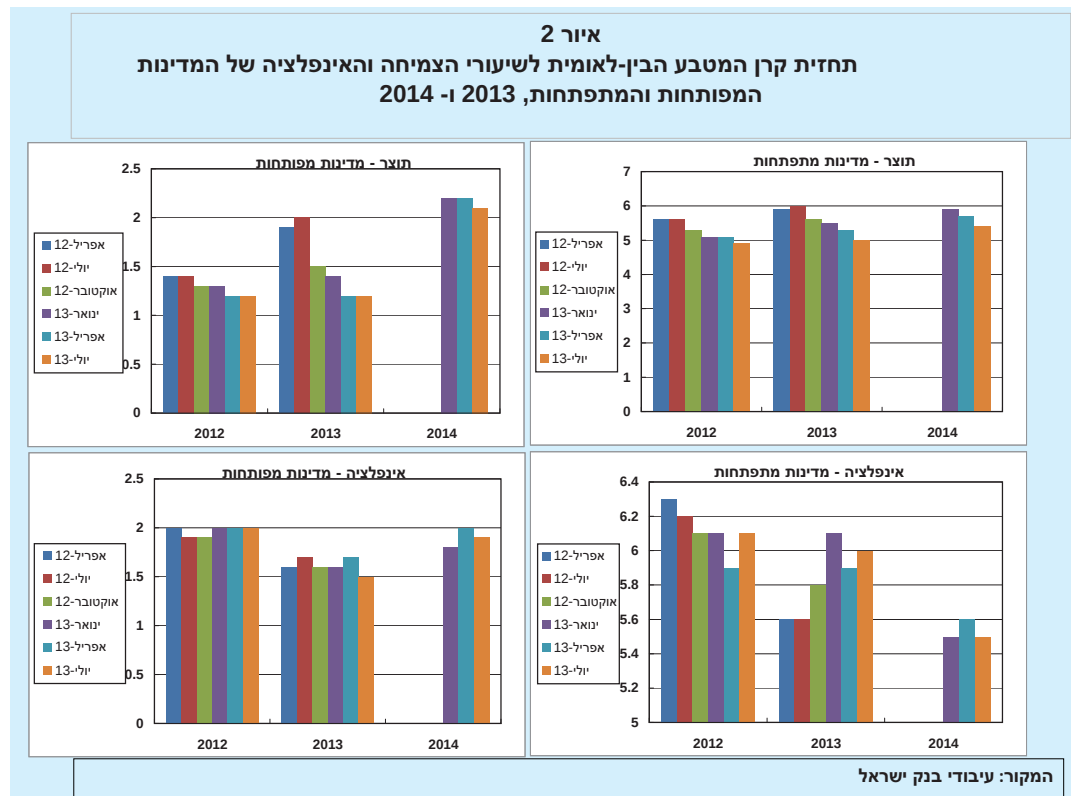
כמשק קטן ופתוח, ישראל מושפעת במידה רבה מההתפתחויות בסביבה העולמית. להתפתחויות אלה יש השלכות ישירות על משתנים מרכזיים בכלכלה המקומית, ובכללם רמת הפעילות, היקף היצוא, רמת המחירים והשווקים הפיננסיים.

1) הפעילות, המחירים והמדיניות

המצב באירופה הוסיף להיות סיכון מרכזי לצמיחה העולמית, ובחודשים האחרונים התווסף לו הסיכון להעמקת ההאטה במשקים המתעוררים. במהלך התקופה הנסקרת נמשכה ההתכווצות בפעילות באירופה, וההאטה חלחלה אף לגרמניה וצרפת, מדינות הליבה של גוש האירו (איור 1). הסיכונים לתרחישי קיצון בגוש האירו פחתו באופן ניכר בתקופה הנסקרת, ואולם המדיניות הפיסקלית המרסנת וההיצע הנמוך של אשראי בנקאי המשיכו להעיב על רמת הפעילות. בארה"ב נמשכה ההתאוששות בפעילות, כאשר שוקי הדיור והרכב איזנו את החולשה שנוצרה בעקבות הקיצוצים בתקציב הממשלה והעלאות המסים. לאחר שב-2012 נרשמה ביפן האטה בפעילות, נתוני הרביע הראשון הצביעו על האצה בצמיחה, וזו הושפעה בעיקר מהעלייה בצריכה הפרטית, המהווה רכיב מרכזי בתוצר. במשקים המתעוררים הגדולים נמשכה ההאטה, ובחודשים האחרונים

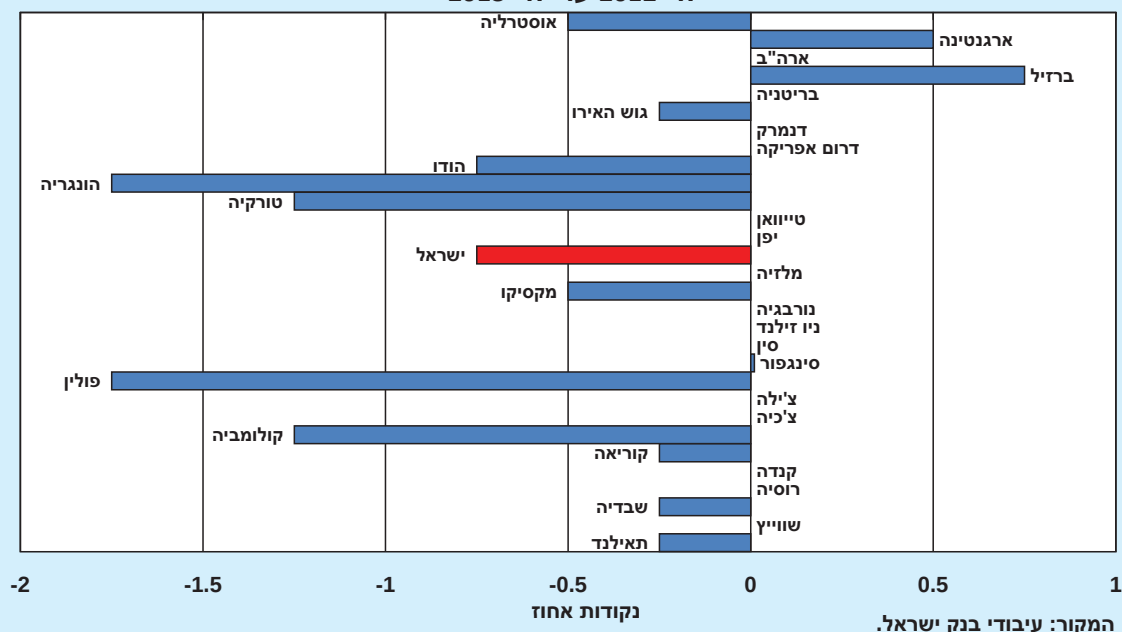


התרבו הסימנים להעמקתה. על רקע התפתחויות אלו הורידה קרן המטבע הבין-לאומית את תחזית הצמיחה ל-2013 עבור המשקיים המתעוררים ומרבית הכלכלות המרכזיות (איור 2).



על רקע ההאטה העולמית והתחזיות להמשך ההרעה, סביבת האינפלציה בעולם התמתנה. מחירי המזון, הסחורות והאנרגיה ירדו במהלך התקופה, ורמתם הנמוכה הצביעה על רפיון בביקושים העולמיים (איור 3). בתגובה להחמרה במצב הריאלי ולירידה בסביבת האינפלציה, נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם, והיא התבטאה בהמשך – ואף בהגדלה – של תוכניות ההקלה הכמותית ובהפחתות ריבית (איור 4; ראו תיבה).

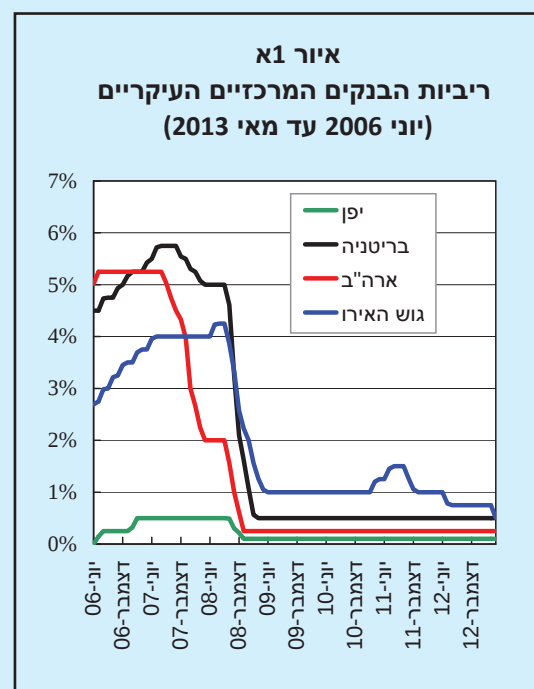
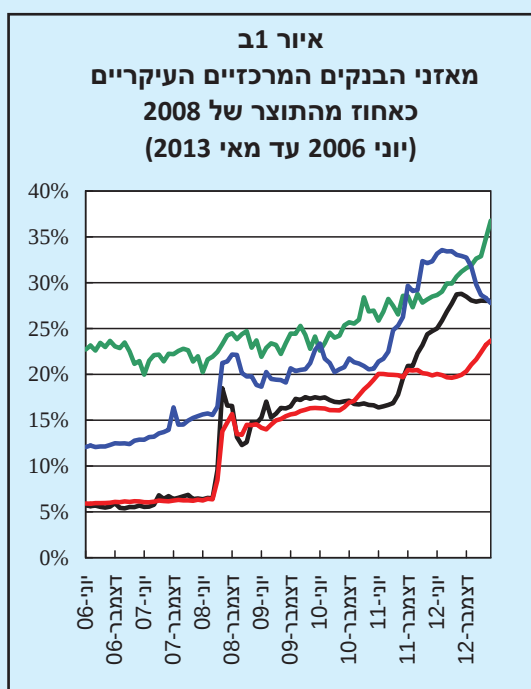
איור 4
שינויים בריביות הבנקים המרכזיים,
יולי 2012 עד יולי 2013



מדיניות מוניטרית ושערי המטבע בעולם

מאז החרף המשבר הפיננסי ב-2008 חלה האטה בפעילות הכלכלית בעולם, ובמשקים המפותחים העיקריים הפעילות אף התכווצה בחלק מהתקופה. ההאטה ניכרת בקצבי צמיחה נמוכים מבעבר ובירידה בקצב ההתרחבות של הסחר העולמי. בתגובה להאטה בנקים מרכזיים ברחבי העולם, ובראשם הבנק המרכזי האמריקאי (ה-FED), נקטו הרחבות מוניטריות משמעותיות, בסדרי גודל שלא נראו עד ערב המשבר: הם הורידו את הריביות המוניטריות לסביבת גבול האפס ונקטו מדיניות של הקלה כמותית (רכישת נכסים, לרבות אג"ח ממשלתיות), שהביאה להרחבה ניכרת של מאזניהם החשבונאיים (איור 1). חולשתה של הפעילות הכלכלית במשקים המפותחים הגדולים, לצד ריביות אפסיות והרחבות כמותיות, יוצרים לחץ לייסוף ריאלי במשקים שאינם נמצאים בלב המשבר. חלק מהלחץ לייסוף נובע מחולשתן היחסית של הכלכלות הגדולות וחלקו נובע מתנועות הון עקב פערי ריבית. בתגובה לכך, קובעי המדיניות המוניטרית במשקים שאינם נמצאים בלב המשבר מפעילים מגוון כלים המשפיעים על שער החליפין: הורדת ריבית, רכישת מט"ח והתערבויות רגולטוריות שונות¹. צעדים אלה ממתנים את הלחצים לייסוף ולכן הלחצים אינם משתקפים במלואם בתנודות בפועל של שער החליפין של המדינות.

1 למשל, בברזיל הטילו חובת נזילות על עסקאות מכירה בחסר של מט"ח והעלו את שיעור המס על כניסת הון לטווח קצר; באינדונזיה חייבו את רוכשי איגרות החוב של הבנק המרכזי להחזיקן במשך פרק זמן מינימלי (ביולי 2010 חייבו להחזיקן במשך חודש ובמאי 2011 האריכו את התקופה לשישה חודשים); בישראל הטילו חובת נזילות כנגד עסקאות של תושבי חוץ בנגזרי מט"ח וביטלו את הפטור שלהם ממס על רווחי הון ממלוות מדינה קצרי מועד.



איור 2 מציג את התפתחות שער החליפין הריאלי האפקטיבי של מספר מדינות לעומת ארבעה מהמשקים המפותחים והגדולים בעולם – ארה"ב, אירופה, יפן ובריטניה² – ואת השינוי ביתרות המט"ח של המדינות השונות כאחוז מהתוצר. מהאיור ניכר שהחל מסביבות 2008-9, כל המדינות הגדילו את יתרות המט"ח, ככל הנראה בתגובה ללחצים לייסוף המטבע המקומי. צעד זה ננקט במקביל להורדת הריבית המוניטרית – על רקע האטה בפעילות הכלכלית, בעיקר במדינות המפותחות – שממתנת אף היא את הלחצים לייסוף (לוח 1).

בהקשר זה יש לציין כי חלק מהמשקים, בעיקר המשקים המתעוררים, התמודד עם לחצי ייסוף עוד לפני פרוץ המשבר. למשל ברזיל, דרום קוריאה, מלזיה והפיליפינים הגדילו את יתרות המט"ח שלהן עוד לפני פרוץ המשבר, אך על אף רכישות המט"ח שע"ח הריאלי שלהן יוסף (איור 2). לעומת זאת, מדינות אחרות, בעיקר מפותחות, שינו את מדיניות המט"ח בעקבות המשבר, ועם אלה נמנות דנמרק, שבדיה, שווייץ וישראל (איור 2). הבולטת ביניהן היא שווייץ, שבתגובה ליבוא גדול של הון פיננסי הכריזה בספטמבר 2011 על שע"ח מינימלי של 1.2 פרנק שווייצרי לאירו, ומאז הבנק המרכזי שלה רוכש מט"ח על מנת להגן על שער זה; במקביל לכך הבנק המרכזי הוריד את הריבית לרמה אפסית (לוח 1).

באשר למשקים המפותחים הגדולים, הבנק המרכזי של יפן הכריז בתחילת אפריל על תוכנית להכפלת קצב רכישות האג"ח שלו במטרה להכפיל את בסיס הכסף ביפן תוך שנתיים, וזאת על רקע שנים של דפלציה וחולשה כלכלית במדינה. תחילתו של יישום התוכנית ניכרת במאזן הבנק של יפן (איור 1ב). מיד לאחר ההכרזה הואץ קצב הפיחות של הין לעומת המטבעות העיקריים, בהמשך לחולשתו בחודשים שקדמו לכך, ולאור זאת הרחבת הרכישות חידשה את הדיון באפשרות של "מלחמת מטבעות".

"מלחמת מטבעות" היא מצב שבו כל מדינה מנסה לשפר את התחרותיות שלה בשווקים הבין-לאומיים באמצעות החלשת המטבע המקומי. כאשר יתר המשתנים קבועים, פיחות המטבע המקומי מוזיל את התוצרת של המדינה במונחי מט"ח ועל כן מאפשר להגדיל את נתח השוק של היצרנים המקומיים בשוקי העולם. אולם מאחר שפיחות של מטבע אחד משמעותו ייסוף

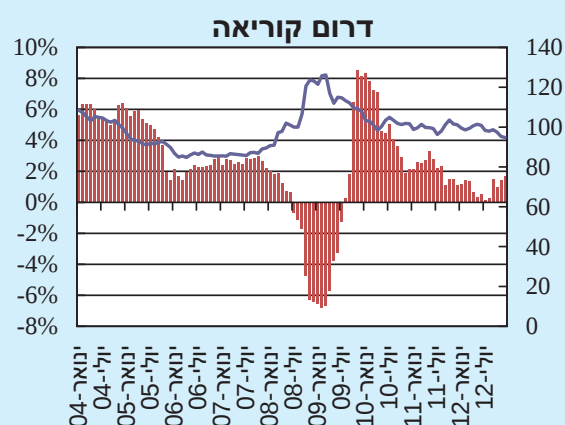
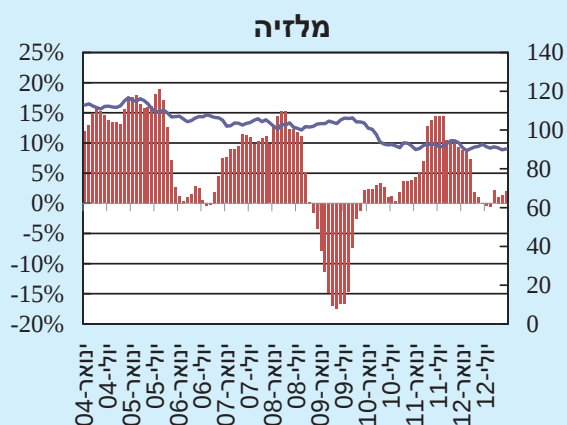
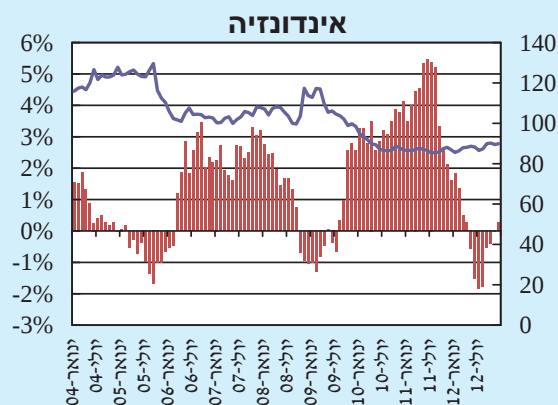
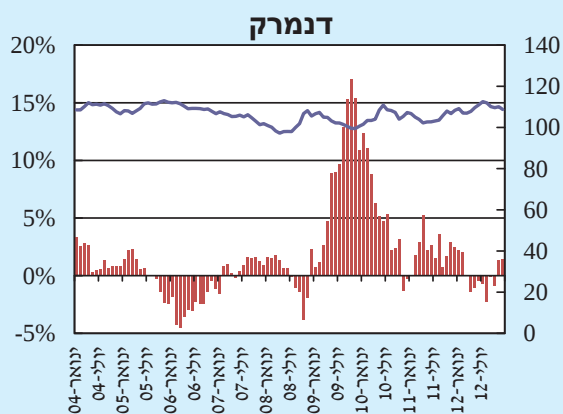
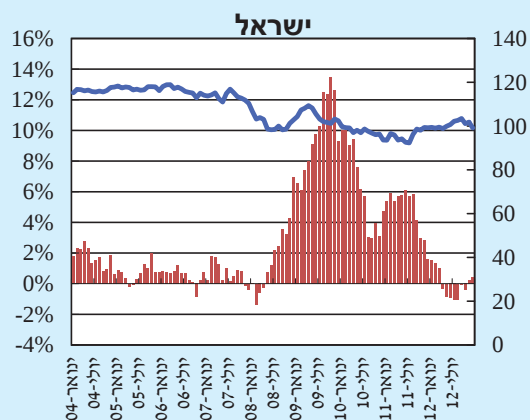
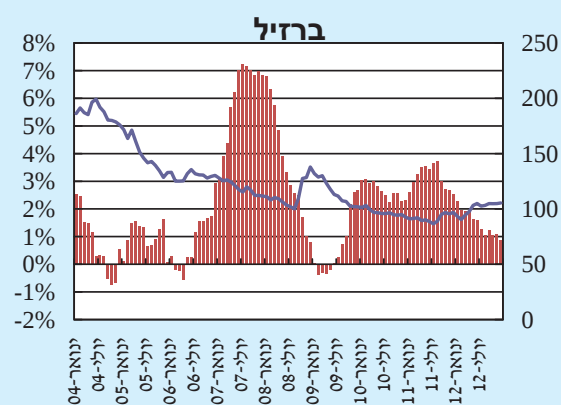
² שער החליפין הוא כנגד ה-SDR (Special Drawing Rights) של קרן המטבע. ה-SDR הוא שער אפקטיבי המשקלל את הדולר (41.9%), האירו (37.4%), הין (9.4%) והלירה שטרלינג (11.3%). המשקלות מתעדכנים מדי חמש שנים; המשקלות הנוכחיים צפויים להישאר בתוקף עד דצמבר 2015.

איור 2

שער החליפין הריאלי האפקטיבי יחסית ל-SDR והשינוי ביתרות המט"ח במהלך 12 החודשים האחרונים כאחוז מהתמ"ג,

במדינות קטנות ופתוחות

(שער חליפין ריאלי באוגוסט 2008 = 100, 2004-2012)

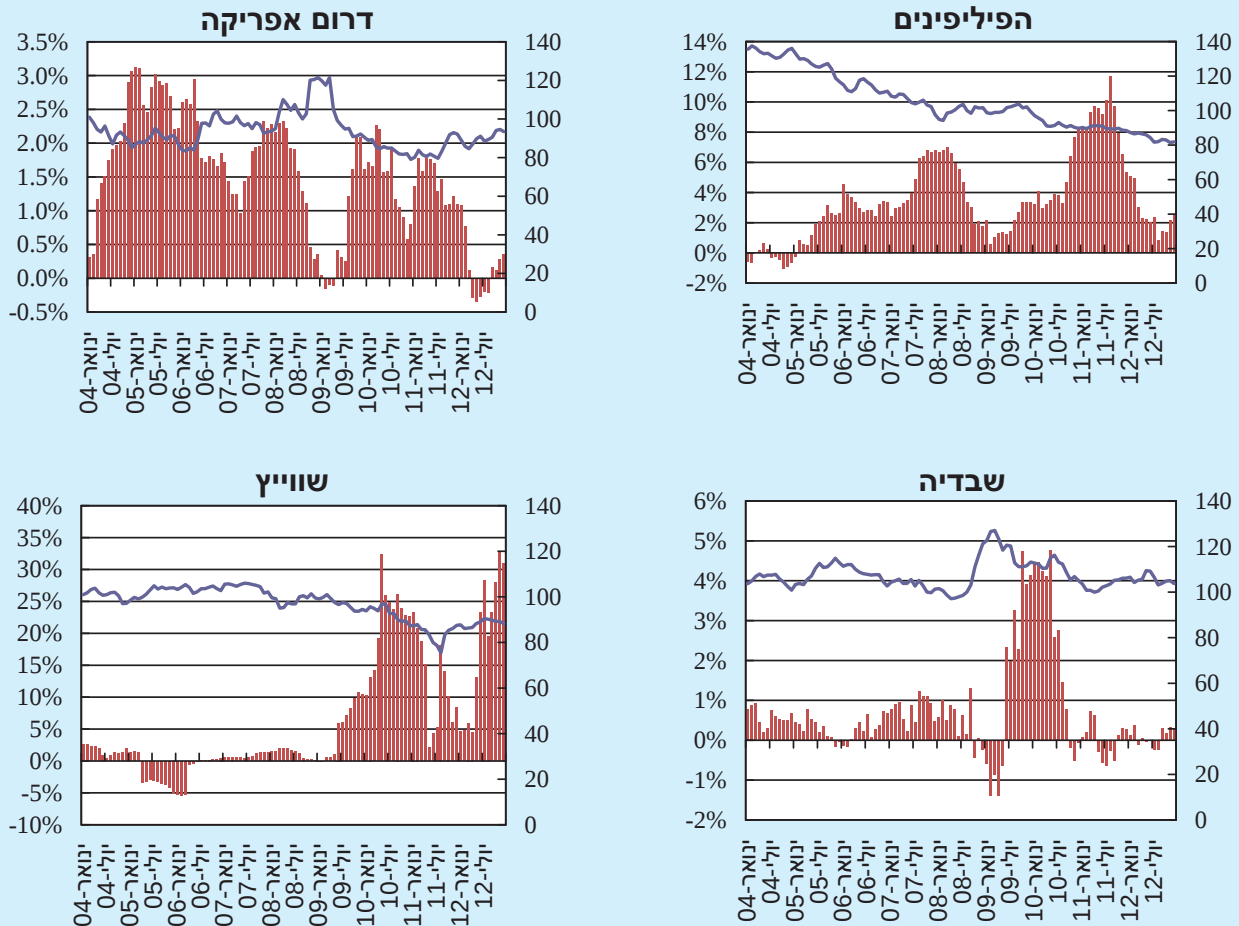


— שער החליפין הריאלי האפקטיבי יחסית ל-RDS (ציר ימני)
■ השינוי ביתרות המט"ח במהלך 12 החודשים האחרונים כאחוז מהתמ"ג

איור 2 (המשך)

שער החליפין הריאלי האפקטיבי יחסית ל-SDR והשינוי ביתרות המט"ח במהלך 12 החודשים האחרונים כאחוז מהתמ"ג, במדינות קטנות ופתוחות

(שער חליפין ריאלי באוגוסט 2008 = 100, 2012-2004)



של אחר, לא ייתכן מצב שבו כל המטבעות מפוחתים; לכן ייתכן שמלחמת מטבעות תסתיים במצב שבו לא יהיה שינוי משמעותי בשערי החליפין וביתרון התחרותי של המדינות.

מאידך 2 עולה כי המשקיים הקטנים אכן מנסים להתגונן מהשפעות הייסוף של המטבעות שלהם ביחס למטבעות העיקריים. כאמור, המשקיים המפותחים עושים זאת רק מאז פרוץ המשבר העולמי בשעה שהמשקיים המתפתחים היו נתונים ללחצי ייסוף עוד קודם לכן. אולם ההרחבות המוניטריות במשקיים המפותחים הגדולים נובעות בעיקר משיקולים פנימיים ולא דווקא משיקולים של תחרות בעולם. נראה כי אלה הם פני הדברים גם לגבי ההרחבה המוניטרית האחרונה של יפן, לפחות על פי הפרסום הרשמי של הבנק המרכזי, הואיל וטוענים בו שהצעד נועד להביא לקצב אינפלציה של שני אחוזים בשנה. בכל אופן, ההכרזות האחרונות של ה-FED, בדבר נסיגה מההרחבה הכמותית בארה"ב, מפחיתות את החשש ממלחמת מטבעות בקרב המדינות המפותחות הגדולות.

לוח 1: הצמיחה, האינפלציה והריבית המוניטרית במדינות קטנות ופתוחות

(נקודות אחוז, 2012-2005)

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
ישראל	4.6	5.0	1.1	4.1	5.9	5.8	4.9	צמיחה ⁽¹⁾
	2.2	2.7	3.9	3.8	3.4	-0.1	2.4	אינפלציה ⁽²⁾
	6.0	-8.6	-0.4	-6.9	-3.2	-1.8	-1.4	פיחות ⁽³⁾
	2.9	1.6	0.8	3.7	3.9	5.1	3.7	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
ברזיל	2.7	7.5	-0.3	5.2	6.1	4.0	3.2	צמיחה ⁽¹⁾
	6.5	5.9	4.3	5.9	4.4	3.1	5.7	אינפלציה ⁽²⁾
	4.6	-9.1	-26.1	23.5	-14.4	-1.9	-24.4	פיחות ⁽³⁾
	11.8	10.0	9.9	12.5	12.0	15.1	19.1	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
דנמרק	1.1	1.6	-5.7	-0.8	1.6	3.4	2.4	צמיחה ⁽¹⁾
	2.5	2.8	1.4	2.4	2.3	1.8	2.2	אינפלציה ⁽²⁾
	1.0	6.6	-4.7	3.6	-4.5	-4.9	5.3	פיחות ⁽³⁾
	1.0	0.8	1.5	4.1	3.9	2.8	2.0	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
אינדונזיה	6.5	6.2	4.6	6.0	6.3	5.5	5.7	צמיחה ⁽¹⁾
	3.8	7.0	2.8	11.1	5.8	6.6	17.1	אינפלציה ⁽²⁾
	0.3	-11.9	-13.5	5.5	5.1	-7.0	-13.7	פיחות ⁽³⁾
	6.6	6.5	7.1	8.7	8.6	11.8	9.1	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
דרום קוריאה	3.6	6.3	0.3	2.3	5.1	5.2	4.0	צמיחה ⁽¹⁾
	4.2	3.0	2.8	4.1	3.6	2.1	2.6	אינפלציה ⁽²⁾
	-0.5	-5.7	-12.4	37.6	4.7	-4.7	-9.8	פיחות ⁽³⁾
	1.5	1.3	1.3	3.0	3.0	2.5	2.0	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
מלזיה	5.1	7.2	-1.5	4.8	6.3	5.6	5.3	צמיחה ⁽¹⁾
	3.0	2.1	1.1	4.4	2.4	3.1	3.2	אינפלציה ⁽²⁾
	1.6	-11.4	0.6	-0.5	-1.3	-1.8	-8.3	פיחות ⁽³⁾
	2.9	2.5	2.0	3.5	3.5	3.4	2.8	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
הפיליפינים	3.9	7.6	1.1	4.2	6.6	5.2	4.8	צמיחה ⁽¹⁾
	4.2	3.6	4.4	7.8	3.6	4.1	5.9	אינפלציה ⁽²⁾
	-1.4	-9.7	-2.3	4.1	-12.2	-4.6	-14.3	פיחות ⁽³⁾
	4.4	3.9	3.9	4.8	3.7	5.4	6.6	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
דרום אפריקה	3.5	3.1	-1.5	3.6	5.5	5.6	5.3	צמיחה ⁽¹⁾
	6.1	3.5	6.3	10.1	9.0	5.8	3.6	אינפלציה ⁽²⁾
	16.6	-12.7	-25.5	29.7	-4.4	12.9	1.9	פיחות ⁽³⁾
	5.5	6.3	8.2	11.6	9.7	7.7	7.1	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
שבדיה	3.7	6.6	-5.0	-0.6	3.3	4.3	3.2	צמיחה ⁽¹⁾
	2.3	2.3	0.6	0.9	3.4	1.6	0.9	אינפלציה ⁽²⁾
	1.0	-7.1	-6.7	19.7	-1.4	-9.0	12.0	פיחות ⁽³⁾
	1.7	0.5	1.3	4.0	3.3	2.0	1.8	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾
שווייץ	1.9	3.0	-1.9	2.2	3.8	3.8	2.7	צמיחה ⁽¹⁾
	-0.7	0.5	0.3	0.7	2.0	0.6	1.0	אינפלציה ⁽²⁾
	0.0	-7.4	-5.1	-2.5	-0.6	-1.2	7.0	פיחות ⁽³⁾
	0.5	0.8	0.8	2.9	2.9	2.0	1.3	ריבית מוניטרית ⁽⁴⁾

(1) תמ"ג שנתי לעומת השנה הקודמת.

(2) שיעור השינוי של מדד המחירים לצרכן במהלך השנה.

(3) שיעור השינוי של שער הריאלי האפקטיבי יחסית ל-SDR במהלך השנה.

(4) ממוצע שנתי.

מקור: קרן המטבע הבין-לאומית, International Financial Statistics.

גוש האירו

במהלך התקופה הנסקרת האטת הפעילות באירופה העמיקה, והיא חלחלה גם למדינות הליבה של גוש האירו. ברבעון הראשון של 2013 התוצר של גוש האירו התכווץ בשיעור של אחוז, כאשר גרמניה צמחה ב-0.2 אחוז בלבד וצרפת רשמה צמיחה שלילית ונכנסה למיתון באופן רשמי. ההאטה באירופה השתקפה בנתוני מקרו שליליים, שהצביעו על כך ששיעור האבטלה עולה וממשיך להאמיר, הביקושים יורדים והייצור התעשייתי מתכווץ. לנוכח הצטברותם של נתוני מקרו שליליים, הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) הוריד במאי את הריבית לרמת שפל של 0.5 אחוז תוך שהוא מעדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה ל-2013.

הגורמים המרכזיים להאטה ברמת הפעילות בגוש האירו הם צעדי הריסון הפיסקליים, שננקטו במטרה לצמצם את היקפי החוב, וההיצע הנמוך של האשראי הבנקאי. יציבותה של מערכת הבנקאות אמנם השתפרה במהלך התקופה הנסקרת, אך השיפור נבע בעיקר מצמצום היקף האשראי למגזר העסקי, בפרט לעסקים הקטנים והבינוניים, ומהגברת הרכישות של איגרות חוב ממשלתיות.

אי-הוודאות לגבי יציבותו של גוש האירו שבה ועלתה עם התעוררות המשבר במערכת הבנקאות של קפריסין. ואולם תגובתה של קרן החילוץ האירופית למשבר סייעה להשיב את הרגיעה לשווקים הפיננסיים. ככלל, הסיכון לתרחישי קיצון בגוש האירו פחת באופן ניכר בתקופה הנסקרת, והדבר השתקף בירידת מרווחי ה-CDS על איגרות החוב הממשלתיות במדינות מוכות החוב.

ארה"ב

במהלך התקופה הנסקרת נמשכה ההתאוששות בפעילות בארה"ב, כאשר שוקי הדיור והרכב איזנו את החולשה שנוצרה בעקבות הקיצוצים בתקציב הממשלה והעלאות המסים. אף על פי שהצמיחה ברבעון הראשון של 2013 הייתה נמוכה מהתחזיות, מרבית נתוני המקרו הצביעו על שיפור בפעילות. בלטו לחיוב נתוני התעסוקה, הדיור, האשראי והתמתנות הגירעון הפיסקלי. שיעור האבטלה המשיך לרדת, וכמות המשרות החדשות התייצבה ברמה גבוהה. בשוק האשראי הסתמנה הקלה בתנאי האשראי לעסקים לצד גידול בביקוש לאשראי. על רקע הקיצוצים בהוצאות ותקבולי מסים גבוהים מהתחזית, משרד התקציב של הקונגרס עדכן כלפי מטה את תחזית הגירעון ל-2013 – מ-5.3 אחוזים ל-4 אחוזים בלבד. ההתאוששות בכלכלה האמריקנית והמדיניות המוניטרית המרחיבה השפיעו לחיוב על ביצועי החברות הגדולות, ומרביתן הציגו ברבעון הראשון רווחים גבוהים מהתחזיות.

ההתאוששות בכלכלת ארה"ב נתמכה על ידי המדיניות המוניטרית המרחיבה של הבנק המרכזי האמריקאי (ה-FED). בסוף 2012 הודיע ה-FED על רכישת אג"ח ממשלתיות ארוכות בהיקף חודשי של 45

מיליארדי דולר, וכן על פעילות ללא מגבלת זמן בשוק ה-MBS (Mortgage-backed securities). כמו כן ה-FED הודיע כי הריבית הנמוכה תשאר כל עוד שיעור האבטלה יעלה על 6.5 אחוזים ושיעור האינפלציה הצפויה לא יעלה על 2.5 אחוזים.

על רקע הירידה בשיעור האבטלה, השיפור בנתוני המקרו והתמתנות הגירעון, ה-FED הודיע ביוני שהוא עתיד לצמצם את ההקלה הכמותית במידה שהשיפור בתנאים המקרו-כלכליים יימשך.

יפן

לאחר הקיפאון ששרר בפעילות ב-2012, בתקופה הנסקרת הממשלה נקטה מדיניות מוניטרית ופיסקלית מרחיבה שנועדה לתמוך בפעילות. נתוני התוצר של הרביע הראשון הפתיעו לטובה עם צמיחה של 4.1 אחוזים. השיפור בפעילות נבע ברובו מהעלייה בצריכה הפרטית, שהושפעה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה; לעומת זאת, יצוא הסחורות התכווץ והייצור התעשייתי התרחב בשיעור נמוך מהצפוי.

מאחר שב-2012 נמשכה הדפלציה במחירים, ועל רקע הצורך לתמוך בפעילות המגזר הפיננסי וביציבותו ולחתור לתוואי צמיחה בר קיימא, בינואר הממשלה החליטה להעלות את יעד האינפלציה מ-1% ל-2% ולהפעיל תוכניות הרחבה נוספות. בתחילת אפריל הודיעה יפן על הכפלת הקצב של תוכנית רכישות האג"ח – להיקף של 7.5 טריליון ין מדי חודש. בעקבות הגדלת ההרחבה הכמותית, המשקיעים ביפן הגדילו את שיעורי החזקתם באגרות חוב זרות על חשבון איגרות חוב מקומיות ובכך תרמו להאצה במגמת הפיחות של הין ולעלייה בתשואות הארוכות.

המשקים המתעוררים

ברבעון הראשון קצבי הצמיחה במשקים המתעוררים הגדולים, בפרט בסין, הוסיפו להיות נמוכים מהמגמה, ובחודשים האחרונים מתרבים הסימנים להעמקת ההאטה. לאחר שב-2012 חלה בסין האצה בקצב הצמיחה, נתוני המקרו של הרביע הראשון הצביעו על האטה בכלכלה. קצב הצמיחה ברבעון הראשון עמד על 7.7 אחוזים בלבד, על רקע ההאטה בצריכה הפרטית, שהושפעה מהירידה בהכנסות משקי הבית. על מנת למנוע את התחזקות המטבע המקומי הודיעה הממשלה על תקנות חדשות שנועדו לצמצם את זרימת מטבע החוץ לסין. החששות למשבר פיננסי בסין התגברו בחודשים האחרונים על רקע דיווחים על בעיות נזילות במערכת הבנקאית, שהובילו לזינוק בריבית הבין-בנקאית. הכלכלה ההודית המשיכה לדשדש, והצמיחה בשנת הכספים האחרונה הגיעה לשפל של עשור. גם בברזיל נמשכה ההאטה והצמיחה ברביע הראשון הייתה נמוכה מהתחזית. הבנק המרכזי של ברזיל המשיך במדיניות המוניטרית המרסנת על רקע האינפלציה הגבוהה והמשך ההיחלשות של המטבע המקומי. על רקע התפתחויות אלו הורידה קרן המטבע הבין-לאומית את תחזית הצמיחה ל-2013 עבור המדינות המתעוררות הגדולות.

(2) השווקים הפיננסיים

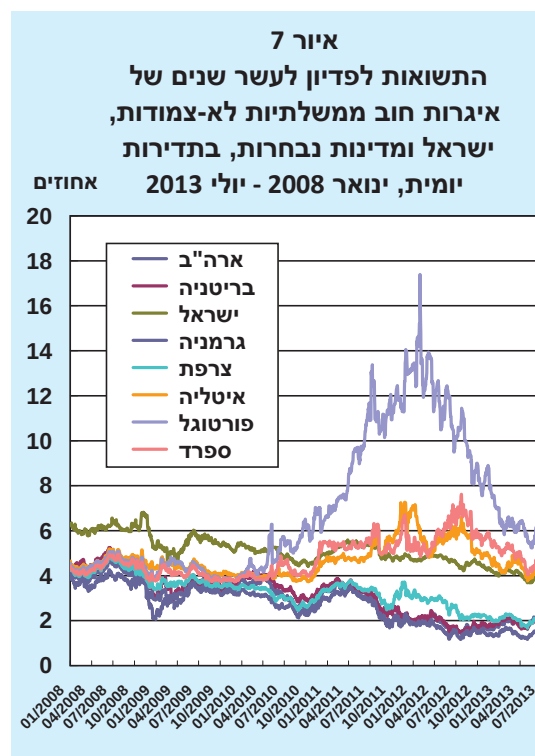
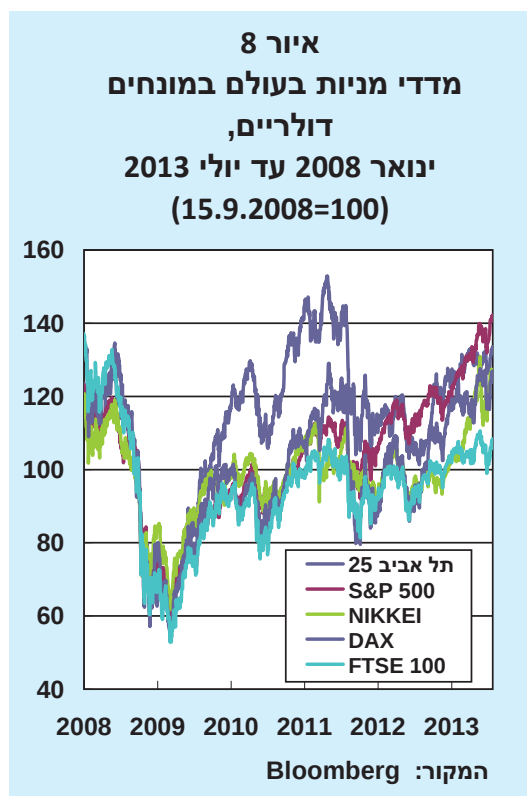
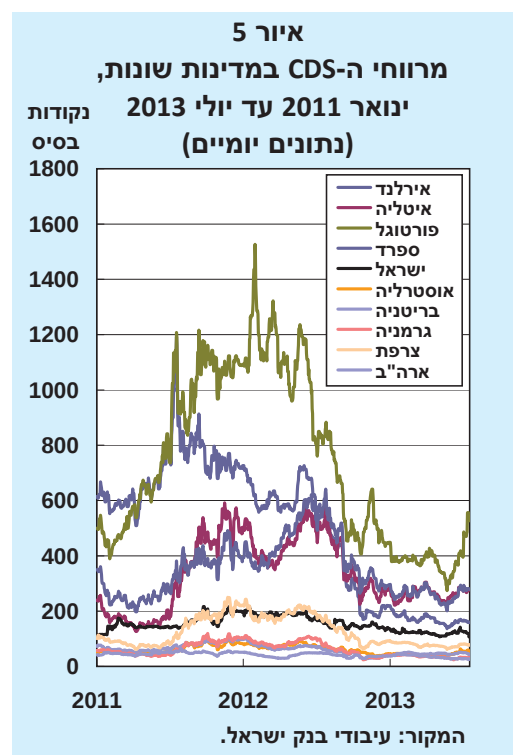
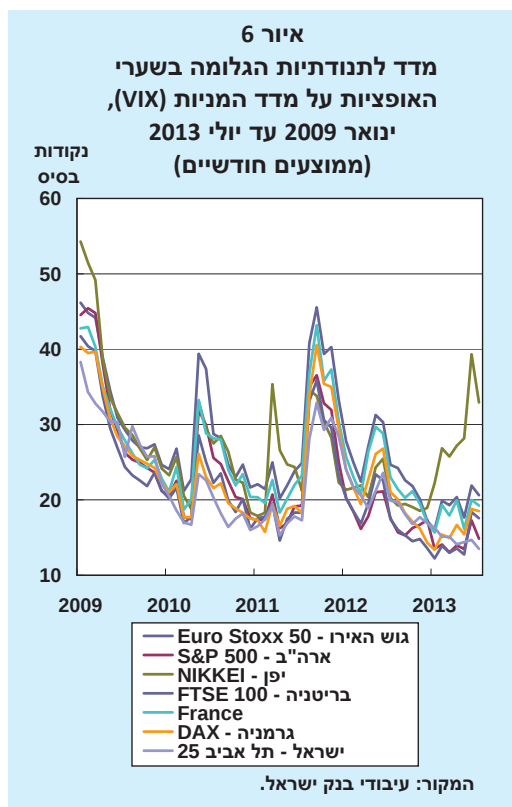
בתקופה הנסקרת פחתה רמת הסיכון המגולמת בשווקים הפיננסיים בעולם, בפרט במדינות מוכות החוב. זאת בעיקר על רקע הפעלת תוכניות סיוע למדינות מוכות החוב, הגברת המשמעת הפיסקלית והצהרות מרגיעות לגבי מחויבות לשמירה על שלמותו של גוש האירו. עדות לירידה ברמת הסיכון ניתן למצוא בכך שמרווחי ה-CDS (איור 5) – המשקפים את רמת הסיכון לטווח הארוך – המשיכו לרדת, ובכך שמדדי ה-VIX במרבית המדינות התייצבו ברמות הנמוכות ביותר מאז פרוץ המשבר של 2008. ביפן, לעומת זאת, מדד זה עלה מתחילת השנה בשיעור חד, על רקע הסיכונים הגלומים במדיניות הפיסקלית המרחיבה (איור 6). הירידה ברמת הסיכון התבטאה גם בכך שבמרבית התקופה הנסקרת נמשכה הירידה בתשואות לפדיון ל-10 שנים על איגרות החוב הממשלתיות במדינות מוכות החוב (איור 7). בתחילת יוני, על רקע התגברות ההערכות שההקלה הכמותית בארה"ב תצטמצם, התהפכה המגמה בשוק איגרות החוב והתשואות עלו במרבית המדינות.

למרות ההאטה בפעילות הריאלית בעולם, בחודשים ינואר-מאי מדדי המניות בכלכלות המפותחות עלו בשיעורים ניכרים, ובארה"ב וביפן הם אף שברו שיאים (איור 8). העלייה במחירי המניות הושפעה בעיקר מהירידה בהערכת הסיכונים, על רקע הרגיעה שהשתררה סביב משבר החובות באירופה, ומהעלייה ברמת הנזילות בשווקים בעקבות תוכניות ההקלה הכמותית. בחודש יוני – על רקע התגברות ההערכות שההקלה הכמותית בארה"ב תצטמצם ותוביל לירידה ברמת הנזילות בשווקים – התהפכה המגמה, ושערי המניות ירדו בשיעורים ניכרים במרבית שוקי המניות בעולם.

ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל

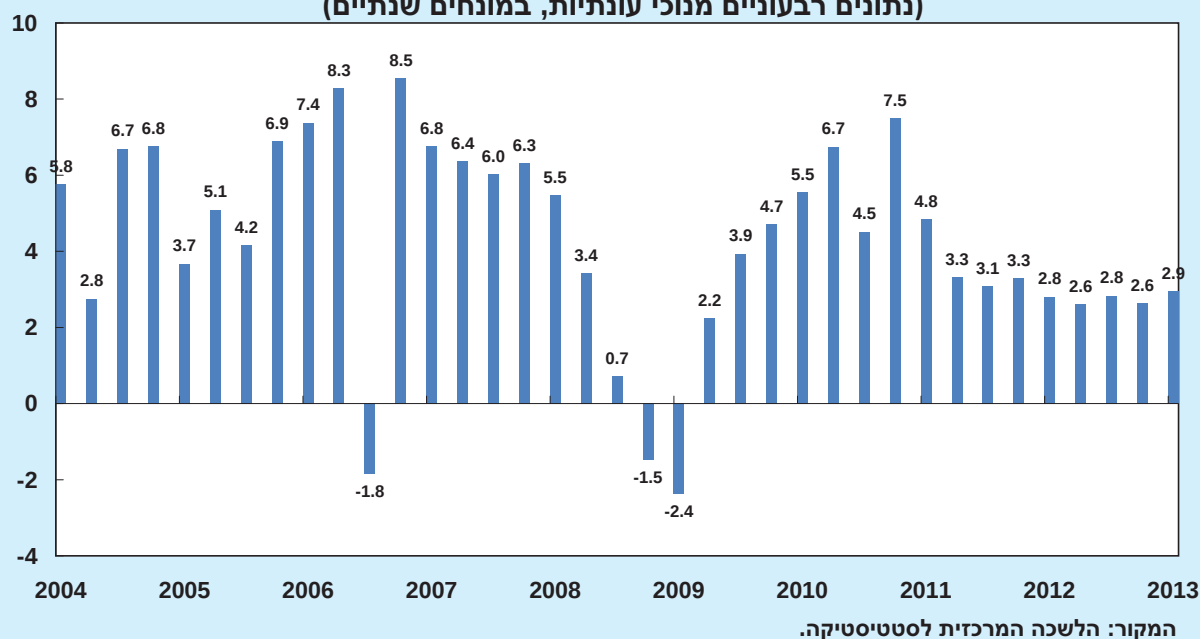
כדי לגבש מדיניות מוניטרית מתאימה מן ההכרח להבין את תמונת המצב הריאלית, הן משום שרמת הפעילות והשינויים בה משפיעים על המחירים והן משום שהמדיניות נועדה בין השאר לתמוך בצמיחה ובתעסוקה. ואולם הערכת תמונת המצב הריאלית הינה מורכבת, שכן הערכה זו נסמכת ברובה על נתוני חשבונאות לאומית רבעוניים, כמו גם על מגוון רחב של אינדיקטורים חודשיים לרמת הפעילות, ואלה מתפרסמים בפיגור ומתעדכנים לאחר. נוסף על כך, האינדיקטורים החודשיים, המתפרסמים מוקדם יותר מנתוני החשבונאות הלאומית, אינם מציגים תמיד תמונה אחידה.

נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון הצביעו על המשך צמיחה מתונה של התוצר תוך האטה בצמיחת התוצר העסקי לצד התרחבות היצוא והצריכה הפרטית והחרפת הירידה בהשקעות. ברבעון הראשון צמח התוצר ב-2.9 אחוזים, בדומה לקצב צמיחתו הממוצע במהלך 2012 (איור 9 ולוח 1). התוצר העסקי, לעומת זאת, צמח בקצב מתון יותר מהקצב בשנה החולפת.



איור 9
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי
2013Q1 - 2004Q1

(נתונים רבעוניים מנוכי עונתיות, במונחים שנתיים)



היצוא (למעט חברות הזנק ויהלומים) התרחב ברביע הראשון בשיעור של 4.3 אחוזים, וזאת לאחר ירידות חדות במחצית השנייה של 2012. ההשקעות בנכסים קבועים ירדו בשיעור חד של כ-20 אחוזים, בהמשך לירידות שנרשמו בשני הרבעים האחרונים. ראוי לציין כי חלק מהירידה נבע מסיומן של השקעות חד פעמיות גדולות שנעשו בשנים הקודמות.

חשוב להדגיש כי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון עודכנו פעמיים מאז פרסומם הראשון במאי, ולכן התמונה שהוועדה ניצבה בפניה השתנתה במהלך התקופה הנסקרת. כך למשל, בעדכון האחרון, שפורסם ביולי, שיעורי הצמיחה של התוצר, של התוצר העסקי ושל היצוא עודכנו כלפי מעלה (ראו לוח-1).

האינדיקטורים האחרונים לפעילות במשק הציגו תמונה מעורבת: מחד גיסא האינדיקטורים לפעילות הצפויה הצביעו על האפשרות שבחודשים האחרונים חלה האטה נוספת בקצב התרחבות של הפעילות במשק. ההתפתחויות שבלטו לרעה: (א) הירידה במדד האקלים¹ לרמה נמוכה מרמתו בארבעת החודשים האחרונים; (ב) העדכון כלפי מטה של המדד המשולב לחודשים האחרונים; (ג) הירידה של מדד מנהלי הרכש אל מתחת ל-50 נקודות, הרמה המבחינה בין התרחבות להתכווצות בפעילות; (ד) הירידה החדה במדדי אמון הצרכנים. מאידך גיסא האינדיקטורים לצריכה הפרטית הצביעו על התרחבות הביקושים המקומיים. בין האינדיקטורים

1 המדד מבוסס על סקר המגמות בעסקים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 1

החשבוונאות הלאומית 2013-2012

((שיעורי השינוי באחוזים, במחירים קבועים, במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות))

כל רביע לעומת מקבילו אשתקד ²		כל רביע לעומת קודמו								
2013	2012	I רביע, 2013			2012					
I	VI	אומדן שלישי	אומדן שני	אומדן ראשון	IV	III	II	I	2012 ^{1,2}	
2.1	3.3	2.9	2.7	2.8	2.6	2.8	2.6	2.8	3.2	התוצר המקומי הגולמי
2.1	3.6	2.5	2.2	2.0	3.5	3.0	2.9	3.1	3.3	התמ"ג של המגזר העסקי
3.8	3.4	5.3	5.0	5.6	2.0	1.4	2.5	5.7	2.7	הצריכה הפרטית
-26.3	-6.2	-19.1	-18.8	-8.1	-11.1	5.9	-44.6	91.7	11.6	ההשקעה המקומית הגולמית
-9.5	-2.8	-20.0	-23.3	-14.7	-12.0	-4.7	-1.3	3.3	4.0	ההשקעה בנכסים קבועים
3.1	-0.4	15.2	12.8	13.5	-6.8	-13.2	19.6	-0.7	0.1	סה"כ יצוא
5.8	3.3	14.9	11.9	12.1	-8.9	-10.9	29.5	7.7	4.3	היצוא של סחורות ושירותים למעט יהלומים
3.3	2.7	4.3	0.9	0.9	-9.8	-5.7	23.4	5.3	3.6	יצוא למעט חברות הזנק ויהלומים
-10.0	-4.3	1	-0.8	2.5	-16.2	-13.2	-13.0	37.6	2.6	סה"כ יבוא
-12.2	-1.4	-8.9	-8.8	-2.6	-15.9	-14.9	-8.7	49.8	6.7	היבוא של סחורות ושירותים למעט יהלומים ⁴
1.3	4.4	-0.4	-0.4	-7.3	5.1	1.2	0.0	2.5	3.4	הצריכה הציבורית
1.6	4.0	-0.9	-0.9	-4.8	3.9	2.4	2.1	2.0	3.3	הצריכה הציבורית למעט היבוא הביטחוני
-3.4	1.6	-0.7	-0.2	1.2	-0.3	0.8	-8.5	18.5	4.3	השימושים המקומיים

¹ לעומת השנה הקודמת.

² נתונים מקוריים.

³ חישוב חדש - ללא סובסידיות.

⁴ ללא יבוא ביטחוני, אוניות ומטוסים.

⁵ חישוב חדש - ללא מסים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שבלטו לחיוב: (א) התרחבות הפדיון בענפי המסחר ובענפי השירותים; (ב) מגמת העלייה ביבוא מוצרי צריכה; (ג) עלייה בהכנסות ממע"מ מקומי.

באפריל השנה החלו הפקת הגז מהקידוח "תמר" וצריכתו על ידי חברת החשמל. על פי הערכות של חטיבת המחקר, הפקת הגז צפויה לתרום לצמיחת התוצר כנקודת אחוז ב-2013 ו-0.7 נקודת אחוז ב-2014, בעיקר הודות לכך שהמשק יחסוך בהוצאות על חומרי אנרגיה מיובאים. ואולם מאחר שהפקת הגז דורשת מספר מועט של עובדים, ההתפתחות הצפויה בתקופה הקרובה בתעסוקה ובאבטלה תושפע בעיקר משיעור הצמיחה של התוצר ללא הפקת הגז.

נתוני סקר כוח אדם לרביע הראשון מצביעים על המשך הירידה בשיעור האבטלה תוך האטה בהתרחבות התעסוקה (איור 10). שיעור האבטלה ירד ברבעון הראשון ב-0.3 נקודת אחוז, לרמה של 6.5 אחוזים, ובקרב גילאי העבודה העיקריים (25–64) נרשמה ירידה קלה של 0.1 אחוז, לרמה של 5.6 אחוזים. הנתונים החודשיים לאפריל ומאי, לעומת זאת, מצביעים על עלייה של 0.3 נקודת אחוז בשיעור האבטלה בקרב גילאי העבודה העיקריים.

החל מהרביע השני של 2012 אנו עדים להאטה בהתרחבות התעסוקה, וזאת לאחר שבשנים 2010 ו-2011 נרשם בה גידול מואץ. האטה זו נובעת מקיפאון – ואף ירידה – בתעסוקה במגזר העסקי על רקע ההאטה בפעילות וביצוא, לצד גידול מתון בתעסוקה בשירותים הציבוריים, שהושפע ברובו מהגידול בהוצאות הציבוריות. השכר הריאלי במגזר הפרטי ירד במעט בתקופה הנסקרת תוך תנודתיות (איור 11). עם זאת ראוי לציין כי מדדי האקלים, המגלמים את ציפיות המעסיקים בענפים השונים, הצביעו לאורך כל התקופה הנסקרת על יציבות בשוק העבודה עם צפי לעלייה במספר המשרות הפנויות.

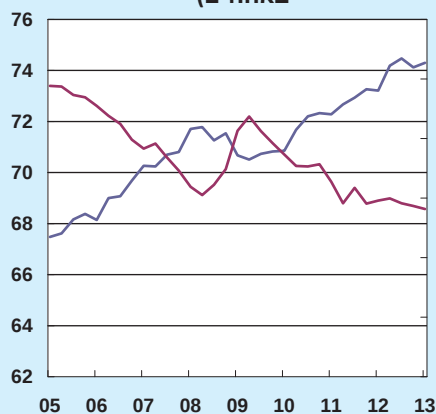
ג. ההתפתחויות הפיננסיות

רמת הסיכונים של המשק הישראלי, כפי שהיא משתקפת באינדיקטורים השונים, המשיכה לרדת במחצית הנסקרת, בדומה למגמה בעולם. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS לחמש שנים של ישראל, ירדה לרמות ששררו בתחילת 2011, בטרם החרף משבר החוב באירופה (איור 5). גם הסיכונים לטווח קצר (עד חודש), כפי שהם מתבטאים במדד ה-VIX, המשיכו לרדת במהלך המחצית הנסקרת, ושיעורי הירידה היו גבוהים אף משיעוריהם במרבית המדינות המפותחות (איור 6).

התפתחות שערי המניות בבורסה המקומית הייתה מתואמת עם המגמות בעולם: בחודשים ינואר עד מאי שערי המניות עלו בשיעור נאה למרות הירידה ברמת הרווחיות של החברות. ואולם השערים בבורסה המקומית עלו בשיעור נמוך יותר ממרבית שוקי המניות במדינות המפותחות. בחודש יוני המגמה בבורסה המקומית התהפכה על רקע הירידות החדות שנרשמו בשוקי המניות בעולם (איור 8).

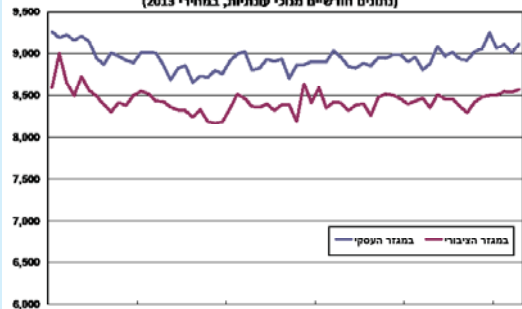
התשואות לפדיון, הריאליות והנומינליות, של איגרות החוב הממשלתיות לטווחים בינוניים וארוכים התפתחו בתקופה הנסקרת באופן בלתי אחיד, והן הושפעו מהתפתחות התשואות בעולם (איור 12): לאחר שבינואר-אפריל התשואות נותרו כמעט ללא שינוי, הן ירדו במאי, והן שבו ועלו ביוני בעקבות עליית התשואות בארה"ב, שהתרחשה על רקע הצמצום הצפוי של ההקלה הכמותית. לעומת זאת, התשואות הריאליות לטווחים קצרים (עד שנתיים) נעו לאורך כל המחצית הנסקרת במגמת עלייה בשעה

איור 10
התעסוקה והאבטלה,¹
2013/1 - 2005/3
(נתונים רבעוניים מנוקדים עונתיים,
באחוזים)



שיעור האבטלה - מכוח העבודה (גילאי 24 - 65);
שיעור התעסוקה מהאוכלוסייה בגיל העבודה

איור 11
השכר הריאלי הממוצע למשרת שכיר,
ינואר 2008 עד אפריל 2013
(נתונים חודשיים מנוקדים עונתיים, במחירי 2013)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

שהתשואות הנומינליות ירדו. התפתחות זו שיקפה את הירידה בציפיות האינפלציוניות לטווח הקצר. הפער בין התשואות של איגרות החוב של ממשלת ישראל לבין התשואות של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב המשיך להצטמצם בתקופה הנסקרת והגיע לרמה הנמוכה ביותר מאז 2011.

שוק האשראי

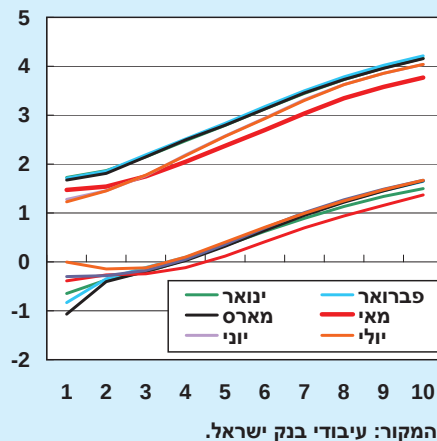
האשראי למגזר העסקי

יתרת האשראי למגזר העסקי ירדה בתקופה הנסקרת בשיעור מתון, תוך ירידה באשראי הבנקאי ועלייה באשראי החוץ-בנקאי המקומי (איור 12). העלייה באשראי החוץ-בנקאי המקומי התמקדה בהלוואות הישירות שהמוסדיים העמידו למגזר העסקי, בשעה שיתרת החוב הסחיר ירדה מעט. ערוץ ההלוואות הישירות מהווה כ-20 אחוזים מיתרת האשראי שהמוסדיים מעמידים למגזר העסקי, והוא מאפשר להעמיד אשראי במסלול מהיר יחסית ומבלי שתקנות ועדת חודק יחולו עליו, וזאת בטרם הושלמה הרגולציה להגבלת הסיכונים הגלומים בערוץ זה. מאידך גיסא הוא מאפשר לפזר את סיכוני האשראי בין הבנקים לגופים המוסדיים, תוך הנגשת מקורות האשראי של המוסדיים גם לחברות שאינן מעוניינות או אינן יכולות להשתמש בשוק איגרות החוב כמקור לגיוס אשראי. ביוני פורסמו מסקנות הביניים של ועדת גולדשמיט לבחינת שוק ההלוואות הפרטיות של המוסדיים. הוועדה הביעה תמיכה בהמשך התפתחות שוק ההלוואות הפרטיות והמליצה לצמצם את הסיכונים הגלומים בערוץ זה באמצעות הגברת השקיפות, הגבלת החשיפה ללווים בערוץ זה על ידי הדירקטוריון והגדרת כללים לניהול הסיכונים בגופים המוסדיים.

על רקע הירידה ביתרת האשראי התעוררה השאלה האם המגזר העסקי סובל ממצוקת אשראי. מנתוני סקר המגמות עולה כי רוב המגזר העסקי אינו מדווח על החמרה בקשיי המימון, אולם החברות הקטנות המשיכו לדווח על הרעה בנגישותן לאשראי.

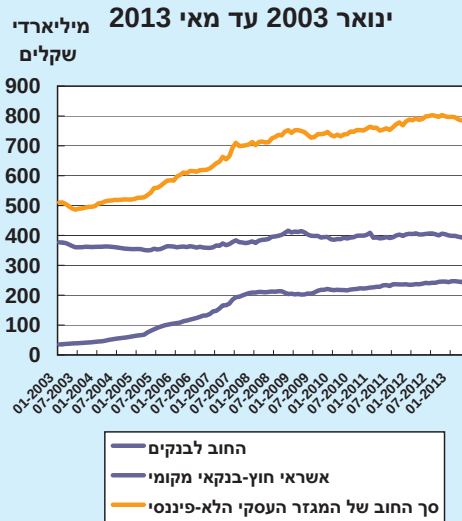
במהלך התקופה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה במרווחים בשוק איגרות החוב של החברות, מגמה שהחלה עוד באוקטובר 2012 (איור 14). רמת המרווחים הממוצעת בשוק (ללא איגרות חוב של חברות פיננסיות) הגיעה במאי 2013 לכ-4.4 אחוזים, לעומת כ-7.1 אחוזים בספטמבר 2012. זאת למרות שחלה הרעה באיתנותן הפיננסית של מספר חברות מובילות במשק כאשר אי. די. בי החזקות – חברת האם של הקבוצה העסקית הגדולה במשק – אף נכנסה להליך של הסדר חוב. ראוי לציין כי ירידת המרווחים בשוק איגרות החוב המקומי הייתה חדה יותר מירידת המרווחים בשוק איגרות החוב בעולם. ירידה זו נובעת ברובה מירידה בהערכת הסיכון בשוק המקומי, ולא מירידה בפרמיית הסיכון של המשק, כפי שניתן ללמוד מהתפתחות הפער בין התשואות של איגרות החוב של ממשלת ישראל לבין

איור 12
עקום התשואות לפדיון של האג"ח
הממשלתיות הצמודות והלא-צמודות,
ינואר, פברואר, מארס, מאי,
יוני ויולי 2013
(ממוצעים חודשיים)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 13
אשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי,
נתונים חודשיים
ינואר 2003 עד מאי 2013



המקור: עיבודי בנק ישראל.

התשואות של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב: פער זה הצטמצם באותה תקופה בשיעורים מתונים יותר.

היקף הגיוסים של המגזר העסקי הלא פיננסי בשוק איגרות החוב הסתכם בתקופה הנסקרת בכ-13 מיליארדי ש"ח, והוא עמד על רמה מעט גבוהה מרמותיו בשנתיים הקודמות. המשך זרם ההנפקות, והתרחבותו לחברות עם דירוגים נמוכים יותר, התאפשר משום שהמרווחים ירדו ברציפות והגיעו לרמות סבירות לגיוס חוב.

האשראי למשקי הבית

במהלך המחצית הנסקרת נמשכה העלייה ביתרת האשראי למשקי בית, אם כי בקצב מתון יותר מאשר בשנים קודמות (איור 15). הגידול ביתרת האשראי למשקי הבית נבע רובו ככולו מהאשראי לדיר. ראוי לציין כי אף על פי שבשנים האחרונות חל גידול מהיר יחסית באשראי למשקי הבית, החוב של מגזר זה ביחס לתוצר נמוך באופן בולט בהשוואה למדינות אחרות, בפרט בהשוואה למדינות שעברו משבר בשוק הדיר. הצעדים המקרו-יציבותיים שנקט המפקח על הבנקים בשוק האשראי לדיר אמנם תרמו להפחתה מסוימת של הסיכונים הגלומים במשכנתאות החדשות, שהתבטאה בירידה של שיעור המימון (LTV, Loan to Value). ואולם קצב הגידול של יתרת האשראי לדיר נותר גבוה. כמו כן, שיעור ההחזר מההכנסה במשכנתאות החדשות המשיך לעמוד על רמות גבוהות, ונתון זה – בשילוב המשקל הגבוה ביתרת האשראי לדיר של המשכנתאות עם ריבית משתנה – מגביר את רגישות כושר הפירעון של הלווים לעלייה בריבית ולהאטה בפעילות במשק, בפרט לעלייה ברמת האבטלה.

ד. המדיניות הפיסקלית

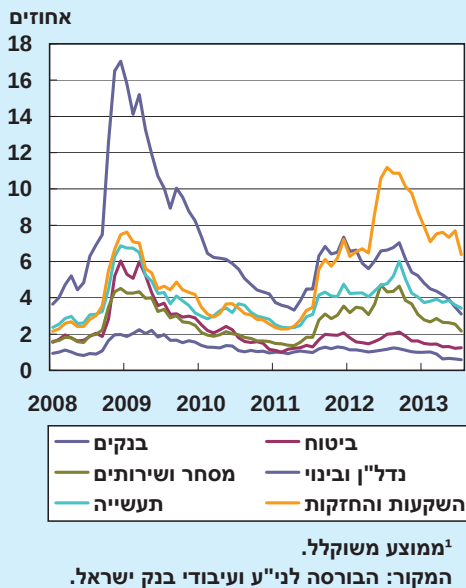
מאחר שתקציב 2013 טרם עבר בכנסת, עד לאישורו הממשלה עברה לפעול כל חודש במסגרת 1/12 מתקציב 2012. ואולם בניגוד למצבים דומים בעבר, מעבר זה לא יצר מגבלה משמעותית על הוצאות הממשלה, וזאת בעיקר בשל ירידה בהיקף ההחזרים בגין החוב הממשלתי².

התקופה שקדמה לאישור התוכנית התקציבית ל-2013 בממשלה התאפיינה באי-ודאות לגבי האופן שבו תתמודד הממשלה החדשה עם הצורך להתאים את התקציב למגבלות הגירעון וההוצאה, והתעורר חשש שהמשך החריגה בגירעון הממשלתי יפגע באמינותה של המדיניות התקציבית; פגיעה זו מצידה עלולה להתבטא בעלייה בעלויות המימון של החוב הממשלתי. על רקע אי-ודאות זו, חברת הדירוג S&P הורידה בתחילת מאי את דירוג האשראי של ישראל במטבע המקומי ל-A פלוס.

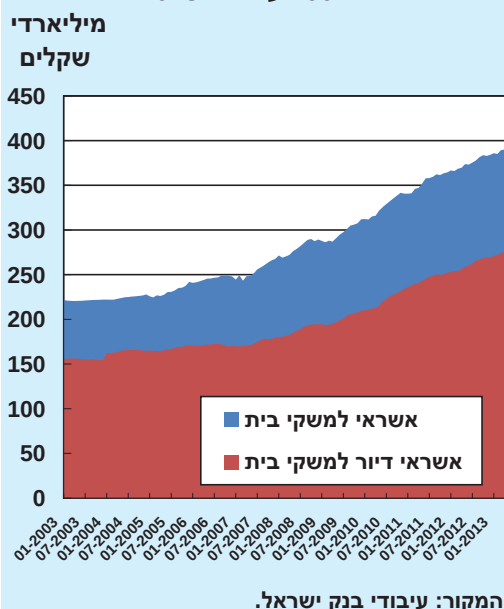
בתחילת מאי אישרה הממשלה את התוכנית התקציבית ל-2013 ו-2014. במידה שהתוכנית תקבל את אישור הכנסת, היא צפויה להגביל את

² מאחר שמחילים את כלל ההוצאה על סך הוצאות הממשלה, כולל פירעון החוב, ומאחר שהחזרי החוב בתקופה זו היו נמוכים מאשר בשנים קודמות, מגבלה זו לא הייתה משמעותית כל עוד הממשלה התכוונה לשמור על תקרת ההוצאות.

איור 14
המרווחים בין תשואות¹ צמודות
מדד של אג"ח קונצרניות ואג"ח
ממשלתיות לפי ענפים,
ינואר 2008 עד יולי 2013



איור 15
אשראי למשקי בית, ומתוכו אשראי עבור
דיר, נתונים חודשיים,
ינואר 2004 עד מאי 2013



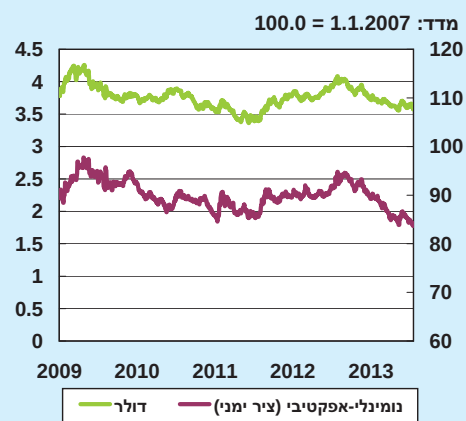
הגירעון ל-4.65 אחוזי תוצר ב-2013 ול-3 אחוזי תוצר ב-2014. התוכנית התקציבית כוללת צמצום של תוכניות ההוצאה של הממשלה והעלאת מסים בהיקף כולל של יותר מ-30 מיליארדי ש"ח. בשל אישורם המאוחר של צעדי התוכנית התקציבית נאלצה הממשלה לחרוג באופן חד פעמי מתקרת ההוצאות, והיא גם העלתה את תקרת הגירעון ל-4.65 אחוזי תוצר³. במהלך אישור התקציב בכנסת, חלק מהצעדים הקבועים שהציעה הממשלה הוחלף בצעדים חד פעמיים, ואלה מרחיבים את ההתאמה התקציבית שתידרש בשנת 2015.

אישור התוכנית בממשלה הפחית את החשש מפגיעה באמינות המדיניות, אך בטווח הקצר יישום התוכנית צפוי למתן את הביקושים במשק. על פי ההערכות של חטיבת המחקר בבנק ישראל, צעדי התוכנית התקציבית של הממשלה צפויים למתן את הצמיחה בשנת 2014 בכ-0.7 אחוז בהשוואה לאומדנים שנערכו לפני אישור התוכנית. זאת בעיקר בשל העלאת המסים וההפחתה בקצבאות הילדים, הואיל ואלה צפויות לפגוע בביקושים דרך הצריכה הפרטית ובמידה פחותה גם דרך ההשקעות. למרות מחיר זה, תוכנית להפחתת הגירעון הייתה הכרחית, שכן בלעדיה היה הגירעון צפוי להגיע כמעט ל-6 אחוזי תוצר ב-2014. דבר זה היה עלול לערער את היציבות הפיננסית של המשק, לייקר את עלותו של החוב הממשלתי ולפגוע ברמת הפעילות במשק באופן מתמשך.

ה. שער החליפין

התפתחות שער החליפין של השקל הושפעה בתקופה הנסקרת בעיקר מהמדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם ומהצפי לשיפור בחשבון השוטף בעקבות התחלת הפקת הגז ממאגר "תמר". המדיניות המוניטרית המרחיבה של הבנקים המרכזיים המובילים, ובפרט תוכניות ההקלה הכמותית, הביאה להתרחבות הפער האפקטיבי בין ריבית בנק ישראל לריביות המשקים המרכזיים בעולם. על רקע הביצועים הטובים יחסית של המשק הישראלי, התרחבות זו הביאה להתגברות יבוא ההון למשק. גורם זה – לצד התגברות הציפיות להתחזקות השקל לאור השיפור הצפוי בחשבון השוטף כתוצאה מהפקת הגז המקומי – הגבירו את הלחצים לייסוף. מתחילת השנה ועד אמצע מאי השקל התחזק בשיעור של כ-4.7 אחוזים לעומת הדולר ושיעור של כ-6 אחוזים לעומת שער החליפין האפקטיבי, שהגיע לרמה הנמוכה ביותר מאז 2008 (איור 16). להתחזקות השקל תרמו שני מגזרים עיקריים: המשקיעים המוסדיים, שצמצמו את החשיפה שלהם למטבע חוץ, באמצעות הרחבת הגידור המטבעי, על רקע הציפיות לייסוף; ותושבי החוץ, שהמירו מטבע חוץ בהיקפים גבוהים והגדילו את השקעותיהם במכשירי החוב קצרי הטווח על רקע התרחבות פער הריביות. כמו כן, מספר השקעות ישירות בהיקפים גבוהים תרמו אף הן להתחזקות השקל.

איור 16
שערי החליפין של השקל לעומת הדולר
ושער החליפין הנומינלי-האפקטיבי,
ינואר 2009 עד יולי 2013
(נתונים יומיים)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

3 ראו סקירת התפתחויות הכלכליות 136, 2013.

באמצע מאי הודיע בנק ישראל על הפחתת ריבית ועל הפעלת תוכנית לרכישות מטבע חוץ שנועדה לקזז את ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין. תגובת השוק לצעדי בנק ישראל לא איחרה לבוא, ובמהלך השבועיים שחלפו מפרסום ההודעה השקל פוחד בכ-3.9 אחוזים לעומת הדולר ובכ-3 אחוזים לעומת שער החליפין האפקטיבי. את הפיחות בשער החליפין הניעו בעיקר תושבי החוץ, שמימשו את השקעותיהם באיגרות חוב ממשלתיות בהיקפים גבוהים. בתחילת יוני השקל שב והתחזק על רקע המשך הלחץ לייסוף של הגורמים ארוכי הטווח, לרבות המשך זרם ההשקעות הישירות למשק והשיפור בחשבון השוטף.

ו. האינפלציה

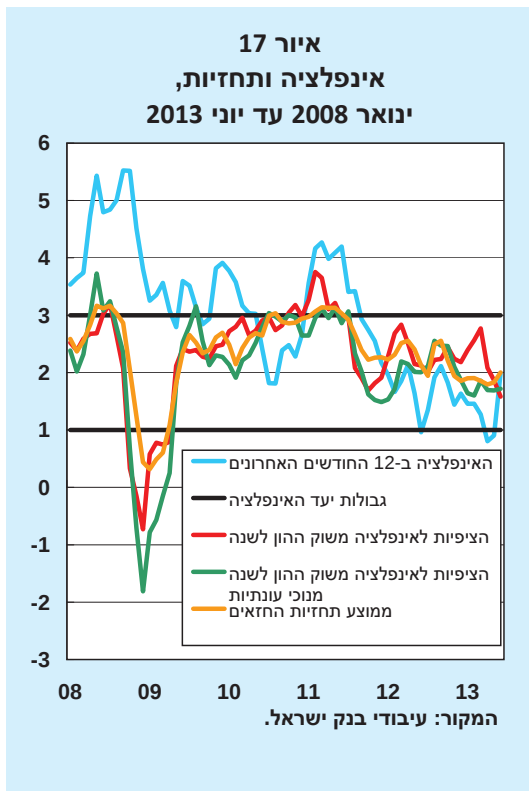
בתקופה הנסקרת נמשכה הירידה בקצב האינפלציה, אם כי היא הושפעה ברובה מתהליכים חד פעמיים ומגורמים עולמיים (איור 17). מדד המחירים לצרכן עלה בתקופה הנסקרת ב-1.3 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-1.1 אחוז. האינפלציה בפועל (ב-12 החודשים האחרונים) המשיכה לרדת במהלך התקופה הנסקרת והגיעה באפריל אל מתחת לגבול התחתון של יעד יציבות המחירים. ואולם ביוני האינפלציה בפועל שבה ועלתה למרכז היעד בעקבות המדד הגבוה יחסית, שהושפע בחלקו מהעלאת המע"מ. תחזיות החזאים והציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים, כפי שהן נמדדות משוק ההון⁴, נעו לאורך כל התקופה מעט מתחת למרכז היעד.

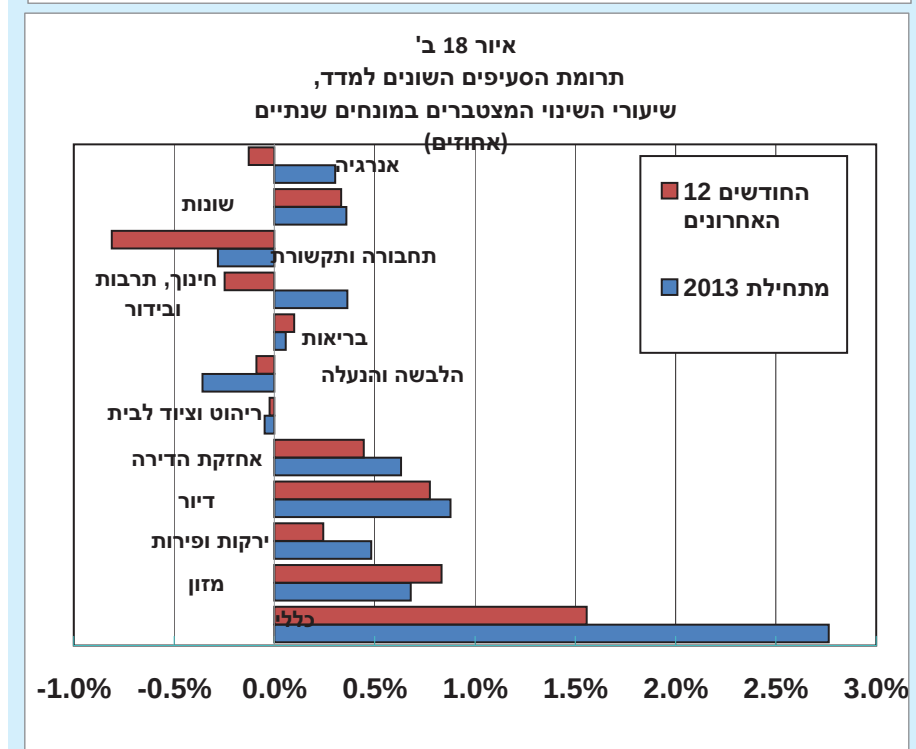
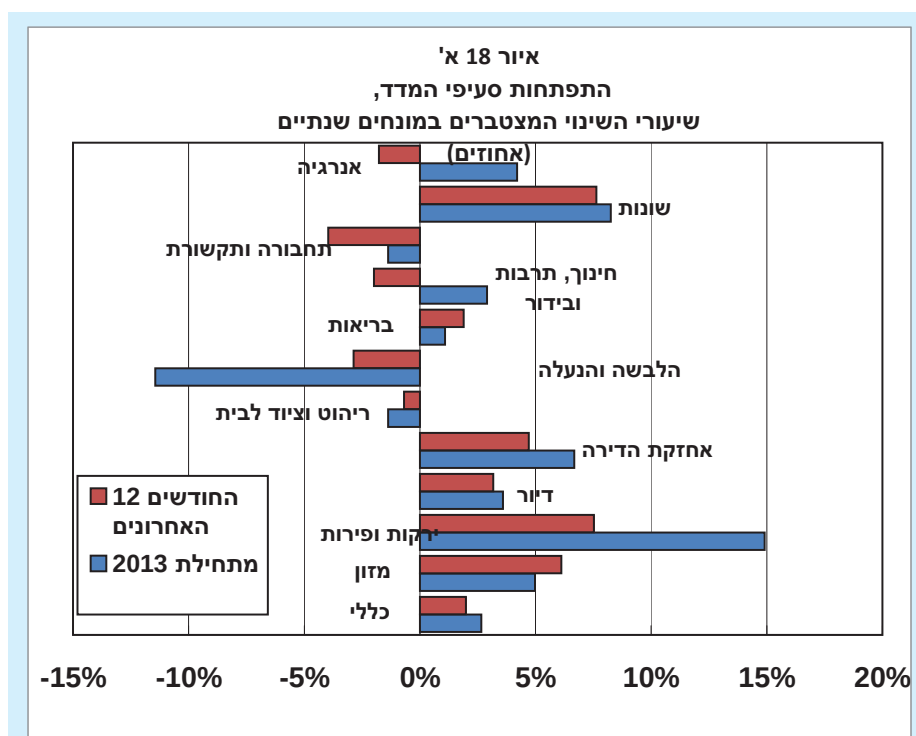
הרכיבים שבלטו בתרומתם לירידה בקצב האינפלציה הם (איור 18): הירידה שחלה במחירי האנרגיה במרבית התקופה הנסקרת, ואשר הושפעה מירידת מחירי האנרגיה בעולם; המשך הירידה במחירי התקשורת בעקבות הצעדים המבניים שהובילו להגברת התחרות בענף התקשורת הסלולרית; הירידה במחירי ההלבשה וההנעלה, שנבעה ברובה מהשפעות עונתיות בענף; המשך ההתמתנות בעליית מחירי הדיור (שכר דירה), עלייה שהובילה את העלייה במדד בשנים האחרונות. עם זאת ראוי לציין כי קצב העלייה של מחירי הדיור עדיין גבוה. בניגוד לאלה, העלייה במחירי המזון, ועמה העלאת המע"מ והעלאת המסים על הטבק ומוצרי ועל המשקאות האלכוהוליים, תרמו לעליית קצב האינפלציה.

ראוי לציין כי מחירי המזון המשיכו לעלות בתקופה הנסקרת למרות הירידה במחירי הסחורות החקלאיות בעולם והייסוף החד בשער השקל. אולם מאחר שבין מחירי הסחורות החקלאיות למחירים המקומיים קיים מנגנון תמסורת הדרגתי⁵, ייתכן כי העלייה במחירי המזון בתקופה הנסקרת עדיין הושפעה מהעלייה החדה שנרשמה במחירים העולמיים ברביע האחרון של 2012.

4 את גזירת הציפיות משוק ההון מתקנים בהתאם להשפעה שיש לעונתיות הגלומה במדד המחירים לצרכן על התשואות הריאליות. בדוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2012 מופיע דיון במתודולוגיה המשמשת כדי לגזור את הציפיות לאינפלציה משוק ההון.

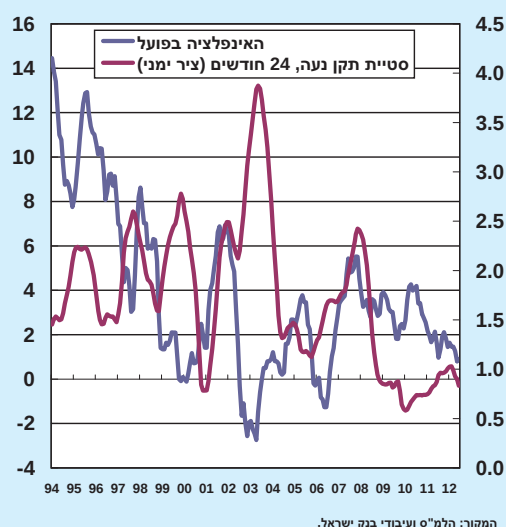
5 פירוט מופיע בתיבה 1 בדוח המדיניות המוניטרית למחצית הראשונה של 2012.





במחצית הנסקרת סטיית התקן של האינפלציה נעה ברמות נמוכות בהשוואה היסטורית, בהמשך למגמה שהחלה ב-2009 (איור 19). תנודתיות האינפלציה מושפעת במידה מסוימת מרמתה, ולכן ניתן היה לצפות שהתהליך הדיסאינפלציוני שהחל בשנות ה-90 ילווה בירידה של סטיית התקן. בפועל, עד אמצע 2009 סטיית התקן נעה עם תנודתיות

איור 19
האינפלציה בפועל (ב-12 החודשים
האחרונים) וסטיית תקן נעה, 24
חודשים, ינואר 1995 עד יוני 2013



גבוהה ולעיתים אף הגיעה לרמות גבוהות בהשוואה היסטורית. נראה כי הסיבה לכך היא שעד תקופה זו הייתה תמסורת גבוהה בין שער החליפין, המתאפיין בתנודתיות גבוהה יחסית, לאינפלציה. התמסורת הגבוהה נבעה בעיקר ממנגנוני ההצמדה לשער הדולר שהיו נהוגים בענפים רבים במשק, בפרט בשוק הדיור. על רקע הייסוף המתמשך שחל בין 2003 ל-2007 בשער החליפין של השקל, מנגנוני ההצמדה החלו להצטמצם בהדרגה עד שב-2008 הם כמעט נעלמו כליל. כתוצאה מכך שיעור התמסורת בין שער החליפין לאינפלציה ירד באופן ניכר בשנים האחרונות, וירידה זו התבטאה בהתמתנות התנודתיות של האינפלציה.

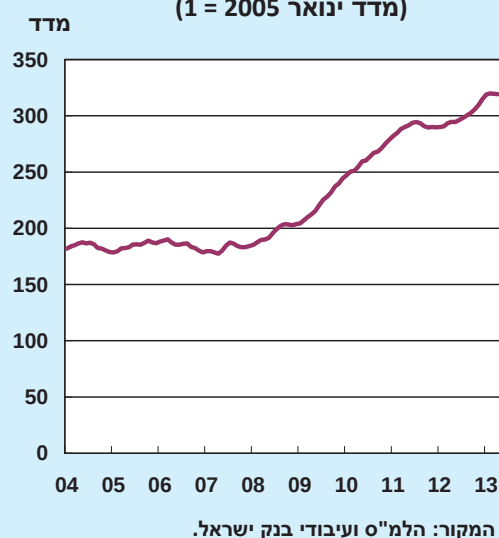
ז. שוק הדיור

שוק הדיור המשיך לעמוד במרכז השיח הציבורי גם במהלך התקופה הנסקרת, וזאת לנוכח המשך מגמת העלייה החדה במחירי הדירות, מגמה שהתחדשה במחצית השנייה של 2012, במקביל לעלייה בהיקף המשכנתאות ובמספר העסקאות. מיוני 2012 ועד פברואר 2013 עלו מחירי הדירות בכ-7.8 אחוזים, וזאת בהמשך לעלייה מצטברת של כ-58 אחוזים בין השנים 2008–2011 (איור 20). היחס בין מחיר דירה ממוצע לשכר הממוצע למשרת שכיר המשיך לעלות בתקופה הנסקרת והגיע לרמה דומה לזו ששררה בשיאו של גל עליות המחירים בשנות ה-90 (איור 21). בחודשים מארס-אפריל נרשמה ירידה קלה במחירי הדיור אך עדיין מוקדם להעריך שחלה תפנית בשוק הדיור. זאת משום שהירידה במחירים לוותה בגידול במכירות של דירות מיד שנייה, וזו נבעה כנראה מניסיון של המוכרים למכור את הדירות לפני שתפוג הוראת השעה ביחס למס שבח.

ההתרחבות שחלה בשנים האחרונות בביקושים בשוק הדיור הושפעה מכמה גורמים, ביניהם גידול האוכלוסייה, העלייה ברמת החיים, וכן הירידה בכלל הריביות והתשואות האלטרנטיביות במשק, בדומה למתרחש בעולם מאז פרוץ המשבר הפיננסי ב-2008. השילוב של התפתחויות אלו עם עלייה מתמשכת בשכר הדירה הגביר את הביקוש לדירות כנכס להשקעה, והדבר השתקף בעליית שיעור המשקיעים בעסקאות הנדל"ן. תופעה זו אינה ייחודית לישראל, והיא נצפתה גם במדינות מפותחות אחרות שבהן המערכת הפיננסית לא קרסה במשבר העולמי.

למרות התפתחויות אלו, קצב התחלות הבנייה התייצב בתקופה הנסקרת ברמות נמוכות מאלו ששררו ב-2011. ב-12 החודשים שהסתיימו ברביע הראשון של 2013 עמדו התחלות הבנייה על רמה מצטברת של כ-40,000 יחידות, בהשוואה לכ-45,000 יחידות בסוף 2011. לנוכח התחדשותן של עליות המחירים בתקופה האחרונה ניתן להעריך, כי הרמה הנוכחית של התחלות הבנייה אינה נותנת מענה מספק להתרחבות הביקושים. נתון נוסף שעלול להחרף את בעיית היצע הדירות בעתיד הוא הירידה במספר היתרי הבנייה שאנו עדים לה בשנה האחרונה.

איור 20
מדד מחירי הדירות,
ינואר 2004 עד אפריל 2013
(מדד ינואר 2005 = 1)



בעוד שהמחסור בקרקע זמינה לבנייה, תהליכי התכנון הארוכים והעיקובים במתן היתרים מאטים את התאמת היצע הדירות להתרחבות הביקושים, נתוני האשראי ממערכת הבנקאות וסקר הערכת המגמות מצביעים על כך שזמינות האשראי לבינוי אינה מהווה מגבלה משמעותית על הרחבת ההיצע: לצד הגידול החד ביתר המשכנתאות בשנים האחרונות חל גידול גם בהיקף האשראי לבנייה, וזאת למרות הסיכון הגבוה הכרוך בענף זה. יתר על כן, הממצאים העולים מנתוני סקר המגמות מצביעים על כך שהמגבלות העיקריות בענף הבינוי הן העיקובים במתן היתרים ומחסור בקרקע זמינה, בעוד שמגבלת האשראי היא מתונה יחסית. ראוי לציין כי הממשלה מקדמת צעדים להפחתת החסמים לבנייה, לצמצום הבירוקרטיה הכרוכה בתכנון ובבנייה ולהגברת שיווק הקרקעות. כחלק מצעדים אלה הממשלה הקימה במאי את המטה הלאומי לדיור. כמו כן, התוכנית התקציבית שאושרה בממשלה כוללת מספר צעדי מיסוי שנועדו למתן את הביקושים בשוק הדיור.

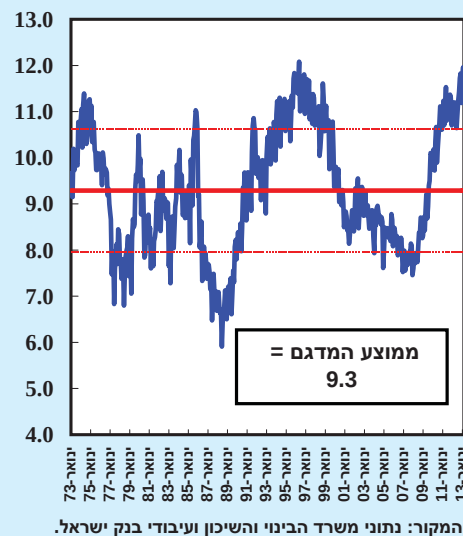
2. המדיניות המוניטרית ויישומה

א. המדיניות המוניטרית

הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז בינואר, במאי וביוני, עד לרמה של 1.25 אחוזים ליולי. לנוכח הייסוף המתמשך בשער השקל, הוועדה החליטה באפריל להתערב בשוק מטבע החוץ, ובאמצע מאי היא החליטה, בנוסף להפחתת הריבית, להפעיל תוכנית לרכישות מטבע חוץ כדי לקזז את ההשפעה של הפקת הגז המקומי על שער החליפין. צעדים אלו נועדו להגביר את יכולתו של המשק להתמודד עם ההשלכות האפשריות של העמקת ההאטה בכלכלה העולמית, וכן למתן את הלחצים לייסוף, הנובעים מהמדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם ומהשיפור הצפוי במאזן התשלומים כתוצאה מהפקת הגז המקומי. זאת על רקע המשך ההתמתנות בסביבת האינפלציה והמשך הצמיחה המתונה במשק. מנגד, הסיכונים הגלומים בהמשך העלייה במחירי הדירות במקביל להאטה בהתחלות הבנייה ולעלייה במספר העסקאות ובהיקפי המשכנתאות, הציבו בפני הוועדה שיקול נוסף שהיה עליה להתחשב בו בעת ההחלטה על הורדת הריבית. לנוכח הגידול המואץ, תוך עלייה בסיכונים, שחל בשנים האחרונות באשראי לדיור, המפקח על הבנקים הורה בפברואר להגדיל את כריות ההון וההפרשות הנדרשות בגין הסיכונים הגלומים בתיק האשראי לדיור. הריבית לאוגוסט נותרה ללא שינוי ברמה של 1.25 אחוזים.

הריבית המוניטרית משפיעה על התצרוכת והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק, וכן על שער החליפין ודרכו – על היצוא והיבוא. דרך ערוצים אלו הורדת הריבית פועלת להגברת הפעילות במשק, ובכלל זה בענף הבנייה. מאידך גיסא, הורדת הריבית משפיעה במידה מסוימת על התרחבות הביקושים בשוק הדיור דרך השפעתה על התשואות

איור 21
היחס בין מחיר דירה ממוצע למשכורת ממוצעת
ינואר 1973 - מארס 2013



האלטרנטיביות והריביות בשוק המשכנתאות. הוועדה אמנם העריכה כי ריבית גבוהה יותר הייתה עשויה לסייע למתן את הביקושים בשוק הדיור ובכך לתמוך בהאטה של קצב העלייה במחירי הדירות. ואולם ריבית גבוהה יותר בתקופה שבה הריביות בעולם נמצאות בשפל הייתה מחזקת את הלחצים לייסוף ופוגעת ביצוא, בצריכה הפרטית ובהשקעות; ובכך היא הייתה פועלת למיתון הפעילות במשק ומגדילה את שיעור האבטלה. יתר על כן, הוועדה העריכה כי הצעדים המקרו-יציבותיים שנקט המפקח על הבנקים בכדי לצמצם את הסיכונים הפיננסיים בשוק המשכנתאות, ובפרט הגבלת שיעור המימון בריבית משתנה לצד המגבלות על ה-LTV, הפחיתו באופן ניכר את ההשפעה של ריבית בנק ישראל על שוק הדיור. לאור זאת, ולנוכח ההערכה שהעלייה המהירה במחירי הדירות הושפעה במידה רבה מהמחסור בהיצע הדירות, הוועדה הדגישה כי הרחבת היצע הדירות, על ידי הגדלת היקף הקרקע הזמינה לבינוי וזירוז תהליכי התכנון, היא הצעד המרכזי שיש לנקוט בכדי לתמוך בהאטה של קצב עליית המחירים.

בחודש פברואר החליטה הוועדה המוניתרית, מתוקף הסמכות שמעניק לה חוק בנק ישראל, להימנע מהחלטות על שיעור הריבית בסמוך לחגים פסח וסוכות. הוועדה נימקה זאת בכך שעקב חג הפסח וחגי תשרי, הנתונים לגבי השבועות הקודמים למועדי החלטות הריבית הנידונות מתקבלים בפגור ומתאפיינים באי-סדירות. בהתאם לכך, הוועדה הודיעה כי לא תקבל החלטות על שיעור הריבית בסוף אפריל ובסוף ספטמבר. משמעות הדבר היא שהריבית אשר תיקבע בסוף מארס תהיה בתוקף לחודשים אפריל ומאי, והריבית שתיקבע בסוף אוגוסט תהיה בתוקף לחודשים ספטמבר ואוקטובר. הוועדה הדגישה עם זאת כי פגישותיה השבועיות יתקיימו כסדרן גם בחודשים שבהם היא לא תקבל החלטה על הריבית. כמו כן הוועדה ציינה כי היא שומרת לעצמה את הזכות, הקבועה בחוק, לשנות את שיעור הריבית גם במועדים שלא נקבעו מראש, כפי שאכן עשתה בחודש מאי.

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

החלטת הריבית לחודש ינואר

בחודש דצמבר 2012 עמדה הריבית המוניתרית על 2 אחוזים. לקראת ההחלטה על גובה הריבית לחודש ינואר מדד המחירים לצרכן לנובמבר הפתיע כלפי מטה, וזאת לאחר שהפתעות כאלה הופיעו בחמישה מתוך

שבעת המדדים הקודמים. התפתחות זו, לצד העובדה שהציפיות לאינפלציה לשנה קדימה ירדו אל מתחת למרכז היעד, הצביעה על התמתנות בסביבת האינפלציה וככל הנראה על רפיון בביקושים המקומיים.

אף על פי שנתוני המקרו בארה"ב ובסין הפתיעו לטובה, נתוני המקרו באירופה, ובפרט במדינות הליבה, הצביעו על התרחבות ההאטה וכניסה למיתון. כמו כן גברה אי-הוודאות ביחס למצוק הפיסקלי בארה"ב ולמשבר החובות באירופה, ועמה גבר החשש מכניסה למיתון נוסף. כדי לתמוך בהתאוששות הכלכלית בארה"ב ה-FED הודיע כי יגדיל את תוכנית ההרחבה הכמותית, וכן כי הריבית הנמוכה תמשך כל עוד שיעור האבטלה יעלה על 6.5 אחוזים ובתנאי שתחזיות האינפלציה לשנה עד שנתיים לא יעלו על 2.5 אחוזים.

באותה עת חטיבת המחקר עדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה ל-2013, בניכוי השפעת הפקת הגז, מ-3 אחוזים ל-2.8 אחוזים. עדכון התחזית כלפי מטה שיקף את ההרעה בפעילות בעולם ואת ההשפעה השלילית המתמשכת של מבצע "עמוד ענן" על התיירות הנכנסת. תחזית האינפלציה ל-2013 עודכנה אף היא כלפי מטה – בכ-0.4 נקודת אחוז, ל-1.8 אחוז. זאת על רקע הייסוף בשער החליפין, המשך ההאטה בפעילות העולמית, התמתנות מחירי הסחורות בעולם, והמשך ההתמתנות בעליית שכר הדירה.

לנוכח התפתחויות אלו הוועדה החליטה להפחית את הריבית לחודש ינואר ב-0.25 נקודת אחוז, לשיעור של 1.75 אחוזים. זאת על רקע הצורך בתמיכה נוספת בפעילות הכלכלית ועל רקע היעדרם של לחצים אינפלציוניים.

החלטות הריבית לחודשים פברואר עד מאי

הריבית לחודשים פברואר עד מאי נותרה ללא שינוי. מתחילת השנה, ועד למועד החלטת הריבית לחודשים אפריל-מאי, מרבית האינדיקטורים לרמת הפעילות במשק הצביעו על התייצבות ואף על שיפור קל. ואולם התרבות הסימנים להעמקת ההאטה בכלכלה העולמית, והמשך ההאטה בסביבת האינפלציה, לא תמכו בהערכה שחלה תפנית בפעילות הריאלית במשק.

בחודשים אלו סביבת האינפלציה, כפי שהיא השתקפה במדדים ובציפיות לאינפלציה, המשיכה להיות ממותנת: האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים המשיכה לרדת, ותחזיות החזאים והציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים נעו מתחת למרכז היעד. לאור זאת העריכה הוועדה כי האינפלציה אינה מהווה סיכון מבחינת יעדי המדיניות המוניטרית.

שער החליפין של השקל המשיך להתחזק בתקופה זו על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם והציפיות לייסוף בעקבות הפקת הגז המקומי. הוועדה הביעה את החשש שעל רקע ההאטה הצפויה בביקושים העולמיים, המשך ההתחזקות של השקל עלול להכביד על היצוא.

במהלך תקופה זו האינדיקטורים החודשיים לפעילות במשק הצביעו על שיפור בהשוואה לרביע האחרון של 2012. עם זאת, בעת קבלת ההחלטות טרם ניתן היה לקבוע האם האינדיקטורים משקפים תפנית חיובית ברמת הפעילות, הצפויה להמשיך ולהתרחב, או שמא מדובר בתיקון זמני שבא לאחר צמיחה חלשה יחסית ברביע הקודם כתוצאה מהאירועים הביטחוניים. המידע שהתקבל באותה עת היה מעורב: מחד גיסא ההשפעה של האירועים הביטחוניים על המשק הייתה מתונה יחסית ועל כן קשה היה לייחס את כל השיפור בפעילות הכלכלית לתיקון בעקבות מבצע "עמוד ענן", מה גם שהאינדיקטורים לצריכה הפרטית אותנו על אופטימיות לגבי המשך. מאידך גיסא, בעת קבלת ההחלטות לא נרשמו בכלכלה העולמית שינויים מהותיים התומכים בשינוי המגמה, ועל כן ניתן היה להעריך כי העלייה בהיקף היצוא היוותה תיקון ולא נקודת תפנית.

הסיכונים לתרחישי קיצון בגוש האירו פחתו באופן ניכר בתקופה זו ואי-הוודאות סביב סוגיית המצוק הפיסקלי בארה"ב הוסרה ברובה. אך לצד ההתאוששות האיטית בכלכלה האמריקאית התרבו הסימנים להעמקת המיתון בגוש האירו ולגלישתו גם למדינות הליבה.

לנוכח שיעור הגירעון הגבוה של הממשלה ב-2012, שררה במהלך תקופה זו אי-ודאות לגבי האופן שבו תתמודד הממשלה החדשה עם הצורך להתאים את התקציב למגבלות הגירעון וההוצאה. הוועדה הביעה חשש מפגיעה באמינותה של המדיניות הפיסקלית, אשר עלולה להתבטא בעלייה בעלויות המימון של החוב הממשלתי. חששות אלו נבעו מכך שלהערכת הוועדה – הערכה שקיבלה תמיכה, בין היתר, מרמת האבטלה הנמוכה יחסית – רוב הגירעון הוא מבני ולא מחזורי.

מחירי הדירות המשיכו לעלות תוך האטה בהתחלות הבנייה. קצב נטילת המשכנתאות המשיך להיות גבוה אף על פי שצעדי הפיקוח בשוק המשכנתאות, הגם שנועדו בעיקר לשמור על היציבות הפיננסית, צפויים היו לפעול למיתון הביקושים בשוק הדיור. ואולם הוועדה העריכה כי בעקבות הטלת המגבלות על שיעור המשכנתאות בריבית משתנה נחלשה התמסורת בין ריבית בנק ישראל וריבית על המשכנתאות.

על רקע היציבות שהסתמנה בפעילות הריאלית, אי-הוודאות ששררה לגבי המדיניות הפיסקלית, והסיכונים הגלומים בהמשך העלויות במחירי הדיור, **הוועדה המוניתרית החליטה להותיר ללא שינוי את הריבית לחודשים פברואר, מארס, אפריל ומאי.**

לנוכח הגידול המואץ, תוך עלייה בסיכונים, שחל בשנים האחרונות באשראי לדיור, המפקח על הבנקים הורה בפברואר להגדיל את כריות ההון וההפרשות הנדרשות בגין הסיכונים הגלומים בתיק האשראי לדיור. צעד זה הינו חלק משורה של צעדים מקרו-יציבותיים שנקט המפקח בתקופה האחרונה על מנת לצמצם את הסיכונים הפיננסיים הנובעים מהעלייה המהירה בהיקף המשכנתאות.

החלטת הריבית ב-13 במאי

בחודשים אפריל ומאי הכלכלה העולמית המשיכה להציג תמונה מקרו-כלכלית מעורבת: לצד שיפור מתון בפעילות בארה"ב הצביעו הנתונים על העמקת המיתון בגוש האירו ועל גלישתו למדינות הליבה. קרן המטבע הבין-לאומית הורידה באפריל את תחזית הצמיחה ל-2013 עבור מרבית המשקים המרכזיים. על רקע המשך ההרעה בכלכלה העולמית, בנקים מרכזיים רבים המשיכו במדיניות מוניטרית מרחיבה: לצד המשך ההקלה הכמותית בארה"ב, ה-ECB הוריד את הריבית לרמת שפל של 0.5 אחוז והבנק המרכזי של יפן הודיע על הכפלת הקצב של תוכנית רכישות איגרות החוב. צעדי ההרחבה המוניטרית ביפן האיצו את היחלשות היין וגרמו כנראה לבנקים מרכזיים אחרים להוריד ריבית ולהתערב בשוקי מטבע החוץ.

המדיניות המוניטרית המרחיבה של הבנקים המרכזיים המובילים הביאה להתרחבות הפערים האפקטיביים בין ריבית בנק ישראל לריביות המשקים המרכזיים בעולם. התרחבות זו – לצד התגברות הציפיות לייסוף, על רקע השיפור הצפוי במאזן התשלומים כתוצאה מהפקת הגז המקומי – הגבירה את הלחצים להתחזקות השקל. במהלך התקופה שמתחילת השנה ועד אמצע מאי התחזק השקל בשיעור של כ-4.7 אחוזים מול הדולר ובשיעור של כ-6 אחוזים מול שער החליפין האפקטיבי, שהגיע לרמה הנמוכה ביותר מאז 2008.

לנוכח התמשכות מגמת הייסוף של השקל – על רקע תחילת הפקת הגז ממאגר "תמר", ההרחבות המוניטריות שנקטו בנקים מרכזיים רבים והעדכון כלפי מטה בתחזיות הצמיחה העולמית – **הוועדה המוניטרית החליטה ב-13 למאי, היינו מחוץ למסגרת התוכנית הרגילה, להפחית את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1.5 אחוזים.**

בנוסף החליטה הוועדה להפעיל תוכנית ארוכת טווח לרכישות מטבע חוץ על מנת לקזז את ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין. על פי התוכנית, החל מ-2013 ועד להפעלתה של "קרן העושר", הצפויה ב-2018, בנק ישראל ירכוש מטבע חוץ בכמויות המתאימות, על פי הערכתו, להשפעה של הפקת הגז על מאזן התשלומים. הסכומים שיירכשו במסגרת תוכנית זו יתווספו ליתרות מטבע החוץ של בנק ישראל אך ינוהלו בנפרד ולטווח ארוך יותר. כמו כן הוועדה הדגישה כי בנק ישראל ימשיך לפעול בשוק מטבע החוץ במקרה של תנודות חריפות, אשר אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר השוק אינו מתפקד כראוי.

ההחלטה להפחית את הריבית התקבלה, בפעם הראשונה מאז הקמת הוועדה, לאחר ששרר שוויון בין קולות החברים: שלושה מהם צידדו בהפחתה של 0.25 נקודת אחוז בלבד ואילו שלושת האחרים צידדו בהפחתה של 0.5 נקודת אחוז. בהתאם לחוק בנק ישראל, כאשר הקולות שקולים, ליו"ר הוועדה (נגיד בנק ישראל) יש קול נוסף. על רקע חילוקי הדעות בוועדה, פרסום הפרוטוקול של הדיון הגביר את הציפיות בשווקים

– כפי שהן השתקפו בתחזיות הריבית של החזאים – להפחתת ריבית נוספת.

החלטת הריבית לחודש יוני

תגובת שוק מטבע החוץ לצעדי הבנק לא איחרה לבוא, וממועד ההחלטה ועד לדיון המוניטרי במאי השקל נחלש בשיעור 3.9 אחוזים מול הדולר ובשיעור של 3.2 אחוזים מול שער החליפין האפקטיבי.

בסמוך לכך פורסמו נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2013. אלו הצביעו על המשך צמיחה בשיעור מתון, בדומה לקצב הצמיחה הממוצע ב-2012. עם זאת הוועדה העריכה שהקצב בפועל גבוה מהמדווח, שכן הירידה שנרשמה בצריכה הביטחונית המקומית צפויה להתעדכן כלפי מעלה בהמשך.

בתחילת מאי אישרה הממשלה את התוכנית התקציבית ל-2013 ו-2014. במידה שהתוכנית תקבל את אישור הכנסת, היא צפויה להגביל את הגירעון ל-4.65 אחוזי תוצר ב-2013 ול-3 אחוזי תוצר ב-2014. אישור התוכנית בממשלה אמנם הפחית את החשש מפגיעה באמינות המדיניות, אולם הוועדה העריכה כי יישומה צפוי למתן את הביקושים במשך.

בהמשך לצעדים שנקטו בהחלטת הריבית הקודמת החליטה הוועדה להפחית את הריבית לחודש יוני ב-0.25 נקודות אחוז, לרמה של 1.25 אחוזים, ובכך לצמצם את הפערים בין ריבית בנק ישראל לריביות המשקים המרכזיים בעולם על מנת להחליש את הגורמים להתחזקות השקל.

החלטות הריבית לחודשים יולי ואוגוסט

בחודש יוני נמשכה הירידה בסביבת האינפלציה. ירידה זו השתקפה במדד הנמוך לחודש מאי, שהפתיע כלפי מטה, ובהמשך הירידה בצפייות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמצאה, זה חודש שני ברציפות, מתחת לגבול התחתון של היעד. עם זאת הוועדה העריכה כי האינפלציה צפויה לשוב ולעלות למרכז היעד בהמשך, בעקבות העלאת המע"מ ביוני ובעקבות סיומם של תהליכים חד פעמיים שמיתנו את שיעור האינפלציה בשנה האחרונה.

לאחר 9 חודשים של עלייה רציפה במחירי הדירות, נרשמה בחודשים מארס-אפריל ירידה קלה (הנתון התפרסם ביוני). ואולם מאחר שמדובר בנתון בודד, הוועדה סברה שמוקדם עדיין להעריך האם חלה תפנית בשוק הדיר.

הנתונים המקרו-כלכליים בעולם הצביעו על תמונה מעורבת בארה"ב, סביבת מיתון באירופה, חולשה במשקים המתעוררים, ומגד – על התאוששות ביפן ובאנגליה. תחזיות הצמיחה העולמיות והתחזיות עבור המשקים המרכזיים עודכנו ברובן כלפי מטה.

על רקע המשך ההתאוששות בארה"ב, ובפרט על רקע המשך הירידה בשיעור האבטלה, ה-FED הודיע שהוא עתיד לצמצם את ההקלה

הכמותית, בכפוף להמשך השיפור בתנאים המקרו-כלכליים בארה"ב. בעקבות זאת התשואות על איגרות החוב הממשלתיות בארה"ב עלו בחדות, ובעקבותיהן עלו התשואות במרבית השווקים הפיננסיים בעולם. הוועדה העריכה כי במידה שעלייה זו תימשך, היא עשויה למתן את הלחצים להתחזקות השקל.

האינדיקטורים השונים לפעילות במשק הצביעו על האפשרות שבחודשים האחרונים חלה האטה בקצב הגידול של הפעילות. ההתפתחויות שבלטו לרעה: (א) הירידה במדד האקלים לרמה נמוכה מרמתו בארבעת החודשים האחרונים; (ב) העדכון כלפי מטה של המדד המשולב לחודשים האחרונים; (ג) הירידה של מדד מנהלי הרכש אל מתחת ל-50 נקודות; (ד) הירידה החדה במדדי אמון הצרכנים.

לקראת להחלטת הריבית עודכנה התחזית של חטיבת המחקר. תחזית הצמיחה לשנת 2013 נותרה ללא שינוי, ברמה של 3.8 אחוזי תוצר, כאשר גורמי הצמיחה המרכזיים הם הגידול הצפוי בצריכה הציבורית והחיסכון בהוצאות המשק על חומרי אנרגיה מיובאים בעקבות הפקת הגז המקומי; לעומת זאת, ביצוא, בצריכה הפרטית, ובהשקעות צפויה האטה. התחזית ל-2014 עודכנה כלפי מטה ל-3.2 אחוזי תוצר, בעיקר בגלל השפעתה המרסנת של התוכנית התקציבית ועדכון התחזית העולמית כלפי מטה.

להערכת חטיבת המחקר, האינפלציה בארבעת הרבעים הבאים צפויה להימצא סמוך למרכז היעד. הגורמים המרכזיים לעלייה הצפויה בקצב האינפלציה הם: העלאת המע"מ ביוני; העלייה הצפויה ברכיב הדיור; וסיומם של תהליכים חד פעמיים, שמיתנו את שיעור האינפלציה בשנה האחרונה, ובכללם ההוזלה של שירותי התקשורת בעקבות הגברת התחרות בענף הסלולר והירידה במחירי החינוך עם יישום המלצותיה של הוועדה לשינוי כלכלי חברתי (ועדת טרכטנברג). מנגד, הייסוף המשמעותי שחל בשלושת הרבעים האחרונים, כמו גם הביקושים הממותנים, יוסיפו לרסן את האינפלציה בתקופה הקרובה.

על פי התחזית, במהלך השנה הקרובה ריבית בנק ישראל צפויה להישאר ברמתה הנוכחית. הריבית המקומית הנמוכה יחסית נועדה לתמוך בפעילות במשק על רקע ההאטה בכלכלה העולמית, ההשפעה המרסנת של המדיניות הפיסקלית וההתמתנות בסביבת האינפלציה.

מלוח 2 עולה כי ביחס לשנה הקרובה, תחזית האינפלציה של חטיבת המחקר בבנק ישראל דומה להערכותיהם של החזאים הפרטיים, ותחזית הריבית דומה להערכות החזאים ולציפיות הנגזרות משוק ההון. הציפיות הנגזרות מהשוק לאינפלציה נמוכות מתחזיות החזאים ומתחזית חטיבת המחקר. הסבר אפשרי לכך הוא שהציפיות הנגזרות מהשוק מתייחסות לאינפלציה במהלך השנה הקרובה, בשעה שתחזיות החזאים מתייחסות ל-12 המדדים הקרובים. כתוצאה מכך מדד יוני, אשר צפוי להיות גבוה עקב העלאת המע"מ, משפיע על תחזיות החזאים ותחזית החטיבה יותר מאשר על הציפיות הנגזרות מהשוק במהלך חודש יוני.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה (אחוזים)

חטיבת המחקר של בנק ישראל	שוק ההון ¹	החזאים הפרטיים ²
האינפלציה ³ (טווח התחזיות)	2.1	2 (2.6-1.6)
הריבית ⁵ (טווח התחזיות)	1.25	1.2 (1.25-1.00)

¹ ממוצע חודש יוני.

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

³ האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.

⁴ בניכוי גורם העונתיות הגלום במדד המחירים לצרכן.

⁵ הריבית בסוף הרביעי השני של 2014. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

הוועדה העריכה כי שתי הפחתות הריבית שנעשו בחודש הקודם אמורות לתת מענה להתפתחויות שעלו מהאינדיקטורים השונים וכן להאטה הנוספת הצפויה בהמשך, על פי הערכות של חטיבת המחקר.

על רקע התפתחויות אלו החליטה הוועדה המוניתרית להותיר את הריבית לחודש יולי ללא שינוי ולתת לצעדים שנקטה לאחרונה לבוא לידי ביטוי. הריבית לאוגוסט נותרה ללא שינוי ברמה של 1.25 אחוזים.

ב. יישום המדיניות המוניתרית

בנק ישראל מנהל את מדיניות הריבית שנועדה להשיג את יעד האינפלציה שקבעה הממשלה. לצורך זה עומדים לרשותו כלים מוניתריים שונים. כלים אלה כוללים הלוואות מוניתריות לתאגידים הבנקאיים, פיקדונות מוניתריים של התאגידים הבנקאיים בבנק ישראל, חלון אשראי וחלון פיקדונות, הנפקות מק"מ, פעולות בשוק הפתוח ומכרזי ריפו.

במהלך התקופה הנסקרת למערכת הבנקאות היו עודפי נזילות, ובנק ישראל ספג אותם באמצעות מכרזי פיקדונות מוניתריים והנפקות מק"מ לציבור. כפי שניתן לראות בלוח 3, בתקופה הנסקרת בנק ישראל ספג ממערכת הבנקאות בממוצע כ-90 מיליארדי ש"ח באמצעות הפיקדונות המוניתריים (מתוכם 30 מיליארדי ש"ח בפיקדון החודשי, כ-30 מיליארדי ש"ח בפיקדון השבועי וכ-30 מיליארדי ש"ח בפיקדונות היומיים). כמו כן הבנק ספג כ-120 מיליארדי ש"ח באמצעות הנפקות מק"מ לציבור.

לוח 3

הכלים המוניתריים - פקדונות מוניתריים ומק"מ (פקדונות חודשיים במילוני שקלים)

סך יתרת המק"מ	סך הפיקדונות	חודשי	שבועי	יומי	
117	89	03	33	35	ינואר-13
120	93	30	33	31	פברואר-13
021	98	03	23	72	מרץ-31
121	19	03	03	13	אפריל-31
321	98	03	03	92	מאי-31
421	28	03	82	42	יוני-31
121	09	03	13	92	ממוצע

נספחים

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

(שיעורי השינוי)

06/13	05/13	04/13	03/13	02/13	01/13	
						התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
1.2	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
1.3	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	תשואת מק"מ לשנה
2.6	2.4	2.6	2.8	2.8	2.8	תשואת אג"ח לא צמודות ל-5 שנים
5.3	5.2	5.3	5.4	5.3	5.2	תשואת אג"ח לא צמודות ל-20 שנים
-0.3	-0.4	-0.4	-1.1	-0.8	-0.6	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
					2.7	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
0.8	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז)*
5.9	6.4	6.5	6.7	7.0	6.7	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
						שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)
-2.4	2.3	-1.5	1.5	3.8	0.9	מדד המניות הכללי
-3.4	2.1	-2.5	1.3	3.7	-0.7	מדד ת"א 25
						שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)
-1.8	2.5	-1.5	-1.6	-0.5	-0.1	השקל מול הדולר
-1.6	2.2	0.7	-4.1	-3.8	2.7	השקל מול האירו
-2.1	1.4	-0.5	-2.8	-2.2	0.6	שער חליפין נומינלי אפקטיבי
						מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
12.2	12.3	12.2	12.4	12.3	11.6	סטיית התקן הגלומה
						ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
						ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

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

המרווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרני לבין הגליל בטווח מח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

06/13	05/13	04/13	03/13	02/13	01/13	
						סביבת האינפלציה (אחוזים)
0.8	0.1	0.4	0.2	0.0	-0.2	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.7	0.3	0.4	0.2	-0.0	-0.0	תחזיות החזאים למדד חודשי (ממוצע תחזיות לפני פרסום המדד)
2.0	0.9	0.8	1.3	1.5	1.5	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
1.6	1.9	2.1	2.8	2.6	2.4	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה
2.0	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
						הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*
2.3	2.3	2.4	2.5	2.4	2.5	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.4	2.4	2.1	2.3	2.4	2.7	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
						הריבית ופערי הריביות
1.25	1.66	1.75	1.75	1.75	1.75	ריבית בנק ישראל
-0.3	-0.4	-0.4	-1.1	-0.8	-0.65	הריבית הריאלית הנגזרת מעקום אפס לשנה
1.00	1.41	1.50	1.50	1.50	1.50	פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
0.75	1.15	1.00	1.00	1.00	1.00	פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה
	-0.0	-0.1	-0.0	0.0	-0.1	תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
1.2	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
1.7	1.8	2.2	2.2	2.2	2.3	פער הריביות הארוכות הנומינליות בין ישראל לארה"ב
1.5	1.8	2.2	2.3	2.2	2.2	פער הריביות הארוכות הריאליות בין ישראל לארה"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.