



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2016

תמוז התשע"ו • יולי 2016

45



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

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

התוכן

5	תקציר
7	א. המדיניות והיעדים
10	ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית
17	לוחות
19	לוחות נספח

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

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

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

את דוח המדיניות המוניתרית למחצית הראשונה של 2016 הכינו הכלכלנים של חטיבת המחקר, בהנחייתה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל¹. הדוח מתבסס על הנתונים שפורסמו עד ה-25.07.2016, תאריך ההחלטה על הריבית לאוגוסט 2016.

¹ מאז אוקטובר 2014 הוועדה המוניתרית פועלת בהרכב חסר וכעת היא מונה ארבעה חברים.

תקציר ההתפתחויות הכלכליות האחרונות

- **המדיניות המוניטרית:** במחצית הראשונה של 2016 החליטה הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית ברמה של 0.1%. גם ביולי ובאוגוסט, חודשים שמשתייכים למחצית השנייה של 2016, החליטה הוועדה להותיר את הריבית ללא שינוי. בדומה להודעות ההחלטה על הריבית לנובמבר ולדצמבר אשתקד, כל ההודעות במחצית הנסקרת כללו הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance): הוועדה ציינה כי המדיניות המוניטרית צפויה להיוותר מרחיבה לאורך זמן. כמו כן הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח: הוא רכש 4 מיליארדי דולרים, כ-0.9 מיליארד מתוכם במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין, והיתר במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין².
- **האינפלציה:** ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני 2016 ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.8%. סעיף האנרגיה המשיך לתרום תרומה מרכזית לירידתו עקב הירידה החדה במחירי הנפט בעולם, אף על פי שמגמה זו התהפכה במהלך המחצית הנוכחית. צעדים מנהליים חד-פעמיים שהממשלה נקטה, ובראשם הפחתת המע"מ וביטול אגרת הטלוויזיה, תרמו גם הם לירידת המדד בשנה האחרונה, אך נראה כי תרומה זו קרובה למיצוי. בניכוי השפעתם הישירה של מחירי האנרגיה וצעדי הממשלה על המדד בשנה האחרונה ב-0.6%³. כאשר מנכים ממנו גם את מחיריהם התנודתיים של הפירות והירקות, עלייתו מסתכמת ב-0.8%. הציפיות לאינפלציה לטווח הקצר (שנה עד שלוש שנים) שסיפקו המקורות השונים אמנם עלו מעט בסיכום התקופה (הממוצע ביוני לעומת הממוצע בדצמבר 2015), אך במרוצתה הן הציגו תנודתיות רבה: בתחילת המחצית הן ירדו בחדות ובהמשכה חל בהן תיקון. הציפיות פורוורד לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו במשך כל התקופה במרכז היעד או מעט מתחתיו.
- **הפעילות הריאלית המקומית:** המשק המשיך לצמוח בקצב המתון שאפיין אותו בשנתיים האחרונות, למעט ירידה קלה – וכנראה זמנית – ברבעון הראשון של 2016. הירידה ברבעון הראשון נבעה ברובה מהתכווצות היצוא, בעיקר בארבעת ענפיו העיקריים⁴. התכווצות היצוא נבעה בחלקה מהירידה בקצב הגידול של הסחר העולמי ומהייסוף שהצטבר בשער החליפין של השקל, וכן מהתפתחויות חד-פעמיות אצל כמה יצואניות גדולות במשק. מנגד, הצריכה הפרטית השוטפת הוסיפה לצמוח בשיעור נאה ולהוביל את צמיחת המשק. שוק העבודה נותר איתן: התעסוקה הוסיפה לצמוח, האבטלה נותרה נמוכה, השכר המשיך לעלות, והמשק נמצא קרוב לתעסוקה מלאה.
- **שער החליפין:** במהלך התקופה נותר השקל יציב במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (הממוצע ביוני לעומת הממוצע בדצמבר) וכן מול הדולר; ביחס לאירו חל בו ייסוף של כ-3%. מודלים שונים לשער החליפין של שיווי משקל מעידים כי שער החליפין מצוי בייסוף יתר.
- **הכלכלה העולמית:** קצב הצמיחה של הפעילות הכלכלית העולמית התמתן במהלך התקופה הנסקרת, ובמקביל עודכנו כלפי מטה תחזיותיהם של גופים בין-לאומיים מובילים; גופים אלה גם העריכו כי הסיכונים לתחזית הצמיחה נוטים כלפי מטה. החולשה התמקדה בשווקים המתעוררים, אך גם המדינות המפותחות – בפרט ארה"ב וגוש האירו – איבדו מומנטום. להתפתחויות אלו התלוותה תנודתיות חדה בשווקים ובמחירי הסחורות, בפרט במחירי הנפט: אלה ירדו בחדות בתחילת התקופה ובהמשך עלו. ההרחבה המוניטרית בעולם התעצמה בתקופה הנסקרת. ה-ECB הודיע במרץ על יישום הרחבה כמותית בהיקף של 80 מיליארדי אירו, וגם הבנקים המרכזיים של סין ויפן נקטו פעולות מרחיבות. בתחילת התקופה הנסקרת גברו בשווקים ובקרב חברי ה-Fed ההערכות שתחול דחייה במועד להעלאת הריבית הבאה בארה"ב. הערכות אלה התגברו במיוחד לקראת סוף התקופה, לאחר שתוצאות משאל העם בבריטניה הובילו להחלטתה לפרוש מהאיחוד האירופי (ה-Brexit). אולם לאחר הרגיעה בשווקים, ועל רקע דוח תעסוקה חיובי בארה"ב, שבו השווקים להעניק הסתברות בלתי מבוטלת לכך שריבית ה-Fed תעלה עוד השנה.

² בתכנית זו הבנק פועל בשוק המט"ח כאשר בשער החליפין יש תנודות חריגות והן אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי. בניגוד לתכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז, בתכנית זו הבנק אינו מצהיר מראש על היקף הרכישות.

³ דיון במדדים לאינפלציה ליבה, ובשיקולים לטובת ניכוי סעיפים שונים מהמדד הכללי, מופיע אצל ריבון ס' (2010), "מדדים לאינפלציה הליבה בישראל", סקר בנק ישראל מס' 84, עמ' 125–169. ראו גם את הדיון במחירים בתוך בנק ישראל (2016), דין וחשבון לשנת 2015.

⁴ רכיבים אלקטרוניים, כימיקלים, תרופות וכלי תחבורה.

- **שוק הדיור:** הפעילות בשוק הדיור נותרה ערה בתקופה הנסקרת: מחירי הדירות הוסיפו לעלות, והיקפי העסקאות והמשכנתאות החדשות נותרו גבוהים. במהלך הרבעון השני עלתה הריבית הריאלית המשוקללת על המשכנתאות והתמתן הגידול בהן, על רקע התגברות הסיכון בתיק האשראי לדיור של המערכת הבנקאית והצעדים שפיקוח על הבנקים נקט בעבר. היקפן של התחלות הבנייה שמר על רמתו הגבוהה – אם כי לקראת סוף התקופה חלה בו התמתנות מסוימת – ומלאי הדירות למכירה הגיע לרמות שיא. מספרם של היתרי הבנייה הוסיף לגדול. קצב עלייתו השנתי של שכר הדירה נותר יציב ברמה המאפיינת אותו בשנים האחרונות.
- **השוקים הפיננסיים:** מדדי המניות המקומיים ירדו בחדות במהלך התקופה הנסקרת (הן במונחים שקליים והן במונחים דולריים, הממוצע ביוני לעומת הממוצע בדצמבר), על רקע הירידות במדדים המובילים באירופה ובניגוד למדדים בשווקים המתעוררים ובארה"ב – אלה הציגו עליות קלות. המדדים המקומיים המשיכו אפוא את מגמת הירידה שהחלה בתחילת המחצית השנייה אשתקד. בעקומי התשואות נרשמו ירידות בכל הטווחים: בעקום הנומינלי הן נרשמו בעיקר בחלק הבינוני-ארוך, ובעקום הריאלי – בעיקר בחלק הארוך; הדבר מתיישב עם הירידה בציפיות לאינפלציה לטווח הקצר-בינוני ועם היציבות בציפיות לטווח הארוך. המרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות דומות נותרו יציבים במהלך רוב המחצית החולפת, ולקראת סופה הם ירדו מעט.
- **ההתפתחויות הפיסקליות:** הגירעון המקומי המצטבר (ללא מתן אשראי נטו) הסתכם בינואר-יוני ב-1.8 מיליארד ש"ח, בשעה שבתקופה המקבילה אשתקד הוא הסתכם בכמיליארד ש"ח (במחירים קבועים). הוא נמוך בכ-4.9 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון לשנת 2016. הסטייה משקפת הכנסות גבוהות מהתוואי בכ-3.2 מיליארדי ש"ח והוצאות נמוכות מהתוואי בכ-1.7 מיליארד ש"ח. ההכנסות ממסים גדלו ריאלית ב-9.5% יחסית לחודש יוני אשתקד. בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות, סך גביית המסים עלה ריאלית בכ-11.3%.
- **תחזיות חטיבת המחקר:** בתחילת המחצית גיבשה חטיבת המחקר תחזית שלפיה האינפלציה תשוב אל מעל הגבול התחתון של היעד בתחילת 2017, וריבית בנק ישראל תעלה בהדרגה החל מהרבעון האחרון של 2016. במהלך המחצית הפחיתה חטיבת המחקר את תחזיות האינפלציה ל-2016 ול-2017 ואת התוואי הצפוי של הריבית, לאחר שבתחילת הרבעון הראשון הציגו מחירי האנרגיה ירידות נוספות ומפתיעות בעוצמתן, ובעקבות הצעדים המנהליים החד-פעמיים שנקטה הממשלה. בתחזית העדכנית ביותר, מיוני 2016, נותרה בעינה ההערכה שהאינפלציה צפויה לשוב לטווח היעד לקראת סוף המחצית הראשונה של 2017. לנוכח זאת – ועל רקע ההתפתחויות בחו"ל, בפרט הריביות הצפויות בארה"ב ובמשקים נוספים – הופחת תוואי הריבית: היא צפויה לעלות רק לקראת סוף 2017.

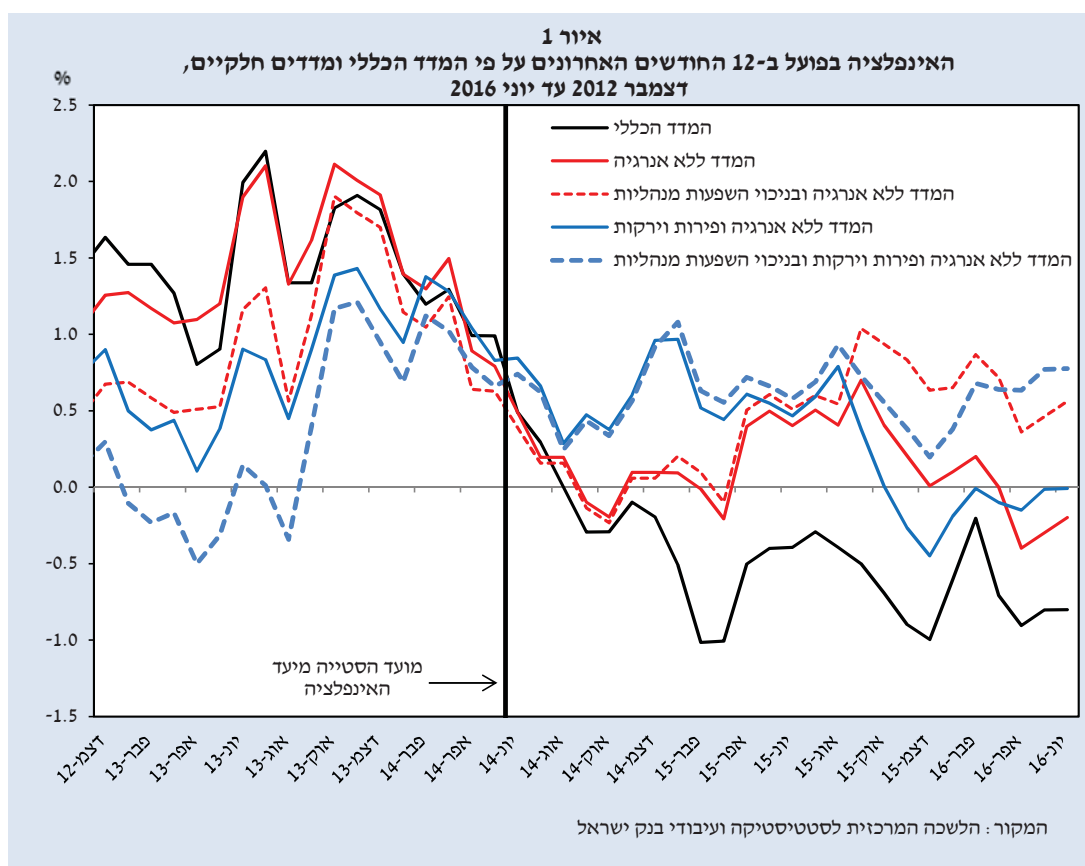
המדיניות המוניטרית

בהתאם לחוק בנק ישראל (ראו פירוט בפתח הדוח), סעיף א' בחלק זה מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים רצופים. כן הוא מתאר את המדיניות שהוועדה המוניטרית נוקטת כדי להשיב את שיעור האינפלציה לתחום היעד ומציג את הערכתה לגבי משך הזמן הנחוץ לכך. סעיף ב' מתאר את תנאי הרקע ששררו בעת ההחלטות על הריבית ואת נקודת מבטה של הוועדה.

א. המדיניות והיעדים

כמה התפתחויות עיקריות ניצבו ברקע ההחלטות להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה בתקופה הנסקרת: סביבת האינפלציה נותרה נמוכה; קצב צמיחת התוצר נותר מתון; מרבית הבנקים המרכזיים במשקים המובילים המשיכו לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד; רמתו של שער החליפין וההתמתנות בפעילות העולמית העיבו על היצוא; ושוק הדיור הוסיף להציג רמת פעילות גבוהה.

במחצית הראשונה של 2016 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ברמתה הנמוכה – 0.1%. במחצית זו המשיכה הוועדה להשתמש בצעד שנקטה החל מההודעה על הריבית לנובמבר 2015 – הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance): הוועדה מסרה לציבור במפורש כי היא מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה לאורך זמן, ובמידת הצורך יעשה שימוש ברכישות מט"ח. ב-12 החודשים שמסתיימים ביוני ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.8% (איור 1), כלומר התפתחה אינפלציה



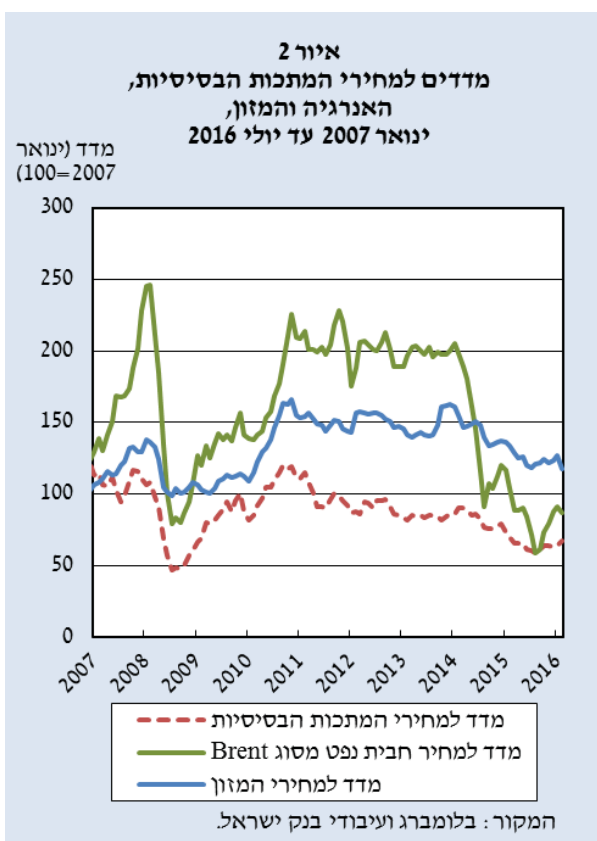
נמוכה משמעותית מתחום היעד של יציבות המחירים (1%–3% לשנה)⁵. כמה גורמים הובילו לכך שהאינפלציה השנתית סתה מתחום היעד במחצית הנסקרת, ובראשם ירידות במחירי הסחורות, במיוחד במחירי הנפט. מחירי הנפט אמנם עלו בסיכום המחצית הנסקרת, אך השפעתם מתרחשת בפיגור מסוים ונוסף לכך הם נותרו נמוכים מאוד מבחינה היסטורית. לכן המדד עדיין משקף חלקית את השפעתה של הירידה הדרמטית שהחלה באמצע 2014 ונמשכה עד לתחילת המחצית הנוכחית (שיעורה המצטבר מגיע לכ-75%, ראו איור 2). לפי ההערכות, הירידה במחירי האנרגיה תרמה למדד ירידה של כ-0.6 נקודת אחוז במישרין, ועל כך נוספה כנראה גם תרומה עקיפה, דרך הוזלת מוצרים ושירותים שעלות ייצורם פחתה בעקבות הירידה במחירי האנרגיה. עם הגורמים הנוספים לכך שהמדד לא חזר לתחום היעד נמנות החלטות מנהליות שהממשלה קיבלה מאז ספטמבר 2015 במטרה להפחית את יוקר המחיה⁶: אלה תרמו למדד במצטבר -0.8 נקודת אחוז. בניכוי השפעות חד-פעמיות אלה, ובניכוי ההשפעה הישירה של הירידה במחירי האנרגיה, ב-12 החודשים שמסתיימים ביוני עלה המדד ב-0.6%. אם מנכים ממנו גם את מחיריהם התנודתיים של הפירות והירקות, עלייתו מגיעה ל-0.8%. מדדים אלה עדיין נמוכים מהגבול התחתון של יעד האינפלציה אך קרובים אליו (איור 1).

הוועדה המונית סברה כי הירידה שחלה באינפלציה במהלך התקופה נבעה מהגורמים שנסקרו לעיל – כלומר מהירידה הדרמטית שחלה במחירי הסחורות, בראשן הנפט, לפני המחצית ומהחלטות המנהליות של הממשלה – ולא מרפיון בביקושים המקומיים. לפי ההערכות שהתגבשו בתחילת התקופה הנסקרת – הערכות שהתבססו על התחזית שהכינה חטיבת המחקר ועל הציפיות משוק ההון – האינפלציה ב-12 חודשים הבאים הייתה צפויה לשוב לסביבת הגבול התחתון של טווח היעד בסוף 2016 ולהגיע למרכזו במהלך 2017. הערכות אלה התבססו בין היתר על הצפי שמחירי הנפט יתייצבו ברמה שהגיעו אליה בסוף 2015, אולם צפי זה לא התממש: מחירי הנפט ירדו בחדות בחודש ינואר, ורק לאחר מכן החלו לעלות בהדרגה. הירידה החדה בינואר הפתיעה את השווקים העולמיים כפי שהפתיעה את השווקים בישראל: היא השפיעה על המשקיים המפותחים והביאה לירידה בקצב האינפלציה ובציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים (ראו איור 3).

ההערכות בתחילת התקופה כללו גם הפחתה בתחזית לצמיחת הפעילות הכלכלית בישראל בשנת 2016, מפני שגופים בין-לאומיים עדכנו כלפי מטה את ההערכות לגבי 2015 וצפו חולשה בפעילות ובסחר העולמיים, בפרט במדינות ה-OECD. במהלך התקופה צמח התוצר בקצב נמוך מהחזוי, במיוחד מפני שהיצוא הציג ביצועי חסר בהשוואה לתחזית.

⁵ שיעור האינפלציה השנתי חורג מטווח היעד מאז יוני 2014, ומספטמבר 2014 הוא שלילי (ראו איור 3).

⁶ הפחתת המע"מ, הוזלת תעריפי החשמל והמים, ביטול אגרת הטלוויזיה, הוזלת מחיריהם של מוצרי מזון מפוקחים, והוזלת תעריפי הנסיעה בתחבורה הציבורית.



ההרעה ביצוא קשורה אמנם לצמיחה האטית מהצפוי בכלכלה העולמית ולרמתו המיוספת של שער חליפין, אך נראה שהיא נבעה גם מגורמים זמניים, ואלה מתרכזים בכמה ענפים ייחודיים. מנגד נמשך הגידול בצריכה השוטפת, התפתחות שקיבלה תמיכה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, והוא התבטא גם בחוסן בשוק העבודה ובהמשך העלייה בשכר.

אף כי הציפיות לאינפלציה לטווחים של שנתיים ושלוש שנים סטו לפרקים מתחום היעד, הוועדה המוניטרית סברה כי בתקופה הנסקרת לא נוצרו תנאים שמחייבים שימוש בכלים בלתי קונוונציונליים, כמו רכישות אג"ח או ריבית מוניטרית שלילית. ראשית, כלים כאלו מופעלים בנסיבות בלתי שגרתיות. הוועדה העריכה כי קיימים סיכונים בהרחבה מוניטרית נוספת, באמצעות צעדים בלתי קונוונציונליים כגון ריבית מוניטרית שלילית. אחד הסיכונים המרכזיים הנשקפים ליציבות הפיננסית מסביבת ריבית נמוכה נעוץ בהגדלת הביקוש לאשראי לדיוור: הדבר מעורר חשש שכאשר הריבית תעלה בסופו של דבר, חלק מהלווים יתקשו להחזיר את רכיב המשכנתה שניטל בריבית משתנה. חברי הוועדה סברו גם כי הצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בשנים האחרונות פועלים להפחתתו של סיכון זה, היות שבמאפייני הסיכון של המשכנתאות ניכרו ירידה ולאחריה התייצבות. שנית, המשק התאפיין בהתפתחויות חיוביות: שוק העבודה הוסיף להפגין חוסן, השכר ושיעור התעסוקה עלו, הצריכה הפרטית עלתה במידה רבה, וציפיות האינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים העידו כל העת כי גם בשווקים הפיננסיים שוררת הערכה שהמדיניות המוניטרית תוביל במשך הזמן להשגת יעד האינפלציה.

הוועדה הדגישה כי המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה מאוד מפני שרמת הריבית נמוכה מבחינה היסטורית. נוסף על כך המשיך בנק ישראל להתערב בשוק המט"ח על מנת לתמוך במדיניות הריבית. בכל דיוני הריבית שהתקיימו בתקופה הנסקרת – וכן בדיונים שעסקו בריבית לחודשים הראשונים במחצית השנייה של 2016 (יולי-אוגוסט) – החליטה הוועדה המוניטרית שלא לשנות את הריבית, וכמו כן המשיכה להסתייע בהכוונת הציפיות על ידי כך שמסרה לציבור כי היא מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה לאורך זמן.

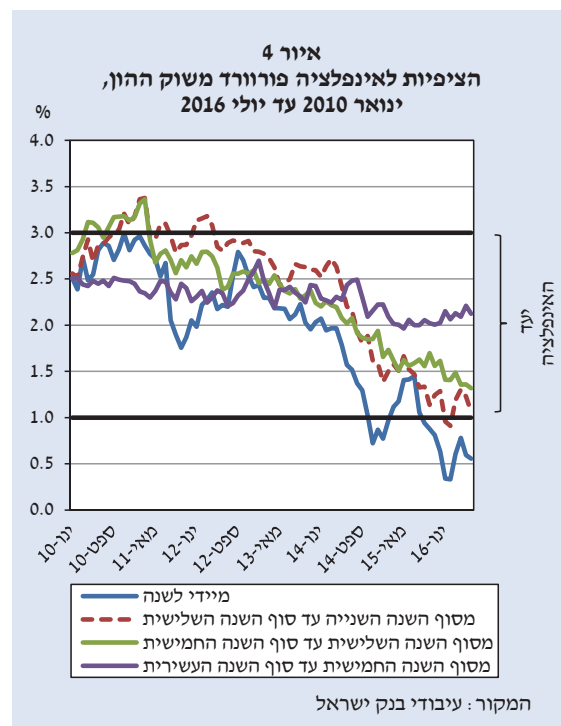
הוועדה סבורה כי המדיניות המוניטרית שהיא נוקטת – היינו ריבית נמוכה ביותר לאורך זמן ורכישות מט"ח – תתרום לחזרת האינפלציה לתחום היעד לקראת אמצע שנת 2017. זאת על יסוד התפוגגות השפעותיהן החד-פעמיות של הפחתות המחירים שיזמה הממשלה, על יסוד ההנחה שמחירי הנפט ושאר הסחורות יתייצבו, ועל יסוד העובדה שלפי ההערכות הראשוניות פרישת בריטניה מהאיחוד האירופי לא תאט את הפעילות מעבר לחזוי. יתר על כן, בשנה וחצי האחרונות נרשמה האצה בקצב עלייתו של השכר הנומינלי במגזר העסקי על רקע החוסן בשוק העבודה, וזו צפויה להשפיע על חזרת האינפלציה ליעד. בהקשר זה חשוב לציין כי על פי חוק, המדיניות המוניטרית צופה פני עתיד ואינה פועלת לקיצוץ ירידות מחירים שכבר התרחשו.

לסיכום, חברי הוועדה מעריכים כי הותרת הריבית ברמתה הנוכחית לאורך זמן, לצד הכוחות הכלכליים – בעיקר המשך הצמיחה במשק, שיעור האבטלה הנמוך ועליית השכר – יפעלו להחזרת האינפלציה לתחום היעד לקראת אמצע שנת 2017, וזאת בהנחה שלא תחול הרעה נוספת בכלכלה העולמית ומחירי הסחורות יישארו יציבים.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית⁷

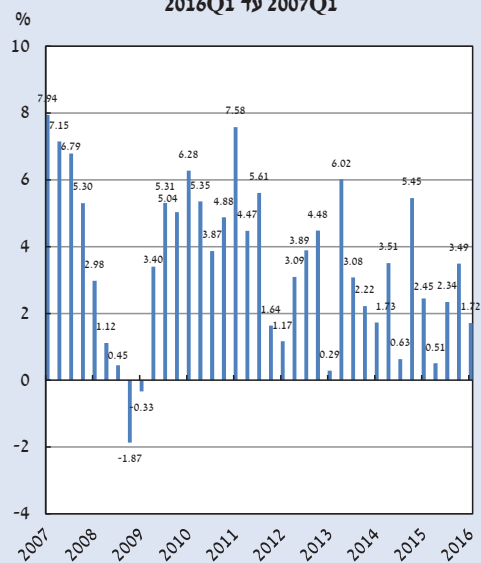
האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים הייתה שלילית במהלך כל התקופה הנסקרת, בעיקר על רקע הירידה המתמשכת – והמפתיעה בעוצמתה – שחלה לפני התקופה במחירי הסחורות, בפרט הנפט. לכך נוספה השפעתם של שינויים מבניים במשק וצעדים מנהליים שהממשלה נקטה. בתחילת התקופה הנסקרת ירדו בחדות ציפיות האינפלציה משוק ההון לטווחים של שנה עד שלוש שנים. בינואר-פברואר הגיעו הציפיות לשנה ל-0.3%, והציפיות לשנתיים עד שלוש אף ירדו אל מתחת לגבול התחתון של היעד (ראו איור 4). חברי הוועדה העריכו באותה עת כי קצב האינפלציה הנמוך (והשלילי) נובע ברובו מהירידה במחירי הנפט והסחורות ומצעדים מנהליים שיזמה הממשלה. הם הדגישו שהמדיניות המוניטרית אינה אמורה להגיב לשינויים מסוג זה כל עוד הם אינם גורמים להשפעה מסדר שני, כלומר להיזון חוזר בינם לבין הציפיות לטווח הבינוני-ארוך (חמש עד עשר שנים). אמנם הוועדה הייתה מוטרדת מהירידה בציפיות לאינפלציה לטווחים של שנה עד שלוש שנים, התפתחות שהתרחשה כאמור בתחילת המחצית. אולם היא ציינה כי חלק בלתי מבוטל מהירידות נובע מכך שהציפיות לטווחים אלו אדפטיביות בחלקן – כלומר מושפעות מההתרחשויות בעבר הקרוב. מנגד, הציפיות לטווח הבינוני-ארוך נותרו מעוגנות בקרבת מרכז היעד לאורך כל התקופה. הוועדה ציינה כי במרוצת התקופה חלו עליות בשכר הנומינלי, התייצבות במחירי הסחורות ועלייה במחירי הנפט (מינואר ועד יוני הם עלו בכ-55%), ואלה צפויות לתמוך בשובה של האינפלציה לטווח היעד לקראת אמצע שנת 2017.

המשק המשיך לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות, פרט לירידה מפתיעה – וכנראה זמנית – ברבעון הראשון של 2016, בעיקר עקב היחלשות היצוא. הצריכה הפרטית השוטפת הוסיפה לתמוך בהתרחבות התוצר במהלך כל התקופה הנסקרת, ושוק העבודה נותר איתן – קרוב לתעסוקה מלאה (ראו לוח 2). בתחילת התקופה הנסקרת הצביעו האינדיקטורים לפעילות הכלכלית על כך שבמחצית השנייה של 2015 הוסיף המשק לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות (איור 5). ההרעה שחלה במצב הביטחוני באוקטובר 2015 השפיעה על התוצר במידה מתונה יחסית, וניכרה בעיקר בתיירות הנכנסת. האומדן השני לצמיחת התוצר ברבעון הרביעי של 2015 פורסם במרץ ועמד על 3.9% (במונחים שנתיים). הצריכה הפרטית המשיכה להוביל את צמיחת המשק,



⁷ לוח 3 מפרט את תנאי הרקע שעמדו לרשות חברי הוועדה.

איור 5
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי, נתונים
רבעוניים מנוכחי עונתיות,
במונחים שנתיים,
2016Q1 עד 2007Q1



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

והאומדן השני לה עודכן כלפי מעלה, מ-5.8% ל-7.8%. האומדן השני ליצוא הצביע על התרחבות חדה, בקצב של 7.2% (אף כי הקצב עודכן מעט כלפי מטה, מ-7.6% באומדן הראשון). הנתונים השוטפים לרבעון הראשון של 2016 – אלה כללו בין היתר את סקר החברות, המדד המשולב למצב המשק, ונתונים על גביית המסים ועל שוק העבודה – הראו כי המשק המשיך לצמוח בקצב מתון גם ברבעון זה, אם כי ניכרו סימנים להתמתנות מסוימת בקצב הצמיחה. נתוני סחר החוץ הצביעו על ירידה חדה ביצוא בשלושת הענפים המרכזיים של המשק.

בחודש מאי התפרסם האומדן הראשון לרבעון הראשון של 2016, והוא הצביע על האטה מפתיעה בקצב צמיחת התוצר: זה ירד ל-0.8% (במונחים שנתיים). יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים וחברות הזנק) התכווץ בשיעור חד, 12.9%, ואילו הצריכה הפרטית המשיכה להוביל את הצמיחה במשק – כפי שעשתה ברבעונים הקודמים – וצמחה ב-4%. חברי הוועדה המשיכו לציין כי מאחורי הצמיחה ניצבת בעיקר הצריכה הפרטית ומאחורי ההתמתנות – היצוא. החשש המרכזי של חלק מחברי הוועדה הוסיף לנבוע מההערכה שהמשק לא יוכל להמשיך להתבסס לאורך זמן על צמיחה מוטית צריכה פרטית. לגבי חוסנו ועוצמתו של שוק העבודה שרר בקרב חברי הוועדה קונצנזוס מלא, אך עלה חשש שהחולשה ביצוא תחלחל לשוק העבודה.

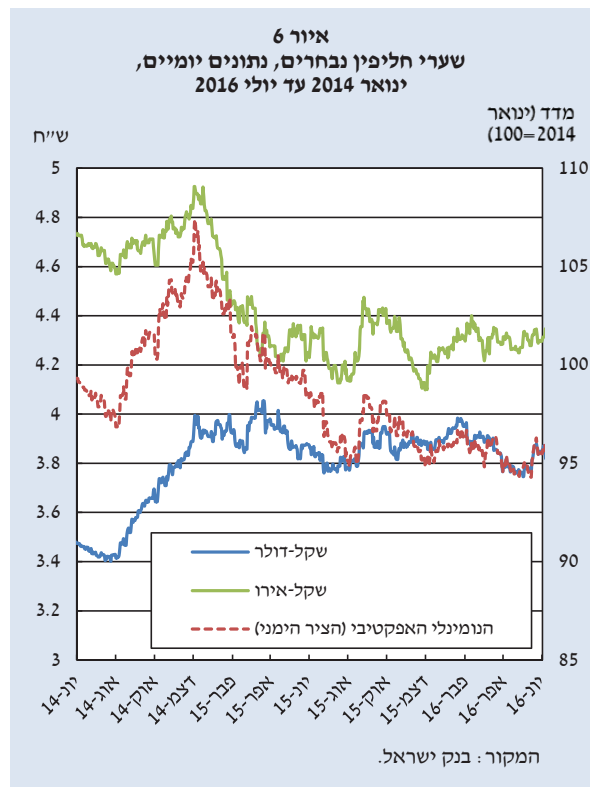
האינדיקטורים השוטפים לרבעון השני – אלה כוללים בין היתר את סקר החברות – העידו כי המשק חזר לצמוח בקצב המתון שאפיין אותו בשנים האחרונות, וכי ההאטה ברבעון הראשון הייתה זמנית. נוסף לכך, באומדן השני לנתוני החשבונאות הלאומית, אומדן שפורסם בחודש יוני, עודכן קצב הצמיחה כלפי מעלה, ל-1.3%. חברי הוועדה סברו כי הירידה ביצוא במחצית הראשונה של השנה נבעה בעיקר מהתכווצות בסחר העולמי. בהקשר זה הביעו חלק מחברי הוועדה דאגה מכך שהצמיחה במשק מסתמכת פחות על היצוא, ערוץ שמהווה קטר לצמיחה ארוכת טווח ולעליית הפריזון במשק קטן ופתוח. הוועדה הסכימה כי התנאים הנוכחיים – ריבית נמוכה, רמת תעסוקה גבוהה ועלויות שגר – תומכים בהמשך צמיחתה של הצריכה בעתיד הנראה לעין. בהסתכלות קדימה הם הסכימו, לאורך כל התקופה הנסקרת, כי הסיכון המרכזי לפעילות המקומית נשקף מכך שהיצוא מושפע מההתפתחויות בפעילות העולמית, ובפרט מהמשך מגמת ההיחלשות בסחר העולמי.

הנתונים השוטפים לרבעון השני של 2016 העידו כי הצמיחה חזרה לסביבה שבה היא נמצאת בשנתיים האחרונות, לאחר שברבעון הראשון היא ירדה קלות (על פי הקריאה השלישית, הצמיחה ברבעון זה הסתכמה ב-1.7%). הצריכה הפרטית הובילה את הצמיחה ותאמה את הגידול ביבוא ובתקבולי המסים; יצוא הסחורות לעומת זאת המשיך להתכווץ. שוק העבודה שמר על חוסן.

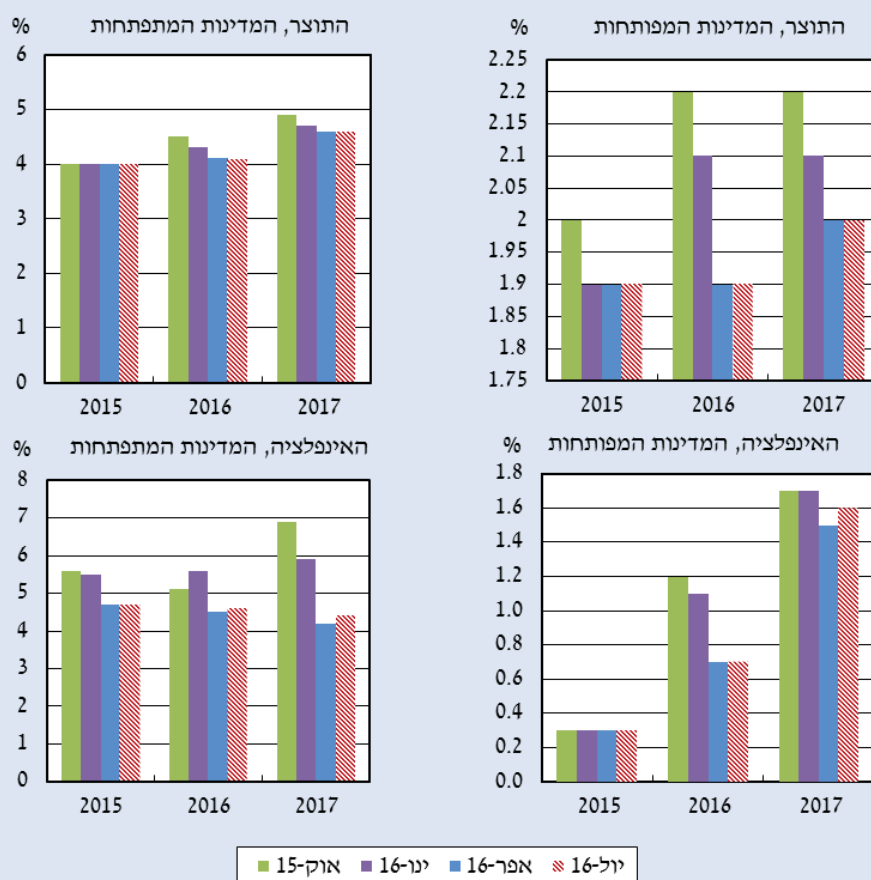
בסיכום התקופה הנסקרת נבלמה מגמת הייסוף של השקל במונחי השער הנומינלי האפקטיבי. אולם לייסוף שהצטבר יש השפעה על היצוא ועל האינפלציה, והשפעות אלה נמנו עם הגורמים לכך שבנק ישראל המשיך

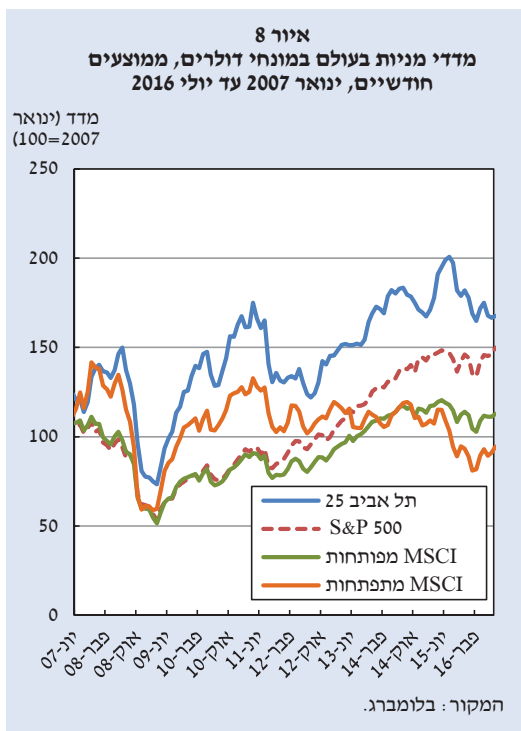
לרכוש מט"ח. חברי הוועדה העריכו לאורך כל התקופה, על בסיס מודלים שונים לשער החליפין של שיווי משקל, כי השקל מיוסף יתר על המידה. חברי הוועדה ציינו כי שער החליפין הפגין יציבות בתחילת המחצית (איור 6), והביעו דאגה מהמשך הלחצים לייסוף שנוצרו לקראת סופה. לאורך כל התקופה הם הדגישו כי רמתו של שער החליפין ממשיכה להקשות על מגזר היצוא והמגזר הסחיר, בפרט לנוכח החולשה בסחר העולמי, מצב שצפוי להתמיד ואף להתגבר. בכדי למנוע ייסוף יתר המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח – התערבות שמהווה חלק אינטגרלי מהמדיניות המוניטרית. בתקופה הנסקרת הגיע היקף הרכישות ל-4 מיליארדי דולרים, ו-0.9 מיליארד מתוכם נרכשו במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין.

הפעילות העולמית נותרה מתונה והתחזיות לגבי הצמיחה העולמית עודכנו כלפי מטה. תחילת התקופה הנסקרת התאפיינה בשיפור מסוים במשקים המפותחים, בהמשך ההאטה בשווקים המתעוררים, בפרט בסין, ובתנודתיות רבה במחירי הנכסים והנפט. גופים בין-לאומיים – ביניהם הבנק העולמי וקרן המטבע הבין-לאומית – הנמיכו את תחזיות הצמיחה הן ל-2016 והן ל-2017 (איור 7). קרן המטבע גם העריכה כי גברו הסיכונים כלפי מטה לתחזית זו. עם הגורמים לכך ניתן למנות את הנתונים החלשים



איור 7
התחזית של קרן המטבע הבין-לאומית לגבי שיעורי הצמיחה והאינפלציה במדינות המפותחות והמתפתחות, 2015, 2016, ו-2017





שהציגה ארה"ב על רקע התחזקות הדולר והחולשה במגזר האנרגיה, ואת נתוני הצמיחה החלשים שהמדינות המתעוררות הציגו על רקע הירידה במחירי הסחורות והרעת תנאי הסחר. גם בחודש פברואר נרשמה תנודתיות רבה בשווקים הפיננסיים, וברקע לכך ניצבו חששות גוברים לגבי מצב הבנקים האירופיים והתנודתיות הרבה במחירי האנרגיה (איורים 2 ו-8). חברי הוועדה ציינו כי את ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים צריך לבחון לאורך זמן, וכי אין זה ברור עדיין אם הן נובעות משינויים בגורמי היסוד או מתגובת יתר של השווקים לאינפורמציה חדשה, בפרט בקשר למתרחש בסין.

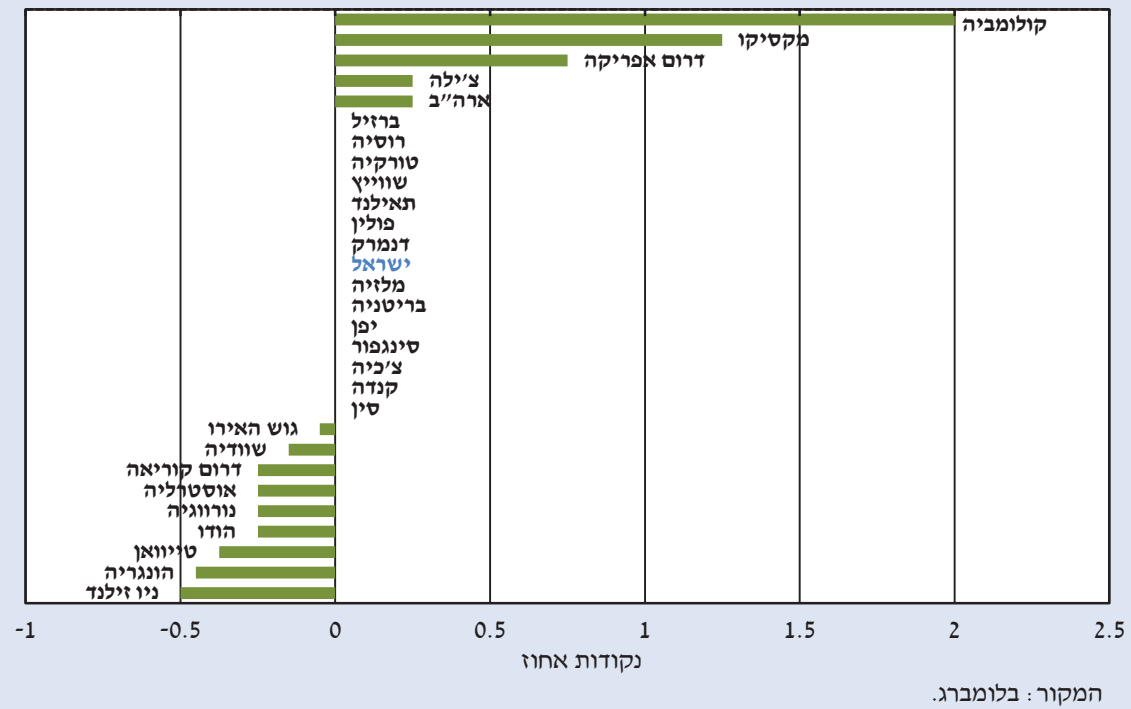
בתחילת הרבעון השני של 2016 העידו הנתונים השוטפים על המשך ההתמתנות בכלכלה הגלובלית. ההאטה התמקדה שוב במשקים המתעוררים וביפן, בשעה שבארה"ב ובאירופה הסתמן המשך צמיחה מתונה אך יציבה. מחירי הנפט החלו לעלות בתקופה זו בחדות אך הם עדיין נמצאו ברמה נמוכה מאוד מבחינה היסטורית, ומחירי המניות שבו לעלות. לקראת סוף התקופה הנסקרת התפרסמו האומדנים לצמיחת ארה"ב ברבעון הראשון, ואלה הצביעו על אבדן מומנטום. שווקים מתעוררים רבים המשיכו להפגין חולשה, והנתונים השוטפים לרבעון השני באירופה הצביעו על קצב מתון מאוד אף כי נתוני הרבעון הראשון הפתיעו לטובה. קרן המטבע הבין-לאומית הפחיתה שוב את תחזיות הצמיחה והסחר לשנים 2016–2017 והדגישה שוב כי מאזן הסיכונים מוטא כלפי מטה.

במהלך כל התקופה הנסקרת הסכימו חברי הוועדה כי התרחיש המרכזי נותר כשהיה – המשך התאוששות אטית אך יציבה בכלכלה העולמית – אך לנוכח מכלול ההתפתחויות שהוצגו לעיל הם העריכו כי גברו הסיכונים כלפי מטה. בסיכומו של דבר סברו חברי הוועדה שהתפתחויות אלו לא הצריכו תגובה באמצעות הריבית אך תרמו לכך שהם העריכו כי זו תיוותר נמוכה לאורך זמן.

לאורך כל התקופה שררה אי-ודאות רבה בנוגע לאפשרות שבריטניה תפרוש מהאיחוד האירופי, וזו כנראה השפיעה לרעה על ביצועי הכלכלה העולמית, ובפרט על כלכלת גוש האירו. בחודש יוני נערך משאל העם וניצח בו המחנה שתומך בפרישה מהאיחוד. השווקים הפיננסיים הגיבו לתוצאות המשאל בתנודתיות רבה, אך מוקדם עדיין לקבוע כיצד ישפיע צעד זה על הכלכלה העולמית בכלל, ועל ישראל בפרט, בטווח הבינוני-ארוך. קרן המטבע הבין-לאומית העריכה שהנזק המצטבר לתוצר העולמי ינוע בין 0.1% ל-0.3%, אך יש אי-ודאות רבה לגבי תחזית זו.

מרבית המשקים המובילים העצימו את ההרחבה המוניטרית (איור 9). בתחילת התקופה הנסקרת התעצמה ההרחבה המוניטרית במרבית המשקים המובילים בעולם על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה, מצב שנבע בעיקר מהירידה במחירי הסחורות אך לא רק ממנה. האינפלציה בפועל במשקים המפותחים נותרה נמוכה בתקופה הנסקרת, והציפיות לאינפלציה התעדכנו כלפי מטה (איור 7).

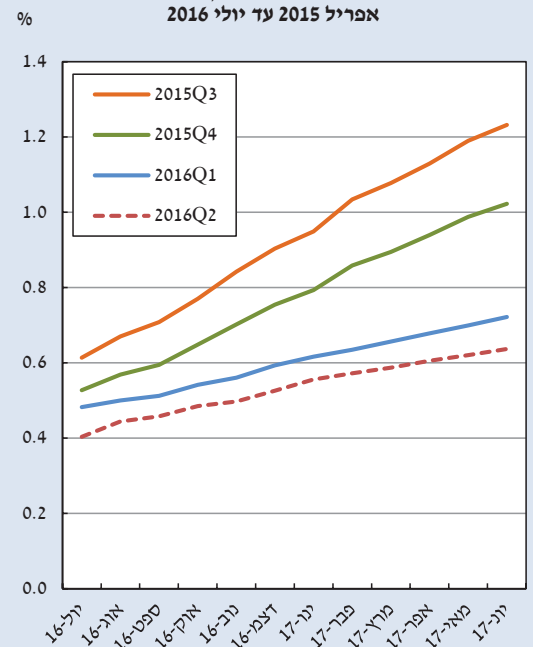
איור 9
השינויים בריביות של הבנקים המרכזיים,
ינואר 2016 עד יולי 2016



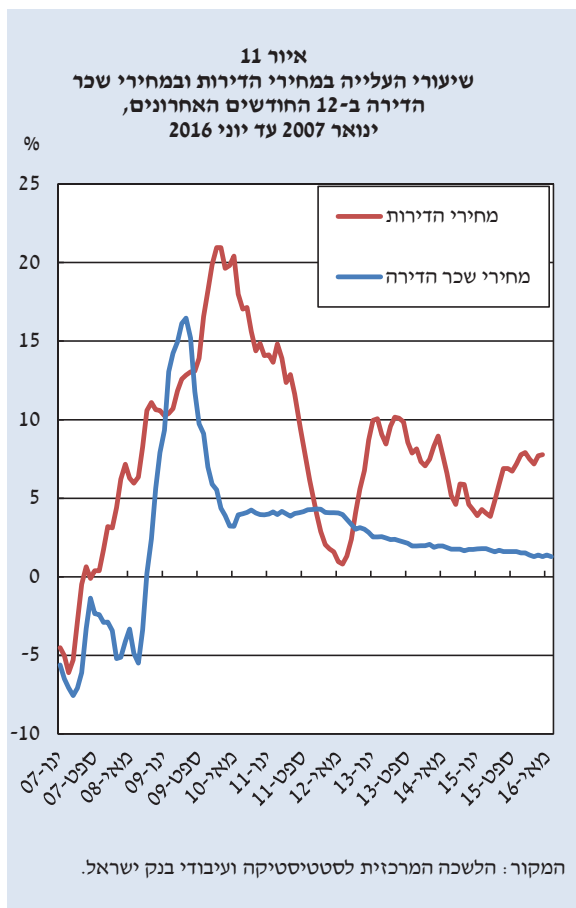
ה-FED העלה את הריבית בדצמבר אשתקד, כצפוי, ומייד לאחר מכן צפו השווקים כי הריבית תעלה לפחות עוד פעם אחת עד ספטמבר 2016 (איור 10). ההסתברות להעלאת ריבית ב-2016 ירדה משמעותית בעקבות דוח התעסוקה החלש שפורסם בחודש מאי ובעקבות משאל העם בבריטניה. אולם מאז פחתה משמעותית התנודתיות בשווקים הפיננסיים וביוני התפרסם דוח תעסוקה חזק, ונכון לכתיבת שורות אלה קיים צפי שהריבית תעלה שוב עוד השנה. ביפן ובאירופה נמשכה ההרחבה הכמותית: בפברואר הכריז הבנק המרכזי של יפן לראשונה על ריבית פיקדונות שלילית, ובמרץ הכריז ה-ECB על יישום הרחבה כמותית בהיקף של 80 מיליארדי אירו. לאורך כל התקופה הנסקרת הסכימו חברי הוועדה כי המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה, והם העריכו כי לנוכח המצב הנוכחי היא צפויה להיותר מרחיבה ואף להמשיך להתרחב בעתיד הקרוב.

חברי הוועדה הסכימו כי הסיכונים הגלומים בשוק הדיור נותרו גבוהים. הפעילות בשוק הדיור – מחירי הדירות והיקפי העסקאות והמשכנתאות החדשות – מוסיפה להצביע על פעילות ערה חרף העלייה בריביות על משכנתאות חדשות, והיא המשיכה לשמש שיקול מרכזי נגד הרחבה מוניטרית נוספת. מאפייני הסיכון של המשכנתאות נותרו יציבים, בעקבות הצעדים שנקט הפיקוח על הבנקים. בתחילת התקופה הנסקרת נרשמה עלייה בשיעור השינוי השנתי של מחירי הדירות, בהמשך לעלויות שנרשמו במחצית הקודמת (מחירי הדירות עלו ב-7.8% ב-12 החודשים

איור 10
התחזיות לריבית ה-FED בחודשים יולי 2016 עד
יוני 2017, על סמך חוזים עתידיים על הריבית,
ממוצע רבעוני,
אפריל 2015 עד יולי 2016



המקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.



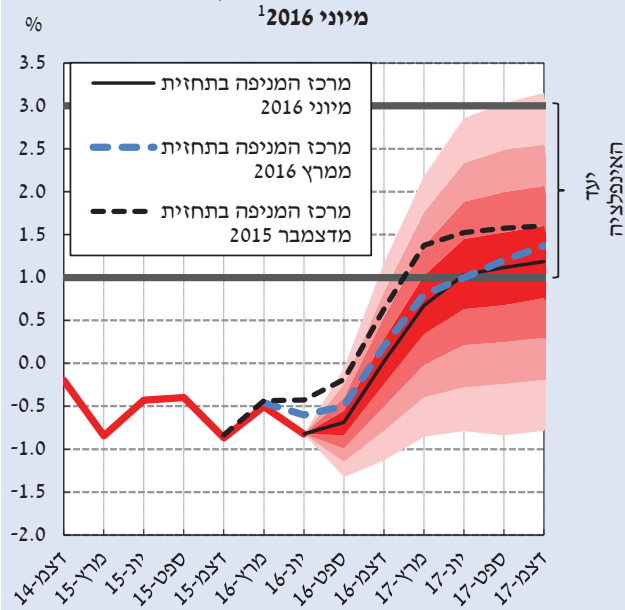
המסתיימים באפריל; ראו איור 11). הפעילות הערה בשוק הדיור השתקפה גם במספר העסקאות ובהיקף המשכנתאות: מספר העסקאות נותר ברמה גבוהה, וכך גם מלאי הדירות החדשות למכירה. סך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים המסתיימים במאי נותר אף הוא ברמה גבוהה – בסביבות 5 מיליארדי ש"ח בחודש.

במהלך התקופה הביעו חברי הוועדה דאגה מכך שמחירי הדירות המשיכו לעלות ומכך שהיקפי המשכנתאות החדשות נותרו גבוהים. המשך מגמה זו מטריד היות שהוא מתרחש חרף העליות המתמשכות בריביות על המשכנתאות במרבית המסלולים וחרף העליות המתמשכות בפער בין ריביות אלו לריביות על אג"ח ממשלתיות. אולם עצם העלייה משקף את השפעת הצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט במטרה להפחית את הסיכון הנשקף למערכת הבנקאית מהגידול בתיק המשכנתאות. עם זאת, חברי הוועדה העריכו כי התייקרות המשכנתאות מפחיתה את אטרקטיביות ההשקעה בדירות, והם ציינו כי עליית המחירים מתרחשת בד בבד עם התפתחויות שצפויות למתן את קצב עליית המחירים – העלייה במלאי הדירות למכירה ובהתחלות הבנייה.

התחזיות שחטיבת המחקר הציגה לוועדה השתנו במרוצת התקופה הנסקרת במידה משמעותית על רקע שינויים בסביבה העולמית. בתחזית שחטיבת המחקר הציגה בסוף דצמבר היא העריכה כי האינפלציה תשוב אל מעל הגבול התחתון של היעד בתחילת 2017, וריבית בנק ישראל תעלה בהדרגה החל מהרבעון האחרון של 2016 (איורים 12 ו-13). בתחזית שהחטיבה הציגה בסוף מרץ היא עדכנה מעט כלפי מטה את שיעורי הצמיחה ל-2017, משום שהביקוש העולמי ירד והדבר צפוי להעיב על היצוא. בתחזית זו העריכה חטיבת המחקר כי האינפלציה תשוב אל מעל הגבול התחתון של היעד רק לקראת אמצע 2017, על רקע הצעדים המנהליים החד-פעמיים שנקטה הממשלה, המשך הירידה במחירי הנפט, וההשפעה הממתנת של האינפלציה במחצית הראשונה של 2016. התחזית עדכנה כלפי מטה את תוואי הריבית של בנק ישראל: היא צפתה כי הריבית תחל לעלות בהדרגה החל מהרבעון השני של 2017 ובסופה תעמוד על 0.5% (לעומת 1% בתחזית שניתנה בדצמבר).

התחזית שפורסמה בסוף יוני הפחיתה שוב את התוואי החזוי של האינפלציה והריבית, על רקע עדכונים דומים בתחזיות שסיפקו מאז הגופים הבין-לאומיים המובילים, בפרט לאחר ההחלטה על ה-Brexit. התחזית הורידה מעט את תוואי האינפלציה אך הותירה בעינה את ההערכה שזו תשוב לטווח היעד תוך כשנה. אשר לתוואי הריבית, זה צפוי כעת להישאר יציב עד סוף 2017, על רקע הירידה שחלה בריביות הצפויות בארה"ב ובמשקים נוספים מאז התחזית הקודמת ובפרט מאז ההחלטה על ה-Brexit. נוסף לכך הופחתה תחזית הצמיחה לשנה הנוכחית משום שהיצוא הציג האטה חריגה – אך כנראה זמנית בחלקה – ברבעון הראשון של 2016. מחברי התחזית מעירים כי מאזן הסיכונים ביחס לאינפלציה ולצמיחה נטה למטה בסוף התקופה (ראו לוח 3).

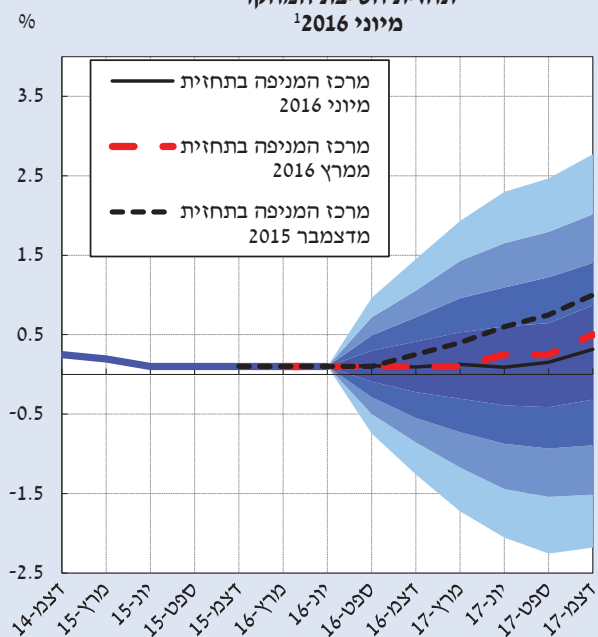
איור 13
האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה,
תחזית חטיבת המחקר
מיוני 2016¹



¹ מלוא המניפה מכסה 66% מהתפלגות האינפלציה. כל גוון מייצג 8.25%

המקור: בנק ישראל.

איור 12
ריבית בנק ישראל בפועל ומניפה לריבית הצפויה,
תחזית חטיבת המחקר
מיוני 2016¹



¹ מלוא המניפה מכסה 66% מהתפלגות הריבית. כל גוון מייצג 8.25%

המקור: בנק ישראל.

לוחות

לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית
(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

ההחלטה לחודש	פברואר	מרץ	אפריל	מאי	יוני	יולי	אוגוסט
2015Q3	2.1	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
התוצר	2015Q4	3.3	3.9	3.8	3.1	3.4	3.5
2016Q1					0.8	1.3	1.7
2015Q3	2.5	3.2	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8
התוצר העסקי	2015Q4	3.3	3.9	3.9	2.9	3.1	3.3
2016Q1					-0.4	0.2	0.8
2015Q3	2.5	2.2	3.0	2.8	2.8	2.9	2.9
הצריכה הפרטית	2015Q4	5.8	7.8	7.9	7.7	7.9	8.0
2016Q1					4.0	4.8	5.0
2015Q3	0.6	-0.1	-0.3	0.7	1.4	1.3	1.0
ההשקעה בנכסים קבועים	2015Q4	6.8	7.6	10.9	12.9	12.5	11.5
2016Q1					17.3	16.2	14.6
2015Q3	9.1	9.5	7.7	6.8	4.2	4.8	5.0
היצוא ללא יהלומים והזנק	2015Q4	5.5	6.0	2.0	-1.6	0.0	0.8
2016Q1					-12.9	-8.0	-5.3
2015Q3	-3.1	2.5	4.3	4.3	4.3	4.0	4.0
היבוא האזרחי ללא אניות, מטוסים ויהלומים	2015Q4	28.4	24.0	24.0	23.7	22.9	22.9
2016Q1					0.4	-3.1	-3.1

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2016/1	2015/4	2015/3	2015/2	2015/1	2014/4	2015	2014	2013
1.7	3.5	2.3	0.5	2.5	5.5	2.5	2.6	3.3
0.8	3.3	2.8	-0.7	2.7	7.3	2.2	2.3	3.4
-3.1	22.9	4.0	-1.6	2.7	0.8	2.7	3.3	-2.0
5.0	8.0	2.9	2.2	4.8	6.6	4.9	3.7	3.9
5.3	4.0	4.4	3.1	6.8	6.7	5.2	3.2	3.7
-1.6	12.5	3.7	1.1	-0.6	1.0	2.9	3.3	4.0
2.6	9.6	5.5	3.8	0.0	-1.3	3.6	2.9	3.8
5.3	15.5	-8.5	5.6	15.8	2.2	1.7	1.0	1.7
14.6	11.5	1.0	-1.8	-6.5	7.7	-1.0	-2.0	3.6
2.6	0.8	3.6	-8.1	-4.5	5.6	-1.5	2.6	-0.6
-5.3	0.8	5.0	-8.5	-3.5	3.5	-1.5	4.9	-1.8

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 3

תחזיות האינפלציה והריבית לשנה הקרובה¹
(אחוזים)

החזאים הפרטיים ⁴	שוק ההון ³	חטיבת המחקר	
		של בנק ישראל ²	
0.8 (0.6 עד 1.0)	0.5	1.0	האינפלציה (טווח התחזיות)
0.1 (0.1 עד 0.25)	0.1	0.1	הריבית (טווח התחזיות)

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

² התחזית מה-27/06/2016.

לוחות נספח

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

(שיעורי השינוי)

06/16	05/16	04/16	03/16	02/16	01/16	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם ל-3 חודשים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם לשנה
0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
2.9	2.9	2.9	3.0	2.9	3.1	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.4	0.4	תשואת אג"ח צמודות לשנה
-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח קונצרניות בדירוג AA-AAA
1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	(נקודות אחוז) ¹
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא-מדורגות ללא נדל"ן
6.8	6.5	6.4	6.6	6.5	6.3	(נקודות אחוז) ²
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-2.6	-0.3	0.3	-0.8	-5.2	-3.0	מדד המניות הכללי
-3.2	0.4	-0.8	0.9	-2.6	-3.5	מדד ת"א 25
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-0.1	2.4	-0.1	-3.7	-1.0	1.3	השקל מול הדולר
-0.3	0.5	-0.3	0.7	-1.3	1.5	השקל מול האירו
-0.1	0.9	0.1	-0.7	-1.2	0.5	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי סיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
10.7	9.9	9.6	9.3	10.0	10.2	סטיית התקן הגלומה
1.5	0.5	7.4	2.4	2.2	2.8	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
1.8	0.5	1.8	2.0	2.1	2.8	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 קונצרניות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות (לשעבר "גליל") בטווח המח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2

סביבת האינפלציה והריבית

(ממוצעים חודשיים)

06/16	05/16	04/16	03/16	02/16	01/16	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.3	0.3	0.4	-0.2	-0.3	-0.5	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.3	0.2	0.5	-0.1	-0.4	-0.6	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
-0.8	-0.8	-0.9	-0.7	-0.2	-0.6	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.4	0.3	0.1	0.0	-0.3	-0.3	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.8	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים¹						
1.0	1.2	1.3	1.2	0.9	1.0	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
1.6	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.2	2.2	2.1	2.2	2.1	2.2	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (בשנים השביעית עד העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	ריבית בנק ישראל
-0.30	-0.19	0.05	0.09	0.44	0.41	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.10	0.10	0.10	0.09	0.05	0.05	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תחזיות החזאים לגבי השינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	ריבית התלבור - פרוורד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

¹ הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב 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.