



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2014

שבט התשע"ה • פברואר 2015

42



זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

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

התוכן

5	תקציר
7	1. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת
8	א. הסביבה העולמית
13	ב. ההתפתחויות הריאליות
15	ג. ההתפתחויות הפיננסיות
17	ד. המדיניות הפיסקלית
17	ה. שער החליפין
19	ו. האינפלציה
20	ז. שוק הדיור
21	תיבה: הירידה במחירי הנפט – מבט על העולם ועל ישראל
26	2. המדיניות המוניטרית ויישומה
26	א. המדיניות והיעדים
27	ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית
34	לוחות סטטיסטיים

סעיף 55(א) של חוק בנק ישראל, התשי"ע-2010, מסדיר את פרסומו של דוח זה, והוא מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח סוקר את ההתפתחויות הכלכליות שחלו במשק בתקופה שהדוח עוסק בה. כן הוא סוקר את המדיניות הנחוצה, לדעת חברי הוועדה המוניטרית בבנק ישראל, כדי לשמור על האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את מטרותיה האחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה. סקירה על היציבות הפיננסית מופיעה בדוח היציבות הפיננסית לתקופה הנסקרת.

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, דוח זה כולל פרטים בדבר הסיבות לכך ששיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך שישה חודשים ברציפות, החל מפרסום מדד המחירים לצרכן של נובמבר (ב-15 בדצמבר). שיעור האינפלציה בתקופה זו ירד אל מתחת לגבולו התחתון של היעד, וההסברים מופיעים בחלק 2 להלן (המדיניות המוניטרית).

דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2014 הוכן בידי הכלכלנים של חטיבת המחקר בהנחייתה של הוועדה המוניטרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניטרית. דוח זה מתבסס על נתונים שפורסמו עד ה-26.01.2015, תאריך ההחלטה על הריבית לפברואר 2015.

- המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית:** במחצית השנייה של 2014 הוסיפה הוועדה המוניטרית של בנק ישראל להפחית את הריבית: היא הפחיתה את הריבית לאוגוסט ואת הריבית לספטמבר ב-0.25 נקודת האחוז, עד לרמה של 0.25%. הפחתות אלו, ובמיוחד השנייה, היו בלתי צפויות והפתיעו את השוק. מכיוון שכלי הריבית קרוב למיצוי, הוועדה בחנה בתקופה הנסקרת כלים אחרים. כן הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח, ובתקופה הנסקרת הגיע היקף הרכישות ל-1.76 מיליארד דולרים; 1.46 מיליארד מתוכם נרכשו במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין. חברי הוועדה סברו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף מהאשראי לענף הדיור, והצעדים שהמפקח על הבנקים נוקט בשנים האחרונות מפחיתים אותו. אשר לחודשים המשתייכים למחצית הראשונה של 2015, הריביות לינואר ולפברואר נותרו ללא שינוי.
- האינפלציה והציפיות לאינפלציה:** ב-12 החודשים שמסתיימים בדצמבר ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.2%, והיה לפיכך נמוך משמעותית מגבולו התחתון של יעד האינפלציה (1.0%). האינפלציה הנמוכה שנרשמה במחצית הנסקרת נובעת מירידה במחירי המוצרים הסחירים, כתוצאה מהייסוף המתמשך שחל במחצית הראשונה בשער החליפין וכתוצאה מירידת המחירים בעולם; זו כוללת את הירידה במחירי הסחורות העולמיים, ובעיקר את הירידה הגדולה והמפתיעה במחירי הנפט (ראו תיבה בסוף סעיף 1). כמו כן היא נובעת מהירידה בקצב עלייתם של מחירי המוצרים הבלתי הסחירים, הן כתוצאה מכך שהביקוש המקומי מתון והן כתוצאה מכך ששינויים מבניים, למשל בתקשורת, ממשיכים להשפיע. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים המשיכו לרדת, ובתום התקופה הן נמצאו מתחת לגבולו התחתון של יעד האינפלציה. חלק מן הגורמים הממתנים את האינפלציה הצפויה הם גורמים חולפים ואינם צפויים להשפיע על שיעורי האינפלציה בעתיד. הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים נמצאות במרכז היעד.
- הפעילות הריאלית המקומית:** ברבעונים השני והשלישי הוסיפה הצמיחה להיות מתונה, וברבעון השלישי היא הגיעה לרמה אפסית כמעט בעקבות מבצע "צוק איתן". הצריכה הפרטית הוסיפה לתמוך בהמשך הצמיחה בתוצר, אך ביצוא ובהשקעות בנכסים קבועים ניכרה ירידה. אשר לשוק העבודה, ברבעון השלישי חלה באבטלה עלייה קלה מהרמות שאפיינו את הרבעונים הקודמים, אך הנתונים האחרונים לרבעון הרביעי הצביעו על שיפור ניכר לצד עלייה בשיעור המועסקים ועלייה מתונה בשכר הריאלי. גם אינדיקטורים נוספים למצב המשק מציינים תמונה חיובית ומעידים על חזרה לצמיחה המתונה שקדמה ל"צוק איתן".
- שער החליפין:** בתקופה הנסקרת חלה תפנית בשער החליפין של השקל הן ביחס לדולר (פיחות של 15%), הן במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (פיחות של 7%), והן ביחס לאירו (פיחות של 4.5%); החישוב משווה את הממוצע בדצמבר לממוצע ביולי). רוב הפיחות נובע מהתחזקות הדולר בעולם, התפתחות שמתרחשת על רקע ההתאוששות בכלכלה האמריקאית. כמו כן הוא נובע משתי הפחתות הריבית ומהמשך רכישות המט"ח בידי בנק ישראל.
- הסביבה העולמית:** הכלכלה העולמית ממשיכה לצמוח בקצב מתון והשונויות בין המדינות גוברות. אשר למדינות המפותחות, המשק האמריקאי מתאושש אך כלכלת יפן שקועה במיתון ואירופה נמצאת על סף. אשר למדינות המתפתחות, קצבי הצמיחה בפועל, וכן אלה החזויים, נמוכים מבעבר. בחלק מהמדינות – למשל בסין – התפתחות זו נובעת משינויים מבניים, ובחלקן – למשל ברוסיה – היא נובעת מהירידה החדה והבלתי צפויה במחירי הנפט. המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה מאוד והריביות של הבנקים המרכזיים בכמה מדינות אף הגיעו לערך שלילי, על רקע ציפיות אינפלציה נמוכות ואינפלציה שלילית במספר רב של מדינות. הבנק המרכזי האמריקאי אמנם סיים את ההרחבה הכמותית באוקטובר, אך השווקים צופים כי הריבית תחל לעלות רק במחצית השנייה של 2015. הבנק המרכזי האירופי המשיך להפחית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים – ובאוקטובר הוא החל לקנות אג"ח מגובות נכסים – וגם כמה מדינות אירופיות נוספות המשיכו להפחית את הריבית. יפן החליטה להגדיל את היקף ההרחבה הכמותית.
- שוק הדיור:** שיעור העלייה השנתי (עד ספטמבר-אוקטובר) במחירי הדירות התמתן אך נותר גבוה, והוא עומד על 5.8%; מסוף 2012 עלו מחירי הדירות בקצב שנתי של 5%–10%. בחלק מן החודשים האחרונים נרשמה ירידה במחירי הדירות, וסביר כי

היא הייתה קשורה להמתנה לחוק "מע"מ אפס". בחודשים אוגוסט-אוקטובר שבו מחירי הדירות לעלות, תוך עלייה בהיקף המשכנתאות.

- **השווקים הפיננסיים:** מדדי המניות העיקריים (ת"א 25 ות"א 100) עלו במהלך התקופה הנסקרת במידה מתונה. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS על החוב החיצוני לחמש שנים, המשיכה להציג את מגמת הירידה המאפיינת אותה בשנים האחרונות – למעט החודשים ש"צוק איתן" התנהל בהם, תקופה שבה רמת הסיכון, כפי שהיא מתבטאת במכשירים הנזכרים, עלתה באופן מינורי. בשוק האשראי נרשמה ברבעונים השני והשלישי עלייה קלה באשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי (לאחר ניכוי השפעות ההצמדה ושער החליפין). מרווחי התשואות של אג"ח החברות עלו לקראת סוף התקופה הנסקרת אך הם עדיין נמצאים ברמה נמוכה. יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול בקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות, תוך התמתנות קלה בקצב עלייתו של האשראי לדיור ועלייה בקצב גידולו של האשראי שאינו לדיור.
- **המדיניות הפיסקלית:** הגירעון המקומי של הממשלה היה בתקופה הנסקרת דומה לתוואי העונתי העקבי עם יעד הגירעון השנתי. ההוצאות תאמו את התוואי חרף התוספת שהוענקה לתקציב הביטחון בגין עלויות "צוק איתן", בשל הפחתה מקבילה בהוצאות האזרחיות. בסיכום שנתי עמד הגירעון ב-2014 על 2.8% תוצר. מאחר שתקציב המדינה ל-2015 לא אושר בעקבות פירוק הממשלה, תקרת הוצאותיה החודשיות תעמוד עד לאישורו על 1/12 מתקציב 2014.
- **התחזית שחטיבת המחקר סיפקה בסוף התקופה הנסקרת¹:** לפי התחזית שגיבשה חטיבת המחקר בסוף דצמבר 2014, האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים צפויה לעמוד על 1.1% – חלקו התחתון של תחום היעד. התחזית הנמוכה מושפעת מכך שבינואר יופחתו תעריפי החשמל והמים באופן חד-פעמי; ללא השפעה זו הייתה האינפלציה צפויה לעמוד על 1.5%. התוצר ב-2014 צפוי לצמוח ב-2.5%. ב-2015 צפוי שיפור בקצב הצמיחה – ל-3.2% – בין היתר כתוצאה משיפור ביצוא עקב הפיחות ועקב התאוששותה של התיירות מ"צוק איתן"; תחזית זו גבוהה במקצת מהתחזית שהוצגה לוועדה במהלך התקופה הנסקרת. בהתאם לאלה חטיבת המחקר צופה שהריבית ב-2015 תיוותר ברמה של 0.25%. הריבית צפויה להתחיל לעלות ב-2016.

¹ בסעיף העוסק במדיניות המוניטרית מופיע דיון בהתפתחות התחזיות שעמדו לרשות הוועדה המוניתרית במהלך התקופה הנסקרת.

1. ההתפתחויות הכלכליות בתקופה הנסקרת

הגורמים ברקע ההחלטות על המדיניות המוניטרית

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

גורמים אחדים ניצבו ברקע החלטותיה של הוועדה: (1) סביבת האינפלציה התמתנה. האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים ירדה במרוצת התקופה הנסקרת, ובסופה היא הייתה נמוכה משמעותית מהגבול התחתון של היעד; הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים המשיכו לרדת, ולקראת תום השנה הן ירדו אל מתחת לגבול התחתון של תחום היעד. (2) המשק הוסיף לצמוח בקצב מתון ברבעון השני, וברבעון השלישי הוא הגיע לרמת צמיחה אפסית כמעט, בעקבות "צוק איתן". בשוק העבודה נרשמה עלייה באבטלה במהלך הרבעון השלישי. אינדיקטורים מסוף התקופה הנסקרת הצביעו על שיפור ברבעון הרביעי ועל חזרה לקצב הצמיחה שנראה לפני "צוק איתן". (3) הצמיחה העולמית מתאוששת באטיות. קצב הצמיחה בארה"ב גבוה מהקצב במרבית המדינות המפותחות, והקצב במדינות המתפתחות נמוך מבעבר. המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה מאוד. הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) סיים את ההרחבה הכמותית, אך הוא צפוי להותיר את הריבית ברמתה האפסית בזמן הקרוב, לפחות עד אמצע 2015. הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) המשיך להפחית את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים, על רקע העובדה שסביבת האינפלציה הוסיפה להיות נמוכה. באוקטובר הוא החל לקנות אג"ח מגובות נכסים, ולאחר מכן הכריז כי יעשה כל שידרש כדי להשיב את האינפלציה והציפיות ליעדן בהקדם האפשרי. (4) בשער החליפין של השקל חל פיחות משמעותי לעומת שער הדולר ופיחות מתון יותר מול סל המטבעות. (5) מחירי הדירות הוסיפו לעלות, אולם הם עלו בקצב נמוך יותר על רקע חוסר הוודאות בנוגע לתכניות ממשלתיות שונות ולמועדי החלתן.

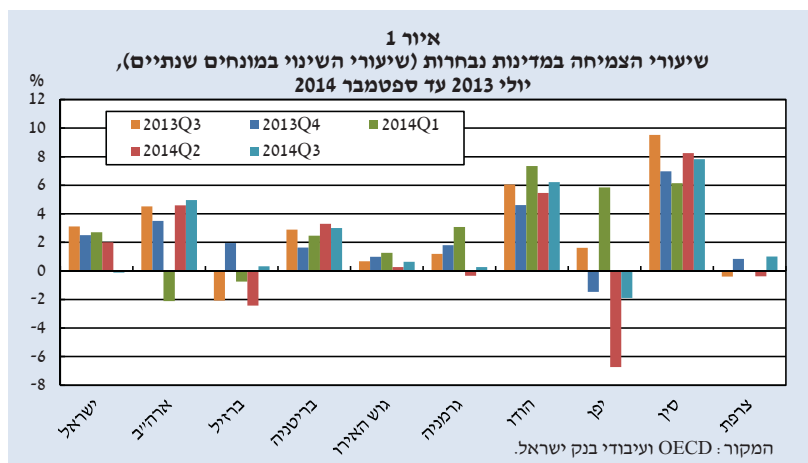
לנוכח מכלול התפתחויות זה הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית לחודשים אוגוסט וספטמבר ב-0.25 נקודת האחוז – עד ל-0.25%; בחמשת הדיונים האחרים שהתקיימו בתקופה הנסקרת היא לא שינתה את הריבית. לצד ההחלטות על גובה הריבית הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח בעסקאות המרה; עיקר הרכישות נערך במסגרת התכנית לקיזוז השפעת הגז על שער החליפין.

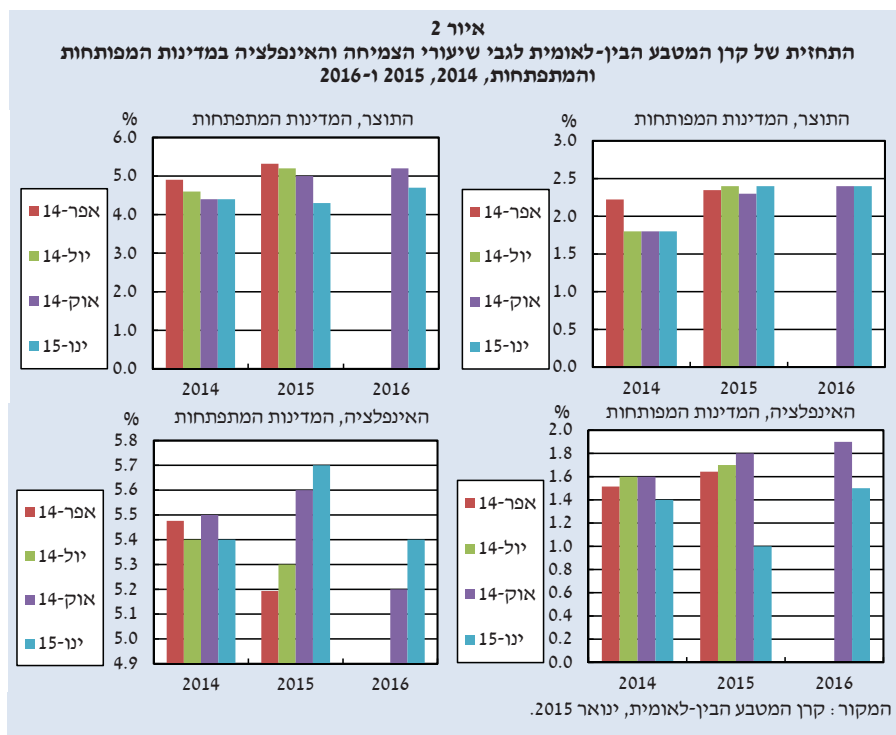
א. הסביבה העולמית

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

1) הפעילות, המחירים והמדיניות

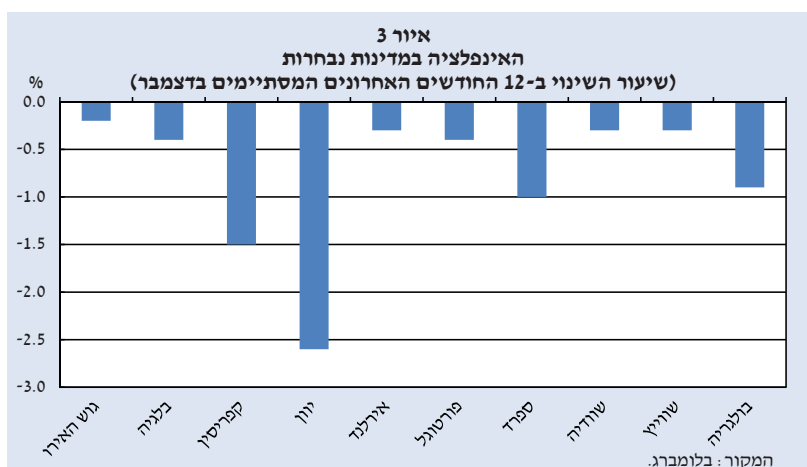
הכלכלה העולמית מוסיפה לצמוח בקצב מתון וקיימת שונות רבה בין המדינות. בקרב המדינות המפותחות מוצאים כי כלכלת ארה"ב צומחת בקצב מתון ומציגה סימני שיפור, בשעה שיפן שקועה במיתון ואירופה נמצאת על סף. בקרב המדינות המתפתחות מוצאים כי קצבי הצמיחה בפועל, וכן אלה החזויים, נמוכים מבעבר. אשר למשקים המפותחים, המשק האמריקאי התאושש ומציג סימני שיפור. כלכלת אירופה כמעט לא צמחה בשני הרבעונים האחרונים, בעיקר בשל הצמיחה החלשה בגרמניה, מדינה שהובילה בשנים האחרונות את הצמיחה של גוש האירו. גם בתוך גוש האירו קיימת שונות גבוהה, ולמרות הצמיחה החלשה בגרמניה האבטלה בה עדיין נמוכה משמעותית מהאבטלה בכמה מדינות אחרות, למשל ספרד ואיטליה. יפן נמצאת במיתון על רקע העלאת מע"מ וחוב ממשלתי גואה. אשר למדינות המתפתחות, הצמיחה בהן נמוכה מבעבר על רקע ביקושים עולמיים נמוכים ושינויים מבניים. כלכלת סין צמחה בקצב השנתי הנמוך ביותר שנרשם מאז המשבר הפיננסי, וכלכלת ברזיל התכווצה בסיכום שלושת הרבעונים האחרונים (איור 1). על פי התחזיות שפרסמה קרן המטבע הבין-לאומית בינואר 2015, הצמיחה בעולם תמשיך להיות בלתי מאוזנת: במשקים המפותחים קצב הצמיחה ב-2014 צפוי לעמוד על 1.8% בלבד, וב-2015 הוא צפוי לעלות ל-2.4%. במשקים המתעוררים שיעור הצמיחה ב-2014 צפוי לעמוד על 4.4%, וזהו קצב נמוך מהקצב שנראה בשנתיים האחרונות – בין 4.7% ל-5.1% (איור 2). תחזית הצמיחה ל-2015 עומדת על 4.3% – המשך לעדכונים כלפי מטה שנערכו בתחזית זו במחצית הקודמת.





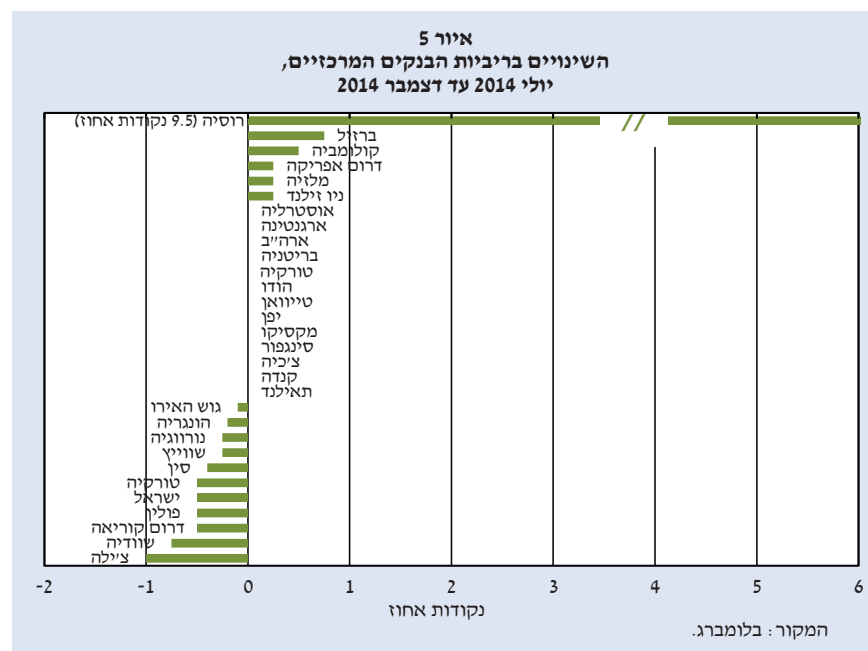
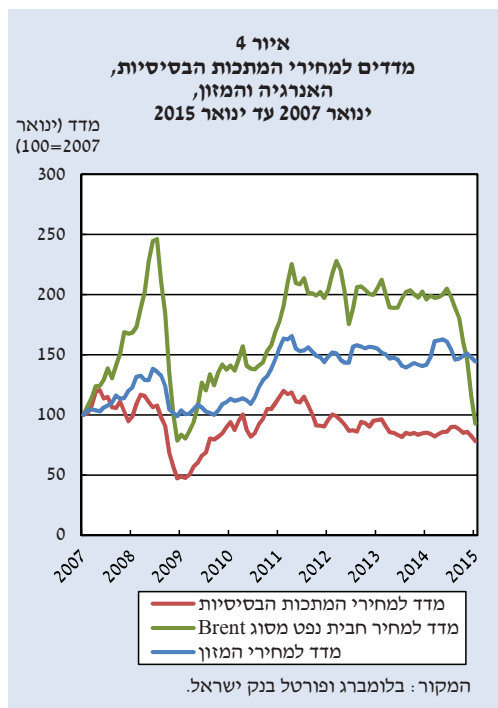
הסחר העולמי צפוי להתרחב. אף כי קצב הצמיחה העולמי מתון יותר, הסחר העולמי צפוי לגדול בכ-3.1% ב-2014 ובכ-3.8% ב-2015. שיעור הגידול ב-2014 עודכן כלפי מטה מאז המחצית הראשונה של 2014. ההתאוששות במשקי העולם והתרחבותו של הסחר העולמי תומכות ביצוא הישראלי ודרכו – בפעילות הכלכלית המקומית כולה.

סביבת האינפלציה בעולם מוסיפה להיות נמוכה, בעיקר במדינות המפותחות, והיא מושפעת בין היתר מהירידה במחירי הסחורות, במיוחד הנפט. מאחר שהביקושים העולמיים ממותנים, סביבת האינפלציה הוסיפה להיות ממותנת במהלך התקופה הנסקרת, בעיקר במדינות המפותחות (איור 2). במרוצת התקופה הנסקרת תמכה בסביבת אינפלציה זו גם הירידה במחירי הנפט – ירידה של כ-50% – כתוצאה מעלייה בהיצע הנפט. מחירי המזון ירדו גם הם (איור 4), לאחר שבמחצית הראשונה של



השנה הם עלו עקב מזג האוויר הקשה בארה"ב ובברזיל. לכן האינפלציה השנתית במדינות רבות אף הגיעה לרמה שלילית (איור 3). לפי התחזית של קרן המטבע, האינפלציה במדינות המפותחות תעמוד על 1.4% ב-2014 ועל 1% ב-2015. מנגד, האינפלציה במדינות המתפתחות צפויה לעמוד, בהתאמה, על 5.4% ועל 5.7%.

המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה מאוד. המדיניות המוניטרית במדינות המפותחות נותרה מרחיבה, על רקע הפעילות המתונה ושיעורי האינפלציה הנמוכים. ה-Fed סיים את ההרחבה הכמותית אך התחייב להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה למשך זמן מה, ואילו אירופה הוסיפה להגדיל את עוצמת ההרחבה המוניטרית: ה-ECB ובנקים מרכזיים של מדינות נוספות² שמרו על תוואי ההפחתה של הריבית. נוסף על כך, באוקטובר החל ה-ECB לרכוש אג"ח מגובות נכסים לתקופה של שנתיים לפחות, ובסוף ינואר 2015 הודיע על תוכנית מורחבת מאוד של הקלה כמותית. מנגד, כמה מדינות – בעיקר מתפתחות – העלו את הריבית במרוצת התקופה הנסקרת עקב פיחות חד בשער החליפין שלהן (איור 5).



ארה"ב

ארה"ב מוסיפה לצמוח בקצב מתון ולהציג סימני שיפור. ברבעון הראשון התכווץ התוצר בארה"ב עקב החורף הקשה שפקד אותה, אך בשני הרבעונים האחרונים של השנה היא צמחה, בהתאמה, ב-4.4% וב-5% במונחים שנתיים. במהלך התקופה הנסקרת המשיכה הצריכה המקומית להתאושש ומדד ביטחון הצרכנים – אינדיקטור לביקוש לצריכה מקומית – הוסיף לעלות. הדולר אמנם התחזק בעולם, אך המשק האמריקאי אינו

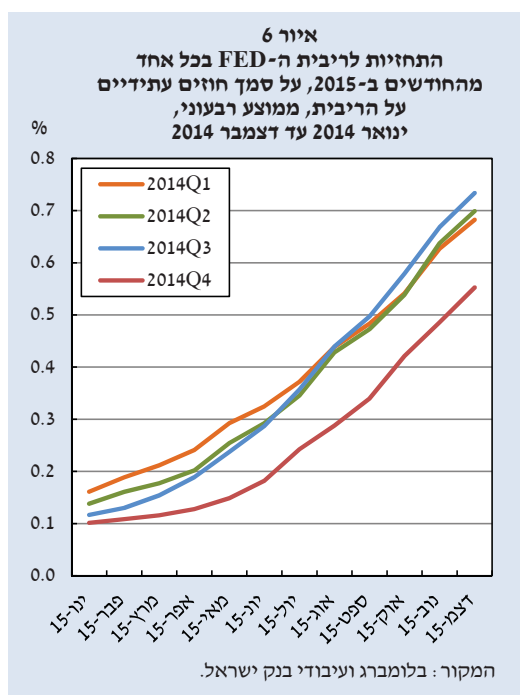
² כלומר מדינות מחוץ לגוש האירו.

צפוי להיפגע מכך במידה משמעותית שכן הוא נשען ברובו על ביקושים מקומיים. שיעור האבטלה המשיך לרדת, ובתום השנה הוא אף הגיע אל מתחת ל-6% – רמתו לפני המשבר הפיננסי. אולם ניתוח של מאפייני שוק העבודה מזהה כמה נקודות חולשה: (1) אין עלייה משמעותית בשכר (הריאלי, (2) שיעור ההשתתפות בשוק העבודה עודנו רחוק מהרמות שנרשמו לפני המשבר ובמהלך המחצית הנסקרת לא חל בו שיפור ניכר, אולם נתונים אלה נובעים בחלקם מהרכב הגילים של האוכלוסייה ולא ישירות מהמשבר הפיננסי, (3) יחסית לשיעור האבטלה, שיעור גבוה של עובדים עדיין אווזים במשרה חלקית כתוצאה מהתנאים הכלכליים. אינדיקטורים חודשיים, כגון המדד לביטחון הצרכנים ומדד הייצור התעשייתי, מראים כי השיפור בכלכלת ארה"ב נמשך.

בחודש אוקטובר הפסיק הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) לרכוש אג"ח. לקראת סוף 2012 רכש ה-Fed בכל חודש אג"ח ארוכות טווח בהיקף של 40 מיליארד דולר, לצד אג"ח מגובות משכנתאות בהיקף של 45 מיליארד דולר, משום שהכלכלה התאוששה באטיות מהמשבר הפיננסי. הרכישות נועדו להפחית את הריביות לטווחים ארוכים וכך לתמוך בשוקי המשכנתאות ולהמריץ את הכלכלה. בהודעתו המקורית התנה הבנק הפדרלי את הפסקת הרכישות בכמה תנאים, לרבות שיפור בשוק העבודה. במהלך תקופה זו, ועל רקע השיפור המתמשך במצבו של המשק האמריקאי, ה-Fed צמצם בהדרגה את היקף הרכישות, ובאוקטובר הוא הפסיק אותן לחלוטין – לאחר שהכריז כי התממשו התנאים שהציב ב-2012 להפסקת הרכישות. הבנק הדגיש כי הוא יותיר את הריבית בטווח שבין 0% ל-0.25% לזמן ממושך, ובמיוחד כל עוד המשק האמריקאי אינו מגיע לתעסוקה מלאה. במילים אחרות, התזמון של העלאות הריבית יהיה תלוי בהתבססות הצמיחה במשק האמריקאי. לקראת סוף דצמבר חזר הבנק והדגיש כי לא חל שינוי בתנאים להעלאת הריבית, והיא תוסיף להיות נמוכה לזמן מה. למרות ההתאוששות בכלכלה, החוזים העתידיים על ריבית ה-Fed מהרבעון האחרון של 2014 מצביעים על כך שהריבית תעלה רק במחצית השנייה של 2015, ובקצב אטי מזה שנחזה בתחילת 2014 (איור 6).

גוש האירו

גוש האירו נמצא על סף מיתון. בשני הרבעונים האחרונים צמח גוש האירו בכ-0.4% במונחים שנתיים. בניגוד לשנים האחרונות, האטת הצמיחה בגוש האירו התרחשה בגרמניה, וזאת כתוצאה מחולשה בהשקעות וביצוא, תחומים שמהווים חלק ניכר מהתוצר. החולשה ביצוא נובעת בחלקה מהמתיחות הגיאופוליטית ומהטלת הסנקציות על היצוא לרוסיה. חלק מהמדינות שנפגעו ממשבר החוב שפרץ לאחר המשבר הפיננסי נמצאות במגמת צמיחה, בעיקר ספרד: ספרד צמחה זה הרבעון החמישי ברציפות, ובשנה האחרונה היא צמחה בקצב מתון של כ-1.2%. חזרתן של מדינות אלו לצמיחה נובעת בחלקה מכך שרפורמות מבניות – כגון ירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר – החלו לתת את אותותיהן.



רפורמות אלו הגבירו במדינות הנידונות את התחרות והרחיבו את היקף היצוא. יחד עם זאת, שיעור האבטלה באירופה עודנו גבוה מאוד: הוא עומד על 11.5%, כולל שיעור גבוה של אבטלת צעירים, ובשנתיים האחרונות לא ניכר בו שינוי ממשי. נוסף על כך, הפיריון באירופה עודנו נמוך, ומאז 2008 הוא אף ירד ב-0.8%.

שיעור האינפלציה באירופה נמוך ובחלק מהמדינות הוא שלילי. הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים נמצאות מתחת ל-2%. האינפלציה השנתית באירופה המשיכה לרדת, ובתום השנה הגיעה ל-0.2%. הירידה נבעה בחלקה מירידה במחירי הסחורות, במיוחד הנפט, אך בניכוי סעיפים אלו אינפלציה הליבה עדיין ממונתת ועומדת על 0.8%. בחלק מהמדינות – ביניהן ספרד, יוון ושוודיה – הגיעה האינפלציה השנתית בפועל לרמה שלילית. מהשווקים הפיננסיים עולה כי הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים³ ירדו באירופה אל מתחת ל-2%, ובתחילת ינואר 2015 הם עמדו על 1.5%.

ה-ECB המשיך במדיניות המרחיבה ואף החל בהרחבה כמותית. ה-ECB הוריד בספטמבר את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים, לרמה של -0.2%, לאחר שזו הגיעה לרמה שלילית כבר ביוני. באוקטובר החל ה-ECB לרכוש אג"ח מגובות נכסים והודיע כי הרכישות יימשכו לפחות שנתיים, אך ההודעה לא ציינה את היקפי הרכישה. מאחר שה-ECB הצהיר בנובמבר כי יעשה כל שידרש על מנת להשיב את האינפלציה והציפיות לאינפלציה ליעדן בהקדם האפשרי, צפו כי הוא ירחיב את היקף ההרחבה הכמותית בעתיד הקרוב. בדומה ל-Fed, גם ה-ECB עורך את הרכישות במטרה להפחית את הריביות ארוכות הטווח על מנת להמריץ את הכלכלה ולהשיב את הציפיות לאינפלציה ליעד של 2%.

יפן

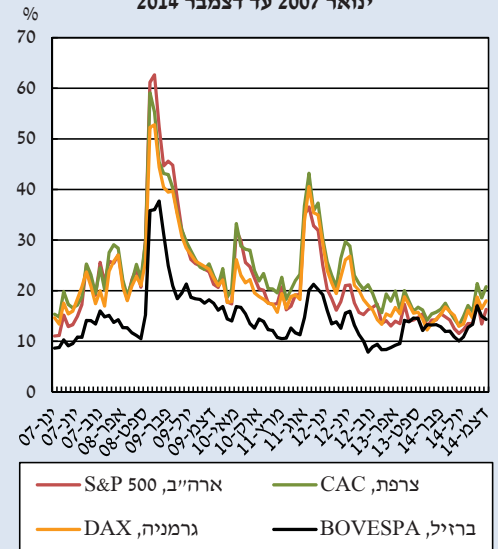
כלכלת יפן נמצאת במיתון. התוצר ביפן התכווץ בשני הרבעונים האחרונים על רקע העלאת המע"מ. העלאה זו גרמה לירידה בהשקעות ובצריכה הפרטית. הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים ממשיכות להיות נמוכות משמעותית מהיעד של 2%. לכן יפן החליטה בסוף אוקטובר להגדיל את ההרחבה הכמותית. לקראת סוף השנה נדחה המועד שבו המע"מ היה עתיד לעלות שוב (אפריל 2015), הוקדמו הבחירות, וגובשה תכנית של תמריצים פיסקליים.

המשקים המתעוררים

קצב הצמיחה של המשקים המתעוררים הוסיף לרדת, ותחזיות הצמיחה האחרונות עודכנו כלפי מטה. קצב הצמיחה בשווקים המתעוררים ירד יחסית לשנים עברו, על רקע ביקושים עולמיים נמוכים; קצב הצמיחה ברוסיה המשיך להיות מתון במהלך השנה משום שמחירי הנפט נמוכים והנפט מהווה חלק ניכר מהתוצר, ומשום שהמתיחות בינה לבין אוקראינה

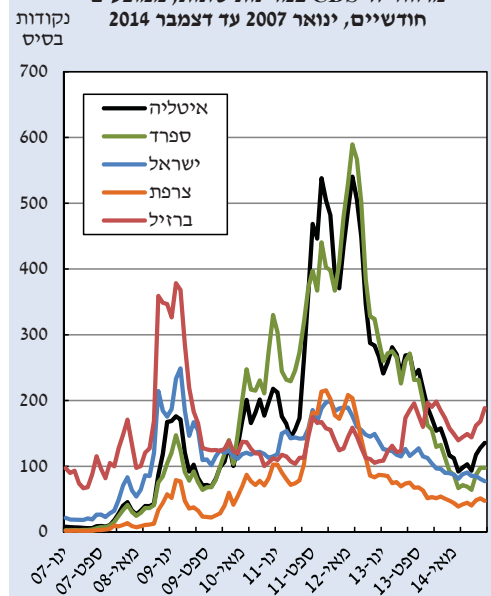
³ הכוונה לציפיות לאינפלציה פרוורד ל-5 שנים בעוד 5 שנים, והן לקוחות מחוזים על האינפלציה.

איור 7
מדד לתנודתיות הגלומה בשערי האופציות
העוקבות אחר מדד המניות,
ממוצעים חודשיים,
ינואר 2007 עד דצמבר 2014

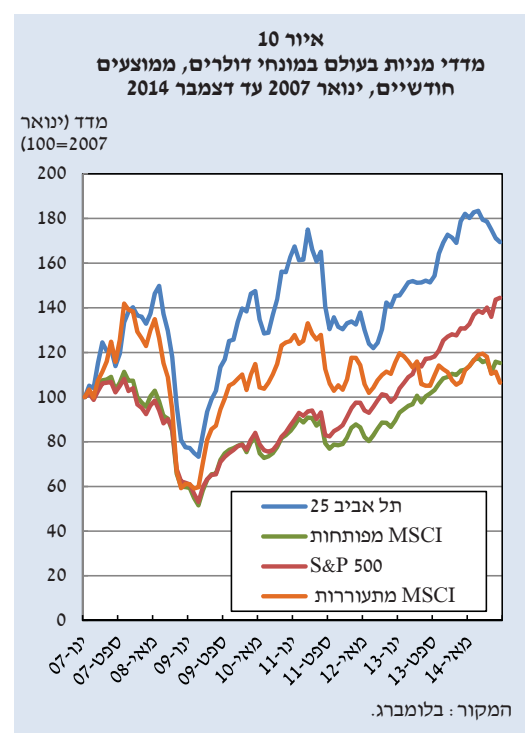
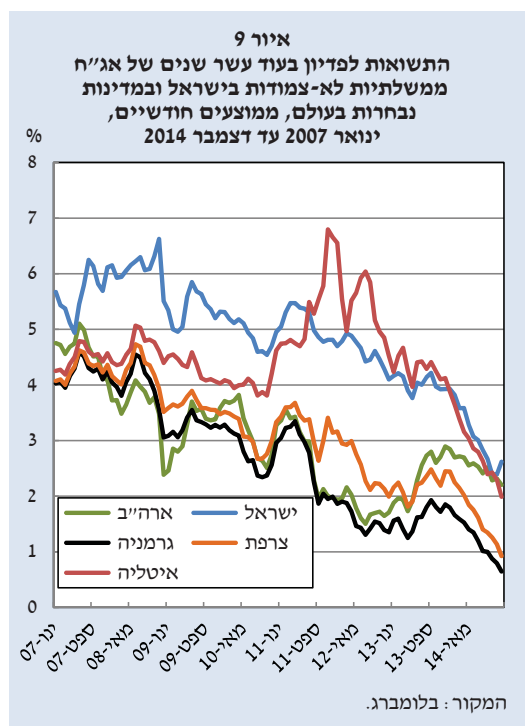


המקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

איור 8
מרווחי ה-CDS במדינות שונות, ממוצעים
חודשיים, ינואר 2007 עד דצמבר 2014



המקור: בלומברג.



הולכה לסנקציות עליה. חלק נוסף מההאטה בשווקים המתעוררים נובע מסיבות מבניות, כגון מעבר להסתמכות על צמיחה שמקורה בביקושים מקומיים. דוגמה לכך משמשת סין: במרוצת התקופה הנסקרת נרשמה בתוצר שלה ירידה במרכיב ההשקעות בנדל"ן ועלייה במרכיב הצריכה הפרטית.

(2) השווקים הפיננסיים

במחצית השנייה של 2014 עלתה התנודתיות בשווקים הפיננסיים. התשואות בשוקי האג"ח ירדו לרוב. התנודתיות בשווקים, כפי שהיא נגזרת מאופציות על מדדי המניות, עלתה במהלך התקופה הנסקרת (איור 7), ומרווחי ה-CDS ברוב המדינות עלו (איור 8). העלייה בחוסר הוודאות משקפת את שברירותה של הצמיחה העולמית במהלך התקופה הנסקרת, וחלק ניכר ממנה התרחש באוקטובר, חודש שבו התברר כי על פי תחזיותיהם של כמה גופים מקצועיים, הצמיחה העולמית צפויה להוסיף להיות ממותנת. במקביל, התשואות לטווח ארוך על אג"ח ממשלתיות שבו לרדת, ומדדי המניות ירדו במונחים דולריים (איורים 9 ו-10). ארה"ב יוצאת מכלל זה, היות שבה דווקא נרשמו עליות שערים במרוצת התקופה הנסקרת, לצד ירידה פחות משמעותית בתשואות האג"ח, על רקע השיפור בכלכלתה.

ב. ההתפתחויות הריאליות

(1) התוצר והשימושים⁴

ברבעונים השני והשלישי הוסיפה הצמיחה בישראל להיות מתונה, וברבעון השלישי היא הייתה כמעט אפסית, בעקבות "צוק איתן". מתחילת 2011 ניכרת מגמת האטה בקצב הצמיחה של התוצר (איור 11). ברבעון השני של השנה צמח התמ"ג ב-1.9%, ואילו ברבעון השלישי הוא צמח ב-0.2%, בהשפעתו השלילית של "צוק איתן". קצב הצמיחה המתון בא לידי ביטוי בכך שההשקעות בנכסים קבועים המשיכו לקטון ברבעונים השני והשלישי. מנגד, הצריכה הפרטית הוסיפה לתמוך בהמשך הצמיחה של התוצר. ביצוא הסחורות (ללא יהלומים) והשירותים (ללא חברות הזנק) נרשמה האטה בסיכום הרבעונים השני והשלישי.

הגידול בצריכה הפרטית הוסיף לתמוך בגידול מתון של התוצר. נתוני החשבונאות הלאומית לרבעונים השני והשלישי של 2014 מורים כי קצב גידולה של הצריכה הפרטית נותר יציב, והיא ממשיכה לגדול בקצב דומה לזה שאפיין אותה בשנתיים האחרונות. הגידול בצריכה הפרטית ניכר הן בצריכת מוצרים בני קיימא והן בצריכה השוטפת – למעט ברבעון השלישי, היות שהצריכה השוטפת התכווצה בו כי צריכת השירותים פחתה במהלך "צוק איתן". ברבעון השלישי נרשם גידול משמעותי ברכישת מוצרים בני קיימא, בפרט כלי רכב פרטיים, וייתכן כי הדבר משקף הקדמת רכישות

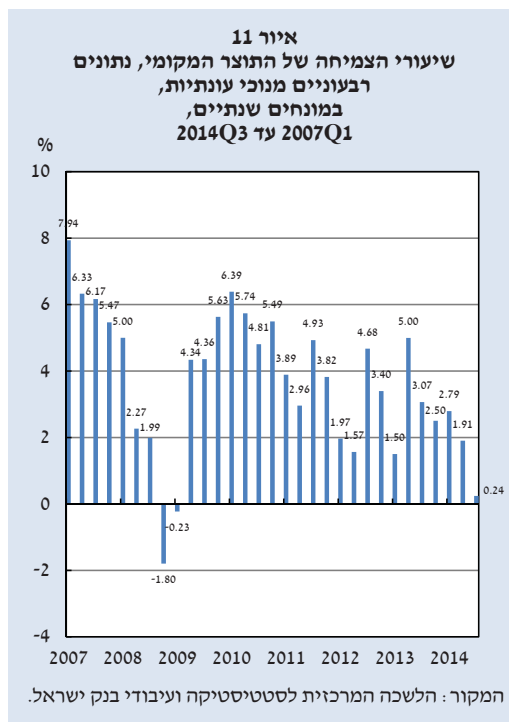
⁴ הנתונים בסעיף זה נמסרים במונחים שנתיים מנוכחי עונתיות, והם משקפים את המידע הקיים בעת פרסומו של דוח זה; דיון בנושא מופיע בחלק העוסק במדיניות המוניטרית (חלק 2).

לנוכח הציפייה לכך שהמחירים יותאמו בעתיד בעקבות הפיחות שחל בשקל במהלך תקופה זו. גידול זה קיזז מהשפעתו השלילית של "צוק איתן" והצריכה הפרטית המשיכה לעלות גם ברבעון השלישי. אינדיקציות ראשוניות לרבעון הרביעי של 2014 מעידות כי הגידול בצריכה הפרטית נמשך.

ההשקעות בנכסים קבועים פחתו. במרוצת הרבעונים השני והשלישי של השנה התכווצה ההשקעה בנכסים קבועים בשיעור של כ-12%, בהמשך להתכווצות שנרשמה ברבעון הראשון של השנה. ההתכווצות כללה את ההשקעה בבנייה למגורים ואת ההשקעה בענפי המשק (ללא או"מ). התמתנות ההשקעות תרמה תרומה ניכרת להאטה בקצב הצמיחה, בשעה שעד אמצע 2013 הייתה לה תרומה מייצבת. חלק מן הירידה חל בסעיף ההשקעה בבנייה למגורים. עם זאת, הגידול במלאי ההון כתוצאה משמירה על רמת ההשקעה הנוכחית מאפשר להרחיב את יכולת הייצור של המשק בשיעור גבוה משיעור הצמיחה הנוכחי.

קצב גידולה של הצריכה הציבורית עלה במעט. הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני עלתה ברבעונים השני והשלישי של השנה ב-6.6% ו-5.3%, בהתאמה, וזהו קצב גבוה מזה שנראה בשלושת הרבעונים הקודמים. הנתונים לרבעון השלישי מושפעים בין השאר מהעלייה שחלה בצריכה הציבורית בעקבות "צוק איתן".

סך היצוא התכווץ בסיכום הרבעונים השני והשלישי. ברבעונים השני והשלישי של 2014 התכווץ היצוא (ללא יהלומים) ב-7.5% וב-2.7%, בהתאמה. מגמה זו עקבית עם הצמיחה הממותנת בסחר העולמי ועם הפגיעה ש"צוק איתן" הסב לתיירות ברבעון השלישי. לעומת זאת, הנתונים



לוח 1

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2014Q3	2014Q2	2014Q1	2013Q4	2013Q3	2013Q2	2014	2013	2012	
0.2	1.9	2.8	2.5	3.1	5.0	2.7	3.2	3.0	התוצר המקומי הגולמי
-0.5	2.5	2.3	2.2	2.5	5.3	2.6	3.4	2.9	התוצר של המגזר העסקי
6.9	-1.5	0.5	-2.0	6.6	3.4	1.3	-2.7	5.4	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות ומטוסים ויהלומים
3.4	5.1	2.7	2.7	3.3	4.8	3.8	3.3	3.1	הצריכה הפרטית
1.4	4.2	2.5	2.9	3.3	5.0	3.3	3.3	3.4	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
4.4	6.5	1.3	2.0	4.9	6.9	3.8	3.5	3.6	הצריכה הציבורית
5.3	6.6	1.8	2.3	2.1	7.1	3.8	3.3	3.2	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-13.4	4.1	4.8	-18.5	21.9	5.3	-1.2	-0.1	4.7	ההשקעה המקומית הגולמית
-6.5	-5.2	-9.8	2.0	9.4	2.3	-2.6	1.1	3.2	מזה: בנכסים קבועים
-2.7	-7.5	-0.1	33.3	-17.9	5.1	1.2	0.9	5.1	היצוא ללא יהלומים
-1.6	-10.0	6.4	30.9	-4.7	-2.5	3.6	-0.3	4.2	מזה: היצוא ללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לרבעון הרביעי מראים כי ניכרים סימנים ראשונים לכך שהפיחות שחל במהלך התקופה הנסקרת השפיע על היצוא; הדבר עולה מסקר החברות בענפים המסורתיים והמעורבים-מסורתיים, תחומים רגישים יותר לשער החליפין.

2) שוק העבודה

בשוק העבודה נראתה נסיגה מסוימת במרוצת יוני-אוגוסט, אך נתוני הקצה של אוקטובר-נובמבר מעידים על שיפור ניכר בתחילת הרבעון הרביעי. שיעור האבטלה (בקרוב בני 15 ומעלה) עלה מ-5.8% באפריל ל-6.5% בספטמבר, על רקע ההאטה בקצב הצמיחה והשפעת "צוק איתן". מנגד, שיעור ההשתתפות נותר בתקופה זו יציב, ברמה של 64% (איור 12). נתונים על חלק מהרבעון הרביעי – אוקטובר ונובמבר – מראים תמונה מעודדת יותר. האבטלה ירדה במידה משמעותית, לרמה של 5.7%, תוך עלייה במספר המועסקים במשרה מלאה ועלייה בשיעור המשרות הפנויות.

ג. ההתפתחויות הפיננסיות⁵

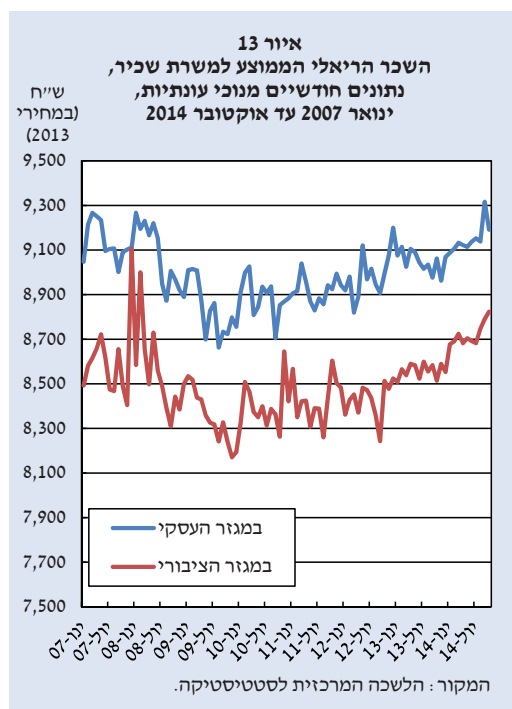
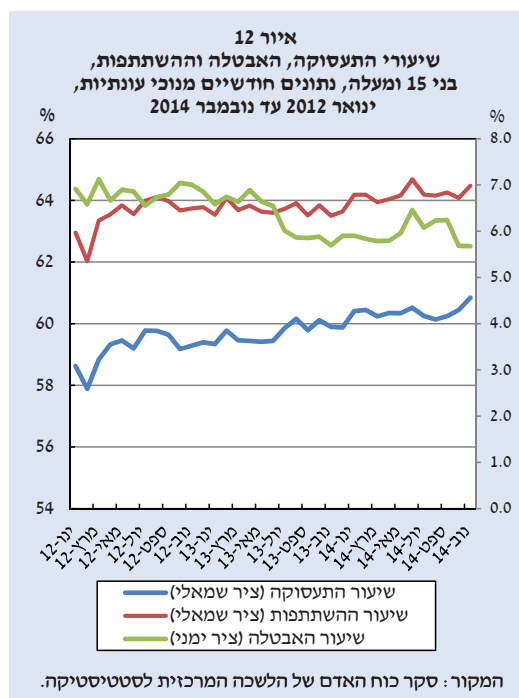
1) השערים והתשואות

שערי המניות עלו במחצית הנסקרת. מדדי המניות העיקריים בישראל (ת"א 25 ות"א 100) עלו במידה מתונה במחצית הנסקרת, בהמשך לעליותיהם במחצית הקודמת, וזאת חרף האירועים הגיאופוליטיים שהתרחשו במהלך התקופה וחרף חוסר הוודאות הפוליטית שנוצר לקראת סופה.

תשואותיהן של האג"ח הממשלתיות ירדו, למעט התשואות הריאליות לטווח קצר. בתקופה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה בתשואות הריאליות והנומינליות לטווח ארוך, אך התשואות הנומינליות ירדו יותר. מגמה זו מתיישבת לרוב עם מגמת ההתפתחות שהתשואות בעולם הציגו במחצית הנסקרת; בארה"ב ירדו התשואות הנומינליות בשיעור מתון יותר, בשעה שהריבית הריאלית ארוכת הטווח עלתה במידה מתונה. כתוצאה מכך הפער בין התשואות הנומינליות ל-10 שנים בישראל לבין התשואות המקבילות בארה"ב אף היה שלילי בחלק מן התקופה הנסקרת (איור 9). התשואות הריאליות לטווח קצר (1–5 שנים) לא התפתחו בתקופה הנסקרת באופן אחיד ובסיכומה הן אף עלו במעט, אולם רמתן עודנה שלילית – הממוצע בדצמבר עמד על כ-0.3%.

בתקופה הנסקרת פחתה הערכת הסיכון בשווקים. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בפרמיית ה-CDS על החוב החיצוני לחמש שנים, המשיכה להציג את מגמת הירידה המאפיינת אותה מאז 2012 – למעט החודשים ש"צוק איתן" התנהל בהם (יולי-אוגוסט), תקופה שבה הפרמיה עלתה במידה מתונה. פרמיית ה-CDS מצויה כעת בשפל אך עדיין לא שבה לרמות שאפיינו אותה לפני המשבר הפיננסי.

⁵ הרחבה מופיעה בדוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל, ינואר 2015.



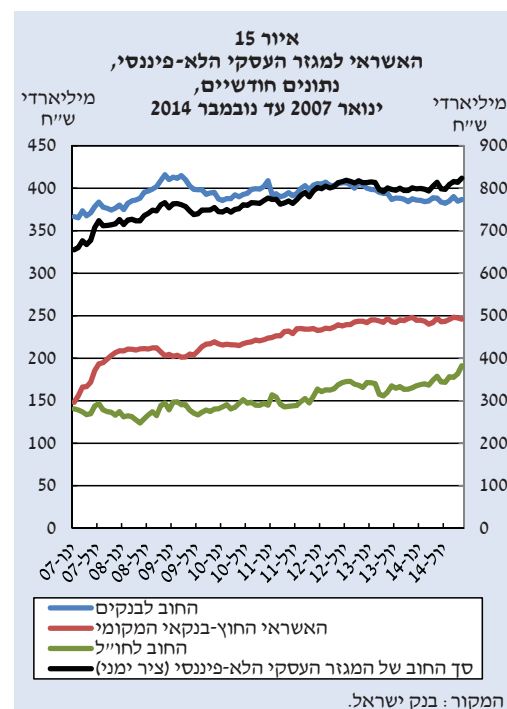
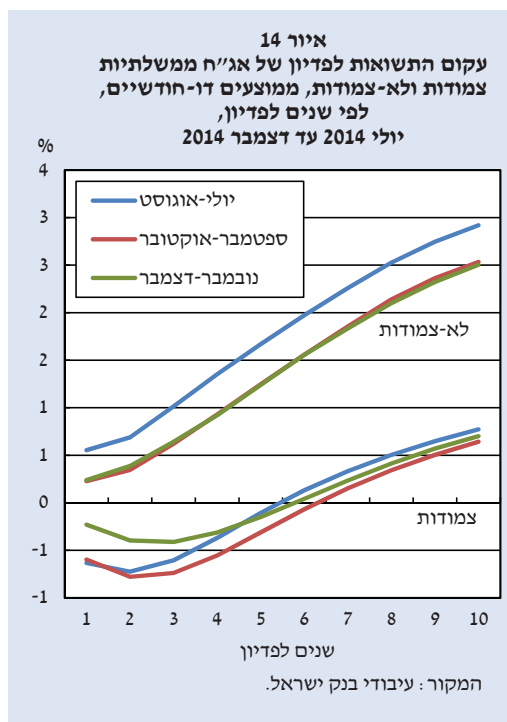
2) שוק האשראי

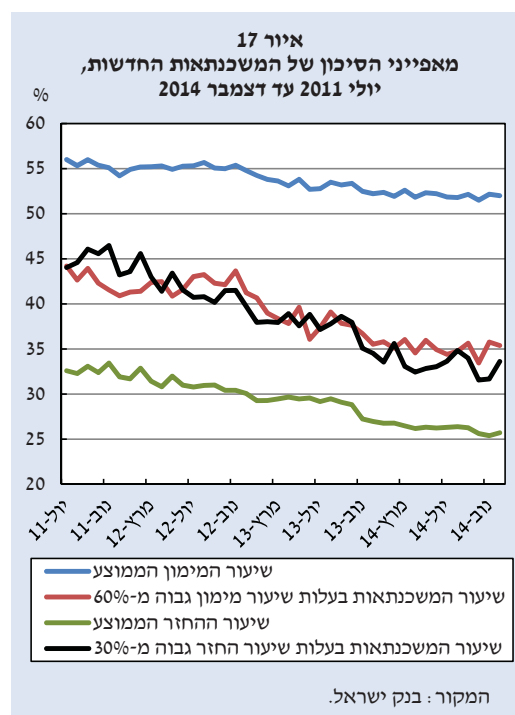
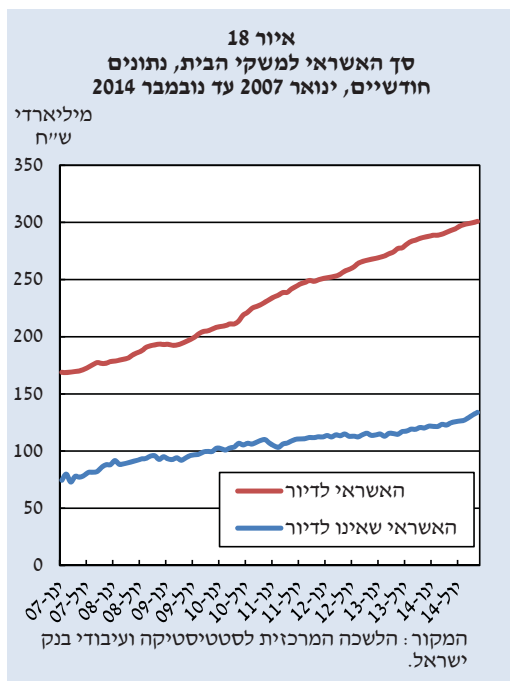
סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלה במעט, ומרווחי התשואות של האג"ח הקונצרניות התייצבו ברמות נמוכות. סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי (בניכוי השפעות ההצמדה ושער החליפין) עלה במעט ברבעונים השני והשלישי של השנה. עלייה זו כללה בעיקר את האשראי החוץ-בנקאי המקומי – הלוואות ואג"ח. אולם הסתכלות על הטווח הארוך מגלה כי מסוף 2012 לא חל גידול בהיקף האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי (איור 15). המרווח הממוצע של התשואות על אג"ח החברות התייצב ברמה נמוכה ובחודש דצמבר הוא עלה, אך רמת המרווחים עדיין נמוכה (איור 16).



יתרת האשראי למשקי הבית הוסיפה לגדול במהלך המחצית הנסקרת. קצב התרחבותו ב-12 החודשים המסתיימים בנובמבר עמד על כ-5.9%. קצב התרחבותו של האשראי לדיור האט והגיע ל-4.6% ב-12 החודשים המסתיימים בדצמבר – נמוך מעט מהקצב בשנתיים האחרונות, כ-7%. במקביל לכך האשראי שלא לדיור הגדיל את קצב התרחבותו לכ-8.4%.

האשראי לדיור ממשיך לתפוס את הנתח העיקרי באשראי למשקי הבית (איור 18). לנוכח התרחבותו המהירה והסיכונים הגלומים בו, המפקח על הבנקים פרסם בשנים האחרונות כמה הוראות שנועדו לצמצם את הסיכון הנשקף ממנו ליציבות הפיננסית; בספטמבר הוא פרסם הוראה שדורשת מהבנקים להגדיל את כריות ההון כנגד תיק האשראי לדיור. כתוצאה מההוראות השונות ירדו מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות והתייצבו ברמות נמוכות יותר (איור 17).





ד. המדיניות הפיסקלית

הגירעון בתקציב הממשלה לשנת 2014 היה נמוך במקצת מהיעד של 3% תוצר. הגירעון המקומי של הממשלה היה בתקופה הנסקרת דומה לתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון. את התוספת שהוענקה לתקציב הביטחון בגין עלויות "צוק איתן", כמו גם כמה תוספות בגין סיוע לגופים ציבוריים, קיזזו הפחתה בהוצאותיהם של משרדים אחרים והעברות מסעיפי הוצאה בלתי מנוצלים. ההכנסות ממסים היו דומות לנתון בתחזית שנערכה בעת הכנת התקציב.

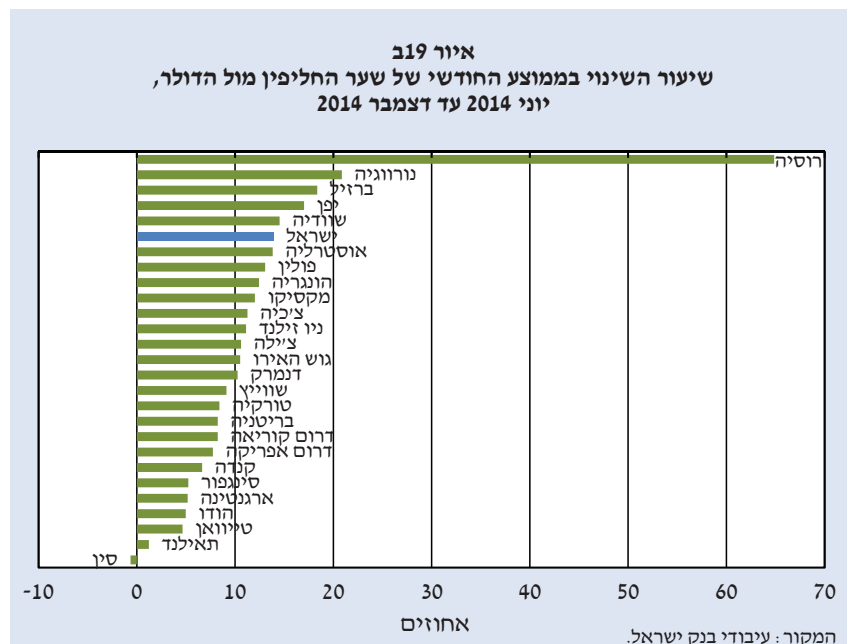
מאחר שתקציב המדינה ל-2015 לא אושר, הוצאותיה החודשיות של הממשלה יעמדו עד לאישורו על 1/12 מתקציב 2014. תוואי ההוצאה המצטברת שהכלל מאפשר אינו מונע מהממשלה להוציא עד לאישור התקציב סכומים בהיקף שתואם את תקרת ההוצאות על פי הכלל הפיסקלי. אולם מגבלות נוספות על ההתנהלות בתקופה שבה אין לממשלה תקציב מאושר יכולות להוביל להוצאה נמוכה משמעותית מזו שהכלל מאפשר.

ה. שער החליפין

בתקופה הנסקרת חלה תפנית בשער החליפין של השקל: הוא פוחד בחדות ביחס לדולר ובאופן משמעותי במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. לאחר הייסוף המתמשך במחצית הקודמת חלה תפנית בשער החליפין של השקל, בעיקר מול הדולר, ובתחילת אוגוסט הוא פוחד בחדות – 15% (איור 19א). במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי חל בו פיחות של 7.5% וביחס לאירו – פיחות של 4.5% (החישוב משווה



את הממוצע בדצמבר לממוצע ביולי). רוב הפיחות נובע מהתחזקות הדולר בעולם, התפתחות שהחלה באוגוסט על רקע התאוששותה של הכלכלה האמריקאית (איור 19). כן נובע הפיחות משתי הפחתות הריבית, מהביקוש למט"ח מצד משקיעים מוסדיים שצמצמו את גידור השקעותיהם בחו"ל, מהעלייה הזמנית במתיחות הגיאופוליטית בעקבות "צוק איתן", ומהרכישות שערך בנק ישראל.



בתקופה הנסקרת הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח, בעיקר כדי לקזז את ההשפעה שיש להחלפת האנרגיה המיובאת בגז מקומי על הביקוש למט"ח. הלחצים לייסוף השקל נובעים משני גורמים עיקריים: השקעות ישירות של זרים מוסיפות להיכנס, ובחשבון השוטף קיים עודף בסיסי, משמעותי ומתמשך, חלקו כתוצאה מהפקת הגז.⁶ רוב הרכישות בתקופה הנסקרת נערכו במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז על שער החליפין (1.46 מיליארד דולרים במחצית השנייה של 2014), תכנית שבנק ישראל הכריז עליה באוקטובר 2013. ביולי – על רקע התמשכותה של מגמת הייסוף, ולפני שחלה תפנית בשער השקל-דולר – נרכשו 300 מיליון דולר במסגרת התכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין⁷, אך מאז נערכו כל הרכישות במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז. בדצמבר הודיע בנק ישראל כי במהלך 2015 הוא ירכוש 3.1 מיליארדי דולרים.

⁶ הפקת הגז משפיעה על החשבון השוטף היות שהיא מפחיתה את היקף היבוא של חומרי אנרגיה וכך תורמת ללחץ לייסוף שער החליפין.

⁷ 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 כיאות. בניגוד לתכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז, בתכנית זו הבנק אינו מצהיר מראש על היקף הרכישות.

ו. האינפלציה

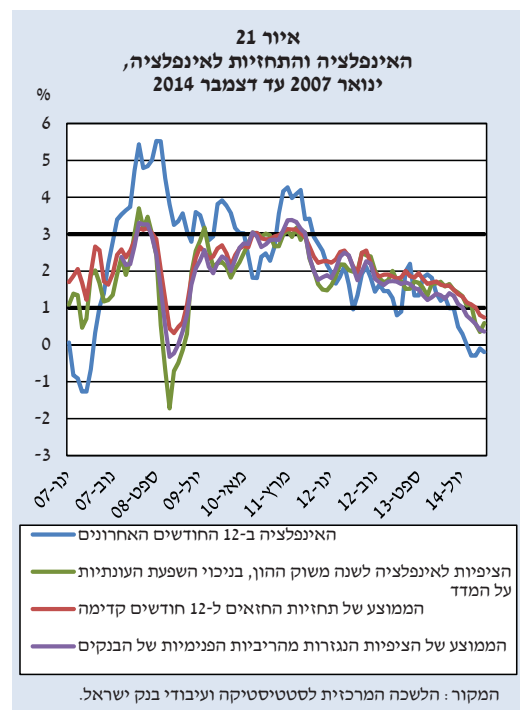
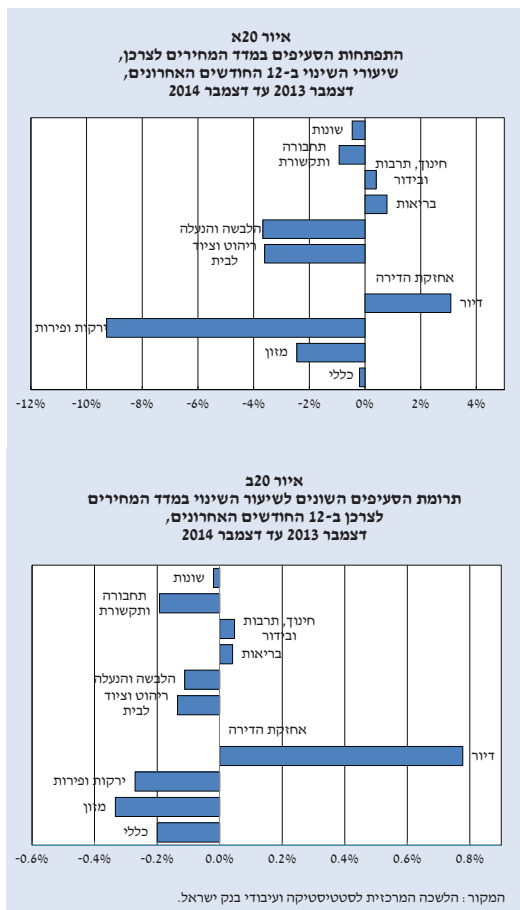
האינפלציה ירדה – בהובלתם של מחירי המוצרים הסחירים⁸ – על רקע הייסוף שחל במחצית הראשונה בשער החליפין ועל רקע האינפלציה הנמוכה בחו"ל. מדד המחירים לצרכן (בניכוי עונתיות) נותר ללא שינוי במחצית השנייה של 2014 (יולי עד דצמבר). ב-12 החודשים האחרונים הגיע השינוי במדד לשיעור שלילי של 0.2% – והיה לפיכך נמוך משמעותית מגבולו התחתון של יעד האינפלציה (1.0%). הירידה שחלה במדד בששת החודשים האחרונים כללה הן ירידה במחירי המוצרים הסחירים והן ירידה בקצב עלייתם של מחירי המוצרים הבלתי סחירים⁹. מדד המוצרים הסחירים הגיע לשיעור שלילי על רקע הייסוף המתמשך שחל במחצית הראשונה בשער החליפין, כמו גם על רקע האינפלציה הנמוכה שהתפתחה בחו"ל עקב ביקושים עולמיים נמוכים הן במדינות המפותחות והן במתפתחות (איור 2). על גורמים אלה נוספו הירידה שחלה במחצית הראשונה במחירי התשומות למזון בעולם – התפתחות שמשיפה בפיגור – והירידה הניכרת במחירי הנפט כתוצאה מעלייה בהיצע. כאמור, מדד הבלתי סחירים המשיך לעלות בתקופה הנסקרת אך קצב עלייתו התמתן. את ההתמתנות מסבירים חלקית שינויים מבניים כדוגמת הירידה במחירי התקשורת. מנגד, סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן – כ-40% ממדד הבלתי סחירים – הוסיף להיות הגורם הדומיננטי במדד, ובניכוי ירד מדד הבלתי סחירים ב-0.3%.

לירידה בשיעורה של עליית המדד התלוותה ירידה בציפיות לאינפלציה לכל הטווחים, והציפיות לשנה ולשנתיים אף מצויות מתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות לטווחים ארוכים מצויות במרכז היעד. במחצית הנסקרת ניכרה מגמת ירידה בציפיות לאינפלציה לשנה שסיפקו המקורות השונים, ובתום התקופה הן נמצאו מתחת לגבולו התחתון של יעד האינפלציה (איור 21). הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון עמדו בדצמבר על כ-0.6% בממוצע (בניכוי השפעת העונתיות על המדד), הציפיות הנגזרות מריביות הבנקים עמדו על כ-0.4%, ותחזיות החוזאים – על כ-0.7%. חלק מן הגורמים הממתנים את האינפלציה הצפויה הם גורמים חולפים ואינם צפויים להשפיע על שיעורי האינפלציה בעתיד. אלה כוללים את ההפחתה בתעריפי החשמל והמים, הצפויה לגרוע מהמדד 0.4%; בניכוי השפעה זו¹⁰ הציפיות לאינפלציה לשנה נמצאות מעט מתחת לחלקו התחתון של היעד. הפיחות החד שהתרחש במחצית השנייה בשער השקל לעומת הדולר צפוי לתמוך בהעלאתה של סביבת האינפלציה, דרך השפעתו על מחיריהם של המוצרים הסחירים. הציפיות פרוורד לטווחים ארוכים (8 עד 10 שנים) מעוגנות היטב בתוך היעד ועומדות על כ-2.5%.

⁸ החלוקה של מדד המחירים לרכיב סחיר ובלתי סחיר מבוססת על בן-בסט ע', "מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים", בנק ישראל, מחלקת המחקר, סדרת מאמרים לדיון מס' 89.11, 1989.

⁹ מדד המוצרים הסחירים מהווה כ-36% ממדד המחירים לצרכן, ומדד המוצרים הבלתי סחירים – 64%.

¹⁰ הניכוי נעשה מממוצע הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים.



ז. שוק הדיור

מחירי הדירות הוסיפו לעלות במהלך התקופה הנסקרת, אם כי בקצב מתון יותר. שיעור העלייה השנתי (עד ספטמבר-אוקטובר) במחירי הדירות הוסיף להיות גבוה אם כי הוא התמתן במעט – הוא ירד ל-5.8%, לאחר שמסוף 2012 הוא נע בין 7% ל-10% (איור 22). בחלק מהחודשים האחרונים ירדו מחירי הדירות וכן מספר העסקאות, מספר שהגיע לשיא בסוף 2013. לקראת סוף התקופה, בחודשים אוגוסט-אוקטובר, נרשמה עלייה במחירי הדירות לצד עלייה בהיקף המשכנתאות.

הפעילות הממותנת במהלך התקופה הנסקרת נבעה ככל הנראה מחוסר ודאות בנוגע לתכניות הממשלה השונות ולמועדי החלתן. בחודש מארס החלה הממשלה לגבש תכנית להפחית ל-0% את המע"מ על דירה ראשונה, במגבלות מסוימות. במחצית השנייה של השנה שעברה נודע כי מתגבשת תכנית לקבוע לדירות מחיר מטר – מחיר נמוך ב-20% ממחירי השוק – באזורים מוגדרים מראש. ההודעות על התכניות, ובפרט על תכנית מע"מ אפס, יצרו לזכאים פוטנציאלים תמריץ לדחות את רכישת הדירה, ולקבלנים הן יצרו תמריץ לעכב פרויקטים של בנייה. הדחייה והעיכוב הפחיתו את הביקוש וההיצע ועל כן סביר כי הם מסבירים את הקיפאון שנוצר בשוק הדיור בחלק מהתקופה הנסקרת ואת הגידול המתון במחירים. לקראת סוף השנה התברר כי תכנית מע"מ אפס לא תצא לפועל, ולאחר מכן נצפתה כאמור עלייה במחירי הדירות.

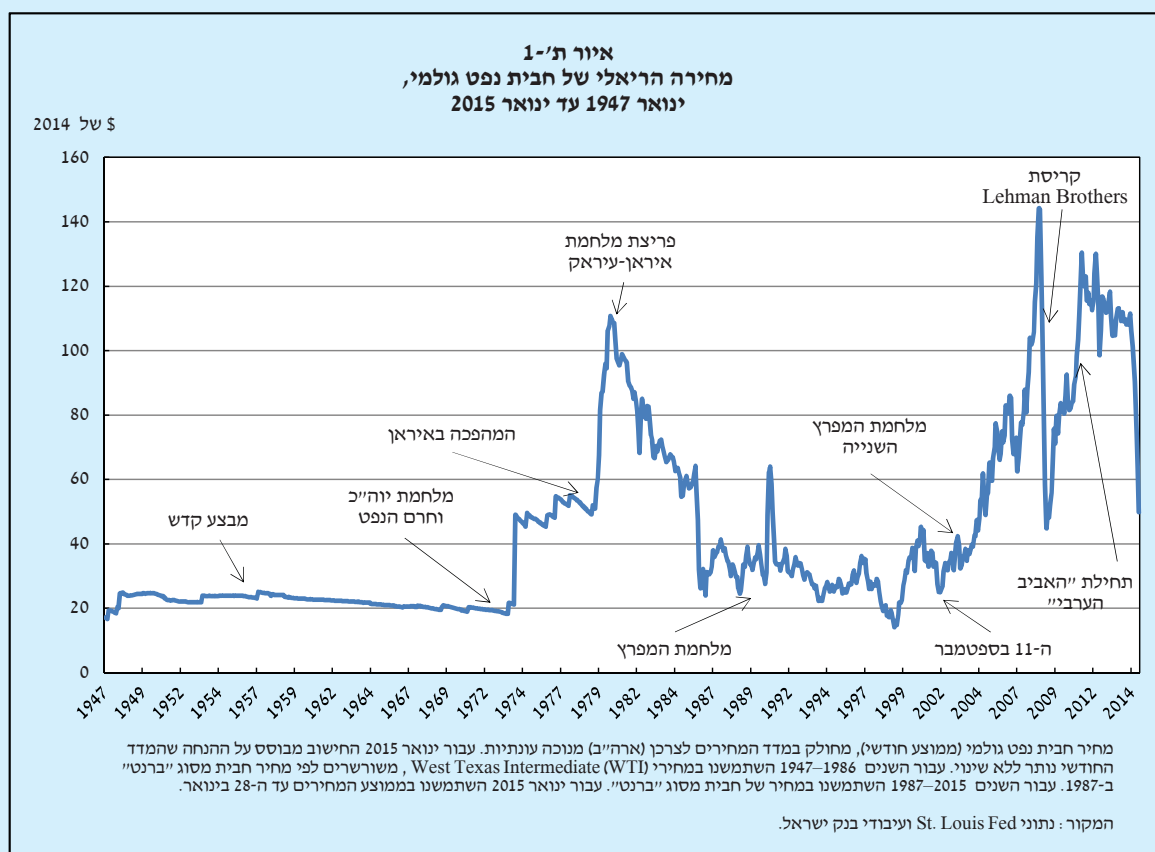


הירידה במחירי הנפט – מבט על העולם ועל ישראל

בשלוש השנים שחלפו עד אמצע 2014 שמרו מחירי הנפט על יציבות יחסית, אך מאז הם ירדו מכ-110 דולר לחבית מסוג "ברנט" לכ-50 דולר, נכון לינואר 2015. חלקה הראשון של התיבה בוחן את גל הירידות האחרון מפרספקטיבה היסטורית ומציג פרשנויות מקובלות להתפתחות¹. חלקה השני מתייחס להשלכות הצפויות על המשק הישראלי.

מבט על העולם

לאורך השנים, וביתר שאת מראשית שנות ה-70, התאפיין מחיר הנפט בתנודתיות רבה, והיציבות שניכרה בו בשנים האחרונות היא היוצא מן הכלל. קדמה לה היסטוריה ארוכה של עליות חדות לרמה גבוהה ושל ירידות חדות בעקבותיהן (איור ת'-1). העליות נבעו בין היתר מצמצום התפוקה העולמית על רקע אירועים גיאופוליטיים, והירידות החדות נבעו מתערובת של גורמים: החל ממיתון עולמי, לעתים כתוצאה מההתייקרות עצמה, עבור דרך החלטות שהתקבלו ב-OPEC על רקע שיקולים כלכליים, וכלה בהשקעות שנשאו פרי – אם בתחום של שיפור תהליכי ההפקה והוזלתם, ואם בתחום של טכנולוגיות תחליפיות או חסכוניות בנפט (וכך גם פחות מזהמות).



¹ כמקור הראיה לחשיבה ולכתיבה שימש המאמר: Arezki Rabah and Olivier Blanchard (December 22, 2014), "Seven Questions about the Recent Oil Price Slump", *iMFdirect*.

כאשר מחיר הנפט גבוה במשך תקופה משמעותית, הוא מהווה תמריץ להשקעות הנזכרות ולעתים אף תנאי הכרחי עבורן; לפיכך, המחיר הגבוה עצמו טומן בחובו את הזרעים של ירידת מחיר עתידית. מחיר נמוך, לעומת זאת, מוליך לצמצום בהשקעות מהסוג שתואר, ולפיכך טומן בחובו זרעים של התייקרות עתידית.

הירידות האחרונות במחיר הנפט

את הירידות שחלו במחיר הנפט מאמצע 2014 מקובל לייחס בעיקר לגורמי היצע. אמנם הן נובעות גם מגורמי ביקוש, אך נראה כי תרומתם פחות דומיננטית: האטה בביקוש העולמי צפויה להתבטא גם בירידות במחיריהן של סחורות אחרות; מחירי הסחורות **ללא אנרגיה** אכן ירדו מאמצע 2014, אולם הם ירדו במידה פחותה בהרבה ונראה כי בחודשים האחרונים ירידתם אף נבלמה (איור 4 בגוף הדוח). גם צריכת הנפט עצמה אינה מלמדת כי ריסון הביקוש מהווה גורם דומיננטי לירידת המחיר: נתונים מהדוח החודשי האחרון של OPEC אינם מלמדים על ירידה משמעותית בקצב הגידול של כמות הנפט הנצרכת (מכלל המקורות).

נתונים אלה מעידים על הדומיננטיות של גורמי היצע, ושל גורמים ייחודיים לשוק הנפט, וההסברים השונים מושתתים על ההתפתחויות בתעשיית הפצלים בארה"ב. פעילות זו הגיעה לאחרונה להיקף שמוביל את ארה"ב לקראת עצמאות אנרגטית. **בשנה החולפת עלתה תפוקתה להיקף שמציב את ארה"ב בשורה אחת עם ערב הסעודית.** התפתחות זו מבטאת מפנה חשוב ובעל אופי מתמשך². מלמדת על כך גם העובדה שערב הסעודית, החברה הגדולה ביותר בארגון OPEC, הכריזה כי לעת עתה היא לא תוסיף לפעול לוויסות מחיר הנפט, והכריזה זו אינה מתיישבת עם תפקידה המסורתי כבולם הזעזועים של הארגון.

ההשלכות הגלובליות הצפויות

ההשפעות של תעשיית הפצלים על שוק הנפט צפויות לשאת אופי מתמשך. אף על פי שאפשר לצפות להשפעות מעורבות בכל מדינה ומדינה, ניתן להכליל ולומר שיבואניות הנפט ייהנו מהשפעות חיוביות בשעה שהיצואניות יתמודדו עם השלכות שליליות. אולם קיים חוסר סימטריה בין שני סוגי המדינות: היצואניות בדרך כלל תלויות בנפט הרבה יותר מהיבואניות, היות שבקרב היצואניות הוא מהווה את חלק הארי של התוצר, של היצוא ושל הכנסות הממשלה. לכן סביר לצפות כי חלק מהיצואניות יאלצו לספוג השלכות מרחיקות לכת, ואלה לא יהיו בבואה של ההשפעות החיוביות שהיבואניות ייהנו מהן.

מידת הפגיעה ביצואניות תלויה כמובן במידת תלותן בנפט. בכולן צפוי גירעון ממשלתי, והיקפו תלוי במשקלן של הכנסות הממשלה מאנרגיה. בחלק בלתי מבוטל מהן הנפט מאזן את תקציב הממשלה רק כאשר מחירו גבוה בהרבה מסביבת המחיר הנוכחית. לפי ההערכות, בחלק ניכר מהמדינות החברות ב-OPEC המחיר שמאזן את התקציב גבוה מ-100 דולרים לחבית. ברבות מן היצואניות צפוי לפיכך גירעון ממשלתי משמעותי, הידוק פיסקלי, פגיעה בתוצר וגירעון משמעותי בחשבון השוטף, גירעון שיוביל מצדו לפיחות ולאינפלציה. משבר המטבע של הרובל הרוסי מדגים את הקשיים הפיננסיים הצפויים למדינות הנשענות במידה ניכרת על יצוא נפט. ההתפתחויות הנדונות יעצימו את האתגרים שחלק ממדינות אלה ממילא מתמודדות עמם, אולם לעת עתה נראה כי הן אינן מאיימות להתפתח לכדי משבר גלובלי.

ליבואניות הנפט, לרבות ישראל, צפויות כאמור בעיקר השפעות חיוביות אך נפט זול מציב להן גם אתגרים. בחלק מהשפעות אלה נדון עתה, במסגרת הדיון בהשלכות הצפויות על המשק הישראלי.

הזווית הישראלית

אם מחירו של הנפט יוסיף להיות נמוך, הוא צפוי להשפיע על המשק הישראלי בכמה תחומים, כלכליים ואחרים. להלן נתמקד בהשפעות שונות בתחום הכלכלי.

² נוסף עליהם תורמים לגידול בהיצע גם גורמים משניים ובעלי אופי חולף: הפקת הנפט בלוב התאוששה מהר מהצפוי, הספקת הנפט מעיראק שמרה על יציבות חרף חוסר היציבות הביטחוני, ועוד.

הפעילות המשקית

הירידה במחירי הנפט צפויה להשפיע באופן חיובי על הפעילות המשקית. ראשית קיימות השפעות ישירות על ההיצע והביקוש המקומיים – ירידה במחירי הנפט מפנה מקורות כספיים הן למשקי הבית והן לפירמות העסקיות. נוסף על הוצאה פחותה על דלק סביר לצפות גם להמשך ההפחתה בתעריף החשמל, כתוצאה מהוזלה של חומרי גלם שמחיריהם מושפעים ממחיר הנפט. לפחות חלק מהמקורות המתפנים יתועל לצריכה של מוצרים, שירותים וגורמי ייצור אחרים, וייתכן כי בכלל זה נראה גם גידול בשימוש באנרגיה עצמה. הוזלת האנרגיה תורמת אפוא לפעילות המשקית הן באמצעות תרומתה להיצע והן באמצעות הגדלת הביקוש.

שנית קיימות השפעות עקיפות, דרך השפעת מחיר הנפט על הפעילות הגלובלית. כשם שהירידה במחירי הנפט צפויה להשפיע על הפעילות המשקית בישראל, כך היא צפויה לתרום לצמיחה הגלובלית בכללותה. להאצה בצמיחה הגלובלית יש כמובן השלכות חיוביות גם על המשק הישראלי – הן דרך השפעתה על היצוא (יעדי היצוא העיקריים של המשק הם יבואני נפט), והן דרך הערוצים הפיננסיים השונים.

המחירים

להוזלת הנפט יש השפעות ממתנות על האינפלציה. גם במקרה זה ניתן להפריד בין השפעות ישירות לעקיפות. ההשפעה הישירה נובעת מעצם הירידה במחירו של מוצר שהביקוש לו קשיח בטווחים הקצר והבינוני. ההשפעה העקיפה נוצרת בשתי דרכים עיקריות: ראשית, הירידה במחיר מחלחלת למחיריהם של מוצרים ושירותים אחרים, כדוגמת חשמל. שנית, הוזלה של הנפט פועלת בישראל להגדלת העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים; גידול זה מצדו פועל לייסוף השקל וכך מוסיף להשפעות הממתנות את האינפלציה.

מנגד, ההשפעה החיובית הנובעת מהרחבת הביקוש – השפעה שתוארה לעיל – מקזזת מעט מן ההשפעות המרסנות את האינפלציה.

תגליות הגז

יש לזכור כי כאשר בעיה מתמתנת, פוחתת גם התועלת שמפיקים מהאמצעים להתמודד עמה. התועלת מתגליות הגז נובעת מכך שהן מצמצמות במשהו את תלותו של המשק במקורות אנרגיה מיובאים. כאשר ההיצע של מקורות אלה גדל, הצורך בצמצום התלות פוחת ממילא. לכן פגיעה מסוימת בתועלת מתגליות הגז אינה מבטאת בהכרח התפתחות שלילית למשק בכללותו.

מכל מקום, הפגיעה המסוימת בתועלת מתגליות הגז בישראל יכולה לכלול פגיעה בתקבולים ובתמלוגים (חלק מהחוזים של שותפויות הגז אף קשורים ישירות למחיר הנפט), ואולי גם ביטול עסקאות או צמצום בהיקפן (בין השאר גם עסקאות שהתועלת מהן חורגת מהתחום הכלכלי גרידא).

נוסף על כך, הוזלת הנפט עשויה להפחית את השימוש בגז טבעי, כלומר במקור אנרגיה שמזהם את הסביבה פחות מדלקים אחרים.

תקציב הממשלה

השינוי במחיר הנפט אינו צפוי להשפיע משמעותית על ההכנסות ממסים. מחיר הנפט בישראל כולל הן רכיב של מס יחסי (המע"מ, מס שמשקלו במחיר ברוטו עומד על כ-15%) והן רכיב של מס מוחלט (הבלו, מס שנכון לינואר 2015 עומד על כ-3 ש"ח לליטר בנזין מסוג 95 אוקטן, כמחצית מן המחיר הסופי לצרכן)³.

³ הרכיבים הנוספים במחיר: מחיר הנפט בשער בית הזיקוק (המחיר שחברות הדלק משלמות לבית הזיקוק) מהווה 26% מהמחיר לצרכן, וחלק זה משקף בעיקר את מחיר הנפט הגולמי – הרכיב התנודתי במחיר. 10% נוספים מופנים לסעיף "סל הוצאות שיווק". הנתונים לקוחים מאתר האינטרנט של המשרד לתשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים.

ירידת המחיר אמנם גורמת לאובדן מסוים של הכנסות ממע"מ על נפט, היות שהוא מס יחסי ועל כן משתנה עם השינוי במחיר. אולם במגזר העסקי הירידה במחיר מגדילה גם את הערך המוסף (כתוצאה מירידה בהוצאות) ולפיכך את התוצר הנמדד. הגידול בערך המוסף של המגזר העסקי מגדיל את תקבולי המע"מ, ואלה מצדם מקזזים חלק מהירידה בתקבולי המע"מ מנפט. זאת ועוד, ייתכן שהירידה במחיר תרחיב את היקף השימוש בנפט וכך גם את היקף המס שנגבה על מכירתו. לבסוף, ההוזלה גם מגדילה את בסיס המס הודות להשפעתה המרחיבה על הפעילות.

ההכנסות מהבלו יגדלו אם צריכת הנפט תעלה, אך גובה הבלו אינו צפוי להשתנות. בעבר אמנם קרה שבעקבות שינוי חד במחיר הנפט העולמי, הממשלה החליטה לשנות זמנית את גובה הבלו⁴. אולם מאחר שכעת מדובר בירידת מחיר, סביר פחות שהממשלה תבקש להעלות את גובה הבלו, שכן כבר עכשיו הוא מהווה נתח משמעותי מהמחיר הסופי לצרכן.

אשר להוצאות, לחלק הארי של ההוצאה הציבורית על נפט אחראית מערכת הביטחון. אולם זו קונה את הנפט בכספי דולר סיוע, כספים שבאמצעותם ניתן לרכוש מוצרים בארה"ב בלבד. החיסכון מהירידה במחיר הנפט יופנה אם כן לצריכה אחרת בארה"ב, ולכן ההשפעה הישירה על סך ההוצאה הציבורית תתרחש בעיקר דרך הצריכה הלא-ביטחונית – ובהתאם לכך תהיה מצומצמת בלבד.

המדיניות המוניטרית

לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, מטרתו המרכזית של בנק ישראל היא לשמור על יציבות המחירים; נקבע כי יציבות פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. אמנם החוק מתיר לסטות זמנית מתחום היעד אם הדבר משרת מטרות אחרות, ביניהן תמיכה בצמיחה, בתעסוקה או ביציבות הפיננסית. אולם נראה כי המקרה של גידול בהיצע האנרגיה אינו מצביע דילמה, היות שהוא אינו יוצר הצדקה לסטייה שכזו: דומה כי השיקולים הנוגעים לאינפלציה ולפעילות תומכים שניהם בהרחבה מוניטרית.

ההשפעות הממתנות את האינפלציה מהוות שיקול לטובת הרחבה מוניטרית. אלה כוללות כזכור הן את השפעתו הישירה של מחיר הנפט והן את השפעותיו העקיפות: החלחול למחיריהם של מוצרים ושירותים אחרים ולחצי הייסוף כתוצאה מההשפעה על החשבון השוטף במאזן התשלומים.

גם השיקולים הנוגעים לפעילות תומכים כנראה בהרחבה מוניטרית: אמנם לירידה במחירי האנרגיה יש כאמור השפעה מרחיבה, הן על היצע התוצר והן על הביקוש לו; אולם סביר להניח שההשפעה על ההיצע גדולה מההשפעה על הביקוש, ומשום כך אין מימוש של מלוא הפוטנציאל הגלום בגידול בהיצע האנרגיה. במקרה כזה, של היווצרות עודף בהיצע, נוצרת גם השפעה מרסנת על המחירים. משום כך נראה כי ההשפעה על הפעילות תומכת גם היא בהרחבה מוניטרית.

כדי להבין מדוע סביר שההיצע יגדל יותר מהביקוש, נפנה לתאר כל אחד מהם בנפרד, ותחילה את ההיצע. ירידה בעלויות האנרגיה מאפשרת להשתמש ביותר אנרגיה או לחלופין להגדיל את ההוצאה על גורמי ייצור אחרים. פירוש הדבר שניתן להגדיל את התוצר מבלי להגדיל את ההוצאה הכוללת (או את העלות השולית). בביקוש, לעומת זאת, צפוי גידול קל בלבד. אמנם לעלייה בביקוש תורמות הן השפעת תחלופה והן השפעת הכנסה, אך שתיהן צפויות להיות קטנות. השפעת התחלופה צפויה להגדיל את הכמות הנצרכת של הנפט עצמו, היות שמחירו עתה נמוך יותר. אך מאחר שהביקוש לנפט קשיח יחסית, השפעה זו צפויה להיות קטנה. באשר להשפעת ההכנסה על הביקוש, ירידה במחירי האנרגיה אמנם מגדילה את ההכנסה הפנויה של משקי הבית, אך רק חלק מגידול זה – ככל הנראה חלק קטן מאוד – צפוי להביא לגידול בביקוש; השאר צפוי לשמש להגדלת החיסכון (או לחלופין להקטנת חוב)⁵. הן ההיצע והן הביקוש עולים אפוא, ולכן בכל מקרה נוצרת השפעה מרחיבה על הפעילות. אולם תגובה קטנה בלבד של הביקוש פירושה גידול בלתי מנוצל בכושר הייצור של המשק. לכן שיקולי הפעילות מצדיקים גם הם הרחבה מוניטרית, אף על פי שהפעילות צפויה להתרחב בכל מקרה.

⁴ לדוגמה, על רקע העלויות שחלו במחירי הנפט ב-2011, הוחלט על הפחתה זמנית בגובה הבלו על בנזין. ההפחתה נועדה להקל מעט על ההתייכרות. אולם במקביל חל גידול בגובה המע"מ, היות שהוא עלה באופן אוטומטי עם הגידול במחיר.

⁵ השערה זו מבוססת על ההנחה המקובלת שהנטייה השולית לצרוך קטנה מ-1. הנחה זו גם זוכה לביסוס אמפירי.

שיקולים דומים תומכים בהרחבה מוניתרית גם בשאר העולם. הרחבה מוניתרית בעולם ללא הרחבה מקבילה בישראל פועלת להגברת תנועות ההון למשק. אלה מוליכות ללחצי ייסוף, שמצדם יוצרים השפעה מרסנת – הן על הפעילות והן על האינפלציה. הדבר מהווה שיקול נוסף לטובת הרחבה מוניתרית.

נראה אם כן שבתגובה לירידה במחירי הנפט יש הצדקה להרחבה מוניתרית הן משיקולי אינפלציה והן משיקולי פעילות. אולם יש לזכור כי הירידה במחירי הנפט היא התפתחות אחת מני רבות, וקובעי המדיניות המוניתרית מגיבים גם להתפתחויות אחרות ולתנאי רקע נוספים. ייתכן שבתקופה הנוכחית השיקולים הנוגעים להתפתחויות אחרות אינם תומכים בהרחבה מוניתרית נוספת.

סיכום

ההסבר העיקרי לירידה במחירי הנפט נעוץ במהפכת הפצלים: בשנים האחרונות היא הביאה לכך שארה"ב משתווה לסעודיה במעמדה כמפיקת נפט. גורם זה לגידול בהיצע נושא אופי מתמשך. אמנם היצואניות המסורתיות יכולות לנסות לדחוק זמנית את תעשיית הפצלים, באמצעות הצפת השוק בנפט שמחירו נמוך מסף הכדאיות הכלכלית של תעשייה זו. אך הטכנולוגיה כבר קיימת, ואם ההצפה תחדל ניתן יהיה לשוב ולהשתמש בה בהיקפים גדולים. יתר על כן, סביר להניח כי הטכנולוגיה בתחום תוסיף להשתפר וכך ימשיך לרדת סף הכדאיות של הפקת נפט מפצלים.

הגידול בהיצע העולמי של הנפט, במידה שיתמיד, צפוי להשפיע על העולם באופן משמעותי ובמגוון רחב של תחומים. תיבה זו התמקדה בהשלכות בתחום הכלכלי והראתה כי הן מעורבות. מצד אחד ירידת המחיר מהווה למעשה גידול בהיצע, וזה מצדו מוליך להרחבת הפעילות הכלכלית של היבואניות. אך מן הצד השני יש לירידה במחיר הנפט גם השלכות פחות חיוביות. ראשית היא מרחיבה את השימוש בנפט וכך את הפגיעה הסביבתית הנובעת ממנו. כמו כן היא מפחיתה את התמריץ להשקיע בהון ובמו"פ של מקורות אנרגיה חלופיים ושל טכנולוגיות חסכוניות בנפט, ולכן מחיר נמוך כיום מוביל להגדלה עתידית של התלות בנפט. מנקודת מבט ישראלית יש להזכיר גם את ההשלכות על תגליות הגז ואת האתגרים הצפויים, לפחות בטווח הקצר, בתחום המוניתרי.

2. המדיניות המוניטרית¹¹

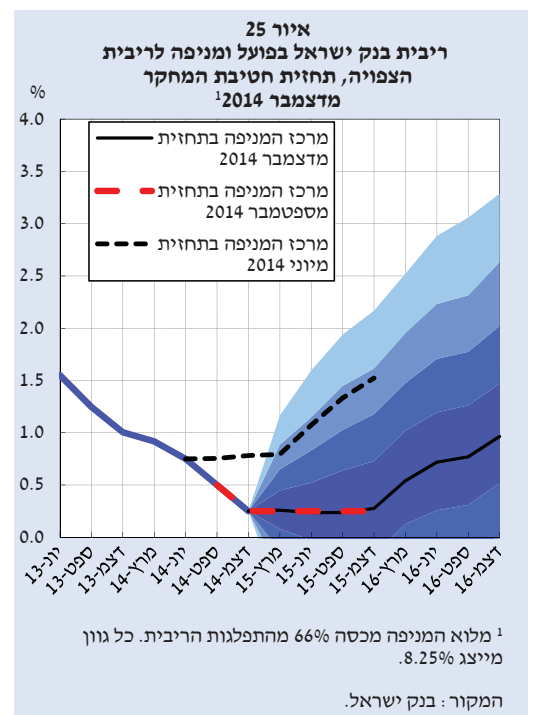
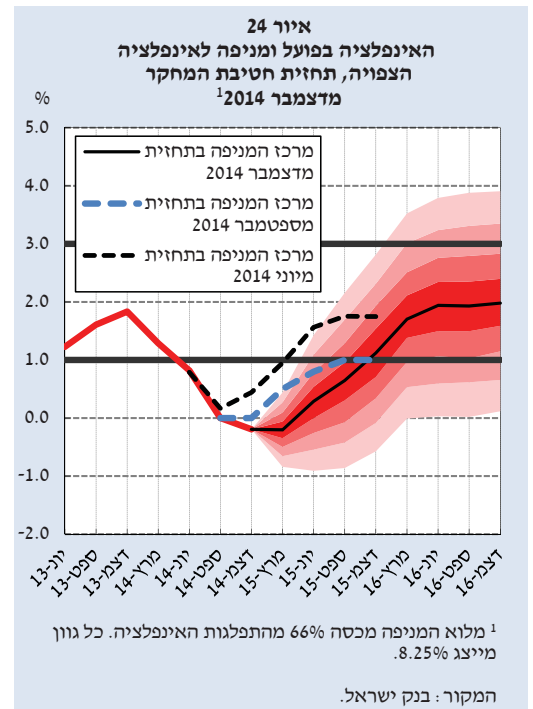
א. המדיניות והיעדים

במחצית השנייה של 2014 הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית פעמיים, ב-0.25 נקודות האחוז בכל פעם. במחצית השנייה של 2014 הפחיתה הוועדה המוניטרית את הריבית לאוגוסט ואת הריבית לספטמבר ב-0.25 נקודות האחוז, וריבית בנק ישראל הגיעה ל-0.25%. הפחתות אלו המשיכו את תוואי הירידה שהחל באוקטובר 2011, והן נועדו לסייע להשיב את שיעור האינפלציה לתחום היעד ולתמוך בפעילות הכלכלית במשק. אשר לחודשים המשתתכים למחצית הראשונה של 2015, הריביות לינואר ולפברואר נותרו ללא שינוי.

כמה גורמים השפיעו על החלטות הריבית בתקופה הנסקרת. רוב הגורמים תמכו בהפחתתה, במיוחד סביבת האינפלציה הממונת, הפעילות הריאלית הממונת, ולחצי הייסוף שניכרו בתחילת התקופה הנסקרת. אשר לסביבת האינפלציה הממונת, האינפלציה בפועל נמצאה ברוב התקופה הנסקרת מתחת ליעד האינפלציה. הדבר נבע בחלקו מגורמים חיצוניים – הירידה במחירי הסחורות ובראשם מחירי הנפט: אלה ירדו לשפל של 6 שנים. אם מחירים אלו יתייצבו ברמתם הנמוכה, השפעתם על האינפלציה תתפוגג. האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים צפויה להמשיך להיות מתחת ליעד בעתיד הקרוב, עקב ההפחתות החד-פעמיות בתעריפי החשמל והמים, הפחתות שמתבססות ברובן על תכנית רב-שנתית שגובשה בעת הבשלת ההשקעות בגז המקומי. כלומר גם הפחתות אלה אינן יוצרות השפעות מתמשכות על האינפלציה. על כן חברי הוועדה סברו כי שתי הפחתות הריבית נותנות מענה לירידת האינפלציה, משום שיש להן השפעה ישירה על עידוד הביקוש המקומי והן תומכות בהמשך הפיחות בשער החליפין של השקל מול רוב המטבעות. פיחות בשער החליפין מוביל לעליית האינפלציה באופן ישיר, בפיגור מסוים, וכן באופן עקיף – דרך עלייה בביקוש למוצרים הסחירים המיוצרים במשק. על פי תחזית הצוות של חטיבת המחקר, וכן על פי תחזיותיהם של חלק מהחזאים המקצועיים, בחודשיים הראשונים של 2015 נראה מדדים שליליים נוספים, ולאחריהם האינפלציה השוטפת צפויה לחזור למרכז תחום היעד. כך, על פי תחזית הצוות של חטיבת המחקר, האינפלציה ב-2015, בניכוי השפעת ההפחתות בתעריפי המים והחשמל בתחילת השנה, צפויה להגיע ל-1.5%.

חולשתה של הסביבה העולמית תמכה בהותרת הריבית ברמתה הנמוכה. המרווחים הנמוכים בשוק האג"ח הקונצרניות – ועמם העובדה שהמחירים בשוק הדיור הוסיפו לעלות – היוו שיקול נגד המשך ההפחתות. כהשלמה למדיניות הריבית נמשכו בתקופה הנסקרת רכישות המט"ח; עיקר הרכישות בתקופה הנסקרת נערך במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעת הגז על שער החליפין, וחלק קטן מהן – בחודש יולי בלבד, ועל

¹¹ מאז ה-08.10.2014 הוועדה המוניטרית פועלת בהרכב חסר ומונה 5 חברים.



רקע הייסוף המתמשך שחל במהלך המחצית הראשונה – נערך כדי למתן תנודות חדות במגמת הייסוף של השקל.

חברי הוועדה העריכו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף משוק הדיור, וכי הצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות פועלים להפחתתו. אחד הסיכונים המרכזיים הנשקפים ליציבות הפיננסית מסביבת ריבית נמוכה נעוץ בליבוי הביקוש לאשראי ובחשש שכאשר הריבית תעלה בסופו של דבר, הלזים יתקשו לעמוד בתשלומי ההחזרים. חברי הוועדה סברו כי הסיכון הפיננסי העיקרי נשקף משוק הדיור, וכי הצעדים שהמפקח על הבנקים נקט בשנים האחרונות פועלים להפחתתו היות שניכרת ירידה במאפייני הסיכון של המשכנתאות. סיכון נוסף שחברי הוועדה הזכירו נוגע למרווחים הנמוכים של האג"ח הקונצרניות. חברי הוועדה ציינו כי ייתכן שקיים בשוק זה תמחור חסר של הסיכונים. מנגד, הביקוש לאשראי עסקי לא התרחב, ואי-אפשר להבחין בתחום זה בחוסר איזון פיננסי.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית¹²

האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים ירדה אל מתחת לגבול התחתון של היעד ואף הגיעה לרמה שלילית. הדבר תמך בהפחתת הריבית. האינפלציה בפועל ב-12 החודשים שמסתיימים בדצמבר הגיעה לשיעור שלילי. במרוצת התקופה הנסקרת נמשכה מגמת הירידה שניכרה באינפלציה מדצמבר 2013, והאינפלציה ירדה במידה משמעותית אל מתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות והתחזיות לשנה המקורות השונים נמצאו עד אוקטובר בתוך תחום היעד, אך נרשמה בהן ירידה מתמשכת, ובמהלך הרבעון האחרון של השנה הן אף ירדו אל מתחת לתחום היעד. חלק מן הירידה בציפיות אמנם נובע מהפחתות חד-פעמיות במחירים, משינויים מבניים ומירידות המחירים בעולם, אך גם בציפיות לטווחים בינוניים (הציפיות פורוורד ל-2—3 שנים) נרשמה ירידה, לרמה של 1.5%. התפתחויות אלה תמכו בהפחתות הריבית. כדאי לציין כי הציפיות לטווחים ארוכים נותרו לאורך התקופה מעוגנות בתחום היעד.

בראשית התקופה הנסקרת אותנו האינדיקטורים לפעילות הריאלית כי נרשמה ירידה נוספת בקצב הצמיחה – חלקה בעקבות ההשפעה הממתנת שיצר "צוק איתן" ברבעון השלישי של השנה – והדבר תמך בהפחתת הריבית. עדכון הנתונים בהמשך, כמו גם אינדיקטורים נוספים שהתקבלו לקראת סוף השנה, הציגו תמונה חיובית יותר. הנתונים הרבעוניים שהתקבלו עד ספטמבר הצביעו על ירידה נוספת בקצב הצמיחה של המשק, עוד לפני שניכרה בהם ההשפעה הממתנת שצפו ל"צוק איתן". האומדן השני לרבעון הראשון של 2014 התעדכן כלפי מעלה בתחילת התקופה הנסקרת, אך האומדן הראשון לרבעון השני היה נמוך מהקצב שאפיין את השנתיים האחרונות ועמד על 1.7%. נוסף לכך הוא התעדכן כלפי מטה באוקטובר – ל-1.5% – תוך עדכון כלפי מטה בשיעור ההתכווצות ביצוא. ההתכווצות ביצוא, בפרט ביצוא הסחורות, חרגה

¹² לוח 3 מפרט את תנאי הרקע שעמדו לרשות חברי הוועדה.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה¹

(אחוזים)

חטיבת המחקר של בנק ישראל ²	שוק ההון ³	החזאים הפרטיים ⁴
האינפלציה (טווח התחזיות)	1.1	0.6 (0.00 עד 1.20)
הריבית (טווח התחזיות)	0.3	0.2 (0.10 עד 0.75)

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

² התחזית מה-28/12/2014.

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

⁴ התחזיות שהתקבלו לאחר הפרסום לדצמבר. המקור: בנק ישראל.

מעבר לקיפאון של הסחר העולמי והעידה על השפעת הייסוף המצטבר בשער החליפין. אף על פי שצמיחת התוצר בארה"ב התאוששה ברבעון השני, גופי השקעות מקצועיים המשיכו להפחית בתקופה זו את התחזית לצמיחת הסחר העולמי ל-2014 ול-2015. לנוכח זאת הסכימו חברי הוועדה כי כל עוד הצמיחה בסחר העולמי ממונת, המשק יתקשה להגביר את קצב הצמיחה. באותה עת הדאיג את חברי הוועדה עוד מרכיב בתוצר – הצריכה הפרטית. האומדנים הראשוניים לרבעון הראשון הצביעו על חולשה בצריכה, וצפו כי זו תימשך גם ברבעון השלישי, בעקבות "צוק איתן". אולם על יסוד ניסיון העבר העריכו חברי הוועדה כי המבצע ישפיע על הצריכה הפרטית רק באופן זמני. במקביל לקבלתם של הנתונים המאכזבים על הצמיחה נבלם השיפור בשוק העבודה, ושיעור האבטלה באוגוסט עלה ל-6.4%, בהמשך למגמת העלייה מאפריל. מגמות אלו תמכו בהפחתות הריבית לאוגוסט ולספטמבר, צעדים שנועדו לעודד את המסחר, השירותים והיצוא. בנובמבר ודצמבר העידו האינדיקטורים כי המשק חזר לקצב הצמיחה שאפיין אותו ערב "צוק איתן". אלה כללו, בין היתר, עלייה במדדי הפדיון של ענפי המסחר והשירותים, שיפור ניכר בשוק העבודה, ושיפור בנתוני סחר החוץ. נתונים אלו תמכו בהחלטה להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית.

לאחר ייסוף מתמשך במחצית הקודמת חלה באוגוסט תפנית בשער החליפין של השקל מול הדולר, ובסיכומה של השנה חל בו פיחות חד. הייסוף המצטבר שחל בשקל בין 2013 לרבעון השלישי של 2014 נתן את אותותיו הן ביצוא והן ברמת המחירים, והדבר תמך בהפחתת הריבית ובהמשך רכישות המט"ח. עד אוגוסט נמשכה מגמת הייסוף בשער השקל. אמנם קיימים כוחות כלכליים שהשפיעו על הייסוף, לרבות העודף בחשבון השוטף והיקף ההשקעות הישירות במשק, אך חברי הוועדה סברו ששער החליפין הגיע לרמות המשקפות ייסוף יתר. נוכח מגמת ייסוף זו הגדילו

הגופיים המוסדיים את היקף הגידור של השקעותיהם בחו"ל וכך גם תרמו להמשך הייסוף. מגמות אלה הכבידו על התאוששות היצוא, בעיקר לנוכח המשך ההתמתנות בגידולו של הסחר העולמי. נוסף לכך סביבת האינפלציה ירדה עוד יותר, כתוצאה מהשפעתו של הייסוף המתמשך על מחיריהם של המוצרים הסחירים. שתי הפחתות הריבית – לאוגוסט ולספטמבר – שנקטו בין היתר על מנת לתמוך בפעילות המגזר הסחיר, הפתיעו את השוק וכך תמכו בשינוי שהתרחש במגמתו של שער החליפין על רקע התחזקות הדולר בעולם. כדי להשלים את המדיניות המוניטרית הוסיף בנק ישראל לרכוש דולרים, ובמשך התקופה הנסקרת רכש 1.76 מיליארדי דולרים; 1.46 מיליארד מתוכם נרכשו במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין, תכנית שהוחלט עליה באוקטובר 2013.

הכלכלה העולמית תמכה בריבית המקומית הנמוכה. בתקופה הנסקרת הסתמנה התאוששות בצמיחה של ארה"ב, אך הצמיחה באירופה הפכה לאפסית גם אם ניכרה שונות גבוהה בתוך המדינות המרכיבות את גוש האירו; הצמיחה נחלשה גם בגרמניה, משק שהוביל בעבר את הצמיחה בגוש האירו. אשר למדינות המתפתחות, שיעורי הצמיחה בהן התעדכנו כלפי מטה והן אינן צומחות בקצבים שאפיינו אותן בעבר. נראה כי הדבר נובע בחלקו משינויים מבניים. בארה"ב הסתיימה ההרחבה הכמותית, אך השווקים העריכו כי הריבית תישאר נמוכה לאורך זמן והעלאתה תידחה למחצית השנייה של 2015. הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) המשיך להוריד את הריבית על עודפי הרזרבות של הבנקים המסחריים – בספטמבר הוא הפחית אותה ל-0.2%; נוסף לכך הוא החל באוקטובר בקניית אג"ח מגובות נכסים, ובתאם לציפיות הקודמות הוא הרחיב אותה מאוד בראשית 2015. גם מדינות מחוץ לגוש האירו הפחיתו את הריבית. רמת הריביות הנמוכה בעולם תומכת בריבית נמוכה בישראל.

מחירי הדירות הוסיפו לעלות, ובמהלך התקופה הנסקרת ניכרה בהם התמתנות מסוימת על רקע חוסר הוודאות הגבוה שיצרו החלטות שונות של הממשלה. בסוף השנה שבו המחירים לעלות, והם המשיכו להוות שיקול מרכזי נגד הפחתת הריבית. אולם מאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות ירדו – בעקבות צעדים שנקט המפקח על הבנקים – והדבר מספק לקובעי המדיניות מרחב תמרון ומחזק את יציבותה של המערכת. מחירי הדירות הוסיפו לעלות, אך קצב העלייה השנתי התמתן במעט ונע בתקופה הנסקרת בין 5% ל-7%, לאחר שמסוף 2012 הוא נע בין 7% ל-10%. ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר-אוקטובר עלו מחירי הדירות ב-5.8%. התקופה הנסקרת התאפיינה בחוסר ודאות גבוה בשוק הדיור, בעקבות מחסור במידע על היקפן של תכניות ממשלה ועל מועד החלתן. הדבר גרם לירידה בביקוש ובהיצע, וזו באה לידי ביטוי בירידה במספר העסקאות, וביולי ואוגוסט היא באה לידי ביטוי אף בירידת מחירים. במהלך התקופה הנסקרת ציינו חברי הוועדה כי קשה להעריך כיצד התבהרות התמונה בתחום זה תשפיע על שוק הדיור, והם הוסיפו

כי כך או אחרת, מחירי הדירות צפויים להמשיך לעלות אם לא יחול גידול מתאים בהיצע. היקף המשכנתאות המשיך להיות גבוה אך חלה ירידה במאפייני הסיכון שלהן כתוצאה מההנחות השונות שפרסם המפקח על הבנקים בשנים האחרונות. בפרט נרשמה ירידה מתונה בשיעורי המינוף ובשיעור שהחזר המשכנתה החדשי מהווה בהכנסה. לקראת סוף התקופה התברר כי תכנית מע"מ אפס לא תצא לפועל, ומחירי הדירות שבו לעלות תוך עלייה בהיקף המשכנתאות. המשך עלייתם של מחירי הדירות אינו תומך בשמירה על סביבת ריבית נמוכה, אולם צעדי המפקח מפחיתים את הסיכון הנשקף למשקי הבית ולמערכת הבנקאית מקשיים בהחזר ההלוואות לדיור. כך הם מעניקים לקובעי המדיניות המוניטרית מרחב תמרון רב יותר בפעולות שנועדו להשיג את מטרותיה העיקריות – לתמוך בשיעור אינפלציה שמתיישב עם היעד ובפעילות הכלכלית במשק.

המרווחים בשוק האג"ח הקונצרניות נותרו נמוכים והיוו שיקול נגד הפחתות ריבית. לקראת סוף התקופה המרווחים עלו. שוק אג"ח החברות המשיך להתאפיין ברמה גבוהה של פעילות, לרבות עלייה בהנפקות נטו. הביקוש של הציבור לאג"ח חברות התמתן כנראה במהלך התקופה הנסקרת, ומאז יולי ניכרת יציאה מקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח חברות וכניסה לקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח כללי – אלה משלבות השקעה באג"ח ממשלתיות ובאג"ח חברות, אך הן משלבות את האחרונות בשיעור נמוך יותר. עם זאת, מרווחי האג"ח הקונצרניות נותרו נמוכים ברוב התקופה הנסקרת, אם כי לקראת תום השנה ניכרה עלייה מסוימת במגזר הנדל"ן והתעשייה. הריבית הנמוכה לכשעצמה אינה אמורה להשפיע על רמת הסיכון של האג"ח, אך בתקופות של ריביות נמוכות משקיעים נוטים לחפש אפיקי השקעה בעלי תשואה גבוהה וכך מצמצמים את המרווחים של נכסים מסוכנים. לכן מרווחי האג"ח היוו שקל נגד הפחתות ריבית.

התחזית שחטיבת המחקר הציגה לוועדה במשך התקופה השתנתה באופן משמעותי על רקע שינויים בסביבה העולמית, במיוחד במחירי הנפט. בתחזית שהוצגה לחברי הוועדה בסוף יוני סביבת הריבית והאינפלציה החזויות לסוף 2015 גבוהות משמעותית מהערכים בתחזית לספטמבר, והדבר נבע בין היתר מהשפעותיו של "צוק איתן" ומהירידה החדה במחירי הנפט. מנגד, התחזית שהוצגה בסוף דצמבר לצמיחת התוצר ב-2015 הייתה גבוהה במעט מהתחזיות הקודמות, בין היתר משום שהפיחות החד בשער השקל צפוי לתמוך ביצוא. תחזית זו צופה ששיעור האינפלציה בסוף 2015 יעמוד על 1.1% – מעל הגבול התחתון של יעד האינפלציה – ועל 1.5% בניכוי ההפחתות החד-פעמיות בתעריפי החשמל והמים.

הסיכונים למשק גברו במהלך התקופה הנסקרת. במרוצת התקופה הנסקרת גברו הסיכונים בתחומים הריאלי והפיננסי, וסביבת האינפלציה התמתנה משמעותית. האירועים הגיאו-פוליטיים וההתאוששות האטית בעולם השפיעו לרעה על צמיחת המשק בחלק מן התקופה. לכך נלווה בסוף התקופה חוסר ודאות פוליטית ועמו חוסר ודאות לגבי השפעות המצב על תנאי המשק, לרבות המדיניות הפיסקלית.

לוח 3

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

החלטה לחודש	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר	ינואר
התוצר	14-Q1	2.7	2.9	2.8	2.7	2.9	3.2
	14-Q2			1.7	1.5	1.9	2.2
	14-Q3					-0.4	-0.1
התוצר העסקי	14-Q1	1.5	1.8	1.7	1.8	2.1	2.8
	14-Q2			2.3	2.3	2.9	2.8
	14-Q3					-1.4	-1.0
הצריכה הפרטית השוטפת	14-Q1	-0.6	0.0	1.5	1.8	2.0	2.6
	14-Q2			3.1	4.3	4.5	5.2
	14-Q3					3.9	3.4
ההשקעה בנכסים קבועים	14-Q1	-14.3	-14.7	-9.5	-7.8	-7.3	-7.1
	14-Q2			-4.5	-4.6	-4.3	-4.8
	14-Q3					-3.6	-10.0
היצוא ללא יהלומים והזנק	14-Q1	11.0	13.4	5.4	5.5	7.0	6.2
	14-Q2			-10.1	-12.2	-7.8	-10.0
	14-Q3					-4.4	-1.6
היבוא האזרחי ללא אניות, מטוסים ויהלומים	14-Q1	5.7	5.5	1.2	1.1	1.1	2.6
	14-Q2			2.1	1.4	1.4	2.4
	14-Q3					9.8	6.9

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

תנאי הרקע להחלטות על גובה הריבית במחצית השנייה של 2014

החלטה על גובה הריבית לחודש	יולי 23-06-2014	אוגוסט 28-07-2014	ספטמבר 25-08-2014
תאריך ההחלטה	ללא שינוי	ללא שינוי	ללא שינוי
ההחלטה	ללא שינוי	ללא שינוי	ללא שינוי
רמת הריבית	0.75%	0.5%	0.25%
התפלגות ההצבעה	להפחית ב-0.25 נקודת אחוז: 1 ללא שינוי: 5	פה אחד	להפחית ב-0.25 נקודת אחוז: 5 ללא שינוי: 1
סיבת האינפלציה	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים התחזית, היא צפויה לרדת בחודשים הקרובים אל מתחת ליעד. חברי הוועדה סברו שרמת המחירים הנמוכה נובעת משילוב של החולשה בכלכלת העולם, של הייסוף המתמשך ושל הרפיון בביקושים המקומיים. הצפיפות לאינפלציה משוק ההון נמצאות בתוך היעד.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת מתחת לגבול התחתון של היעד וצפויה להוסיף להימצא מתחתיו גם בחודשים הבאים. הצפיפות לאינפלציה לשנה ממשיכות להימצא בתוך היעד.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים מוסיפה להימצא מתחת לגבול התחתון והיא צפויה לרדת עוד בחודשים הקרובים. הצפיפות לאינפלציה לשנה נוסקות לגבול התחתון של היעד וקיימת ירידה גם בצפיפות לטווחים הארוכים יותר. חברי הוועדה ציינו כי יש לפעול כדי להשיב את האינפלציה לתחום של יעד יציב המחירים במהלך 12 החודשים הקרובים.
הפעילות הריאלית	התוצר צמח ברבעון הראשון בקצב מתון. הצריכה הפרטית גדלה בקצב נמוך מזה שאפיין אותה בשנים האחרונות. שיעור האבטלה נותר נמוך, ברמה של 5.8%. יצוא הסחורות הוסיף לדרוך במקום על רקע צמיחה ממוטנת בסחר העולמי.	חברי הוועדה סברו כי המשק ממשיך לצמוח בקצב מתון. חברי הוועדה ציינו כי כל עוד הצמיחה העולמית מתונה, ובפרט הגידול בסחר העולמי, המשק יתקשה להגביר את קצב הצמיחה. החברים התייחסו ל"צוק איתן", שהחל לקראת סוף יולי, ועל יסוד ניסיון העבר הם העריכו כי המבצע יפגע בצמיחה רק במידה מתונה.	על פי האומדן הראשון לרבעון השני, קצב הצמיחה של המשק ירד ל-1.7%, וזאת עוד לפני שניכרה בו השפעתו של "צוק איתן", שכן המבצע החל לקראת סוף יולי. נרשמה ירידה חדה ביצוא ללא יחלומים והזנק, על רקע ההאטה בצמיחה של חלק משותפות הסחר של ישראל, בעיקר באירופה. נוסף לכך נבלמה ההתרחבות בשוק העבודה.
שער החליפין	התחדש הייסוף בשקל, לאחר שהשער נותר יציב מתחילת השנה. חברי הוועדה ציינו כי הרקע לייסוף כולל את התנאים הבסיסיים במשק, גידור שמבצעים המשקיעים המוסדיים, והעובדה שההשקעות הישירות במשק מוסיפות להיות גבוהות.	השקל הוסיף להתחזק במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי: הוא התחזק ב-0.8%. חברי הוועדה העריכו כי רמתו מבטאת ייסוף יתר מסוים, והם הביעו דאגה מכך שהייסוף יימשך עקב הצמיחה האטית בהיקפי הסחר העולמי.	השקל נחלש ב-1.7% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. חברי הוועדה ציינו כי המשך הפיחות צפוי לתמוך ביצוא ועשוי לגרום לפעילים מקומיים בשוק המט"ח לצמצם את גידור השקעותיהם בחו"ל. כך הם יתמכו בשינוי המגמה ובהמשך הפיחות.
שוק הדיור	מחירי הדירות הוסיפו לעלות במאדים-אפרי. נוסף לכך, קצב נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה. עדיין אין ביטוי לתכניות הממשלה בשוק הדיור, למעט ירידה במספר העסקאות. חברי הוועדה ציינו כי אף על פי כן, מאפייני הסיכון של המשכנתאות נותרו יציבים.	חברי הוועדה ציינו את חוסר הבהירות השורר בשוק הדיור עקב ההמתנה לחוק "מע"מ אפס". מחירי הדירות והמשכנתאות המשיכו לעלות למרות ירידה במספר העסקאות. חברי הוועדה העריכו כי השינויים הרגולטוריים שבנק ישראל עורך מפחיתים את סיכוני היציבות בשוק זה.	נמשך חוסר הבהירות השורר בשוק הדיור עקב ההמתנה לחוק "מע"מ אפס". מחירי הדירות והיקף המשכנתאות מוסיפים לעלות תוך ירידה במספר העסקאות.
הסביבה העולמית	הבנק העולמי עדכן את תחזית הצמיחה העולמית כלפי מטה, משום שארה"ב צמחה ברבעון הראשון במידה נמוכה. נוסף לכך הופחתה גם תחזית הגידול בסחר העולמי.	קרן המטבע הבין-לאומית עדכנה כלפי מטה את התחזית לצמיחה העולמית ולסחר העולמי.	הנתונים בעולם היו מעורבים. אירופה לא צמחה כלל ברבעון השני, ואילו ארה"ב צמחה בשיעור של 4%. המדיניות המוניטרית בעולם ממשיכה להיות מרחיבה.
שוק האג"ח הקונצרניות	מרווחי האג"ח הקונצרניות מצויים ברמה נמוכה וניכרת צבירה בקרנות נאמנות שמתמחות באג"ח הללו. חברי הוועדה סברו כי רמה נמוכה זו נובעת מכך שמשקיעים מחפשים תשואות על רקע רמת הריביות הנמוכה בארץ ובעולם.	נעצרה הירידה במרווחים של האג"ח הקונצרניות, תוך התמתנות בהיקפי הצבירה בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח אלו.	רמת המרווחים באג"ח הקונצרניות נותרה נמוכה.
המצב הפיסקלי		חברי הוועדה העריכו כי המשלה תוכל לעמוד ביעד הגירעון ל-2014, אך רק אם יועלו שיעורי המס ולא יבוטלו פטורים ממס. עוד הם העריכו כי ב-2015 תתקשה המשלה לעמוד ביעד הגירעון עקב הגידול הצפוי בהוצאות והירידה הצפויה בהכנסות ממסים.	
התחזית של חטיבת המחקר	התמ"ג ב-2014: 2.9% האינפלציה ב-2014: 0.4% התמ"ג ב-2015: 3% האינפלציה ב-2015: 1.8%		

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

אוקטובר 22-09-2014	נובמבר 27-10-2014	דצמבר 24-11-2014	ינואר 29-12-2014
ללא שינוי 0.25% פה אחד	ללא שינוי 0.25% פה אחד	ללא שינוי 0.25% פה אחד	ללא שינוי 0.25% פה אחד
האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים הגיעה לרמה אפסית, הציפיות לאינפלציה לשנה עדיין נושקות לגבול התחתון של היעד. נוסף לכך נמשכה הירידה בציפיות לטווחים הארוכים יותר, אך חברי הוועדה ציינו כי הן נותרו מעוגנות בתוך התחום. חברי הוועדה שבו וציינו כי קצב העלייה במחירים התמתן בחודשים האחרונים כתוצאה מירידה במחירי המזון והאנרגיה, מהייסוס שהתרחש עד תחילת אוגוסט, ומהרפיץ שניכר בביקושים המקומיים כתוצאה מההאטה בקצב הצמיחה. חברי הוועדה שבו וציינו כי יש לפעול כדי להשיב את האינפלציה לתחום של יעד יציבות המחירים במהלך 12 החודשים הקרובים.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים הגיעה לשיעור שלילי, של 0.3%-0. חברי הוועדה שבו וציינו כי לירידת המחירים תרמו הירידה במחירי האנרגיה והמזון והתייסוס המתמשך במחצית הראשונה של השנה, אך גם שינוי מבני שהתפתח בעקבות הלחץ הציבורי בנוגע ליוקר המחיה. יחד עם זאת, הציפיות לטווח ארוך נותרו מעוגנות בתחום היעד. הוועדה ציינה כי הפיחות שחל בשער השקל בשלושת החודשים האחרונים טרם בא לידי ביטוי במחירים.	האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נותרה שלילית, ברמה של 0.3%, אך מדד המחירים של המוצרים הסחירים עלה באוקטובר, לאחר ירידות מתמשכות. חברי הוועדה העריכו כי עלייה זו נובעת ממגמת הפיחות בשקל וכי היא טרם מוצתה. הציפיות לאינפלציה לשנה ולשנתיים נמצאו מתחת לגבול התחתון של היעד, אך הוועדה ציינה כי הדבר נובע ככל הנראה מהירידה הצפויה בתעריפי החשמל והמים. ירידה זו צפויה אמנם להפחית זמנית את רמת המחירים, אך היא אינה משפיעה על הציפיות ארוכות הטווח: אלך נותרו מעוגנות בתוך תחום היעד.	האינדיקטורים השונים למצב המשק הצביעו על כך שבמהלך הרבעון הרביעי חזר המשק לקצב הצמיחה שנראה לפני השפעתו של "צוק איתן". אלה כללו את העלייה במדד המשובל, את מגמת השיפור בסקר החברות לרבעון הרביעי, ואת השיפור בשוק העבודה.
מאז הדיון הקודם נחלש השקל אל מול הדולר ב-3.5%. חברי הוועדה העריכו כי המשך הפיחות יתמוך ביציא וכך יתמוך בצמיחת המשק. הם ציינו כי חלק מהביקוש למט"ח נבע מכך שפעילים מקומיים צמצמו את גידור השקעותיהם בחו"ל.	השקל המשיך להיחלש מול הדולר ומול האירו. מתחילת השנה נחלש השקל ב-4.1% במובני שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. חברי הוועדה ציינו כי למגמה זו תרמו שתי הפחתות הריבית שערך בנק ישראל והתחזקות הדולר בעולם.	השקל המשיך להיחלש זה החודש הרביעי ברציפות. חברי הוועדה ציינו כי ההיחלשות תומכת ביציא ופועלת להשבת האינפלציה אל תחום יעד המחירים.	השקל המשיך להיחלש זה החודש הרביעי ברציפות. חברי הוועדה ציינו כי ההיחלשות תומכת ביציא ופועלת להשבת האינפלציה אל תחום יעד המחירים.
מחירי הדירות הוסיפו לעלות, וקצב נטילת המשכנתאות הוסיף להיות גבוה, חרף הירידה שחלה במספר העסקאות על רקע המשך חוסר הוודאות לגבי תכנית "מע"מ 0". חברי הוועדה העריכו כי הצעדים הרגולטוריים שהמפקח על הבנקים נקט בעבר, ונעם הצעדים שנקטו בחודש זה – הגדלת כריות ההון כנגד האשראי לדיוור – מפחיתים את הסיכונים הנובעים משוק זה בסביבת ריביות נמוכה.	ממשך חוסר הוודאות בכלכלה העולמית. למרות הצמיחה בארה"ב, התנוונים הנגזרים מן השווקים מראים כי העלאת הריבית תידיחה. באירופה מסתמנת חולשה, תוך היחלשות של הכלכלה הגרמנית. חברי הוועדה ציינו את ההשפעה הרבה שיש לקצב הצמיחה הממונת של הסחר העולמי על היציא הישראלי.	חוסר הוודאות בכלכלה העולמית נמשך וקיים חשש מדפלציה באירופה. חוסר הוודאות בהשקת נטילת המשכנתאות והאטה בקצב עלייתם של מחירי הדירות.	חוסר הוודאות בהשקת נטילת המשכנתאות והאטה בקצב עלייתם של מחירי הדירות.
חברי הוועדה ציינו כי ארה"ב אמנם חזרה לצמות, אך לאירופה יש תשובות עבור ישראל. הצמיחה החלשה באירופה פוגעת ביציא הישראלי אליה באופן ישיר. אך היא פוגעת בו גם באופן עקיף – דרך היחלשות האירו – וכך מגבירה את התחרות עם היצואנים האירופים.	מרווחי האג"ח הקונצרניות שבו לרדת תוך התחדשות הצבירה בקרנות המתמחות באג"ח אלה. חברי הוועדה ציינו כי רמת המרווחים בשוק זה ממשיכה להצביע על תמחור חסר של הסיכונים.	מרווחי האג"ח הקונצרניות נותרו נמוכים אך הסתמנה הסטה של צבירות מקרנות האג"ח הקונצרניות לקרנות האג"ח הכלליות. חברי הוועדה ציינו כי ההסטה מצביעה על הפנמת הסיכונים בשוק זה.	מגמת הירידה במרווחי האג"ח הקונצרניות נבלמה, והחודש אף נרשמה בהם עלייה קלה. חברי הוועדה ציינו כי התפתחות זו הצביעה על הפנמה מסוימת של הסיכונים בשוק זה.
חברי הוועדה ציינו את דינוי התקציב ל-2015. הם הביעו חשש שגידול בהוצאות ללא העלאת מסים צפוי להגדיל במידה משמעותית את הגירעון הממשלתי. הם ציינו עוד כי הירידה המתמשכת ביחס החוב-תוצר חיוקה את אמינותו אות חוסנו של המשק הישראלי.	חברי הוועדה ציינו כי עלייה מתונה בהוצאות הממשלה יכולה לחזק את פעילות המשק אך רק במידה שהיא מתמקדת בעידוד הצמיחה והביקושים המקומיים. הם המשיכו להביע חשש מעלייה בגירעון.	חברי הוועדה ציינו כי עלייה מתונה בהוצאות הממשלה יכולה לחזק את פעילות המשק אך רק במידה שהיא מתמקדת בעידוד הצמיחה והביקושים המקומיים. הם המשיכו להביע חשש מעלייה בגירעון.	חברי הוועדה ציינו כי עלייה מתונה בהוצאות הממשלה יכולה לחזק את פעילות המשק אך רק במידה שהיא מתמקדת בעידוד הצמיחה והביקושים המקומיים. הם המשיכו להביע חשש מעלייה בגירעון.
התמ"ג ב-2014: 2.5% האינפלציה ב-2014: -0.2% התמ"ג ב-2015: 3.0% האינפלציה ב-2015: 1%	התמ"ג ב-2014: 2.3% האינפלציה ב-2014: 0% התמ"ג ב-2015: 3.0% האינפלציה ב-2015: 1%	התמ"ג ב-2014: 2.5% האינפלציה ב-2014: -0.2% התמ"ג ב-2015: 3.2% האינפלציה ב-2015: 1.1%	התמ"ג ב-2014: 2.5% האינפלציה ב-2014: -0.2% התמ"ג ב-2015: 3.2% האינפלציה ב-2015: 1.1%

לוחות סטטיסטיים

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים (שיעורי השינוי)

דצמבר 2014	נובמבר 2014	אוקטובר 2014	ספטמבר 2014	אוגוסט 2014	יולי 2014	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	תשואת מק"מ לשנה
1.3	1.1	1.1	1.4	1.6	1.8	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.8	3.5	3.5	3.8	3.9	4.2	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.3	-0.1	-0.4	-0.8	-0.6	-0.7	תשואת אג"ח צמודות לשנה
-0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות צמודות לאג"ח פרטיות צמודות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז) ¹
2.9	2.3	2.4	3.4	4.3	4.3	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות צמודות לאג"ח פרטיות צמודות לא – מדורגות, ללא נדל"ן (נקודות אחוז) ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-1.9	2.4	-0.7	3.3	1.3	-0.5	מדד המניות הכללי
-0.7	3.5	-2.4	4.2	0.6	0.3	מדד ת"א 25
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
0.0	2.8	2.4	3.6	4.1	-0.3	השקל מול הדולר
-2.3	1.7	2.3	-1.2	2.5	-2.2	השקל מול האירו
-1.8	1.4	2.3	0.6	3.3	-1.4	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי הסיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
9.2	8.2	10.4	9.0	8.2	7.3	סטיית התקן הגלומה
2.8	1.8	3.1	1.4	1.4	1.1	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
1.8	1.2	1.1	0.4	0.3	0.2	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5%

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

לוח נ-2

סביבת האינפלציה והריבית

(ממוצעים חודשיים)

דצמבר 2014	נובמבר 2014	אוקטובר 2014	ספטמבר 2014	אוגוסט 2014	יולי 2014	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
0.0	-0.2	0.3	-0.3	-0.1	0.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.1	-0.2	0.2	-0.1	0.2	0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
-0.2	-0.1	-0.3	-0.3	0.0	0.3	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.6	0.4	0.6	1.1	1.1	1.3	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים¹						
1.6	1.6	1.8	1.8	1.9	2.1	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
2.1	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.2	2.2	2.1	2.3	2.6	2.5	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (בשנים השביעית עד העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	ריבית בנק ישראל
-0.3	-0.1	-0.4	-0.8	-0.6	-0.66	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.20	0.20	0.20	0.19	0.35	0.60	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	תחזיות החזאים לגבי השינוי בריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.9	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
0.4	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

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