



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2015

שבט התשע"ו • פברואר 2016

44

©

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, התשי"ע-2010, לבנק ישראל שלוש מטרות: (1) לשמור על יציבות המחירים, וזאת כיעד מרכזי; נקבע כי יציבות מחירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%, (2) לתמוך במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המחירים, ו-(3) לתמוך ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה. כדי להשיג יעדים אלה מפעיל בנק ישראל כמה כלים ובראשם – 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 המדיניות המוניטרית שנקטה בתקופה שהדוח עוסק בה. כן הוא סוקר את המדיניות הנחוצה – לדעת החברים בוועדה המוניטרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניטרית – כדי שהאינפלציה תימצא 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 לגבול התחתון של היעד, וההסברים מופיעים בסעיף א' להלן ("המדיניות והיעדים").

את דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2015 הכינו הכלכלנים של חטיבת המחקר, בהנחייתה של הוועדה המוניטרית בבנק ישראל. הדוח מתבסס על הנתונים שפורסמו עד ה-25.01.2016, תאריך ההחלטה על הריבית לפברואר 2016.

- המדיניות המוניטרית:** במחצית השנייה של 2015 החליטה הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית ברמה של 0.1%. גם בינואר ובפברואר, חודשים שמשתייכים למחצית הראשונה של 2016, החליטה הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית באותה רמה נמוכה. בהודעות על החלטות הריבית לנובמבר ולדצמבר – וכן בהודעות על החלטות לינואר ולפברואר – השתמשה הוועדה בהכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance) כאשר הודיעה כי המדיניות המוניטרית צפויה להיות מרחיבה למשך זמן רב גם לנוכח העלאת ריבית בארה"ב. כמו כן הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח.
- האינפלציה והציפיות לאינפלציה:** ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר 2015 ירד מדד המחירים לצרכן ב-1%. סעיף האנרגיה הוסיף לתרום את התרומה המרכזית לירידת המדד, בשל ירידות חדות במחירי הנפט בעולם. צעדי מדיניות שהממשלה נקטה, ובראשם הפחתת המע"מ וביטול אגרת הטלוויזיה, תרמו גם הם לירידת המדד. בניכוי השפעתם הישירה של מחירי האנרגיה וצעדי הממשלה עלה המדד ב-0.6%. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נותרו נמוכות מהיעד, אך הציפיות פורווד לטווחים הבינוניים והארוכים יותר נמצאו במרכז היעד או מעט מתחתיו.
- הפעילות הריאלית המקומית:** המשק שב לצמוח בקצב המתון שאפיין אותו בשנתיים האחרונות. התוצר צמח ברבעון השלישי של 2015 בקצב שנתי של 2.1%, לאחר שברבעון השני הוא דרך במקום, בין היתר מפני שהיצוא ירד על רקע גורמים בעלי אופי זמני ועל רקע הירידה בקצב הגידול של הסחר העולמי. הצריכה הפרטית השוטפת הוסיפה להוביל את צמיחת המשק. בשוק העבודה הוסיפה התעסוקה לצמוח, האבטלה נותרה נמוכה, והשכר המשיך לעלות בשיעור מתון. האינדיקטורים לסוף התקופה הנסקרת הצביעו על שיפור בפעילות המקומית וביצוא.
- שער החליפין:** במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע ביולי) השקל נשאר יציב; ביחס לדולר חל בו פיחות של כ-2%, וביחס לאירו הוא התייסף בכ-1%. מודלים שונים לשער החליפין של שיווי משקל מעידים כי רמתו של השקל הייתה מיוספת יתר על המידה.
- הסביבה העולמית:** הכלכלה העולמית המשיכה לצמוח בקצב מתון; השווקים המפותחים צמחו במתינות בשעה שבשווקים המתעוררים, ובראשם סין, חלה הרעה בקצבי הצמיחה. התפתחות זו לוותה בתנודתיות חדה בשווקים ובריזקות חדות במחירי הסחורות. אשר לארה"ב, למרות האינפלציה הנמוכה, השיפור המתמשך בשוק העבודה וההערכה שהאינפלציה צפויה לחזור ליעדה הניעו את ה-Fed להעלות בדצמבר את הריבית המוניטרית ברבע נקודת אחוז, לראשונה זה 7 שנים. אשר לאירופה, למרות צמיחה רצופה אם כי מתונה בשנה האחרונה, האינפלציה נותרה אפסית והציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים יותר עודכנו כלפי מטה, ולכן ה-ECB העמיק את ההרחבה המוניטרית. כך, לקראת סופה של התקופה הנסקרת נוצרה היפרדות של המדיניות המוניטרית בגושים המרכזיים.
- שוק הדיור:** מחירי הדירות שבו לעלות לאחר התמתנות מסוימת במחצית הקודמת. נוסף לכך זינקו בתקופה הנסקרת מספרן של העסקאות והיקף המשכנתאות החדשות, והם הגיעו לשיא. אף על פי שמאפייני הסיכון של המשכנתאות החדשות נותרו נמוכים כתוצאה מהצעדים שהפיקוח על הבנקים נקט בעבר, הגידול בחלקן של המשכנתאות ממשיך להוות את מרכיב הסיכון העיקרי באשראי של הבנקים. היקפן של התחלות הבנייה שמר על רמתו הגבוהה. קצב עלייתו של שכר הדירה נותר יציב יחסית.
- השווקים הפיננסיים:** מדדי המניות המקומיים ירדו החל מאוגוסט, בדומה למגמה בעולם, תוך גידול בתנודתיות על רקע הירידות בשוקי המניות במדינות המפותחות. בעקומי התשואות הריאלי והנומינלי נרשמו עליית תשואות בחלק הקצר וירידת תשואות בחלק הארוך. המרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות דומות נותרו יציבים במחצית החולפת.
- ההתפתחויות הפיסקליות:** תקציב הממשלה ל-2015 אושר בנובמבר. באוקטובר הפחיתה הממשלה את המע"מ בנקודת אחוז. גביית המסים הייתה גבוהה בכ-6 מיליארדי ש"ח מהתחזית שחטיבת המחקר הכינה בתחילת השנה. ההכנסות ממסים גדלו ריאלית ב-6.1% בהשוואה לאשתקד. בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות סך גביית המסים עלה ריאלית בכ-7.9%. הגירעון בפועל הסתכם ב-2.15% תוצר (במונחי תוצר בפועל), לעומת 2.75% תוצר שבתקציב (במונחי תוצר בפועל), ומשקל החוב הציבורי בתוצר ירד ל-64.9%.

- **תחזיות חטיבת המחקר:** בתחילת המחצית הציגה חטיבת המחקר תחזית אופטימית, על סמך תחזיות אופטימיות שניתנו גם בעולם: החטיבה צפתה כי האינפלציה תשוב לתחום היעד תוך 12 חודשים ועד סוף 2016 תשוב למרכזו, וכי קצב הצמיחה של התוצר יעלה. במהלך המחצית הפחיתה חטיבת המחקר את תחזיות הצמיחה ל-2015 ול-2016, בעקבות נתוני צמיחה חלשים מהצפוי ברבעון השלישי ועדכון כלפי מטה של התחזית לסחר העולמי. לפי תחזית זו, בסוף 2016 תימצא האינפלציה מעט מתחת לגבול התחתון של היעד, וריבית בנק ישראל תתחיל לעלות רק ברבעון הרביעי של 2016.

בהתאם לחוק בנק ישראל (ראו פירוט בפתח הדוח), סעיף א' בדוח זה מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים רצופים. כן הוא מתאר את המדיניות שהוועדה המוניתרית נוקטת כדי להשיב את שיעור האינפלציה לתחום היעד ומציג את הערכתה לגבי משך הזמן הנחוץ לכך. סעיף ב' מתאר את תנאי הרקע ואת השפעתם על מדיניות הריבית¹.

א. המדיניות והיעדים

במחצית השנייה של 2015 הותירה הוועדה המוניתרית את הריבית ברמתה הנמוכה – 0.1%. במחצית זו השתמשה הוועדה לראשונה בצעד של הכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance), ותקשרה לציבור במפורש כי היא מעריכה שהמדיניות המוניתרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב גם לנוכח העלאת הריבית בארה"ב. היא החלה בכך בהודעת הריבית לנובמבר 2015 ועשתה זאת גם בדצמבר, וכן בינואר ובפברואר של 2016. במהלך התקופה הנסקרת הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח. מדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים שמסתיימים בדצמבר ירד ב-1%, כלומר התפתחה אינפלציה נמוכה משמעותית מתחום היעד של יציבות המחירים (1%—3% לשנה). כמה גורמים הובילו לכך שהאינפלציה סטתה מתחום היעד במחצית הנסקרת, ובראשם ירידות במחירי הסחורות, במיוחד במחירי הנפט. מחירי הנפט העולמיים הוסיפו לרדת במחצית הנסקרת, לרוב בחדות מפתיעה, ושיעור הירידה הגיע לכ-50%; זהו המשך לירידה הדרמטית שהחלה באמצע 2014 ושיעורה המצטבר מגיע ל-70%. לפי ההערכות, הירידה במחירי האנרגיה תרמה למדד ב-2015 ירידה של כ-1% במישורין, 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 במטרה להפחית את יוקר המחיה, לרבות החלטות להפחית את המע"מ ולבטל את אגרת הטלוויזיה. לאלה נוספה ההוזלה החד-פעמית במחירי המים בתחילת השנה. ההחלטות המנהליות תרמו במצטבר לירידה של 0.6% במדד. בניכוי השפעות חד-פעמיות אלה, ובניכוי ההשפעה הישירה של הירידה במחירי האנרגיה, עלה המדד השנה ב-0.6% – עדיין נמוך במקצת מהגבול התחתון של יעד האינפלציה.

הוועדה סברה כי הירידה שחלה באינפלציה במהלך התקופה נבעה מהגורמים שנסקרו לעיל – כלומר מהירידה הדרמטית במחירי הסחורות, בראשם הנפט, ומהחלטות המנהליות של הממשלה – ולא מרפיון בביקושים המקומיים. ההערכות שהתגבשו בתחילת התקופה הנסקרת – הערכות שהתבססו על התחזית שהכינה חטיבת המחקר ועל הציפיות משוק ההון – צפו כי האינפלציה ב-12 החודשים הבאים תעלה אל מעל

¹ מאז אוקטובר 2015 הוועדה המוניתרית פועלת בהרכב חסר ומונה ארבעה חברים.

הגבול התחתון של טווח היעד במהלך 2016 ובסוף השנה תגיע למרכזו. הערכות אלה התבססו על הצפי שמחירי הנפט יתייצבו ברמה שהגיעו אליה באמצע 2015, לאחר העלייה שניכרה בהם ברבעון שקדם להכנת התחזית של חטיבת המחקר, אולם צפי זה לא התממש. המשך הירידה במחירי הנפט הפתיע את השווקים בישראל כפי שהפתיע את השווקים בעולם. ירידות אלו השפיעו על המשקיים המפותחים והביאו לכך שקצב האינפלציה ירד לרמות קרובות לאפס ולכך שחלה ירידה בציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים. ההערכות בתחילת התקופה כללו גם את התחזית שיחול שיפור בצמיחת הפעילות הכלכלית בישראל, על יסוד העובדה שגופים בין-לאומיים צפו כי שיפור דומה יחול גם בעולם. במהלך התקופה צמח התוצר בקצב נמוך מהחזוי בשל צמיחה אטית מהצפוי בכלכלה העולמית, תוך המשך הגידול בצריכה השוטפת. גידול זה קיבל תמיכה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, והיא התבטאה גם בחוסן בשוק העבודה ובעלייה בשכר.

אף כי הציפיות לאינפלציה הוסיפו לסטות מתחום היעד, הוועדה סברה כי בתקופה הנסקרת לא הבשילו התנאים לשימוש בכלים בלתי קונוונציונליים, כמו רכישות אג"ח או ריבית מוניטרית שלילית, שכן כלים כאלו מופעלים בנסיבות בלתי שגרתיות. 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. בדיוני הריבית לחודש נובמבר, וכן בדיוני הריבית לחודשים הבאים, החליטה הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית ללא שינוי, והסתייעה גם בהכוונת הציפיות על ידי כך שתקשרה לציבור כי היא מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה במשך זמן רב.

הוועדה סבורה כי המדיניות המוניטרית שהיא נוקטת – היינו ריבית נמוכה ביותר לאורך זמן ורכישות מט"ח – תתרום לחזרת האינפלציה לתחום היעד במחצית הראשונה של 2017, לאחר שיתפוגגו השפעותיהן החד-פעמיות של הפחתות המחירים שנערכו ביוזמת הממשלה, לרבות הצעדים בינואר ובפברואר 2016, ובהנחה שמחירי הנפט ושאר הסחורות יתייצבו. זאת ועוד, בשנה האחרונה נרשמה האצה בקצב עלייתו של השכר הנומינלי במגזר העסקי, וזו צפויה לתמוך בחזרת האינפלציה ליעד. לבסוף, הציפיות האינפלציוניות לטווחים הבינוניים והארוכים מעידות כי גם בשווקים הפיננסיים שוררת הערכה שלאורך זמן המדיניות המוניטרית תוביל להשגת יעד האינפלציה. בהקשר זה חשוב לציין כי על פי חוק, המדיניות המוניטרית צופה פני עתיד ואינה פועלת לקיזוז ירידות מחירים שכבר התרחשו.

חברי הוועדה העריכו 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 לדיר: הדבר מעורר חשש שכאשר הריבית

תעלה בסופו של דבר, חלק מהלווים יתקשו להחזיר את רכיב המשכנתה שניטל בריבית משנתה. 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.

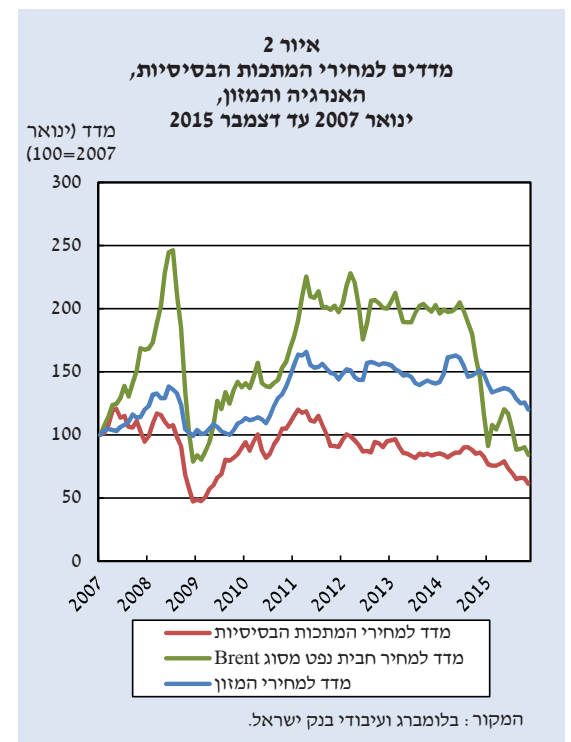
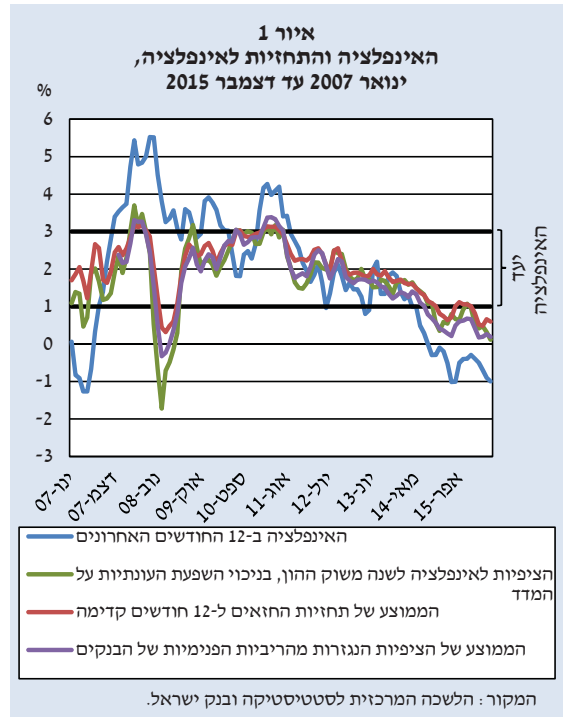
כמה שיקולים הובילו בתקופה הנסקרת להחלטות להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה: (1) סביבת האינפלציה נמוכה: האינפלציה השנתית בפועל נמצאה ברמה שלילית לאורך כל התקופה הנסקרת. הדבר נבע בעיקר מגורמי היצע עולמיים – המשך הירידות במחירי הסחורות, ובפרט הנפט – ומגורמים מקומיים מנהליים כדוגמת ההפחתה במע"מ. בניכוי סעיף האנרגיה והשפעת הצעדים המנהליים, האינפלציה נמצאה מעט מתחת לגבול התחתון של טווח היעד. הציפיות לטווח הקצר נמוכות ומושפעות מהפחתות מנהליות שעדיין לא נכנסו לתוקף ומהמשך הירידות במחירי הסחורות. הציפיות האינפלציוניות פורווד לטווחים בינוניים (4–7 שנים) וארוכים (8–10 שנים) קרובות לאמצע היעד. **(2) התוצר צמח בקצב מתון:** התוצר המשיך לצמוח בקצב המתון המאפיין אותו בשנתיים האחרונות ונובע בעיקר מהאטה בביקושים ליצוא ומירידה בהשקעות (לוח 1). הצריכה הפרטית, שקיבלה תמיכה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה, המשיכה להוביל את צמיחת התוצר ותמכה בשיפור בשוק העבודה: שיעור התעסוקה נותר גבוה ונצפתה עלייה בשכר הריאלי. **(3) מרבית המשקים המובילים המשיכו לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה, אך לקראת סוף התקופה הנסקרת התפתחו ציפיות להיפרדות של המדיניות המוניטרית בגושים המרכזיים:** ה-ECB הוסיף לנקוט הרחבה מוניטרית, הריבית במשקים המובילים נותרה נמוכה, ומדינות נוספות הפחיתו את הריביות. לקראת סוף התקופה הנסקרת גברו ההערכות שה-Fed יעלה את הריבית בדצמבר, ואלה התממשו בישיבה שה-Fed קיים באמצע דצמבר. **(4) רמתו של שער החליפין וההתמתנות בפעילות העולמית העיבו על היצוא:** שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייצב בתקופה הנסקרת ברמה נמוכה. כמו כן, הצמיחה העולמית נותרה מתונה, בעיקר בגלל האטה בקצבי הצמיחה של השווקים המתעוררים והמתפתחים. כמשק קטן ופתוח ישראל מושפעת במידה רבה מהתפתחויות אלו, והן המשיכו להעיב על היצוא. **(5) שוק הדיור הוסיף להציג רמת פעילות גבוהה:** חלה עלייה במחירי הדירות ובהיקף המשכנתאות. אולם במקביל נרשמה עלייה גם במלאי הדירות למכירה ובהתחלות הבנייה.

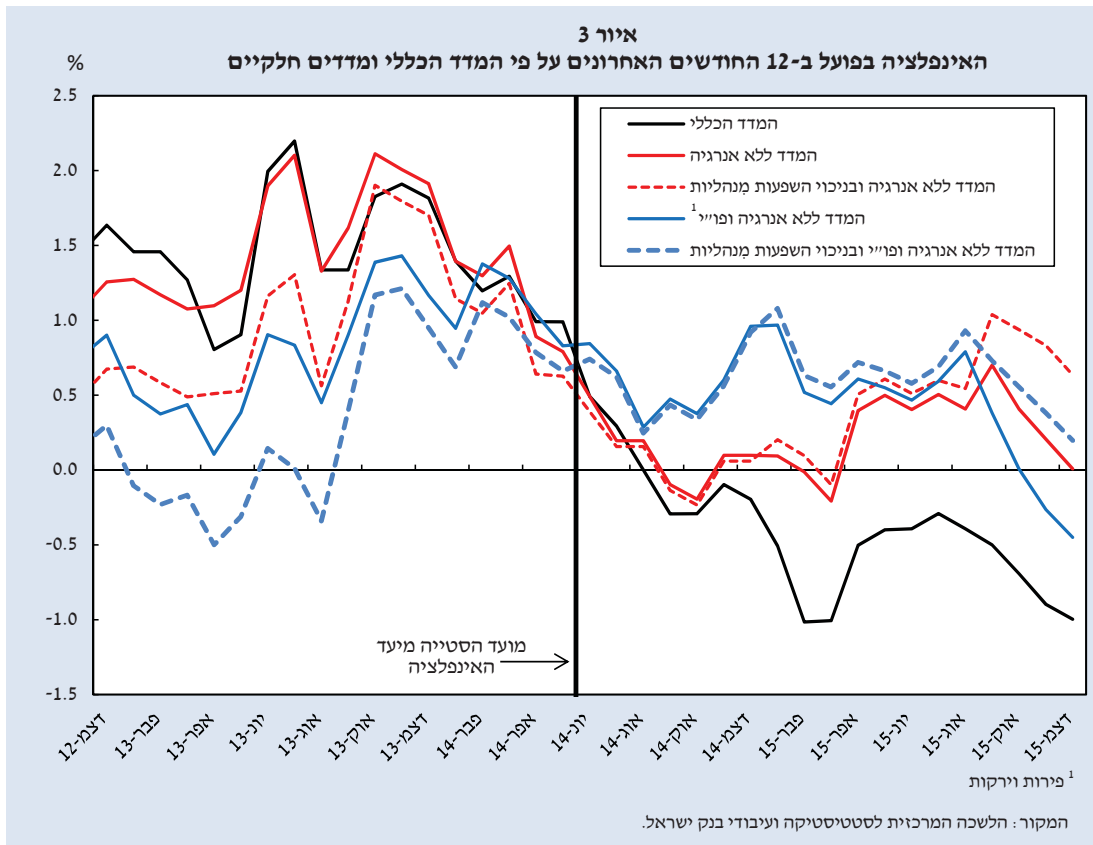
חברי הוועדה מעריכים כי מדיניות מוניטרית מרחיבה למשך זמן רב, לצד הכוחות הכלכליים – בעיקר המשך הצמיחה במשק, שיעור האבטלה הנמוך ועליית השכר – יפעלו להחזרת האינפלציה לתחום היעד במחצית הראשונה של 2017. זאת בהנחה שלא תחול הרעה נוספת בכלכלה העולמית ומחירי הסחורות יישארו יציבים.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית²

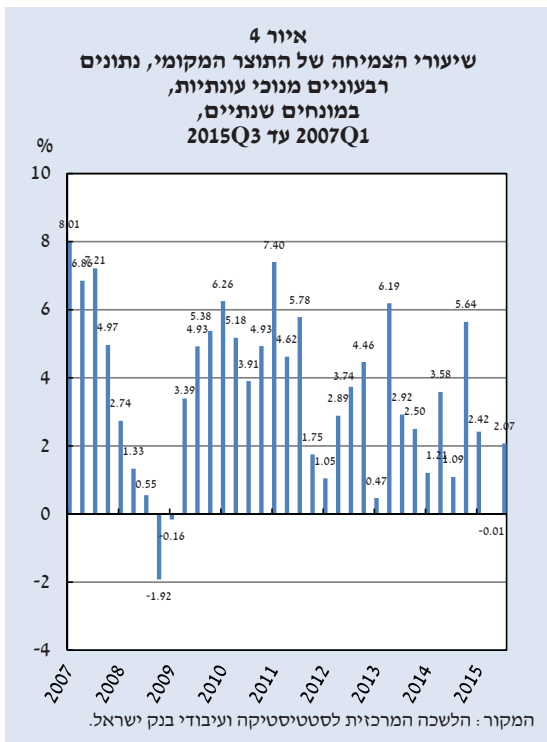
האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים הייתה שלילית במהלך כל התקופה הנסקרת, בעיקר בגלל הירידה המפתיעה-בעוצמתה במחירי הסחורות, ובפרט במחירי הנפט. לכך נוספו שינויים מבניים במשק וצעדים מנהליים שהממשלה נקטה. ברבעון הראשון של 2015 נמשכה הירידה באינפלציה, ובחודש מארס עמדה האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים על -1%. זאת בעיקר עקב גורמים בצד ההיצע, לרבות הירידה שחלה במחירי הנפט מתחילת 2014, הירידה במחירי התשומות למזון בעולם, וירידות חדות במדד המחירים לצרכן בינואר ובפברואר כתוצאה מגורמים חד-פעמיים (הפחתות בתעריפי החשמל והמים, בין היתר בעקבות המעבר לייצור בעזרת גז טבעי). אולם השינויים במדדים בין מארס ליולי היו עקביים עם יעד האינפלציה, והאינפלציה ב-12 החודשים המסתיימים ביולי עמדה על -0.3%. זאת ועוד, בתחילת התקופה הנסקרת הוצגו לוועדה ציפיות לגבי התוואי העתידי של האינפלציה – הן לפי שוק ההון והן לפי התחזית שחטיבת המחקר גיבשה ביוני – ואלה הראו כי האינפלציה ב-12 חודשים הבאים תעלה לסביבת הגבול התחתון של טווח היעד (איור 1). התחזית שחטיבת המחקר גיבשה התבססה על כמה גורמים, ובראשם ההערכה שמחיר הנפט יתייצב, לאחר שבמארס-יולי מחירו כמעט לא השתנה (מתחילת 2014 ועד ינואר 2015 ירדו מחירי הנפט בכ-55%, וזהו אחד הגורמים העיקריים שתרמו לירידות החדות באינפלציה במחצית הראשונה של 2015). להערכה זאת נוספו מיצוי השפעותיהם של הגורמים החד-פעמיים (הוזלת מחירי החשמל והמים בתחילת 2015) ועלויות השכר במשק (אלה צפויות לתמוך בביקוש המקומי). עם זאת, חברי הוועדה ציינו בתקופה זו כי נשקפים גם סיכונים לכך שהירידה באינפלציה תימשך, היות שיתכן כי מחירי הנפט ישובו לרדת ויימשך הייסוף במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. בארבעת החודשים הבאים (אוגוסט-נובמבר) נרשמה תפנית במדדים, כאשר חלק מסיכונים אלו התממשו: מחירי הסחורות שבו לרדת (איור 2), ובפרט מחירי הנפט – מיולי עד ספטמבר הם ירדו בכ-25%, ובסוף המחצית הנסקרת הם הוסיפו לרדת. לכך נוספו עוד שינויים מנהליים בלתי צפויים שהממשלה יזמה, ובפרט הפחתת המע"מ, ביטול אגרת הטלוויזיה, והוזלה נוספת במחירי החשמל. לפי ההערכות, שינויים אלה הפחיתו את המדדים בספטמבר-נובמבר בכ-0.6% במצטבר. בסיכום השנה הגיעה האינפלציה ב-12 חודשים האחרונים ל-1%. כאמור, חברי הוועדה סברו כי הירידות אינן משקפות רפיון בביקוש המקומי אלא "אינפלציה מיובאת" וגורמים חד-פעמיים (איור 3). אמנם הציפיות לאינפלציה לטווח הקצר נמוכות מתחום היעד, אך הן משקפות את הירידה החדה במחירי הנפט ואת הפחתות המחירים המנהליות שעדיין לא נכנסו לתוקף. הציפיות לטווח הבינוני-ארוך (5–10 שנים) נותרו מעוגנות במרכז היעד. ללא סעיף האנרגיה והגורמים החד-פעמיים, האינפלציה ב-12 חודשים שהסתיימו בדצמבר עמדה על 0.6%, מעט מתחת לגבול התחתון של טווח היעד.

² לוח 3 מפרט את תנאי הרקע שעמדו לרשות חברי הוועדה.



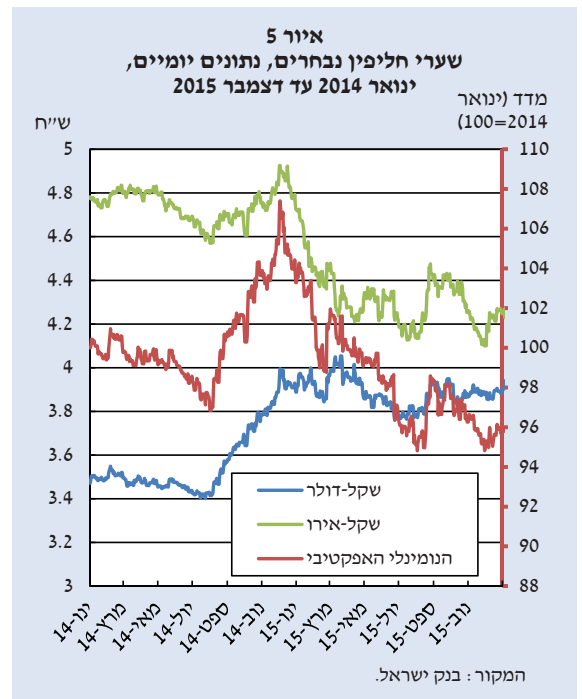


במרוצת התקופה הנסקרת הוסיף המשק לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות. היחלשות היצוא המשיכה להעיב על קצב הצמיחה של התוצר, אך הצריכה הפרטית השוטפת קיזזה זאת היות שהיא הוסיפה לתמוך בהתרחבות התוצר. ברבעון השני המשק לא צמח, אך חברי הוועדה סברו כי אין מדובר בתפנית בקצב הצמיחה. בתחילת התקופה הנסקרת הצביעו האינדיקטורים לפעילות הכלכלית על כך שבמחצית הראשונה של 2015 המשק המשיך לצמוח בקצב שאפיין אותו בשנתיים האחרונות (איור 4). האומדן השני לרבעון הראשון של 2015 עמד על 2.1%. הצריכה הפרטית המשיכה להוביל את צמיחת המשק, והאומדן השני לה עודכן כלפי מעלה מ-5.5% ל-7.5%. עם זאת, ביצוא נרשם עדכון משמעותי כלפי מטה, מצמיחה של 9.4% להתכווצות של 1.9%. הנתונים השוטפים לרבעון השני של 2015 – 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 השני. מנגד, נתוני סחר החוץ הצביעו על חולשה ביצוא, ונראה כי זו נבעה בעיקר משיבושים זמניים בענף הכימיקלים. חברי הוועדה סברו כי יתר הירידה שניכרה ביצוא במחצית הראשונה של השנה נבע בעיקר מהתכווצות בסחר העולמי. בהקשר זה הביעו חלק מחברי הוועדה דאגה מכך שהצמיחה במשק מסתמכת פחות על היצוא, ערוץ שמהווה קטר לצמיחה ולעליית הפריץ במשק קטן ופתוח. בחודש אוגוסט התפרסם האומדן הראשון לרבעון השני והוא הצביע על קיפאון בצמיחה: יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים וחברות הזנק) התכווץ ב-11.6%, והצריכה הפרטית – אפיק שהוביל את הצמיחה



במשק ברבעונים הקודמים – צמחה ב-0.9% בלבד. עם זאת, חברי הוועדה סברו כי אין מדובר בתפנית בקצב הצמיחה של התוצר אלא בחולשה זמנית. הם ציינו כי את הירידה ביצוא צריך להעריך על רקע השיבושים בענף הכימיקלים ועל רקע הירידה בביקוש העולמי, ואת הירידה בצריכה הפרטית – על רקע הגידול החריג שניכר ברבעונים הקודמים ביבוא של בני קיימא. הם ציינו כי הצריכה השוטפת המשיכה לצמוח בקצב גבוה, התעסוקה הוסיפה לצמוח, והשכר הריאלי עלה. זאת ועוד, האינדיקטורים השוטפים לרבעון השלישי הראו שהמשק ממשיך לצמוח בקצב מתון: נתוני סחר החוץ ליולי-אוגוסט הצביעו על התרחבות, והמדד המשולב ביולי-אוגוסט המשיך להצביע על התרחבות. נתונים אלה זכו בהמשך לאישוש מהאומדן הראשון לצמיחת התוצר ברבעון השלישי: זה הראה כי המשק שב לצמיחה המתונה שאפיינה אותו בשנתיים האחרונות, והצריכה הפרטית השוטפת מוסיפה לצמוח בקצב נאה – 6.4%. גם ביצוא נרשמה התאוששות, אך זאת לאחר שני רבעונים של התכווצות. החל מחודש אוקטובר חלה הרעה במצב הביטחוני, אך השפעתה על התוצר הייתה מתונה יחסית וניכרה בעיקר בתיירות הנכנסת. האינדיקטורים השוטפים לרבעון הרביעי – אלה כוללים בין היתר את המדד לאמון הצרכנים ואת סקר החברות – העידו כי נמשך השיפור המתון בקצב הצמיחה של התוצר וכי הצמיחה התבססה בעיקר על הביקוש המקומי. חברי הוועדה העריכו כי כל עוד הביקוש העולמי מפגין חולשה, זו תוסיף להעיב על התרחבות היצוא.

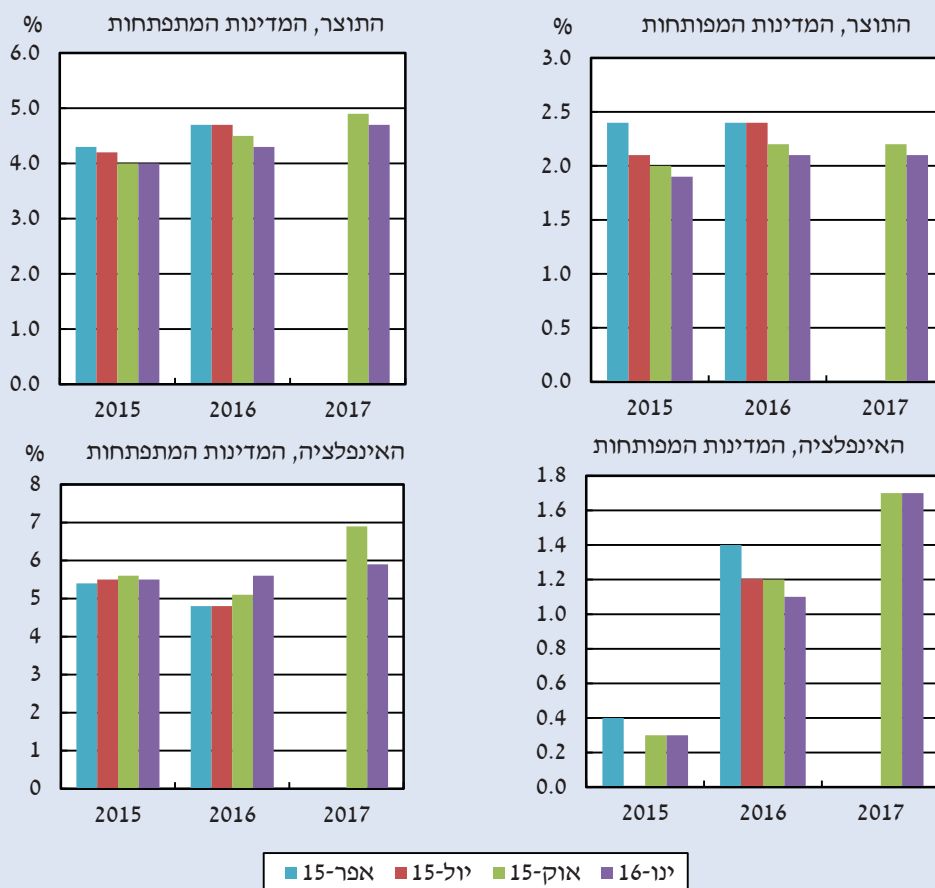
בסיכום התקופה הנסקרת שמר השקל על יציבות במונחי השער הנומינלי האפקטיבי. השלכותיו הפוטנציאליות על היצוא ועל האינפלציה נמנו עם הגורמים לכך שבנק ישראל המשיך לרכוש מט"ח. בתחילת התקופה הנסקרת התייצבו שערי החליפין של השקל מול הדולר והאירו ברמה נמוכה (איור 5). חברי ועדה העריכו, על בסיס מודלים שונים לשע"ח של שיווי משקל, כי השקל התייחסף יתר על המידה. חברי הוועדה חששו באותה עת כי הייסוף המצטבר, בעיקר מול האירו, עלול לשחוק את השיפור שנרשם ביצוא בתחילת השנה, והם ציינו כי חשש זה מתגבר לנוכח התחזיות שהסחר העולמי יוסיף לצמוח בקצב מתון, ולנוכח העובדה שכרבע מהיצוא הישראלי מופנה לגוש האירו. נוסף על כך, לייסוף השפעה ממתנת על האינפלציה, וצפוי כי הוא יוריד את האינפלציה בחודשים הבאים. בין אוגוסט לאוקטובר נרשמה תפנית בשער החליפין, לאחר שבשקל חל פחות במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי על רקע התחזקות האירו בעולם. אף על פי כן חברי הוועדה סברו כי הייסוף המצטבר שחל במחצית הקודמת עדיין נתן את אותותיו ביצוא. במרוצת החודשים הבאים התייחסף השקל במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, והשער הגיע שוב לרמה הנמוכה שהציג בתחילת התקופה הנסקרת. כדי להשלים את המדיניות המוניטרית הוסיף בנק ישראל לרכוש מט"ח, ובתקופה הנסקרת (עד דצמבר) הגיע היקף הרכישות ל-4.1 מיליארדי דולרים. כ-1.5 מיליארד מתוכם נרכש במסגרת התכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין.



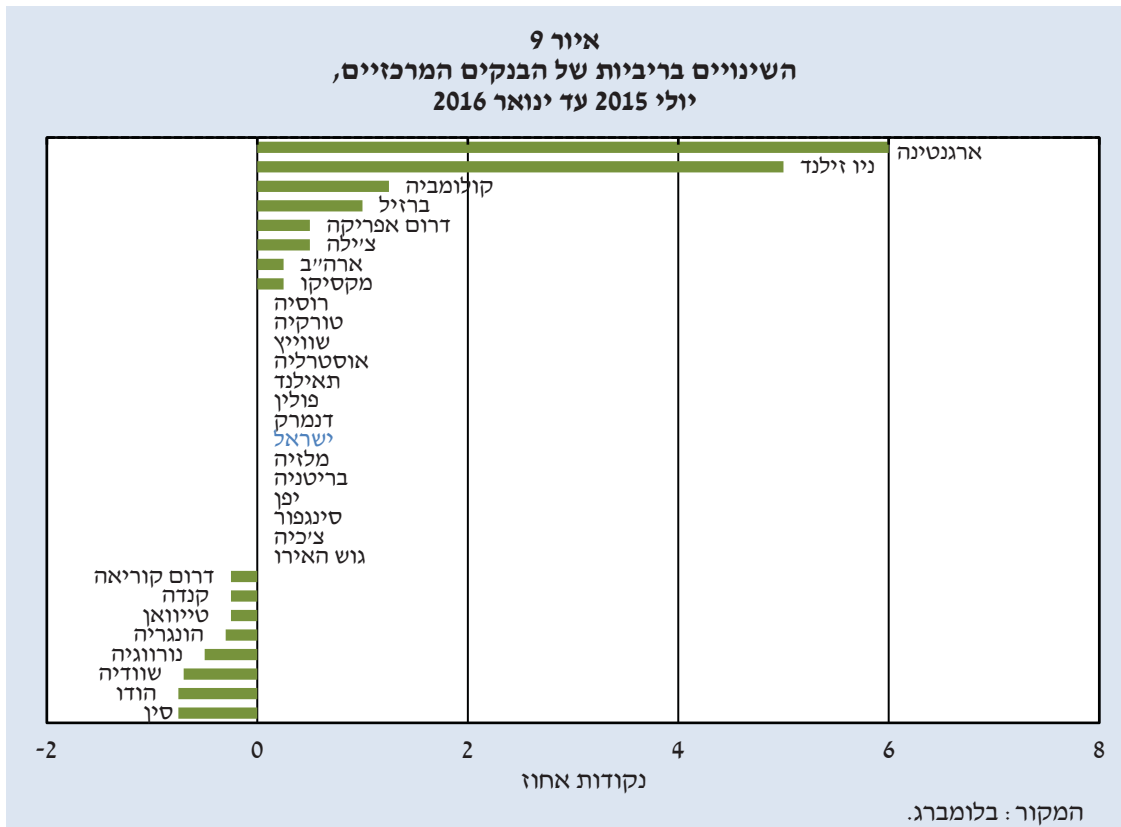
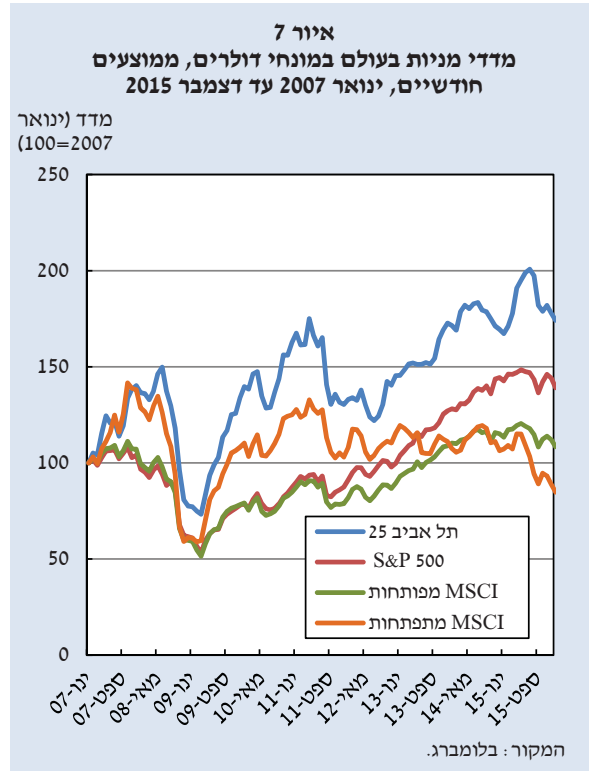
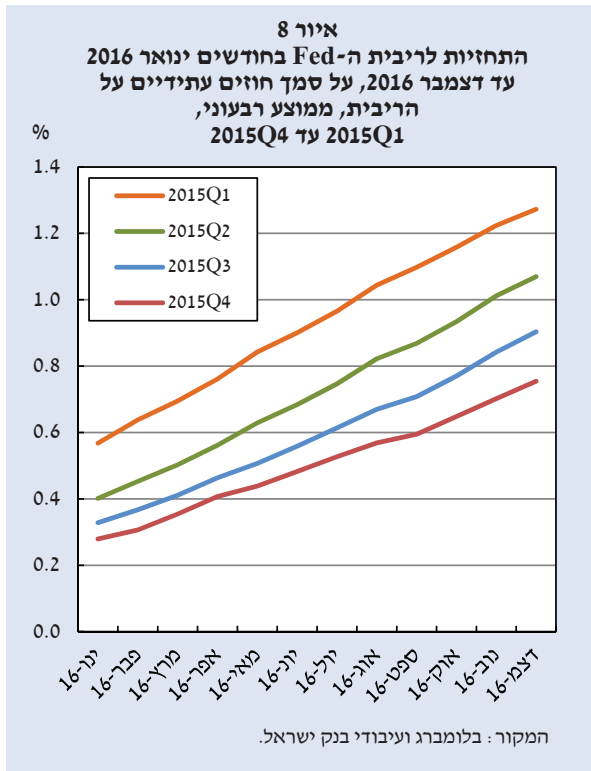
הפעילות העולמית נותרה מתונה והתחזיות לגבי הצמיחה העולמית עודכנו כלפי מטה, בעיקר בגלל המצב בשווקים המתעוררים. את תחילת התקופה הנסקרת הוסיפו לאפיין חששות מפני השפעתו של משבר החוב שפרץ ביוון במחצית הראשונה של השנה. נוסף לכך, גופים בין-לאומיים – ביניהם קרן המטבע הבין-לאומית ו-OECD – הנמיכו את תחזיות הצמיחה הן ל-2015 והן ל-2016 (איור 6). עם הגורמים לכך ניתן למנות את נתוני הצמיחה החלשים שהציגה ארה"ב ברבעון הראשון, ואת נתוני הצמיחה החלשים שהמדינות המתעוררות הציגו על רקע הירידה במחירי הסחורות. בחודש אוגוסט נרשמה תנודתיות רבה בשווקים הפיננסיים, כאשר הירידה החדה שחלה בחודשים הקודמים במחירי המניות בסין החלה לזלוג לשווקים אחרים (איור 7). חברי הוועדה ציינו כי את ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים צריך לבחון לאורך זמן, וכי אין זה ברור עדיין אם התפתחויות אלו ישפיעו על הכלכלה הריאלית, ובפרט על ישראל; על כן הם סברו שהתפתחויות אלו לא הצריכו תגובה באמצעות הריבית.

איור 6

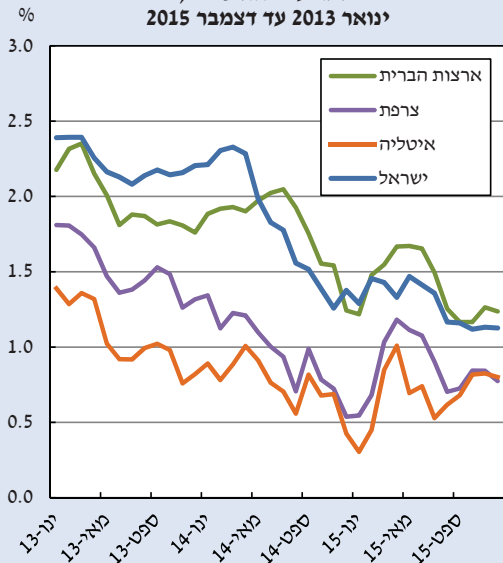
התחזית של קרן המטבע הבין-לאומית לגבי שיעורי הצמיחה והאינפלציה במדינות המפותחות והמתפתחות, 2015, 2016 ו-2017



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.



איור 10
הפער בין התשואות הנומינליות והריאליות על
אג"ח ממשלתיות ל-5 שנים, לפי מדינות,
ממוצעים חודשיים,
ינואר 2013 עד דצמבר 2015



המקור: נתוני חו"ל – בלומברג, נתוני ישראל – בנק ישראל.

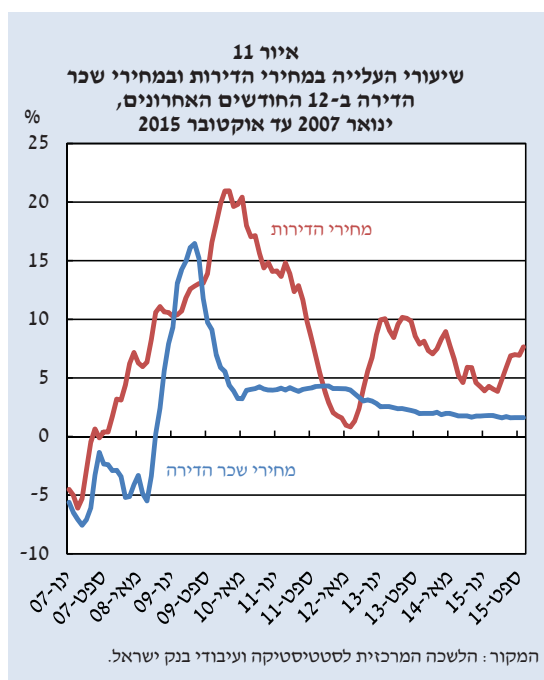
בתחילת הרבעון הרביעי העידו הנתונים השוטפים שהכלכלה העולמית מוסיפה להתאושש. בארה"ב הסתמן כי הצמיחה ברבעון השלישי תאט, וחלה ירידה משמעותית בהסתברות לכך שה-Fed יעלה השנה את הריבית (איור 8). בנקים מרכזיים אחרים הפחיתו את הריבית (איור 9) והתגבר הצפי שה-ECB ינקוט צעדי הרחבה נוספים על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה (האינפלציה בפועל וזו החזויה; איור 10). צפי זה, ועמו הירידה בחששות למשבר בסין, הובילו לעלויות במדדי המניות החשובים, לירידה בתשואות ובמרווחים, ובעיקר לירידה חדה במדדי הסיכון. לקראת סוף התקופה הנסקרת ניכר כי כלכלת ארה"ב ממשיכה בתהליך ההתאוששות. אומדני הצמיחה העידו כי היא ממשיכה לצמוח בקצב מתון ושוק העבודה מוסיף להשתפר. כתוצאה מכך עלתה ההסתברות להעלאת ריבית כבר ב-2015. תחזיות אלו התממשו באמצע דצמבר, כאשר ה-Fed העלה את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז. מנגד, ה-ECB הגביר בדצמבר את ההרחבה המוניטרית.

מרבית מדינות העולם העצימו את ההרחבה המוניטרית. לקראת סוף התקופה צפו השווקים הפיננסיים כי תתרחש היפרדות של המדינות המוניטריות בגושים המרכזיים. במהלך התקופה הנסקרת התעצמה ההרחבה המוניטרית במרבית המדינות המובילות בעולם על רקע סביבת האינפלציה הנמוכה, מצב שנבע בעיקר מהירידה במחירי הסחורות אך לא רק ממנה. אף על פי שאירופה שבה לצמוח באופן עקבי אם כי מתון, האינפלציה בפועל נותרה נמוכה בתקופה הנסקרת והציפיות לאינפלציה התעדכנו כלפי מטה (איור 10). לכן ה-ECB הפחית בתחילת דצמבר את הריבית על הפיקדונות שהבנקים מפקידים אצלו ב-10 נקודות בסיס, ל-0.3%, ונוסף לכך הוא האריך את התכנית לרכישות אג"ח לפחות עד מארס 2017. ביפן נמשכה ההרחבה הכמותית, וחלק מהמדינות שהריבית בהן עדיין לא הגיעה לרמה אפסית – ביניהן סין וקנדה – הפחיתו את הריבית. מאחר שכלכלת ארה"ב התאוששה לקראת סוף התקופה הנסקרת, הוועדה המוניטרית העריכה כי השווקים הפיננסיים צופים תהליך היפרדות של המדינות המוניטריות בגושים המרכזיים: העמקת ההרחבה הכמותית באירופה ובמשקים מובילים אחרים, ותוואי ריבית עולה בארה"ב. חברי הוועדה גם ציינו כי בשלב זה עוד קשה להעריך כיצד תהליכים מנוגדים אלו ישפיעו על השווקים בישראל.

הפעילות בשוק הדיור – מחירי הדירות והיקפי העסקאות והמשכנתאות החדשות – מוסיפה להימצא ברמה גבוהה, והיא המשיכה לשמש שיקול מרכזי נגד הרחבה מוניטרית נוספת. מאפייני הסיכון של המשכנתאות נותרו נמוכים יחסית, בעקבות הצעדים שנקט הפיקוח על הבנקים. בתחילת התקופה הנסקרת נרשמה עלייה בשיעור השינוי השנתי של מחירי הדירות, לאחר שבמחצית הקודמת מחיריהן התמתנו (מחירי הדירות עלו ב-3.4% ב-12 החודשים המסתיימים באפריל). אמנם מחירי הדירות ביולי-אוגוסט עלו במידה מתונה יחסית, 0.3%, אך הדבר לא מיתן את שיעור העלייה השנתי כי השנה האחרונה כללה את הקיפאון ששרר בשוק עקב

הציפייה ליישום "מע"מ אפס" ואת השפעתו של "צוק איתן" (איור 11). בספטמבר ואוקטובר נרשמה האצה מסוימת בקצב עליית מחירי הדירות, וב-12 החודשים המסתיימים באוקטובר עלו מחירי הדירות ב-7.6%. הפעילות הערה בשוק הדיור השתקפה גם במספר העסקאות ובהיקף המשכנתאות: מספר העסקאות הגיע לשיא בחודש יוני, וסך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים המסתיימים בדצמבר גם כן הגיע לשיא – כ-64 מיליארד ש"ח. עם זאת, חברי הוועדה העריכו כי חלק מהפעילות הגבוהה נובע מתיקון לתקופה שבה רבים נמנעו מרכישת דירות חדשות עקב המתנה לחוק "מע"מ אפס". הם ציינו כי עליית המחירים מתרחשת בד בבד עם התפתחויות שצפויות למתן את קצב עליית המחירים – העלייה במלאי הדירות למכירה ובהתחלות הבנייה, והעלייה שחלה בחצי השנה האחרונה בתשואות ארוכות הטווח.

התחזיות שחטיבת המחקר הציגה לוועדה השתנו במרוצת התקופה הנסקרת במידה משמעותית על רקע שינויים בסביבה העולמית. בתחזית שחטיבת המחקר הציגה בסוף יוני היא העריכה כי האינפלציה תשוב אל מעל הגבול התחתון של היעד כבר בסוף הרבעון השני של 2016, וריבית בנק ישראל תעלה בהדרגה ב-2016. בתחזית שהחטיבה הציגה בסוף ספטמבר היא עדכנה כלפי מטה את שיעורי הצמיחה ל-2015 ול-2016, בעקבות הירידה בביקוש העולמי, התפתחות שצפויה להעיב על היצוא, ובעקבות פרסום של אומדני צמיחה חלשים מהצפוי לרבעון השני של 2015. בתחזית זו העריכה חטיבת המחקר כי האינפלציה תשוב אל מעל הגבול התחתון של היעד רק בסוף 2016, על רקע הצעדים המנהליים החד-פעמיים שנקטה הממשלה והמשך הירידה במחירי הנפט. התחזית עדכנה כלפי מטה את תוואי הריבית של בנק ישראל: היא צפתה כי הריבית תחל לעלות רק ברבעון השני של 2016 ובסופה תעמוד על 0.5% (לעומת 1.25% בתחזית שניתנה ביוני). התחזית מסוף דצמבר שוב עדכנה כלפי מטה את הצפי לגבי צמיחת המשק ב-2015 וב-2016. העדכון ל-2015 נבע מנתוני צמיחה חלשים מהצפוי ברבעון השלישי, והעדכון ל-2016 נבע בעיקר מכך שהתחזיות לצמיחת הסחר העולמי המשיכו להתעדכן כלפי מטה. תחזית זו צפתה כי האינפלציה תימצא קצת מתחת לגבול התחתון של היעד רק בסוף 2016, על רקע המשך הירידה במחירי הנפט, ותחזור לתחום היעד בתחילת 2017. לפי התחזית, ריבית בנק ישראל תתחיל לעלות רק בסוף הרבעון הרביעי של 2016 (לוח 2).



לוחות

לוח 1

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2015Q3	2015Q2	2015Q1	2014Q4	2014Q3	2014Q2	2015	2014	2013	
2.1	0.0	2.4	5.6	1.1	3.6	2.3	2.6	3.3	התוצר המקומי הגולמי
2.5	-1.1	2.2	7.7	-1.4	3.4	2.1	2.3	3.4	התוצר של המגזר העסקי
-3.1	-7.6	6.2	0.5	12.5	0.4	1.9	3.3	-2.0	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות ומטוסים ויהלומים
2.5	0.9	5.9	7.7	5.8	6.6	4.5	3.7	3.9	הצריכה הפרטית
5.0	2.9	7.3	7.2	3.8	5.3	4.9	3.2	3.7	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
1.2	-1.3	0.1	1.9	7.5	6.3	2.8	3.3	4.0	הצריכה הציבורית
3.5	1.2	0.2	1.0	6.7	6.2	3.4	2.9	3.8	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-17.2	1.2	18.4	-1.3	0.9	-4.4	0.6	1.0	1.7	ההשקעה המקומית הגולמית
0.6	-3.7	-7.7	10.0	-7.5	0.2	-1.5	-2.0	3.6	מזה: בנכסים קבועים
7.6	-10.9	-5.1	5.5	-2.9	1.6	-1.2	2.6	-0.6	היצוא ללא יהלומים
9.1	-11.3	-4.2	3.4	-1.9	-1.0	-1.3	4.9	-1.8	מזה: היצוא ללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 2

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה¹

(אחוזים)

חטיבת המחקר של בנק ישראל ²	שוק ההון ³	החזאים הפרטיים ⁴	
0.6	0.1	0.5	האינפלציה (טווח התחזיות)
0.3	0.2	0.2	הריבית (טווח התחזיות)

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

² התחזית מה-28/12/2015.

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

⁴ התחזיות נערכו בחודש דצמבר, לאחר פרסום המדד באמצע החודש.

המקור: בנק ישראל.

לוח 3

החשבונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית

החלטה לחודש	יולי	אוגוסט	ספטמבר	אוקטובר	נובמבר	דצמבר	
	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0	2.0	2015Q1
התוצר			0.3	0.1	0.1	0.2	2015Q2
						2.5	2015Q3
	2.6	2.6	1.5	1.4	1.6	1.6	2015Q1
התוצר העסקי			-1.0	-1.2	-1.3	-0.9	2015Q2
						2.7	2015Q3
	7.5	7.9	5.5	5.8	6.1	5.7	2015Q1
הצריכה הפרטית השוטפת			0.9	0.6	1.0	1.5	2015Q2
						2.4	2015Q3
	-6.5	-6.5	-8.0	-8.5	-7.5	-7.9	2015Q1
ההשקעה בנכסים קבועים			-3.8	-3.4	-4.1	-3.1	2015Q2
						0.7	2015Q3
	-1.9	-2.1	-8.1	-8.1	-7.0	-4.7	2015Q1
היצוא ללא יהלומים והזנק			-11.6	-11.9	-12.2	-11.4	2015Q2
						9.7	2015Q3
	14.0	14.0	4.5	5.1	5.8	6.4	2015Q1
היבוא האזרחי ללא אניות, מטוסים ויהלומים			-7.8	-7.5	-6.9	-7.0	2015Q2
						1.3	2015Q3

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוחות נספח

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים (שיעורי השינוי)

דצמבר 2015	נובמבר 2015	אוקטובר 2015	ספטמבר 2015	אוגוסט 2015	יולי 2015	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.12	0.13	0.09	0.08	0.10	0.10	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
0.15	0.13	0.09	0.08	0.10	0.12	תשואת מק"מ לשנה
1.17	1.12	1.01	1.16	1.15	1.23	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.33	3.33	3.26	3.44	3.38	3.56	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
0.06	-0.18	-0.38	-0.33	-0.43	-0.83	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.05	-0.03	-0.20	-0.05	-0.12	-0.21	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.68	0.65	0.56	0.72	0.68	0.79	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
1.32	1.30	1.33	1.35	1.20	1.25	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות צמודות לאג"ח קונצרניות צמודות בדירוג AAA-AA (נקודות אחוז) ¹
6.5	5.7	5.6	5.8	5.6	5.6	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות צמודות לאג"ח קונצרניות צמודות לא-מדורגות, ללא נדל"ן (נקודות אחוז) ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
0.3	-0.5	4.6	-7.4	-4.9	6.8	מדד המניות הכללי
-2.0	-0.8	5.5	-5.5	-7.8	3.9	מדד ת"א 25
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
0.6	0.3	-1.4	-0.2	3.9	0.4	השקל מול הדולר
3.6	-3.6	-3.4	0.0	6.4	-2.0	השקל מול האירו
1.0	-1.5	-1.5	-0.6	3.3	-1.3	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
מדדי הסיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
9.6	9.7	10.5	11.2	10.1	9.6	סטיית התקן הגלומה
4.4	3.7	4.7	5.3	4.4	3.7	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
4.2	3.7	4.6	5.3	4.2	3.5	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 2015	נובמבר 2015	אוקטובר 2015	ספטמבר 2015	אוגוסט 2015	יולי 2015	
						סביבת האינפלציה (אחוזים)
-0.1	-0.4	0.1	-0.4	-0.2	0.2	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
-0.1	-0.2	-0.1	-0.5	0.0	0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
-1.0	-0.9	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.1	0.3	0.5	0.4	0.5	1.0	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.6	0.7	0.5	0.5	0.8	1.0	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
						הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים¹
1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.5	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
1.8	1.7	1.9	1.7	1.8	1.7	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	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
0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.83	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-0.28	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.05	0.05	0.05	0.05	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 בריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	ריבית התלבור - פורוורד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	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.