



בנק ישראל

# דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2012

אב התשע"ב - אוגוסט 2012

37

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי : 601681

נדפס בדפוס סקורפיו, ירושלים

## התוכן

	תקציר
5	
7	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
13	ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל
16	ג. התפתחות שער החליפין
16	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
19	ה. המדיניות הפיסקלית
19	ו. האינפלציה והציפיות לאינפלציה
	תיבה 1: השפעת השינויים במחירי המזון ובמחירי האנרגיה העולמיים על מדד
23	המחירים לצרכן
27	2. המדיניות המוניטרית

דוח המדיניות המונית למחצית הראשונה של שנת 2012 הוכן ע"י כלכלני חטיבת המחקר בהנחיית הוועדה המונית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המונית.

סעיף 55 (א) של חוק בנק ישראל התשי"ע (2010) מסדיר את פרסומו של דוח זה המוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת, פעמיים בשנה. הדוח כולל סקירה בדבר ההתפתחויות בתחום יציבות המחירים וההתפתחויות במשק בתקופה שלגביה מוגש הדוח, ובדבר המדיניות הנדרשת, לדעת הוועדה, לשם שמירה על המחירים בתחום שקבעה הממשלה ולהשגת המטרות האחרות של המדיניות הכלכלית של הממשלה.

- המדיניות המוניתרית:** מתחילת 2012 עד סוף יוני (התקופה הנסקרת בדוח זה), החליטה הוועדה המוניתרית של בנק ישראל להפחית את הריבית פעם אחת – לחודש פברואר – ב-0.25 נקודת אחוז לרמה של 2.5 אחוזים, והותירה אותה ברמה זו עד תום התקופה הנסקרת. בתום התקופה הנסקרת החליטה הוועדה להוריד את הריבית לחודש יולי ב-0.25 אחוזים ולהותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי, ברמה של 2.25 אחוזים. המדיניות המוניתרית נקבעה כדי לחזק את יכולתו של המשק להתמודד עם העמקת ההאטה במשק העולמי ועם השפעותיה השליליות האפשריות על כלכלת ישראל. קביעת המדיניות במהלך התקופה הנסקרת לוותה באי-ודאות גבוהה לגבי התפתחות התוצר, שכן האינדיקטורים לפעילות היו מעורבים: חלקם הצביעו על המשך האטה בצמיחת התוצר, חלקם הצביעו על יציבות ואף על האצה מסוימת.
- האינפלציה:** במחצית הנסקרת עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.0 אחוזים מתחילת השנה. מגמת הירידה בשיעור השנתי של עליית המדד, שהחלה ביולי 2011, נמשכה גם במחצית הנסקרת. בסוף המחצית הנסקרת עמד שיעור זה על 1.0 אחוזים בלבד, בגבול התחתון של טווח יעד האינפלציה. בניכוי רכיבי הדיור והאנרגיה, ירד המדד בשנים עשר החודשים האחרונים ב-0.6 אחוזים. בציפיות לאינפלציה לשנה נרשמה עלייה במהלך הרביע הראשון, לרמה של כ-2.5 אחוזים, ובמהלך הרביע השני ירדו ציפיות אלה והגיעו לסביבת המרכז של טווח יעד האינפלציה.
- הפעילות הריאלית המקומית:** קצב הצמיחה של המשק הואט בתקופה הנסקרת לרמה של כ-3 אחוזים. ההאטה בקצב הצמיחה של המשק המקומי, שהחלה ברביע השני אשתקד, נמשכה במחצית הנסקרת. הצריכה, היצוא וההשקעה בנכסים קבועים עלו במתינות, ואילו היבוא גדל בשיעור חד. במהלך התקופה הנסקרת עלה מעט שיעור האבטלה, במקביל לעלייה בשיעורי התעסוקה וההשתתפות, אולם שיעור האבטלה עדיין נמוך יחסית לעבר.
- הסביבה העולמית:** רמת הפעילות בגוש האירו נותרה ללא שינוי ברביע הראשון של השנה ונראה שהיא התכווצה ברביע השני, בד בבד עם התגברות משבר החוב במספר מדינות בגוש זה ועם התגברות החשש, שמא מדינה אחת או יותר תפרוש ממנו. במשקים המתעוררים העיקריים התעצמה ההאטה בקצב צמיחת התוצר. בארצות הברית נמשכה הצמיחה המתונה ברביע הראשון, אולם ברביע השני ניכרה שוב היחלשות בפעילות. הבנקים המרכזיים הגבירו את המדיניות המרחיבה, תוך שמירה על ריביות נמוכות והזרמת נזילות לשווקים באירופה.
- שער החליפין:** השקל התחזק מול האירו ונחלש מול הדולר, אולם נשאר יציב ביחס לשער החליפין הנומינלי-אפקטיבי, תוך פחות קל בערכו לקראת סוף התקופה הנסקרת, פחות שנמשך והתעצם גם אחריה. היציבות היחסית בשער החליפין הנומינלי-אפקטיבי של השקל במהלך המחצית הנסקרת נובעת מכוחות שפעלו בשני כיוונים: מצד אחד, הגירעון בחשבון השוטף והירידה בפערי הריבית לעומת חוץ לארץ, לאחר הפחתת הריבית לחודש פברואר, גורמים התומכים בפחות; ומצד שני - המצב הטוב של המשק הישראלי יחסית לעולם, גורם התומך בייסוף.
- השווקים הפיננסיים:** מדדי המניות בישראל ירדו במחצית הנסקרת גם לעומת מדדי המניות המובילים בעולם, במקביל להמשך הירידה במחזורי המסחר. התשואות לפדיון באג"ח הממשלתי, השקלי והצמוד, פחתו במהלך המחצית הנסקרת, בדומה למגמה בעולם. לעומת זאת עלו פערי התשואות של אג"ח החברות לעומת האג"ח הממשלתי, בשל השפעה ניכרת של העלייה בתשואות האג"ח של מספר קבוצות עסקיות גדולות במשק. האחזקות הפיננסיות של הזרים המשיכו להצטמצם במחצית הנסקרת, בעיקר באג"ח הממשלתיות ובמק"ם. סך האשראי למגזר העסקי עלה ב-3.1 אחוזים במחצית הנסקרת (עד מאי, במונחים שנתיים), לאחר שעלה ב-3.2 אחוזים בשנת 2011. נמשכה היציבות ביחס בין האשראי העסקי לתוצר העסקי.
- מחירי הדירות:** קצב העלייה של מחירי הדירות הוסיף להתמתן במחצית הנסקרת, מגמה שנמשכת מאז תחילת 2010, והגיע לקצב שנתי של 2.1 אחוזים באפריל. עם זאת נבלמה במחצית הנסקרת הירידה במחירי הדירות, שנרשמה במחצית הקודמת. התעוררות מסוימת נרשמה בפעילות בשוק הדיור במהלך המחצית הנסקרת, והיא

השתקפה בעלייה בהיקף המשכנתאות ובמספר העסקאות. זאת ועוד: רמתן של התחלות הבנייה, אף שירדה בשנה האחרונה, עדיין גבוהה והיא משפיעה בכיוון הורדת מחירי הדירות.

- **התחזית<sup>1</sup>:** על פי תחזית הצוות שנערכה בסוף יוני 2012, חטיבת המחקר מעריכה כי שיעור האינפלציה בארבעה הרבעים הבאים יגיע ל-2.4 אחוזים, מעט מעל אמצע התחום של יעד האינפלציה ונמוך מעט מהתחזית הקודמת, שעמדה על 2.6 אחוזים. שיעור הצמיחה של התוצר ב-2012 צפוי להסתכם ב-3.1 אחוזים – בהמשך לקצב הצמיחה המתון במחצית השנייה של 2011, וללא שינוי מהתחזית הקודמת. על פי אותה תחזית, ריבית בנק ישראל צפויה להיוותר, ברמה של 2.25 אחוזים עד סוף 2013, על רקע המשך ההאטה הצפוי בפעילות הריאלית וסביבת האינפלציה הצפויה בשנה הקרובה. תוואי הריבית הצפוי נמוך מהתחזית הקודמת, שהעריכה אי-שינוי בריבית ברמה של 2.5 אחוזים. הסיכון העיקרי לפעילות הריאלית בישראל נובע מהאפשרות שיתרחש משבר פיננסי באירופה, אשר יביא לידי חרפת המיתון שם. במהלך חודש יולי 2012, לאחר התקופה הנסקרת, נוספו אינדיקטורים (ועדכונים) המחזקים את ההערכה בדבר האטה בפועל וצפויה של הפעילות הכלכלית. אם אינדיקטורים אלה יתמידו, ניתן להניח שחטיבת המחקר, בתחזיתה הבאה (שתיערך בסוף ספטמבר 2012), תעדכן כלפי מטה את נתוני האינפלציה והצמיחה לשנת 2013.

---

<sup>1</sup> התחזית האחרונה בתקופה הנסקרת, אשר הוצגה בתמצית ב-25.6.2012 בעת פרסום החלטת הריבית לחודש יולי 2012. התחזיות שעמדו בפני הוועדה במהלך התקופה הנסקרת יידונו בהמשך.

## הרקע והאינפלציה

### הגורמים ברקע ההחלטות על צעדי המדיניות המוניטרית<sup>2</sup>

לשם גיבוש המדיניות המוניטרית, עוקבת הוועדה המוניטרית בבנק ישראל אחר ההתפתחויות בסביבה העולמית, באינפלציה ובפעילות הריאלית והפיננסית בארץ. הוועדה בוחנת באופן שוטף את הכוחות הפועלים בשווקים ואת השלכותיהם הצפויות על האינפלציה, וכך קובעת את רמת הריבית המתאימה להשגת יעד האינפלציה בתוך שנה עד שנתיים; זאת תוך עידוד התעסוקה והצמיחה, שמירה על היציבות בשווקים הפיננסיים וצמצום הפערים החברתיים.

המדיניות המוניטרית במחצית הראשונה של שנת 2012 הותוותה על רקע מספר התפתחויות בולטות: החמרה בתנאי הרקע העולמיים – בעיקר התמשכות משבר החוב באירופה, שהחריף באוגוסט 2011; המשך ההאטה בקצב צמיחת התוצר, שהחלה ברביע השני ב-2011; התמתנות בקצב האינפלציה השנתי מאז יולי 2011; עליית הציפיות לאינפלציה ברביע הראשון של 2012 בגבולות טווח יעד האינפלציה, וירידתם לסביבת מרכז הטווח במהלך הרביע השני. במחצית הנסקרת הפחית בנק ישראל את שיעור הריבית לחודש פברואר ב-0.25 נקודת אחוז, בהמשך להפחתות מצטברות של 0.5 אחוזים במהלך המחצית השנייה של 2011, ולאחר מכן שמר על הריבית ברמה קבועה של 2.5 אחוזים. כמו כן הפחית בנק ישראל את הריבית לחודש יולי (לאחר התקופה הנסקרת) ב-0.25 נקודת אחוז נוספת, והותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי ברמה של 2.25 אחוזים. מדיניות הריבית התבססה על התפתחויות כלכליות בעולם ובישראל במחצית הנסקרת, שעיקרן:

- (1) התמתנות בפעילות הריאלית בעולם, הן בשווקים המפותחים הן בשווקים המתעוררים, ובסחר העולמי.
- (2) המשך המשבר באירופה והחשש להחמרתו.
- (3) אי-ודאות לגבי התפתחות קצב צמיחת התוצר בישראל, לאחר האטה משמעותית במחצית השנייה של 2011.
- (4) ירידת האינפלציה בפועל בישראל וירידת הציפיות ברביע השני לקרבת המרכז של טווח היעד.
- (5) המשך השמירה על רמת ריביות נמוכה של בנקים מרכזיים בעולם והצפי להישאר ברמה זו, והמשך הפעלת תכניות של הקלה כמותית בידי חלק מבנקים אלה.
- (6) עלייה במחירי הדיור (שכר דירה) והאנרגיה.
- (7) ירידה במחירי הסחורות ובאינפלציה במדינות מרכזיות בעולם.
- (8) גידול בגירעון התקציבי בשנת 2012 וצפי לקושי בהתאמה פיסקלית גם ב-2013.

<sup>2</sup> חוק בנק ישראל (2010) מגדיר את מטרת הבנק: שמירה על יציבות מחירים כיעד מרכזי, תמיכה ביציבות של המערכת הפיננסית וכן תמיכה במטרות אחרות של הממשלה, במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים, בתנאי שלא תהיה פגיעה ביציבות המחירים לאורך זמן. יציבות המחירים מוגדרת כשיעור אינפלציה בתחום של 1%-3% בתוך אחוזים בתקופה של עד שנתיים.

להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות במשק העולמי ובמשק המקומי, שעמדו בבסיס החלטות הוועדה המוניתרית בבנק ישראל על המדיניות המוניתרית.

## א. הסביבה העולמית

### (1) הפעילות הריאלית<sup>3</sup>

במהלך המחצית הנסקרת נותרה רמת הפעילות הריאלית באירופה ללא שינוי; במשקים המתעוררים התעצמה ההאטה בצמיחה, ואילו בארצות הברית ניכרה התאוששות מסוימת בפעילות ברביע הראשון, התאוששות שדעכה ברביע השני (איור 1). נטל החוב של מספר מדינות בגוש האירו, ובראשן יוון, ספרד ואיטליה, המאיים על שלמות הגוש, היה המעצור העיקרי להגדלת הצמיחה באירופה; זאת על רקע המדיניות הפיסקלית המרסנת, אשר נועדה להקטין את החוב אך פגעה בצמיחה. נוסף על כך הקשתה התייקרות מחירי הסחורות והנפט (איור 2), ברביע הראשון של 2012, על עליית קצב הצמיחה. אמנם מדד הסחר העולמי (איור 3) שב ועלה ברביע הראשון, לאחר שהתכווץ ברביע האחרון של 2011; אולם התחזיות של קרן המטבע לגבי הצמיחה והסחר בעולם (לוח 1) עודכנו כלפי מטה בסוף התקופה. התחזיות המעודכנות נמוכות מאלו שהיו בראשית התקופה, וקרן המטבע הדגישה את הסיכונים המרחפים על תהליך ההתאוששות.

### לוח 1

#### הצמיחה ב-2011 ותחזיות קרן המטבע

#### הבין-לאומית ל-2012 ול-2013

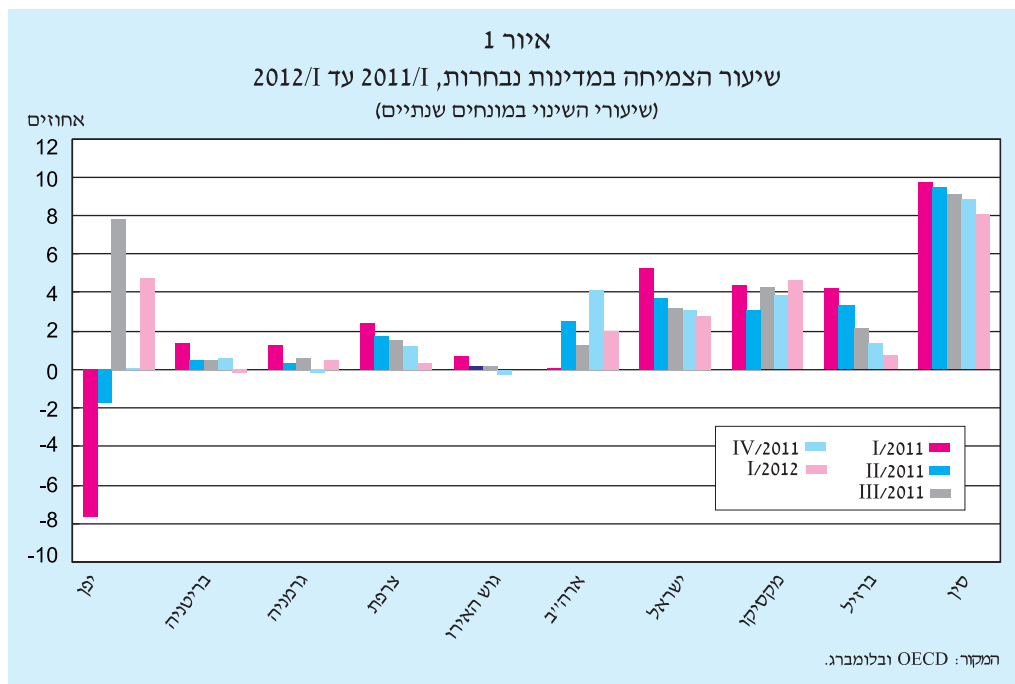
(שיעורי שינוי, אחוזים)

2013	2012	2011	
5.1	3.8	5.9	הסחר העולמי
<b>צמיחת התוצר (שיעור הצמיחה הממוצע, אחוזים)</b>			
3.9	3.5	3.9	הצמיחה העולמית
1.9	1.4	1.6	במדינות המפותחות
2.3	2.0	1.7	בארה"ב
0.7	-0.3	1.5	בגוש האירו
1.5	2.4	-0.7	ביפן
5.9	5.6	6.2	במדינות המתפתחות
<b>האינפלציה (במהלך השנה, אחוזים)</b>			
1.6	2.0	2.7	במדינות המפותחות
5.6	6.3	7.2	במדינות המתפתחות

המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, World Economic Outlook Update-july 2012.

<sup>3</sup> כל הנתונים בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים.





## אירופה

**במחצית הראשונה של 2012 נותרה הפעילות הריאלית בגוש האירו ללא שינוי: לא הייתה כל צמיחה (0 אחוזים) ברביע הראשון, ושיעור האבטלה הגיע ל-11 אחוזים.** הקיפאון ברמת הפעילות התרחש על רקע החמרתו של משבר החוב בספרד וביוון; שתי מדינות אלה סובלות גם משיעורי אבטלה גבוהים במיוחד. משבר החוב בספרד נובע מהחשש כי הממשלה תיאלץ להלאים את הבנקים, בעקבות חשיפות גדולות של המגזר הבנקאי לשוק הנדליין, ובשל כך היא עלולה להיקלע לחדלות פירעון. אי-היציבות הפוליטית ביוון הקשה על נקיטת צעדים להבראת הכלכלה וערער את הוודאות ביציבות גוש האירו. לאחר הצעדים של הבנק המרכזי האירופי (ECB) להרחבת הנזילות בסוף 2011 (LTRO-Long Term Refinancing) (Operation), הסתמנה בשווקים התאוששות מסוימת אולם היא חלפה כאשר התפוגגה השפעתם של הצעדים, באמצע התקופה הנסקרת. תחזית הצמיחה של קרן המטבע לגבי גוש האירו צופה התכווצות של התוצר בשנת 2012 ב-0.3 אחוזים לערך (לוח 1).

## ארצות הברית

**ברביע הראשון של 2012 נמשכה ההתאוששות המתונה בפעילות בארצות הברית לעומת המחצית הראשונה של 2011, אולם ברביע השני היא דעכה.** התוצר ברביע הראשון צמח בקצב שנתי של 2 אחוזים, לעומת צמיחה בקצב של 4 אחוזים ברביע האחרון ב-2011. תחזית הצמיחה של קרן המטבע לשנת 2012 צופה קצב דומה של 2 אחוזים (לוח 1). עם זאת, האינדיקטורים המלמדים על צריכה, על ייצור ועל אמון הצרכנים, שהצביעו על התאוששות משמעותית ברביע הראשון, חזרו ברביע השני



ושבו למגמתם בעבר, מגמה של האטה. במצב התעסוקה נרשם שיפור במהלך התקופה הנסקרת: רמת האבטלה ירדה בחצי אחוז לערך ברביע הראשון, ל-8.3 אחוזים; אולם החל באמצע התקופה הנסקרת היה מספר המשרות החדשות נמוך מהצפוי ונמוך מהיקפם בתחילת המחצית הראשונה, ואף נרשמה ירידה בשיעור ההשתתפות, והבנק המרכזי (FED) תיקן גם את שיעור האבטלה הצפוי כלפי מעלה (אולם עדיין צופה ירידה באבטלה).

### המדינות המתפתחות

**ההאטה בקצב הצמיחה במדינות המתפתחות התגברה במחצית הראשונה של 2012.** בסין פחת קצב צמיחתו של התוצר לשיעור של כ-8 אחוזים (הממשלה הסינית אף הורידה את יעד הצמיחה במדינה ל-7.5 אחוזים), נרשמה עלייה בגירעון המסחרי ונמשכה הירידה במחירי הבתים. על רקע נתונים אלה נקטה הממשלה הסינית צעדים מעודדי צמיחה. בברזיל גדל התוצר ברביע הראשון של 2012 בשיעור נמוך מאחוז אחד, בהמשך למגמת הירידה החדה בצמיחה מאז 2010, שנה שקצב הצמיחה בה עמד על 8 אחוזים. בהודו נרשמה התמתנות בקצב הצמיחה, על רקע ירידה בביקושים המקומיים – בין היתר כתולדה של העלאת הריבית, צעד שנועד לרסן את האינפלציה. צפוי כי המשקים המתפתחים יוסיפו להיפגע מההאטה העולמית בכלל ומהירידה בביקוש ליצוא שלהם לאירופה בפרט, וכן מהבריחה הנמשכת של ההון הזר בשל התגברות אי-הוודאות.

### (2) האינפלציה בעולם

**שיעורי האינפלציה בעולם ירדו במידה ניכרת ברוב המדינות במהלך המחצית הנסקרת, בהמשך להתמתנות שהחלה בסוף 2011 (לוח 2).** בגוש האירו פחתה האינפלציה מ-2.7 אחוזים ל-2.4 אחוזים (אינפלציית הליבה, כלומר האינפלציה ללא אנרגיה ומזון, נותרה ללא שינוי ברמה של 1.6 אחוזים); בארצות הברית התרחשה ירידה באינפלציה, מ-3 אחוזים ל-1.7 אחוזים (לעומת אי-שינוי - ברמה של 2.2 אחוזים - באינפלציית הליבה). גם במדינות המתפתחות פחתה האינפלציה מאז סוף 2011. הירידה ברמת האינפלציה בעולם התרחשה על אף המדיניות המוניטרית המרחיבה והזרמת הנזילות, שנמשכה ברבות מהמדינות גם במחצית השנה הנסקרת. ירידת רמת האינפלציה בעולם נובעת מהתמתנות הביקושים בשל החרפת המשבר באירופה, ומהתמתנות הצמיחה במשקים המתעוררים. גורמים אלה תרמו לירידת מחירי הסחורות, בעיקר ברביע השני של 2012, כולל ירידה במחיר הנפט, אשר התרחשה גם על רקע הפגת המתיחות הגאו-פוליטית במזרח התיכון (מתיחות שתרמה להתייקרות הנפט ב-2011).

### (3) המדיניות המוניטרית והפיסקלית בעולם

#### המדיניות המוניטרית

**במחצית השנה הנסקרת נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה של הבנקים המרכזיים בעולם. בכלכלות הגדולות – ארצות הברית, גוש האירו ובריטניה – שמרו הבנקים המרכזיים על רמת הריביות הנמוכה ששוררת**



**לוח 2**  
**מדד המחירים לצרכן ורכיביו, בישראל ובח"ל**  
**(שיעורי השינוי)**

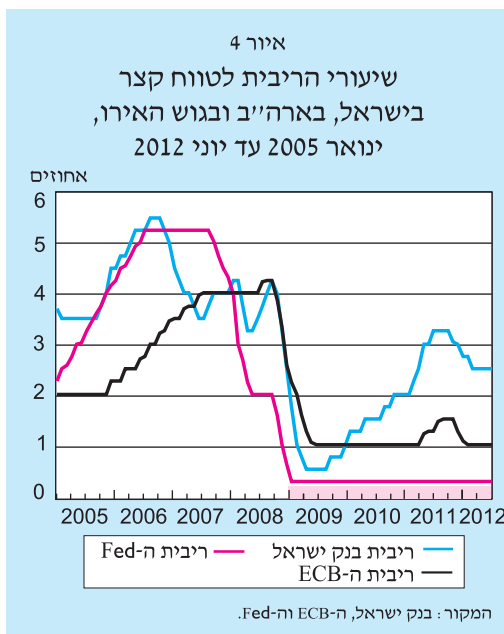
12 חודשים אחרונים	אירופה				ארה"ב					ישראל					
	2012	2012	2011	2010	12 חודשים אחרונים	2012	2012	2011	2010	12 חודשים אחרונים	2012	2012	2011		2010
	*Q2	*Q1				*Q2	*Q1				*Q2	*Q1			
2.4	1.0	4.0	2.7	2.2	1.7	0.2	6.8	3.0	1.5	1.0	2.3	1.5	2.2	2.7	מדד המחירים הכללי
															מדד המחירים הכללי
2.3	0.9	2.6	2.7	2.1	1.7	-0.8	3.7	3.0	1.4	1.0	-0.8	3.5	2.2	2.6	מנוכה עונתיות <sup>1</sup>
7.3	-7.7	23.3	9.7	11.0	-3.9	-14.1	42.0	6.6	7.8	7.7	0.7	21.4	11.0	-0.4	אנרגיה <sup>2</sup>
															מזון (ללא פירות וירקות)
3.4	1.5	3.7	4.1	1.5	2.7	1.3	2.6	4.7	1.5	-1.6	-1.5	3.1	2.3	2.0	פירות וירקות
1.8	3.7	0.9	1.6	3.2	1.1	6.8	-2.6	2.3	1.4	-2.6	-8.5	0.8	-8.1	16.0	דיור
1.4	2.2	1.4	1.4	1.3	1.6	2.9	2.4	1.9	0.3	3.4	4.9	2.6	5.1	4.9	מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות
1.6	2.1	0.7	1.6	1.0	2.2	2.6	2.2	2.2	0.6	1.0	3.7	-0.5	2.1	2.5	

1 מדד המחירים הכללי מנוכה עונתיות לאירופה אינו כולל מוצרי טבק.

2 מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

\* במונחים שנתיים.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ECB, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics.



**בהם (איור 4) והמשיכו לרכוש נכסים פיננסיים ולהעניק הלוואות לשם הזרמת נזילות לשווקים.** במדינות מפותחות אחרות הפחיתו הבנקים המרכזיים את הריביות בתחילת התקופה הנסקרת (נורווגיה, שוודיה, צ'ילה) בהמשך למגמה ששררה במחצית השנייה של 2011, אך גם בסופה (אוסטרליה). במדינות המתפתחות נרשמו הפחתות ריבית במהלך התקופה (ברזיל ובסופה (סין, הודו), על רקע התמתנות הצמיחה בהן.

בארצות הברית נמנע ה-FED מלהכריז על השקת תכנית QE3, לאור השיפור המתון בכלכלה האמריקנית בתחילת התקופה הנסקרת, ובהמשך התקופה – כדי לשמור כלי מדיניות ב'ארגז הכלים' שלו. עם זאת המשיך ה-FED ב"תכנית ההחלף" (Operation Twist), כלומר מכירת אג"ח קצרות מועד של ממשלת ארצות הברית מתיק הנכסים שלו ורכישת אג"ח ארוכות מועד, ובכך תרם לירידת התשואות ארוכות המועד בארצות הברית ובעולם. הבנק המרכזי האירופי, שנקט מדיניות מוניטרית מרחיבה במחצית השנייה של 2011 באמצעות הפחתת ריבית הבנק המרכזי והרחבת הזרמת הנזילות לבנקים בגוש האירו, המשיך להרחיב את הזרמת הנזילות גם במחצית השנה הנסקרת ואף הרחיק את טווח הזמן להחזר ההלוואות והגדיל את היקפן (LTRO). לאחר תום התקופה הנסקרת, הוריד הבנק המרכזי האירופי את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז לרמה של 0.75 אחוזים. גם הבנק המרכזי של אנגליה הרחיב את הזרמת הנזילות לשווקים לקראת תום התקופה הנסקרת, תוך הקלה בתנאי ההלוואות המוענקות לבנקים.

## המדיניות הפיסקלית

מדיניות הריסון הפיסקלי, שהתוותה באירופה ב-2011, הועמדה למבחן במחצית הנסקרת. ארצות הברית המשיכה במדיניות פיסקלית מרחיבה המלווה בשיעורי גירעון שאינם בני קיימא. לקראת סוף 2011 החליטו ממשלות אירופה על צעדים להגברת המשמעת הפיסקלית. ההתפתחויות הפוליטיות במהלך המחצית, במיוחד בצרפת ויוון, העמידו מדיניות זו למבחן והגבירו את אי-הוודאות לגבי יציבות גוש האירו. בארצות הברית נמשכה המדיניות הפיסקלית המרחיבה כדי להגביר את הביקושים בכלכלה. שיעור הגירעון של ארצות הברית מוסיף להיות גבוה, 8 אחוזים ויותר לשנה, שיעור שאינו יכול להימשך לאורך זמן, בייחוד כאשר יחס החוב-תוצר של ארצות הברית מגיע ל-70 אחוזים. אמנם כלכלת ארצות הברית במצב טוב מזה של אירופה, אולם שורר חשש כי אם לא יוארכו תכניות ההקלות במס, תהיה הצמיחה בשנה הבאה נמוכה בהרבה מזו הנחזית כיום.

### (4) השווקים הפיננסיים בעולם

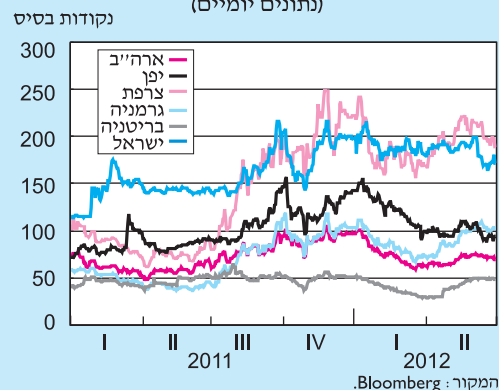
השווקים הפיננסיים הושפעו במחצית הנסקרת מהתפתחות הסיכונים, במיוחד הסיכונים הנובעים מאירופה. במהלך התקופה השתנתה ההתפתחות ברמת הסיכון של השווקים הפיננסיים בשל התגברות החשש, שמא מדינה אחת או יותר תיפרד מגוש האירו. רמת הסיכון לטווח הארוך, המשתקפת במרווחי ה-CDS<sup>4</sup> (איור 5), ורמת הסיכון לטווח הקצר, המשתקפת במדד ה-VIX (איור 6), פחתה בחלקה הראשון של התקופה הנסקרת ברוב המדינות. הירידה ברמת הסיכון החלה עוד בשלהי 2011 והיא נבעה מההרחבה המוניטרית באיחוד האירופי, מהגברת המשמעת הפיסקלית ומהזרמת הנזילות לבנקים באירופה על ידי הבנק המרכזי האירופי. באפריל, לקראת הבחירות ביוון ובצרפת שנערכו בתחילת מאי, נעצרה הירידה ברמת הסיכון ובחלק מהמדינות אף נרשמה עלייה מסוימת, מחשש שתוצאות הבחירות יקשו על פתרון המשבר בגוש האירו. במאי, עם פרסום תוצאות הבחירות ביוון ובצרפת, עלתה מאוד רמת הסיכון ברוב המדינות, עלייה שנמשכה גם ביוני.

רמת התשואות לפדיון על איגרות החוב הממשלתיות ברוב המדינות (איור 7) ירדה במתינות החל מאפריל 2012, בהשפעת ההתפתחות ברמת הסיכון, ששבה לעלות החל באפריל-מאי. התשואות בארצות הברית ירדו, החל מאפריל, על רקע המעבר לנכסים בטוחים - לאור עליית הסיכון בשווקים - ותוך המשך ההפעלה של "תכנית החלף" (Operation Twist) של ה-FED. נוסף על כך נוצלה הזרמת הנזילות של הבנק המרכזי האירופי בעיקר בידי בנקים במדינות מוכות החוב (כגון יוון, ספרד, איטליה ופורטוגל), הזרמה שתרמה בעקיפין להורדת התשואות של מדינות אלו ברביע הראשון של 2012. עם זאת, החל במאי נרשמה עלייה מחודשת

<sup>4</sup> CDS (Credit Default Swap) הוא מכשיר פיננסי לגידור סיכונים אשראי של מדינה. מרווח ה-CDS הוא הפרמיה הכספית שמוכר CDS דורש על התחייבותו לפרוע את החוב כאשר מנפיק החוב יהיה במצב של חדלות פירעון.

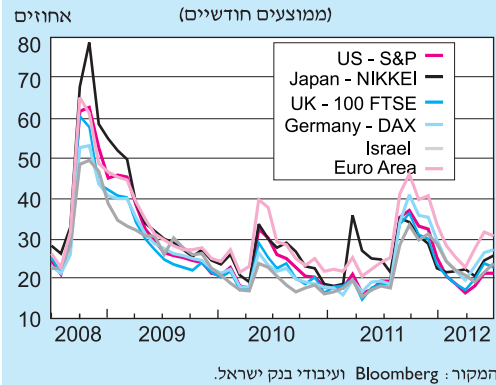
איור 5

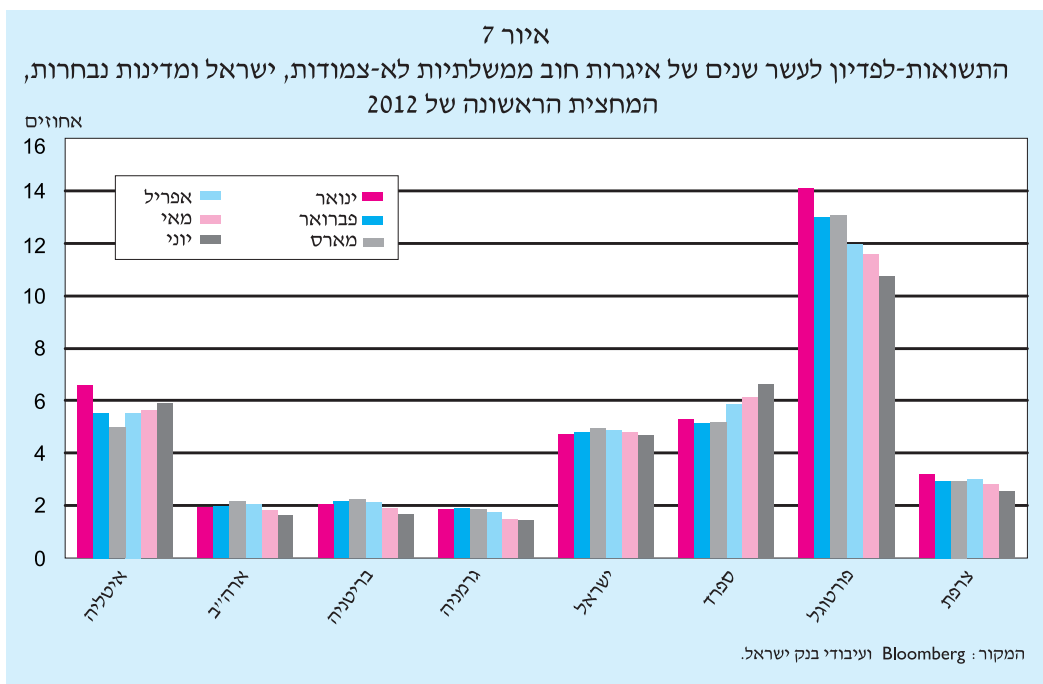
מרווחי ה-CDS במדינות שונות, נובמבר 2011 עד יוני 2012 (נתונים יומיים)



איור 6

מדד לתנודתיות הגלומה בשערי האופציות על מדד המניות VIX, יולי 2008 עד יוני 2012 (ממוצעים חודשיים)





בתשואות ארוכות הטווח, במקביל לעלייה ברמת הסיכון במדינות אלה, למעט פורטוגל ואירלנד – מדינות שהתרחשה בהן ירידה מתמשכת בתשואות לטווח ארוך במהלך כל המחצית הנסקרת.

**שוקי המניות השונים הראו מתאם גבוה עם רמת הסיכונים בשווקים.** בתחילת התקופה הנסקרת נרשמה במרבית מדדי המניות בשוקי העולם מתחילת התקופה עד מארס-אפריל. בתחילת מאי, עם העלייה ברמת הסיכונים, ירדו מדדי המניות בחדות והם המשיכו לרדת עד סוף החודש. ביוני התרחשה עלייה במדדי המניות, שקיזזה חלק מהירידה של חודש מאי. למרות העלייה הגדולה שנרשמה בתחילת התקופה, הייתה רמתם של מדדי המניות המרכזיים בעולם בסוף התקופה הנסקרת קרובה לזו שלאחר נפילת השווקים באוגוסט 2011; זאת למעט מדד S&P בארצות הברית, שחזר לרמתו קודם נפילת השווקים.

### ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל<sup>5</sup>

**במחצית השנה הנסקרת נמשכה ההתמתנות בקצב הצמיחה המקומי, שהחלה ברביע השני של 2011. הדבר נבע בעיקר מן המשבר בגוש האירו, ההאטה בצמיחה הגלובלית והחששות מהחמרה נוספת של משבר החוב בעולם. האטת קצב ההתרחבות של הפעילות הריאלית, שהחלה ברביע השני של 2011 והתגברה במחצית השנייה של אותה שנה, נמשכה גם במחצית השנה הנסקרת (איור 9 ולוח 3): קצב צמיחת התוצר המקומי**

<sup>5</sup> הנתונים בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים מנוכי עונתיות.

### לוח 3

#### התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

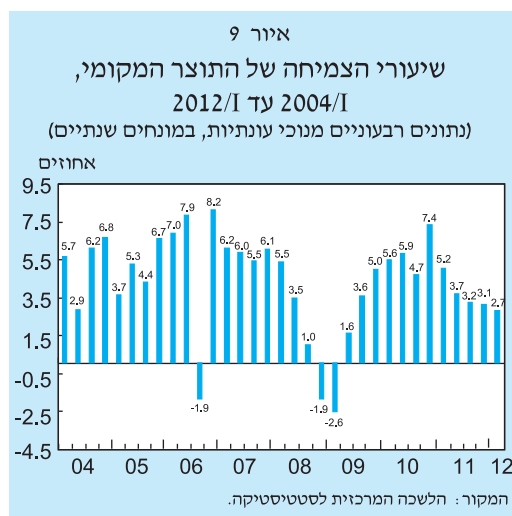
2012/1	2011/4	2011/3	2011/2	2011/1	2010/4	2011	2010	2009	
2.7	3.1	3.2	3.7	5.2	7.4	4.8	4.8	0.8	התוצר המקומי הגולמי
2.2	3.4	4.4	3.1	6.1	8.7	5.3	5.8	0.3	התוצר של המגזר העסקי
37.0	-7.5	5.4	6.2	16.9	16.1	8.9	9.5	-12.2	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות מטוסים ויהלומים
3.9	0.2	0.8	-0.2	5.8	10.8	3.7	5.3	1.4	הצריכה הפרטית
4.3	1.7	1.6	3.1	3.0	7.5	3.3	4.5	2.5	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
3.6	8.6	2.8	4.3	0.3	2.5	3.6	2.5	2.4	הצריכה הציבורית
2.1	5.9	2.9	4.5	0.7	3.2	3.4	2.2	3.9	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
61.1	-1.1	24.9	17.2	35.4	35.8	21.1	4.0	-7.0	ההשקעה המקומית הגולמית
9.2	7.3	14.8	14.1	18.7	26.9	16.6	13.6	-4.1	מזה: בנכסים קבועים
6.0	-5.4	-1.7	5.4	8.8	3.3	4.3	10.7	-10.2	היצוא ללא יהלומים
3.2	-5.2	0.4	3.6	11.8	2.3	4.6	10.6	-9.7	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הגולמי פחת מ-5.4 אחוזים במחצית הראשונה של 2011 ל-3.3 אחוזים במחצית השנייה, והוסיף להתמתן ברביע הראשון של 2012 ל-2.7 אחוזים; צפוי כי קצב זה יימשך גם ברביע השני<sup>6</sup>. האטה משמעותית מעט יותר נרשמה בקצב הצמיחה של התוצר העסקי, שירד ל-2.2 אחוזים ברביע הראשון מ-3.8 אחוזים במחצית השנייה של השנה הקודמת. במהלך המחצית הנסקרת נרשם שיעור שינוי יציב במדד המשולב, כ-0.2 אחוז מדי חודש בחודשו – רמה המשקפת את קצב הצמיחה המתון במחצית הנסקרת. למרות ההאטה בקצב הצמיחה, הרי מצבו של המשק הישראלי טוב יחסית להתפתחויות הגלובליות.

הצריכה הפרטית עלתה ברביע הראשון ב-3.9 אחוזים: הצריכה השוטפת גדלה בעוד שצריכת בני קיימא ירדה. הירידה בצריכת בני קיימא התרחשה על רקע הרמה הגבוהה של צריכת בני קיימא ועל רקע שחיקת הרכוש הפיננסי שבידי הציבור. אולם ברביע השני ניכרה ירידה באינדיקטורים לצריכה, כגון מדד פדיון מסחר ושירותים, תקבולי המע"מ ומדד הביקושים של גוגל - ירידה העולה בקנה אחד עם קיפאון בצריכה הפרטית ברביע זה.

יצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים) עלה ברביע הראשון ב-6 אחוזים, לאחר ירידה של 0.9 אחוזים במחצית השנייה של 2011. לפי נתוני סחר החוץ ברביע השני, היצוא צפוי לרדת מעט בחלקה השני של המחצית הנסקרת. ירידה צפויה זו משקפת, מחד גיסא, גידול ביצוא השירותים



<sup>6</sup> הנתונים לרביע השני בסעיף זה מתבססים על הערכות חטיבת המחקר.

(ליצוא השירותים יש מתאם נמוך יחסית עם מחזור העסקים העולמי), ומאידך גיסא - ירידה ביצוא הסחורות, שרגיש יותר להאטה העולמית.

היבוא האזרחי (ללא יהלומים ואניות ומטוסים) עלה בכ-37 אחוזים ברביע הראשון. העלייה נובעת בעיקרה מהתרחבות היבוא של חומרי גלם, בעוד שיבוא מוצרי צריכה ומוצרי השקעה ירד. הגידול החד ביבוא חומרי הגלם הופנה בעיקר לגידול השקעה במלאי והוא לא התבטא בגידול דומה בשימושים האחרים. האינדיקטורים ליבוא ברביע השני של 2012 מלמדים כי נבלם הגידול ביבוא מוצרי צריכה וחומרי גלם ופחת יבוא מוצרי השקעה, כך שבחלקה השני של התקופה הנסקרת צפויה ירידה ביבוא. הפער הגדול בין צמיחת היצוא לצמיחת היבוא השתקף בגידול הגירעון בחשבון השוטף ברביע הראשון של 2012, בהמשך לגירעון שנוצר ברביע האחרון ב-2011.

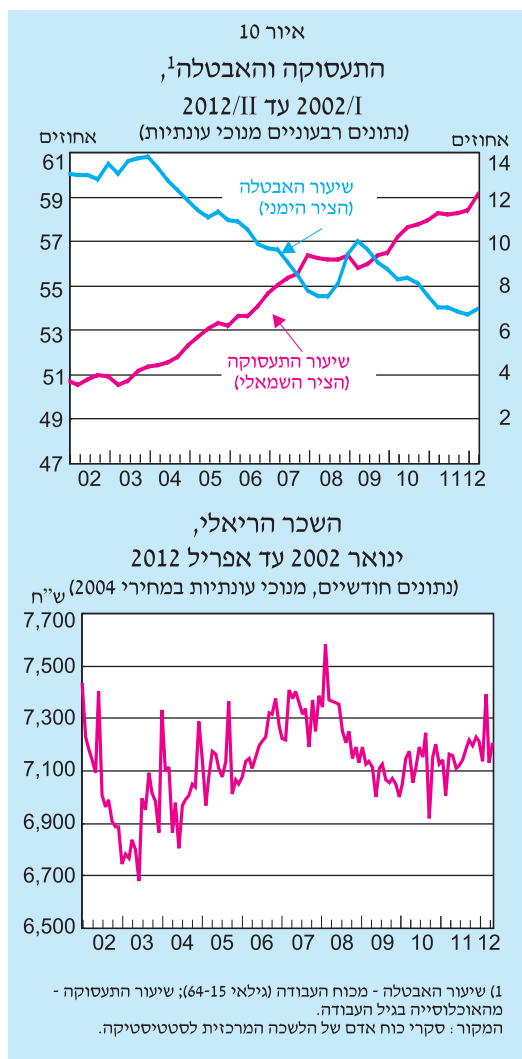
ההשקעה בנכסים קבועים ברביע הראשון של 2012 עלתה ב-9.2 אחוזים; אינדיקטורים להשקעה בחלקה השני של התקופה הנסקרת (כגון מדד מנהלי הרכש, המצביע על התרחבות, והעלייה המתמשכת בניצולת המכונות והציוד עד לאחרונה) מלמדים על עלייה נוספת, אם כי מתונה בהרבה, ברביע השני. חלק ניכר מהעלייה בהשקעה שתוארה לעיל נובע מעלייה בהשקעה בנכסים לא-מוחשיים, בעוד שפחתה ההשקעה בכלי תחבורה וההשקעה במכונות וציוד. קצב התחלות הבנייה הגבוה מאז סוף 2010 תורם לגידול בהשקעה במבנים במחצית הנסקרת, על אף הירידה במספר התחלות הבנייה מאז אמצע 2011.

### שוק העבודה

שיעור האבטלה עלה מעט במהלך המחצית הנסקרת לעומת רמתו הנמוכה יחסית בסוף 2011, במקביל לעלייה בשיעור התעסוקה. למרות שיעור האבטלה הנמוך, לא ניכרים לחצים לעליית השכר הריאלי במשק. שיעור האבטלה עלה מעט בתקופה הנסקרת, ב-0.4 נקודת אחוז, מרמה של 6.8 אחוזים ברביע האחרון של 2011 ל-7.2 אחוזים ביוני 2012.<sup>7</sup> במקביל נרשמה עלייה של כ-0.6 אחוז בשיעור התעסוקה, מרמה של 58.3 אחוזים ברביע האחרון של 2011 לרמה של 58.9 אחוזים ביוני 2012. למרות שיעור האבטלה הנמוך יחסית, המשיך השכר הריאלי לשמור על יציבות בתקופה הנסקרת, בדומה לשנים קודמות, ונותר כמעט ללא שינוי (איור 10).

היציבות בשכר הריאלי בשנים האחרונות משקפת, קרוב לוודאי, שילוב של גורמים מבניים, כגון: הגלובליזציה והתחרות הפוטנציאלית העולמית בתוצר הישראלי; מתווה ההפחתות במס ההכנסה; העלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה של אוכלוסיות שהשתתפותן נמוכה בדרך כלל; גידול מספר העובדים הלא-ישראלים (תושבי יו"ש ומסתננים), המקטינים את כוח המיקוח של העובדים הישראלים בטווח הקצר. יש להוסיף על זאת את המשבר והמיתון בחוץ לארץ, הגורמים לאי-ודאות לגבי מצב התעסוקה בעתיד והממתנים גם הם את דרישות השכר של העובדים.

<sup>7</sup> להרחבה לגבי המעבר לסקר כוח אדם החדש של הלמ"ס, ראו את התיבה בחוברת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים, מס' 133 (יוני 2012).





העובדה ששיעור האבטלה הנמוך השורר כיום לא לווה בלחצים בתחום השכר מלמדת, כי עיקר הירידה בשיעור האבטלה בשנים האחרונות משקף כנראה ירידה בשיעור האבטלה המבנית<sup>8</sup>.

### ג. התפתחות שער החליפין

**שער החליפין הנומינלי-אפקטיבי היה יציב מאז ספטמבר 2011 ובמהלך כל המחצית הנסקרת, לאחר פיחות בערכו באוגוסט 2011 בשיעור של כ-5 אחוזים.** בסוף התקופה הנסקרת פוחת השקל ב-1.5 אחוזים ביחס לשער החליפין הנומינלי-אפקטיבי, ובמחצית כולה פוחת השקל בשיעור של 1.7 אחוזים. במהלך המחצית הנסקרת נחלש השקל לעומת הדולר בכ-2.9 אחוזים והוא התחזק לעומת האירו בכ-0.7 אחוזים (איור 11).

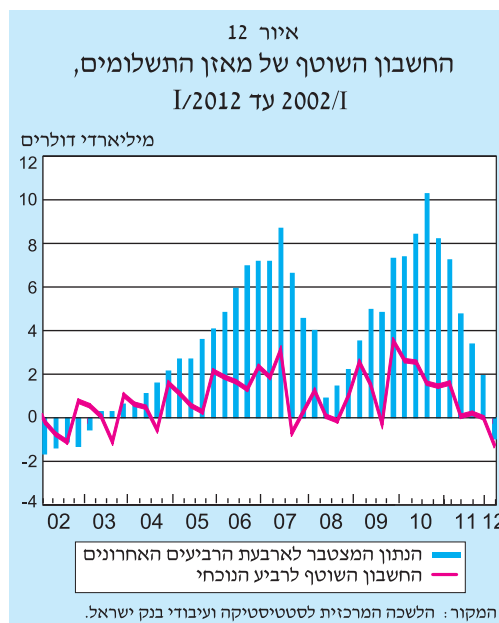
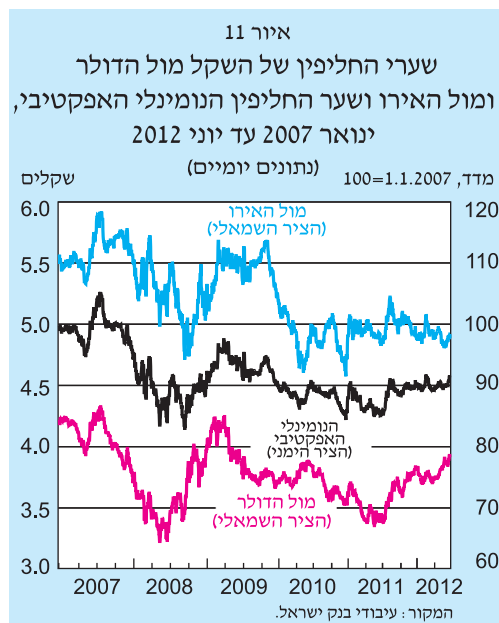
החרפת משבר החוב באירופה והשינויים הפוליטיים בצרפת וביוון, המשפיעים על הדרכים לפתרון המשבר, מצד אחד, והמשך מגמת הצמיחה המתונה בארצות הברית מן הצד השני, החלישו את האירו לעומת הדולר בכ-3.5 אחוזים בתקופה הנסקרת. כתוצאה מכך התחזק השקל לעומת האירו ונחלש יחסית לדולר, אולם נשאר יציב ביחס לשער החליפין הנומינלי-אפקטיבי. היציבות בשער החליפין הנומינלי-אפקטיבי של השקל במחצית הנסקרת הושפעה משילוב של שני כוחות – כוחות לפיחות וכוחות לייסוף. עם הכוחות לפיחות ניתן למנות את המעבר לגירעון בחשבון השוטף (איור 12) ואת הירידה בפערי הריבית לעומת חוץ לארץ, לאחר הפחתת הריבית לחודש פברואר; בכוחות לייסוף ניתן לציין את המצב הטוב יחסית של המשק הישראלי לעומת העולם.

### ד. ההתפתחויות הפיננסיות

**שערי המניות ירדו במהלך התקופה ולעומת מדדי מניות מרכזיים בעולם, וזאת במקביל להמשך מגמת הירידה במחזורי המסחר.** עם זאת, התפתחות שערי המניות לא הייתה אחידה במהלך המחצית הנסקרת: מתחילת התקופה עד אמצע מארס עלו שערי המניות בישראל בקצב נמוך מזה של מדדי המניות בחוץ לארץ, ואילו לאחר מכן עלו שערי המניות בארץ בקצב גבוה מאלה של חוץ לארץ, עד לסגירת הפער ביניהם בתחילת מאי. מתחילת מאי ירדו שערי המניות בישראל בשיעור של כ-13 אחוזים, ומתחילת התקופה - ב-5 אחוזים (במונחים דולריים), שיעורי ירידה גבוהים גם לעומת מדדי המניות בחוץ לארץ.

ירידת שערי המניות בישראל לעומת אלה של העולם (איור 8) בתחילת התקופה הושפעה מירידות שערים בענפי הפיננסים, התקשורת, האנרגיה והנדל"ן. הירידות מוסברות בקשיי מימון שניכרו בחלק מהקבוצות העסקיות, במיוחד הקבוצות הממונפות, בציפייה שתחל האטה במשק ובהחמרת הרגולציה (לדוגמה: החשש שתגדל דרישת יחס הון הליבה מהבנקים, הקטנת דמי הניהול בקופות הגמל והגדלת התחרותיות בשוק

<sup>8</sup> להרחבה ראו דוח בנק ישראל לשנת 2011, פרק ה', תיבה ה'-1.

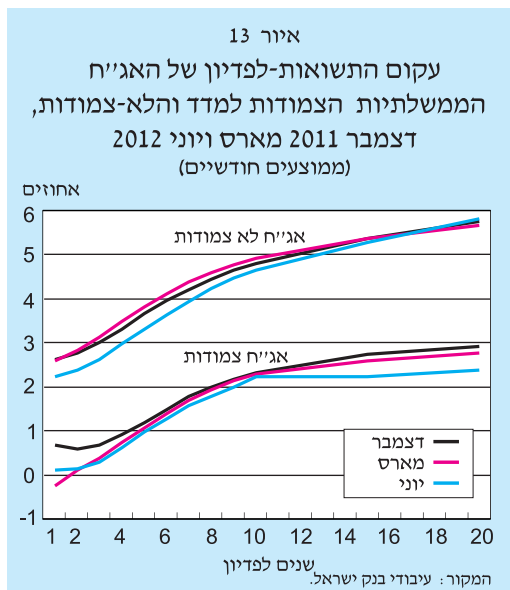




הסלולר). מאמצע מארס החלו שערי המניות בישראל לעלות, עם פרסום ההודעה על מתווה יחס הון הליבה הנדרש מהבנקים, אשר היה מחמיר פחות מהצפוי. עליות השערים נמשכו לאור פרסום אינדיקטורים, שהורו כי מצב המשק ברביע הראשון היה טוב יותר מהצפוי. ירידות השערים מתחילת מאי הושפעו בעיקר מההתפתחויות השליליות באירופה, אולם גם מירידות חדות בענף התקשורת, בעקבות הגברת התחרותיות בענף. התפתחות שערי המניות בתקופה הנסקרת לוותה בהמשך מגמת הירידה החדה במחזורי המסחר, שהחלה בינואר 2011.

**רמת הסיכונים של המשק הישראלי במחצית הראשונה של 2012 נותרה גבוהה, לאחר עלייה משמעותית במחצית הקודמת. יחד עם זאת התרחשה ירידה מסוימת ברמת הסיכונים לעומת תחילת התקופה.** רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בחוזי CDS לחמש שנים של ישראל (איור 5), השתפרה במהלך התקופה הנסקרת וירדה מעט לכ-170 נקודות בסיס; זו עדיין גבוהה לעומת הרמה ששררה ביולי 2011, בטרם החרף משבר החוב באירופה ובארצות הברית. הסיכונים לטווח קצר (עד חודש), המתבטאים במדדי ה-VIX<sup>9</sup> (איור 6), מצביעים על ירידה מתמשכת של רמת הסיכון בכ-10 נקודות אחוז לכ-19 אחוזים באפריל, רמה גבוהה במעט מזו ששררה ביולי 2011, קודם החרפת משבר החוב. במאי ויוני שבו ועלו הסיכונים לטווח קצר בעולם ובישראל, אולם שיעור עלייתם בישראל - לרמה של כ-24 אחוזים - נמוך יחסית לשיעור עלייתם במדינות מפותחות אחרות.

**התשואות לפדיון, הנומינליות והריאליות, של איגרות החוב הממשלתיות, ירדו במחצית הראשונה של 2012 לכל אורך העקום (איור 13).** פערי הריבית בין ריבית בנק ישראל לריביות ה-FED והבנק המרכזי האירופי הצטמצמו ב-0.25 נקודת אחוז במחצית הנסקרת, ל-2.25 ול-1.5 אחוזים בהתאמה, בעקבות הפחתת ריבית בנק ישראל לחודש פברואר ואי-שינוי בריביות של שני הבנקים המרכזיים הנזכרים בארצות הברית ואירופה במהלך המחצית הנסקרת. ירידת התשואות הנומינליות והריאליות במחצית הנסקרת הושפעה ממספר גורמים: מצבו הטוב של המשק לעומת ההתפתחויות בכלכלות המפותחות בעולם; מחסור בחלופות השקעה, על רקע הקיפאון בשוק ההנפקות המקומי; ירידת התשואות בעולם בשל מעבר להשקעה בנכסים בטוחים בעקבות עלייה בסיכונים; "תכנית החלף" של ה-FED והזרמת הנזילות (LTRO) של הבנק המרכזי האירופי. במקביל לירידת התשואות, המשיכו הזרים להקטין את אחזקותיהם הפיננסיות בישראל, בעיקר במק"ם ובאג"ח ממשלתיות, ככל הנראה בהשפעת ביטול הפטור לזרים ממס רווחי הון על המק"ם והמעבר לנכסים בטוחים יותר מחוץ לישראל. שיעור הירידה של התשואות בעולם היה גבוה מזה של השיעור בישראל, כך שהתרחב פער התשואות בין ישראל לחוץ לארץ. יחד עם זאת, ירידת רמת התשואות של איגרות החוב הממשלתיות עדיין תורמת להקטנת עלויות גיוס ההון של הממשלה.



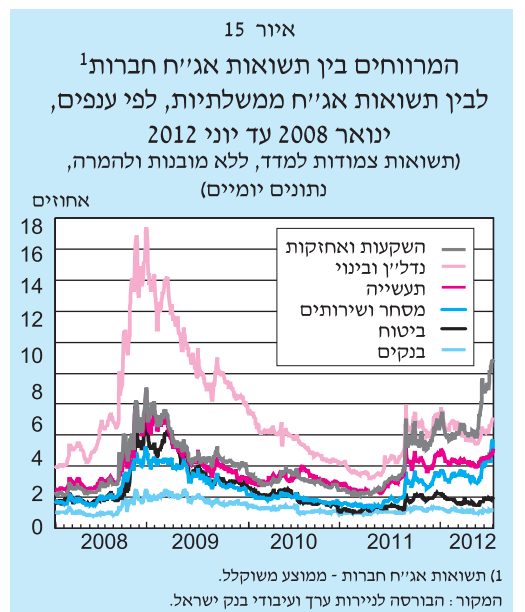
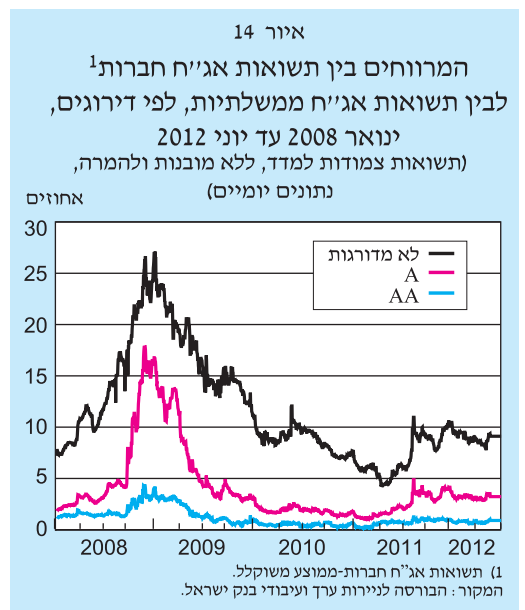
<sup>9</sup> מתבסס על עיבודים שנעשו בבנק ישראל.

**פערי התשואות בין אג"ח החברות בדירוגים הגבוהים לבין איגרות החוב הממשלתיות היה יציב בתקופה הנסקרת, והפער בין אג"ח החברות הלא-מדורגות לבין איגרות החוב הממשלתיות אף הצטמצם. עם זאת, החל במאי 2012 שבו פערי התשואות להתרחב בדירוגים השונים (איור 14).** מקורה של העלייה בפערי התשואות נעוץ בקשיי המימון של הקבוצות העסקיות ובעלייה במספר החברות שהודיעו על קשיים בפירעון התחייבויותיהם; בענפי הבנקים, הביטוח, התעשייה ואף הנדל"ן והבינוי נשמרה יציבות יחסית בפערי התשואה במהלך המחצית הנסקרת, בעוד שבענפי ההשקעה והאחזקות, וכן בענף המסחר והשירותים (ענפים הכוללים חלק ניכר מהקבוצות העסקיות), עלו פערי התשואה בשיעור ניכר, ל-9.9 ו-4.7 אחוזים בממוצע בחודש יוני, בהתאמה (איור 15). לשם השוואה: רמות השיא בפערי התשואה לאחר ספטמבר 2008 הגיעו ל-9 אחוזים בענף ההשקעה והאחזקות, ול-5.25 אחוזים בענף המסחר והשירותים. פערי התשואות הגבוהים מכבידים על הנפקות איגרות חוב של חברות, והיקף הגיוס נטו שלהן היה נמוך ביותר. לעליית הפערים תורמת גם הציפייה להחמרת הפעילות הריאלית של החברות המקומיות, בעקבות ההתפתחויות באירופה.

**במחצית השנה הנסקרת גדל האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי והאשראי הבנקאי למגזר זה התייצב.** היחס בין האשראי העסקי לבין התוצר העסקי נשאר יציב. האשראי למגזר העסקי גדל במחצית הנסקרת ב-3.1 אחוזים, לאחר גידול של 3.2 אחוזים בשנת 2011<sup>10</sup>. הגידול במחצית הנסקרת נובע מעלייה באשראי החוץ-בנקאי, בעיקר הלוואות לא-בנקאיות ואשראי מחו"ל, בעוד שהאשראי הבנקאי ואג"ח החברות (סחיר ולא-סחיר) נשאר יציב – תמונת ראי למחצית השנייה של שנת 2011, שהעלייה בה נבעה מגידול באשראי הבנקאי ואילו האשראי החוץ-בנקאי נותר ללא שינוי. היחס בין האשראי העסקי לבין התוצר העסקי היה יציב במחצית הנסקרת, בדומה למחצית השנייה של 2011, לאחר שהוא ירד במחצית הראשונה אשתקד. היציבות מתחילת 2012 ברמת האשראי הבנקאי למגזר העסקי העלתה את השאלה, האם שוררת מצוקת אשראי במגזר העסקי, על רקע דרישת הפיקוח על הבנקים להעלות את רמת הון הליבה. מנתוני סקר המגמות לרביע הראשון של השנה אמנם עולה כי ניכר גידול מסוים בקשיי המימון, בעיקר בחברות קטנות ובחברות נדל"ן, אך הקשיים עדיין מצומצמים<sup>11</sup>. קשיי המימון המדווחים בענף הנדל"ן מוסברים בעליית רמת הסיכון בענף, בעקבות בלימת עליית המחירים והתמתנות הפעילות בענף בשנת 2011.

<sup>10</sup> סעיף זה מתבסס על נתוני האשראי עד מאי 2012 ושיעורי השינוי בסעיף זה מבוססים במונחים שנתיים.

<sup>11</sup> בסקר המגמות מתבקשות החברות לדרג את קשיי המימון שלהם, בין 0 לבין 4. הנתון 0 מציינ שאין קשיי מימון כלל ו-4 מציינ מגבלת מימון חמורה במיוחד. אמנם בתוצאות הסקר נרשמה עלייה, אך כל העלייה התרחשה בין הרמה המוגדרת כרמה קלה של קשיי מימון (דירוג 1 בסקר) לבין רמה מתונה של קשיי מימון (דירוג 2); הרמה בתקופה הנסקרת, אינה גבוהה מהרמות ששררו בתקופות האטה ומיתון קודמות בעשור האחרון.



## ה. המדיניות הפיסקלית

**התרחבות ההתחייבויות התקציביות לשנת 2013 וההאטה בקצב הצמיחה בשנת 2012, יקשו על הממשלה לעמוד ביעדי הגירעון לשנתיים הקרובות.** הגירעון המקומי בתקופה הנסקרת גבוה בכ-1.7 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם את תחזית הגירעון (המעודכנת) של האוצר לשנת 2012. סך הגירעון הסתכם בתקופה הנסקרת בכ-7.6 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון של 3.4 מיליארדי ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הסיבות לגירעון הגבוה נעוצות בהכנסות הממשלה ממסים, שהיו נמוכות מתוואי ההכנסות העונתי החזוי; אלה קוזזו חלקית בהוצאות שהיו נמוכות מהתוואי העונתי, התואם ביצוע מלא של התקציב.

שיעור הגירעון הצפוי בשנת 2012, על פי אומדן האוצר, עמד בתחילת התקופה על 3.4 אחוזי תוצר. לקראת סוף המחצית הנסקרת עדכן בנק ישראל את הערכתו לגירעון הצפוי לשיעור של 3.5–4 אחוזי תוצר. עדכון זה נערך על רקע ההתפתחות לעיל בהכנסות הממשלה במחצית הנסקרת שהושפעה מהיחלשות הגורמים המקרו-כלכליים (כגון היציבות בשכר, הירידות בשוק ההון והאטה בפעילות בשוק הדיירות). אם ייושמו לפני סוף השנה הצעדים בתחום המסים, שהממשלה החליטה עליהם לאחר התקופה הנסקרת (ביולי 2012), יסייע הדבר להתייבשותו של הגירעון בשנת 2012 קרוב יותר לגבול התחתון של הגירעון הצפוי לשנה זו.

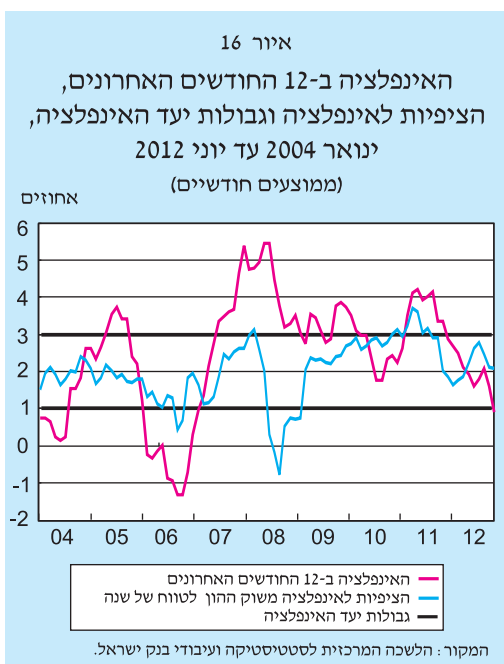
בתקציב המדינה לשנת 2013 נדרש קיצוץ משמעותי, על מנת שלא לחרוג מתקרת ההוצאות הקבועה בחוק, המאפשרת גידול ריאלי ניכר של כ-5 אחוזים בהוצאה הציבורית; זאת לאור עלותן הגבוהה של תכניות רב-שנתיות שאימצה הממשלה. נוסף על כך, גם אם לא תהיה חריגה מתקרת ההוצאות, יידרשו צעדים להגדלת הכנסות הממשלה כדי שלא לחרוג מתקרת יעד הגירעון החדש לשנת 2013, שהממשלה החליטה עליו ביולי 2012: הוא הועלה מ-1.5 אחוזי תוצר ל-3 אחוזים. יישום הצעדים בתחום המסים לאור החלטות הממשלה בסוף יולי, יתרום להגדלת הכנסות ממסים, ויסייע בהשגת היעד החדש של הגירעון.

### ו. האינפלציה והציפיות לאינפלציה

#### התפתחות האינפלציה בפועל

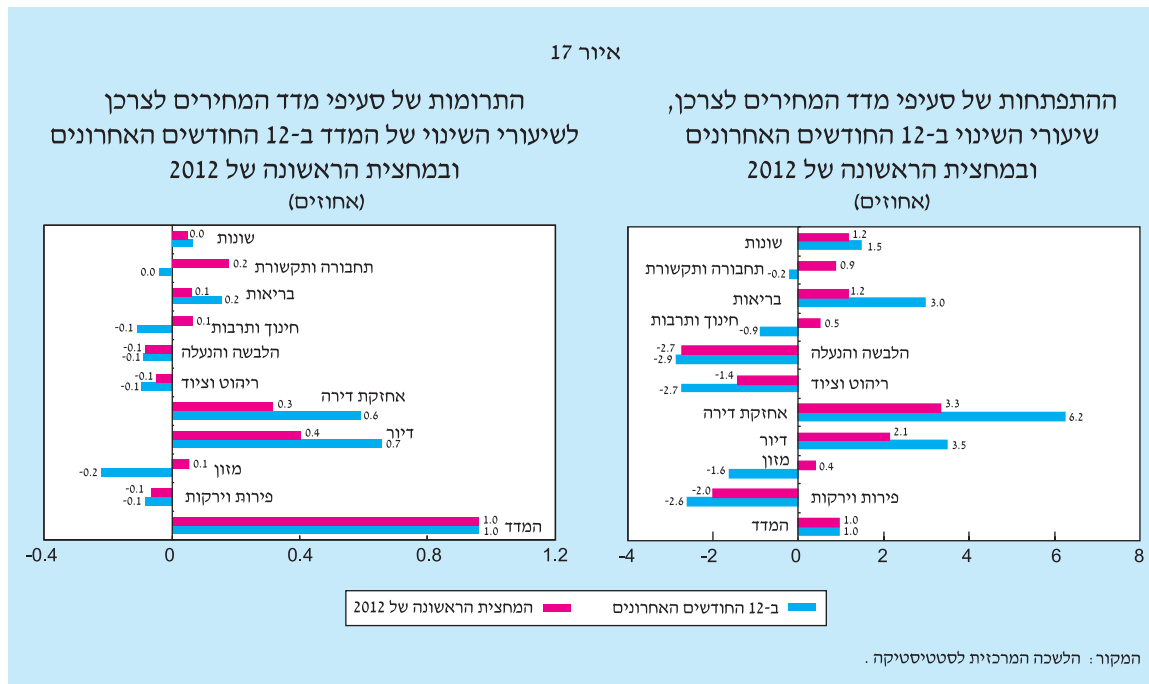
יעד האינפלציה של בנק ישראל מוגדר בטווח שבין 1 ל-3 אחוזים. בשנה האחרונה ניכרת מגמת ירידה באינפלציה השנתית; בספטמבר 2011 היא שבה לתחום היעד, לאחר שהייתה גבוהה ממנו מתחילת 2011; בינואר 2012 הגיעה האינפלציה לאמצע טווח היעד, ובסוף התקופה הנסקרת היא ירדה עד לגבול התחתון של טווח זה. למרות עליות המחירים ברכיבי האנרגיה והדירור (ראו להלן), תרמו יתר סעיפי המדד, למעט סעיף הבריאות, למגמת הירידה בקצב האינפלציה השנתי לצרכן בשנה האחרונה.

במחצית הראשונה של 2012 עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.0 אחוזים (איור 16), ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-0.7 אחוזים (1.4 אחוזים במונחים



שנתיים). בשנים עשר החודשים האחרונים עלה המדד ב-1.0 אחוזים בלבד לעומת 4.2 אחוזים ביוני אשתקד, אז החל המדד לרדת.

**עליית המדד במחצית הנסקרת מבטאת בעיקר את עליות המחירים בתחום הדיור והאנרגיה. למעט השפעת סעיפים אלה, לא ניכרים לחצים אינפלציוניים על המחירים. בסעיפים הראשיים במדד הכללי (איור 17) בלטו במחצית השנה הנסקרת עליות בסעיף אחזקת הדירה**



ובסעיף תחבורה ותקשורת, בהשפעת עליית מחירי החשמל והנפט. כמה רכיבים בסעיף התחבורה והתקשורת מיתנו את העלייה בסעיף זה ובהם ירידה ברכיב התקשורת ובמחירי המכוניות במהלך המחצית הנסקרת, וירידה במחירי הדלק במאי וביוני. כלל רכיבי האנרגיה במדד עלו בתקופה הנסקרת בכ-5.2 אחוזים והם תרמו כ-0.35 אחוזים לעליית המדד. תרומה משמעותית נוספת לעליית המדד תרם סעיף הדיור. שאר הסעיפים במדד תרמו מעט לעלייתו, 0.1 אחוזים בלבד במחצית הנסקרת. בניכוי חלקם של הדיור והאנרגיה מהמדד הכללי, עלה המדד ב-0.2 אחוזים בלבד מתחילת השנה ובשנים עשר החודשים האחרונים הוא אף ירד ב-0.6 אחוזים. מכל אלה ניתן להסיק כי למעט רכיב האנרגיה ורכיב הדיור במדד, לא פועלים עליו כוחות אינפלציוניים חזקים, וזאת כנראה בשל התכווצות הביקושים המקומיים והשפעת התמתנות האינפלציה העולמית, דרך מחירי היבוא וירידת מחירי הסחורות.

#### רכיב הדיור במדד

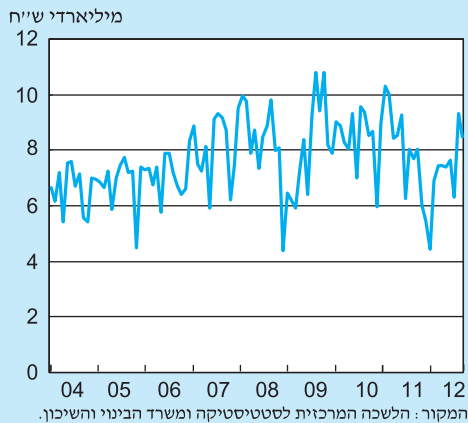
**בחלקה השני של התקופה הנסקרת הסתמנה התעוררות מסוימת בפעילות בשוק הדיור. היקף המשכנתאות החדשות שניתנו פחת בין**

איור 18

סך המשכנתאות החדשות שניתנו ב-12 החודשים האחרונים, סך המשכנתאות החדשות בכל חודש ינואר 2004 עד יוני 2012

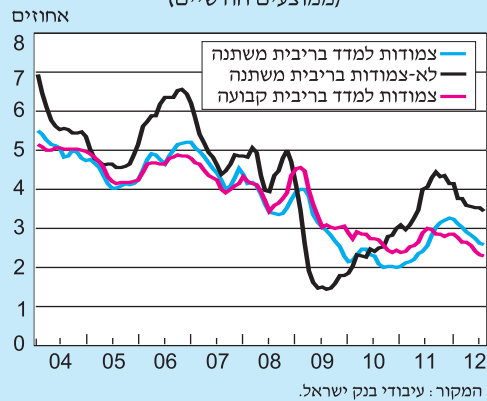


סך העסקאות בדיוור לפי מס שבח ומס רכוש, ינואר 2004 עד יוני 2012



איור 19

הריביות על המשכנתאות החדשות שניתנו, ינואר 2004 עד יוני 2012 (ממוצעים חודשיים)



ספטמבר 2011 לפברואר 2012 בשיעור של כ-25 אחוזים לעומת המחצית הראשונה של 2011, לרמה חודשית ממוצעת של כ-3 מיליארד ש"ח. החל במארס 2012 שב ועלה היקף המשכנתאות לרמה חודשית ממוצעת של כ-3.5 מיליארד ש"ח (איור 18). התאוששות נרשמה גם במספר העסקאות בדירות, שעלה החל בדצמבר 2011 לרמה של כ-7,500 עסקאות בממוצע לחודש, לאחר רמות נמוכות במחצית השנייה של 2011 (איור 18). אולם גם לאחר התאוששות זו היה מספר העסקאות בדירות נמוך ממספרן הגבוה בשנים האחרונות, ודומה למספר העסקאות שנערכו בשנת 2005, שהייתה שנת שפל בשוק הדיוור. הריביות על המשכנתאות הוסיפו לרדת במחצית הנסקרת, בהמשך לירידתן במחצית השנייה של 2011; האפיקים צמודי המדד במשכנתאות ירדו בכ-0.5 נקודת אחוז ואילו האפיקים הלא-צמודים פחתו במהלך המחצית ב-0.3 נקודת האחוז בלבד (איור 19).

**נמשך התהליך של צמצום התוספת הנדרשת בדירות למגורים<sup>12</sup>.** בעקבות קצב בנייה נמוך יחסית לקצב גידול האוכלוסייה עד 2008, נוצר צורך בתוספת בנייה של דירות למגורים. התוספת הנדרשת החלה להצטמצם מעט רק באמצע 2011, כאשר הסתיימה בניית הדירות שהחלו להיבנות בקצב גבוה במקצת החל ב-2009 (בניית דירה נמשכת בממוצע כ-24 חודשים). במחצית השנייה של 2010 ובמחצית הראשונה של 2011 התרחב מאוד מספר התחלות הבנייה, והוא הגיע לרמה הגבוהה ביותר בעשור האחרון; צפוי כי הדבר יקטין מאוד את התוספת הנדרשת בדירות החל ב-2013. אמנם מאז המחצית השנייה של 2011 הצטמצם מספרן של התחלות הבנייה, אולם נראה כי הקצב הנוכחי של ההתחלות גבוה לעומת העשור האחרון, והוא מספיק כדי להוסיף ולצמצם בעתיד את התוספת הנדרשת בדירות.

**בתקופה הנסקרת עלה רכיב הדיוור במדד (שעיקרו שכר דירה) ב-1.9 אחוזים, ובשנים עשר החודשים האחרונים - ב-3.4 אחוזים.** בשנת 2011 כולה עלה רכיב הדיוור במדד ב-5.1 אחוזים. במחצית הראשונה של 2011 נרשם שיעור שינוי שנתי של 6.5 אחוזים בקצב העלייה של רכיב הדיוור, ואילו בתקופה הנסקרת התמתן הקצב (איור 20). עליית רכיב הדיוור (המבוסס על מחירי שכר דירה) מוסברת בעיקרה בתוספת הנדרשת של דירות למגורים.

#### מחירי הדירות

**לפי נתוני סקר מחירי הדירות של הלמ"ס (שאינם כלולים במדד המחירים לצרכן), שבו ועלו מחירי הדירות בתקופה הנסקרת (עד אפריל) ב-2.2 אחוזים, לאחר ירידה של 1.4 אחוזים במהלך המחצית השנייה של 2011.** במונחי שנים עשר החודשים האחרונים, הוסיף קצב הגידול השנתי להתמתן במהלך התקופה הנסקרת, בהמשך למגמה שנמשכת מאז תחילת 2010, והוא עומד על שיעור של 2.1 אחוזים בתקופה המסתיימת באפריל

<sup>12</sup> להרחבה על אומדן לתוספת הנדרשת בדירות למגורים ראו את התיבה בחוברת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים, מס' 133 (יוני 2012).

2012 (איור 20). ניתוח שנערך בבנק ישראל<sup>13</sup> מלמד כי התמתנות קצב העלייה במחירי הדירות בשנה האחרונה משקפת בעיקר תגובה בפיגור להעלאות הריבית של בנק ישראל, שנעשו בשנת 2010 ובתחילת 2011, וכן עלייה בריבית הריאלית על המשכנתאות. התמתנות הקצב הושפעה גם מהגבלה שהשית בנק ישראל על שיעור המשכנתאות בריבית משתנה, מגבלה שצמצמה את השפעת הריבית על מחירי הדירות, והושפעה אף מצעדי הממשלה (כגון מס שבח, הוד"לים וכו'). עם זאת, במונחים רבעוניים, נבלמה הירידה במחירי הדירות שנצפתה במחצית השנייה של 2011, וברביע הראשון של 2012 שבו ונרשמו עליות מחירים מתונות בשוק הדירות. ייתכן שעליית המחירים במחצית הנסקרת (עד אפריל) משקפת תגובה בפיגור לירידת שיעור האבטלה במהלך שנת 2011 ולהפחתות הריבית מאז אוקטובר 2011.

#### רכיב האנרגיה במדד

**עליית מחירי האנרגיה במחצית הנסקרת נעוצה בעליית תעריפי החשמל בישראל ומחירי הנפט בעולם (להרחבה ראו תיבה 1).** עליית מחירי הנפט בעולם משפיעה על מחירי הדלק (לתחבורה ולתעשייה) ועל הוצאות הבית (חימום וחשמל). במחצית הנסקרת עלו מחירי הנפט בעולם, עד תחילת מאי, בכ-12 אחוזים, ובחודשים מאי ויוני הם ירדו בשיעור של כ-20 אחוזים, עד לרמה הנמוכה ביותר מתחילת 2011. הירידה באה לידי ביטוי חלקי במדד המחירים לחודשים מאי ויוני: היא השפיעה על ירידת מחיר הדלק בסעיפי התחבורה ואחזקת הבית.

#### מחירי המזון

במחצית הנסקרת עלו מחירי המזון ב-0.4 אחוזים, לעומת ירידה של 2 אחוזים במחצית השנייה של 2011 ועלייה של 4.3 אחוזים במחצית הראשונה אשתקד. מבט על שיעור השינוי בשנים עשר החודשים האחרונים מלמד על ירידה עקבית במחירי המזון, משיעור עלייה שנתי של 6 אחוזים ביוני 2011 לשיעור ירידה של 1.6 אחוזים ביוני 2012. הדבר נובע מצמצום מתמשך של כ-17 אחוזים במחירי הסחורות החקלאיות בעולם מאז מאי 2011, ואולי אף מהשפעת המחאה החברתית של קיץ 2011; יש להניח כי טרם מוצתה מלוא ההשפעה של ירידת מחירי הסחורות החקלאיות על מחירי המזון (להרחבה ראו תיבה 1). עם זאת החלה שוב ביוני עלייה במחירי הסחורות החקלאיות, והיא עלולה להימשך (בין היתר עקב בצורת בארצות הברית) ולהשפיע בעתיד לעליית מחירי המזון במדד.



<sup>13</sup> ניתוח זה מבוסס על נגר וסגל, "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר הדירה בישראל בשנים 1999-2010", סקר בנק ישראל 85.



## תיבה 1: השפעת השינויים במחירי המזון ובמחירי האנרגיה העולמיים

### על מדד המחירים לצרכן

- סעיף המזון (ללא פירות וירקות) מהווה כ-14 אחוזים מהמדד הכולל. עלייה של 10 אחוזים במחירי הסחורות החקלאיות בעולם צפויה להתבטא, לאחר שמונה חודשים, בעלייה מצטברת של 1.2 אחוזים בסעיף המזון במדד המחירים לצרכן, המשתקפת בכ-0.2 אחוזים במדד הכולל.
- עליית מחירי הסחורות בין 2007 ל-2010 מסבירה רק חלק מעליית מחירי המזון באותה תקופה.
- עלייה של 10 אחוזים במחירי הנפט העולמיים צפויה להתבטא, על פי מודלים שונים, בעלייה של 0.2 עד 0.4 אחוזים במדד המחירים לצרכן.
- עלייה צפויה של כ-5 אחוזים במחירי החשמל בכל אחת מהשנים 2013—2014 צפויה לתרום כ-0.1 אחוזים למדד הכולל כל שנה.

### מחירי המזון

סעיף המזון (ללא פירות וירקות) מהווה כ-14 אחוזים מהמדד הכולל. קצב השינוי (ב-12 החודשים האחרונים) של מחירי המזון הואט מאוד בשנה האחרונה, מכ-6 אחוזים באמצע 2011 לסביבות אפס באמצע 2012. מחירי הסחורות החקלאיות,<sup>1</sup> שעלו בקצב של כ-50 אחוזים באמצע 2011, ירדו בשנה המסתיימת באמצע 2012 בכ-15 אחוזים.



הסחורות החקלאיות הן תשומה במוצרי המזון המיוצרים בישראל וכן באלו המיובאים, לכן שינויים במחיריהן צפויים להשפיע על מחירי המזון המקומיים. יחד עם זאת, בעלות הייצור של המזון יש מרכיבים נוספים (שער החליפין, עלות חומרי גלם אחרים, עלות העבודה ועלות ההון). נוסף על כך, מחיר המזון לצרכן כולל גם את עלויות השיווק של המוצר. לכן ההשפעה של שינויים במחירי התשומות המיובאות על מחירי המזון לצרכן צפויה להיות חלקית. ניתן לראות באיור ת-1 כי התנודתיות במחירי המזון המקומיים קטנה הרבה יותר מזו שבמחירים העולמיים של התשומות, ונראה גם כי יש פיגור מסוים בתגובת המחירים המקומיים לשינויים במחירים העולמיים.

כדי להעריך את עוצמת ההשפעה של מחירי הסחורות, בחנו באמצעות אמידה את הקשר בין פיגורים שונים של שיעור השינוי במחירי הסחורות בשקלים (מדד סחורות מוכפל בשער החליפין) לבין מדד

המזון.<sup>2</sup> נמצא כי השפעתם של מחירי הסחורות (מוכפלים בשער החליפין) על מחירי המזון אינה מיידית, והיא מתמשכת עד 8 חודשים. במדגם כולו (ינואר 2000 עד אפריל 2012) נמצא, כי עלייה של 10 אחוזים במחירי הסחורות צפויה להתבטא בעלייה של כ-0.2 אחוזים במחירי המזון המקומיים לאחר חודש, ובעלייה מצטברת של כ-1.2 אחוזים לאחר שמונה חודשים.

מבדיקה שערכנו עולה, כי במהלך העשור האחרון התרחשו שינויים במידת ההשפעה של שינויים במחירי הסחורות העולמיים על מחירי המזון המקומיים.<sup>3</sup> איור ת-2 מציג למדגמים החלקיים את ההשפעה המצטברת של מחירי הסחורות בתקופות שונות.

<sup>1</sup> מדד מחירי הסחורות החקלאיות של בלומברג.

<sup>2</sup> בחינה של משוואות הכוללות גם את שכר העבודה בענף המזון ואת ריבית בנק ישראל מעלה כי לגורמים אלו יש השפעה על מחירי המזון, אך הכללתם אינה משנה באופן מהותי את מידת ההשפעה של מחירי הסחורות העולמיים על מחירי המזון בישראל.

<sup>3</sup> הבדיקה נעשתה באמצעות אמידת המשוואה מספר רב של פעמים, בתזוזה של חודש, בכל פעם לתקופה של ארבע שנים. האמידה הראשונה מתחילה בשנת 2000 ומסתיימת בסוף 2004. המדגם האחרון מתחיל במאי 2008 ומסתיים באפריל 2012.

בולטת מאוד העלייה בהשפעה של מחירי הסחורות בעולם על מחירי המזון בין 2007 ל-2010. בשנתיים האחרונות נחלשה השפעת השינויים במחירי הסחורות, יחד עם האטה ואף ירידה במחירים אלו, בעיקר בשנה האחרונה. איור ת-3 מתאר את התרומה של השינויים במחירי הסחורות למחירי המזון במדד.

ניתן לראות כי במשך רוב התקופה, התרומה של מחירי הסחורות לשינויים במחירי המזון במדד מסבירה רק חלק מהשינוי במחיר. לעומת זאת, בשנתיים האחרונות נראה כי מחירי המזון בישראל השתנו בדומה לתרומה הצפויה ממחירי הסחורות, למרות התמתנות מסוימת של מקדם התמסורת. ייתכן כי להשפעתה של המחאה החברתית שהחלה בקיץ 2011 ופעלה להורדת מחירים, בפרט בענף המזון, יש חלק בהסבר תופעה זו.<sup>4</sup> מהשוואת השינויים במחירי המזון בארץ לאלה שבאיחוד האירופי (17 מדינות) ובארצות הברית עולה, כי מ-2005 ועד אמצע 2011 עלו מחירי המזון בישראל ב-30 אחוזים - לעומת עלייה של כ-15 אחוזים באירופה ובארצות הברית. לעומת זאת, מאמצע 2011 ועד אמצע 2012 ירדו מחירי המזון בישראל באחוז אחד לערך, בעוד שבארצות הברית ובאירופה הם עלו בכ-3 אחוזים.

#### מחירי האנרגיה

מחירי הנפט העולמיים משפיעים באופן ישיר ומידי על מחיר הדלק בתחנות לשימוש כלי הרכב, אולם יש להם גם השפעה עקיפה על מחירי התחבורה (מקומית וטיסות), החימום הביתי ומחירי החשמל, ובהמשך - השפעה עקיפה על מחיריהם של מוצרים ושירותים שונים, התלויים במידה זו או אחרת במחירי האנרגיה.

#### ההשפעה הישירה: סעיף "דלק ושמונים לרכב" מהווה 3.8 אחוזים

מהמדד הכולל. מחיר הדלק, הנקבע על פי מחיר חבית נפט באגן הים התיכון (Cif Lavera) בחמישה הימים האחרונים של כל חודש המוכפל בשער החליפין, מהווה רק כ-40 אחוזים מהמחיר הכולל של הדלק בתחנות. הוצאות השיווק הן כ-10 אחוזים מהמחיר, הבלו בגובה 2.84 שקל לליטר (ללא מע"מ) הוא כ-40 אחוזים מהמחיר הנוכחי, והמע"מ הוא 16 אחוזים. לכן, בחישוב גס, תתבטא התייקרות של 10 אחוזים במחיר הנפט בעלייה של כ-4 אחוזים במחיר ליטר דלק, ובעלייה של 0.15 אחוזים במדד הכולל.

סך ההשפעה (ישירה ועקיפה): בחנו את ההשפעה של שינוי (זמני) במחיר הנפט העולמי (Brent) על מדד המחירים לצרכן, באמצעות משוואה פשוטה שכללה את השינוי המצטבר במשך חודשיים במחיר הנפט כשהוא מוכפל בשער החליפין, משתני דמי לעונתיות, ואת המדד הנבדק בפיגור של חודש. על פי המקדם המתקבל, עלייה של 10 אחוזים במחיר הנפט תתבטא בעלייה של כ-0.2 אחוזים במדד. בבחינה של סעיפים בודדים ניתן לראות כי ההשפעה העיקרית נובעת מסעיף אחזקת הדירה, הכולל בתוכו את עלות הסולר לחימום ביתי, החשמל ומחירי הגז, שיעלה ב-0.2 אחוזים בתגובה



<sup>4</sup> על מחירי המזון בישראל ראו גם בעיקרי ההמלצות של הצוות לבחינת רמת התחרותיות והמחירים בשוק מוצרי המזון והצריכה ("ועדת קדמי"), שפורסמו ב-4.6.2012.



להתייקרות של 10 אחוזים ויתרום למדד עלייה של 0.02 אחוזים, וכן מסעיף התחבורה והתקשורת (הכולל בתוכו את מחיר הדלק למכוניות), שצפוי לעלות ב-0.4 אחוזים ויתרום כ-0.08 אחוזים למדד.

מודלים שונים של חטיבת המחקר, העוסקים בחיזוי לטווח קצר ובינוני של השינוי במדד המחירים לצרכן, כוללים את אומדן השפעתם של השינויים במחירי הנפט על המדד. מודלים אלו כוללים משתנים נוספים על מדד המחירים, כמו פעילות, ריבית ושער החליפין, ולכן ההשפעה המתקבלת לוקחת בחשבון גם את תגובתם של המשתנים האחרים במודל לשינויים במחיר הנפט העולמי. ממודל ה-DSGE, שהוא מודל רבעוני רחב המבוסס על קשרים מבניים בין המשתנים<sup>5</sup>, עולה שעלייה של 10 אחוזים במחירי הנפט תבטא בעלייה של 0.3 אחוזים במדד המחירים בתוך שנה. ממודל אחר, בתדירות חודשית<sup>6</sup>, מתקבל שעלייה של 10 אחוזים במחירי האנרגיה העולמיים מתבטאת בעלייה מידית של 0.25 אחוזים במדד ועוד 0.1 אחוז לאחר חודש; בסך הכול עלייה של 0.35 אחוזים.

מחירי האנרגיה כוללים בתוכם גם את מחירי החשמל, המושפעים מהרכב הדלקים המשמשים לייצורו ועלותם. בעקבות הפסקת הזרמת הגז ממצרים לאחר פרוץ המהומות שם בראשית 2011, וביטול ההסכם עם מצרים מאוחר יותר, נאלצה חברת החשמל לעבור לשימוש בדלקים אחרים, יקרים יותר. על רקע התפתחויות אלו החליטה רשות החשמל על העלאה של 8.9 אחוזים במחירי החשמל ב-2012, העלאה שכבר נכנסה לתוקף בראשית אפריל; על העלאה נוספת של 4.4 אחוזים ב-2013 ועוד 3.7 אחוזים ב-2014.<sup>7</sup>

משקלן של ההוצאות על חשמל במדד המחירים לצרכן הוא 2.4 אחוזים. לכן עלייה של 8.9 אחוזים צפויה לתרום 0.2 אחוזים למדד הכולל. עליות המחירים בשנתיים הקרובות צפויות לתרום למדד, כל אחת באופן ישיר, כ-0.1 אחוז מדי שנה. מעבר לכך, בבחינה אקונומטרית פשוטה, לא ניתן למצוא השפעה מובהקת של מחירי החשמל על שאר רכיבי המדד, אף על פי שניתן להניח שייקור במחיר האנרגיה ליצרן יתבטא גם בעליית מחיר המוצר לצרכן.

5 ראו: Argov, E., E. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam and I. Rozenztrum, (2012) MOISE: A DSGE model for the Israeli economy, Bank of Israel Research Department Discussion Paper Series, 2012.06

6 ראו: אילק, אלכס, (2006), מודל חודשי להערכת האינפלציה והמדיניות המונטרית בישראל, עיונים מוניטריים 2006.04, בנק ישראל.

7 ראו החלטת רשות החשמל מישיבה מספר 367 מיום 22 במרס 2012.

## מחירי התקשורת

מחירי התקשורת ירדו במחצית הנסקרת בשיעור של 1.5 אחוזים, בהמשך לירידה דומה במחצית הקודמת. הירידה נובעת מצעדים רגולטוריים (כגון תקנות ניתוק הזיקה ודמי הקישוריות) ומצעדים מבניים (כגון הכנסת מפעילים נוספים) בשוק הסלולר, הפועלים להגדלת התחרותיות ומובילים להורדת מחירי התקשורת לצרכנים. צפוי כי צעדים אלה ימשיכו וישפיעו גם בהמשך השנה ויביאו להוזלת מחירי התקשורת ולמיתון העלייה במדד הכללי.

## התפתחות הציפיות לאינפלציה

הציפיות המתקבלות ממקורות שונים לגבי האינפלציה ב-12 החודשים הבאים עלו בתחילת התקופה הנסקרת מעל אמצע היעד, וירדו בסופה לסביבת אמצע היעד. לבחינת הציפיות של השוק ושל החזאים נודעת חשיבות רבה משום שהן מהוות מרכיב בהחלטות של הפירמות לגבי מחירי מוצריהן, ולכן משפיעות על שיעור האינפלציה במשק.

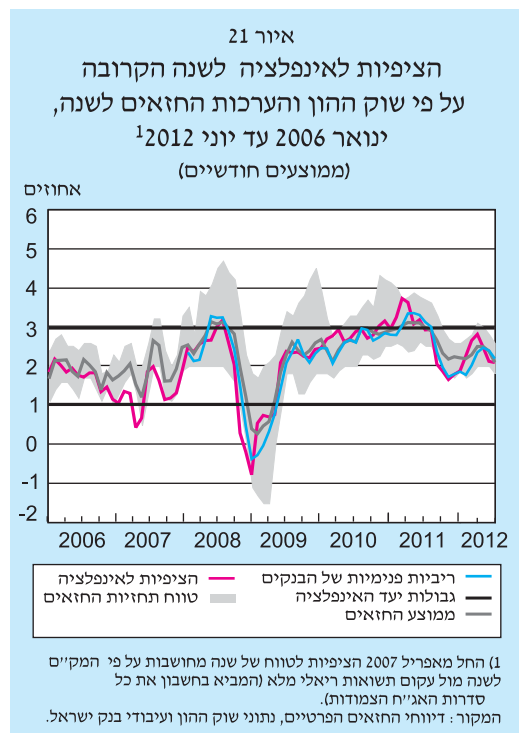
במהלך התקופה הנסקרת נעו הציפיות לאינפלציה לשנה, שנאמדו מהריביות הפנימיות של הבנקים<sup>14</sup> ומתחזיות החוזאים, בחציו העליון של טווח יעד האינפלציה, בין 1.8 ל-2.5 אחוזים (איור 21). התפתחות הציפיות הצביעה על מגמות דומות: בחלקה הראשון של התקופה, החל בפברואר 2012, עלו הציפיות מאמצע הטווח של יעד האינפלציה ל-2.6-2.5 אחוזים; בחלקה השני של התקופה, החל במאי 2012, שבו הציפיות השונות וירדו לאמצע טווח היעד, לשיעור של 1.8-2.2 אחוזים.

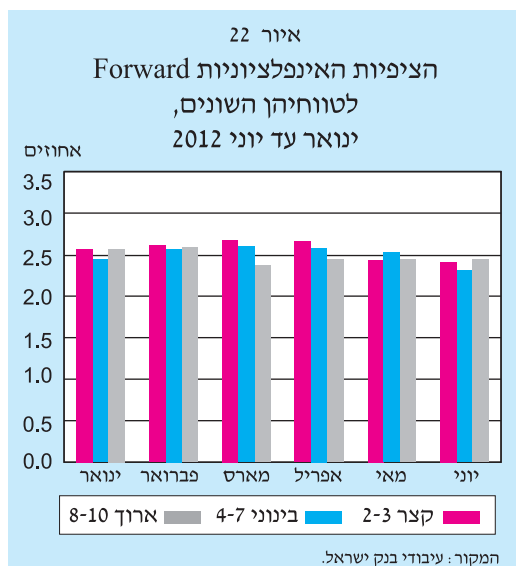
התפתחות הציפיות הנגזרות משוק ההון לאינפלציה (break-even inflation) הייתה שונה. ציפיות אלה החלו לעלות כבר בראשית 2012, מ-1.8 אחוזים ל-3 אחוזים באמצע מארס. מאמצע מארס ירדו הציפיות לאינפלציה בחדות עד לאזור של מרכז הטווח של יעד האינפלציה בסוף התקופה, אזור שירדו אליו גם ממוצע תחזיות החוזאים והציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים. הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות משוק ההון, מחושבות באופן כללי כפער שבין התשואה הנומינלית לשנה (מק"ם) לבין התשואה הריאלית לשנה; אולם בפועל אין איגרות חוב צמודות בעלות טווח לפדיון של שנה בדיוק, ולכן התשואה הריאלית לשנה מחושבת באמצעות ממוצע משוקלל (בין התשואה של איגרות חוב בעלות טווח לפדיון הארוך משנה, לבין תשואת איגרות חוב בעלות טווח לפדיון הקצר משנה). השימוש באיגרות חוב שהטווח לפדיון שלהן אינו שנה בדיוק, יוצר השפעה של העונתיות (הטמונה במדד המחירים לצרכן) על התשואות הריאליות המחושבות, ובעקבות כך - גם על אומדן הציפיות לאינפלציה לשנה. לפיכך עלו בתלילות הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון עד אמצע מארס, ולאחר מכן הן תיקנו את עצמן וירדו בחדות. ניסיון להתחשב בהשפעת העונתיות על הציפיות משוק ההון מצביע כי התפתחות הציפיות הנגזרות משוק ההון דומה להתפתחות הציפיות לפי הערכות החוזאים והריביות הפנימיות של הבנקים.

העלייה בציפיות לאינפלציה לשנה, בחלקה הראשון של התקופה הנסקרת, הושפעה מעלייה צפויה ברכיב האנרגיה במדד, בעקבות עליית מחירי הנפט בעולם והמעבר לייצור חשמל באמצעות מקורות אנרגיה יקרים (בגלל הפסקתה של אספקת הגז ממצרים). המגמה התהפכה בחלקה השני של התקופה הנסקרת, החל במאי 2012, וזאת בשל ההחרפה המחודשת במשבר החוב באירופה: צפוי כי משבר זה יקטין את הביקושים בישראל ויאט את קצב עליית המחירים. ירידת מחירי הנפט בעולם תרמה גם היא לצמצום הציפיות לאינפלציה.

### בציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים והבינוניים ('פורוורד') של שוק ההון ניכרה יציבות במהלך המחצית הנסקרת, סביב רמה של כ-2.5

<sup>14</sup> הריבית הפנימית היא המחיר השולי הפנימי של כל בנק לגיוס מקורות (פיקדונות) או להקצאת שימושים (אשראי). הריביות ללקוחות מתבססות על הריבית הפנימית בתוספת מרווחי סיכון (בצד האשראי) ומרווח שיווק (הקשור לכוח השוק היחסי של הבנק מול מגזרי הלקוחות השונים ולשיקולים אחרים בפעילות הבנק מול המגזרים). הריביות הפנימיות נקראות בבנקים השונים גם "ריביות צל" "מחירי מעבר" ו"מחירים סיטונאיים". הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות מהריביות הפנימיות של חמשת הבנקים הגדולים הן הפער בין ממוצע הריביות הפנימיות השקליות לשנה, כפי שמדווחים הבנקים, לבין ממוצע הריביות הפנימיות המקבילות הצמודות למדד לשנה.





**אחוזים (איור 22).** בטווחים של 2-3 שנים ניכרת השפעת העונתיות: הציפיות עלו עד מארס לרמה של 2.7 אחוזים, ואחר כך ירדו לרמה של 2.5 אחוזים ביוני. הציפיות לאינפלציה בטווחים של 4-7 שנים ושל 8-10 נעו סביב כ-2.5 אחוזים לאורך התקופה הנסקרת. יש לזכור כי ציפיות אלה, כפי שהן נגזרות משוק ההון, מגלמות גם פרמיית סיכון אינפלציונית מפאת אופק הזמן הארוך, ומכאן שהציפיות האמתיות של הציבור נמוכות יותר.

## 2. המדיניות המוניטרית

בתקופה הנסקרת הפחית בנק ישראל את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לחודש פברואר 2012, בהמשך להפחתה מצטברת של 0.5 נקודות אחוז בחודשים אוקטובר ודצמבר 2011. בהמשך התקופה, עד יוני 2012, נותרה ריבית בנק ישראל ללא שינוי ברמה של 2.5 אחוזים. בנק ישראל החליט על צעדים אלה כתגובה להאטה בפעילות המשק במחצית השנייה של 2011, על רקע החרפת משבר החוב באירופה והסימנים להמשך העמקתו. בתום התקופה הנסקרת הפחית בנק ישראל את הריבית לחודש יולי 2012 ב-0.25 נקודות אחוז והותיר את ריבית אוגוסט ללא שינוי, ברמה של 2.25 אחוזים, עקב החמרת המשבר באירופה והחשש כי יעמיק וילך. נתאר להלן ביתר פירוט את השיקולים שהנחו את הוועדה המוניטרית לגבי החלטות הריבית בתקופה הנסקרת.

אחת התשומות החשובות המשמשות את הוועדה המוניטרית בקביעת ריבית בנק ישראל, הן התחזיות הנערכות בחטיבת המחקר. תחזיות אלו מתבססות על מיגוון רב של מקורות מידע על המשק העולמי והמשק המקומי והן נערכות בסיוע מודל מקרו-אקונומטרי, שפותח בחטיבת המחקר, ומבטאות גם את שיקול הדעת של עורכיהן (לוח 4).

### לוח 4

#### המשק הישראלי - ריכוז תחזיות ארבעה רביעים קדימה

2012/2	2012/1	2011/4	
3.1	3.1	2.8	שיעור השינוי בתוצר מחקר ב-2012
2.4	2.6	2.1	אינפלציה - 12 חודשים אחרונים בעוד שנה
2.2	2.5	2.2	חזאים
2.2	2.8	1.9	שוק ההון
2.2	2.4	1.9	ריביות פנימיות
2.3	2.5	2.3	רמת הריבית של בנק ישראל בעוד שנה
2.2	2.7	2.4	תלבור
2.0	2.6	2.6	מק"ם

התחזיות מעודכנות לסוף הרבעון המצויין בראש העמודה.

בסוף דצמבר 2011, לקראת ההחלטה על גובה הריבית לחודש ינואר, התחזית לצמיחת התוצר ב-2012 צפתה גידול בשיעור של 2.8 אחוזים, תחזית נמוכה מהערכות קודמות (2.3 אחוזים); הסיבה העיקרית להערכה הנמוכה נעוצה בהרעה של התנאים הכלכליים בעולם. התחזית לאינפלציה גרסה שיעור אינפלציה של 2.1 אחוזים בשנת 2012, שיעור נמוך במקצת מהציפיות לאינפלציה הנגזרות מהמקורות השונים (2.2 אחוזים). שני כוחות מנוגדים השפיעו על התפתחות האינפלציה הצפויה: מצד אחד תרמו לעלייתה הגידול במחירי הסחורות ומחיר הנפט, הפיחות בשקל במחצית השנייה של 2011 והמשך עליית מחירי הדיר; ומן הצד האחר פעלו כוחות מרסנים - העלייה המתונה בשכר הריאלי וההאטה הצפויה בקצב הביקושים. הנמכת התחזיות, הן של קצב צמיחת התוצר הן של האינפלציה, עלתה בקנה אחד עם המשך הפחתות הריבית שהחלו במחצית השנייה של 2011; זאת לעומת תחזיות קודמות לאי-שינוי בריבית בנק ישראל ב-2012. תחזית חטיבת המחקר העריכה אפוא כי ריבית בנק ישראל תופחת ב-0.5 נקודת אחוז במחצית הראשונה של 2012 לרמה של 2.25 אחוזים, ותשוב לעלות רק ב-2013. הערכות החזאים הפרטיים צפו בממוצע רמה דומה לסוף 2012.

הוועדה המוניטרית בבנק ישראל החליטה להותיר את הריבית לחודש ינואר ללא שינוי ברמה של 2.75 אחוזים, לאחר ההפחתה המצטברת של 0.5 נקודת אחוז במחצית השנייה של 2011 ולאור צעדי המדיניות שנקטו באירופה; עם אלה נמנו הפחתות הריבית בידי הבנק המרכזי האירופי בסוף 2011 והזרמת הנזילות לבנקים מסחריים בגוש האירו, לאור ההערכה כי הצטמצמה ההסתברות למשבר פיננסי. לחודש פברואר החליטה הוועדה להפחית את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז לרמה של 2.5 אחוזים, לאור אינדיקטורים חדשים שהצביעו על האטה נוספת בביקושים המקומיים וביצוא, ומחשש להימשכות ההאטה והעמקתה. ההחלטה האמורה על גובה הריבית לפברואר נתמכה גם בנתוני הסחר העולמי, שהראו התכווצות, והתחזיות המעודכנות של הצמיחה העולמית הצביעו על ירידה כלפי מטה. בהחלטת הריבית לחודש מארס הותירה הוועדה את הריבית ללא שינוי ברמה של 2.5 אחוזים, על רקע העלייה בציפיות לאינפלציה הנגזרות מהמקורות השונים מחד גיסא, והערכה כי ההאטה בקצב הצמיחה של המשק תואמת לתחזית הצמיחה ל-2012 (ולא נמוכה יותר), מאידך גיסא.

בסוף מארס 2012, לקראת החלטת הריבית לחודש אפריל, עודכנה תחזית הצמיחה של חטיבת המחקר לשנת 2012 מעט כלפי מעלה ל-3.1 אחוזים, בעיקר בהתבסס על אינדיקטורים חיוביים יחסית של המשק הישראלי (יבוא הסחורות, ציפיות מסקר המגמות ויצוא השירותים). תחזית האינפלציה לארבעה הרביעים הבאים עודכנה ל-2.6 אחוזים בעקבות עלייה נוספת של מחיר הנפט; השיעור בתחזית האמורה קרוב לשיעור הציפיות לאינפלציה לשנה, שנגזרו באותה עת מהמקורות השונים (2.5 אחוזים). יתר הכוחות האינפלציוניים והמרסנים נותרו דומים לאלו

שהיו בסוף 2011. התחזית לריבית עודכנה בעקבות העלאת התחזיות לאינפלציה ולצמיחה כך שריבית בנק ישראל, שהופחתה ברביע הראשון של 2012 לרמה של 2.5 אחוזים, תישאר ללא שינוי עד המחצית השנייה של 2013 - בדומה לממוצע החזאים לריבית בנק ישראל בעוד שנה, שעמד על 2.6 אחוזים.

הוועדה הותירה ללא שינוי את הריבית לחודשים אפריל, מאי ויוני, בשיעור של 2.5 אחוזים. מדיניות זו נסמכה על התבססות האינפלציה בפועל באזור של מרכז הטווח של יעד האינפלציה; זאת במקביל לציפיות לאינפלציה שירדו גם הן החל במאי, לאזור מרכז הטווח. התייצבות זו אפשרה לבנק ישראל להתמקד בצמיחת הפעילות הריאלית.

הנתונים של צמיחת התוצר בפועל, על פי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע האחרון ב-2011 ולרביע הראשון של 2012, וכן התחזית העדכנית לצמיחת התוצר, הצביעו על המשך צמיחה בקצב מתון, נמוך מקצב הצמיחה בשנים האחרונות. עם זאת, בתקופה שנקבעו בה שיעורי הריבית לחודשים אפריל, מאי ויוני, התרחשו התפתחויות הפכפכות בסיכונים לרמת הפעילות, כדלקמן.

החלטת הריבית לחודש אפריל נשענה על אינדיקטורים חיוביים של הפעילות הריאלית במשק המקומי; פחתו הסיכונים לפעילות המקומית שסיבתם המשבר באירופה, משום שניכרו השפעות חיוביות בשווקים לאחר צעדי המדיניות שנקט הבנק המרכזי האירופי בסוף 2011, ולאור התאוששות-מה בכלכלת ארצות הברית. כל אלה פוגגו במעט את החשש להאטה נוספת בפעילות המקומית. החלטות הריבית לחודשים מאי ויוני נסמכו על תמונה מעורבת של אינדיקטורים לפעילות במשק המקומי, חלקם חיוביים וחלקם שליליים; על התגברות החששות בדבר היציבות בגוש האירו, כאשר החלו להתפוגג ההשפעות של הזרמת הנזילות של הבנק המרכזי האירופי; על התדרדרות נוספת בכלכלות השווקים המתעוררים; ועל אינדיקציות המורות כי מומנטום הצמיחה בארצות הברית אובד. בעקבות כל זאת התגברו הסיכונים לצמיחת התוצר בקצב שנחזה. ההחלטות שלא לשנות את ריבית בנק ישראל בחודשים אלה, על רקע ההתפתחויות בסיכונים, נבעו מהערכה כי רמת הסיכונים לצמיחה עדיין נמוכה מכדי לנקוט הפחתה נוספת של ריבית בנק ישראל.

בסוף יוני 2012, לקראת החלטת הריבית לחודש יולי, עודכנה תחזית חטיבת המחקר. התחזית לצמיחה לשנת 2012 נותרה ללא שינוי: 3.1 אחוזים. תחזית הצמיחה ל-2013 ירדה מעט, ל-3.4 אחוזים, לעומת 3.5 אחוזים בתחזית קודמת (זאת בהתבסס על הפחתת ריבית בנק ישראל לחודש יולי ב-0.25 אחוזים; בתרחיש של אי-שינוי בריבית יולי, הייתה הצמיחה הצפויה ב-2013 עומדת על 3.3 אחוזים). התחזית לצמיחה מבוססת על הערכה כי קצב הגידול ברכיבי הביקושים – היצוא, הצריכה הפרטית וההשקעה בנכסים קבועים – יוסיף להיות מתון, לאור ההרעה בתחזית הצמיחה בעולם. התחזית לאינפלציה לארבעה הרביעים הבאים עודכנה כלפי מטה (מ-2.6 אחוזים בתחזית קודמת) ל-2.4 אחוזים, רמה

גבוהה מזו של ממוצע החזאים (2 אחוזים) ומזו של ציפיות שוק ההון (2.2 אחוזים) - זאת על רקע ירידת מחירי הנפט בעולם ושעה שמחירי הדיור בלטו בתרומתם לעליית המדד. התחזית לריבית עודכנה על רקע הירידה בתחזית לאינפלציה וביציבות בתחזית לצמיחה, ל-2.25 אחוזים, שיעור שיישאר ללא שינוי עד תחילת 2014.

במהלך חודש יולי 2012, לאחר תום התקופה הנסקרת, נוספו אינדיקטורים ועדכונים המחזקים את ההערכה בדבר האטה בפועל והאטה צפויה של הפעילות הכלכלית: היצוא התעשייתי התכווץ בחודות בחודש יוני; נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון עודכנו כלפי מטה; והאינפלציה בפועל בשנים עשר החודשים האחרונים ירדה עד לגבול התחתון של יעד האינפלציה. אם יתמידו התפתחויות אלו, יש להניח שחטיבת המחקר, בתחזית הבאה שלה שתיערך בסוף ספטמבר 2012, תעדכן כלפי מטה את האינפלציה החזויה והצמיחה החזויה בשנת 2013.

הוועדה המוניתרית בבנק ישראל החליטה להפחית את הריבית לחודש יולי (לאחר תום התקופה הנסקרת) ב-0.25 נקודת אחוז, לשיעור של 2.25 אחוזים. החלטה זו נסמכה על ההערכה, כי הפחתת הריבית תתרום לחיזוק יכולתו של המשק להתמודד עם השלכות שליליות אפשריות של המשק העולמי על המשק הישראלי. זאת כאשר צפוי כי האינפלציה תישאר בקרבת המרכז של טווח היעד, ועל רקע התגברות הסיכונים לצמיחת המשק הישראלי בעקבות החמרת המצב בגוש האירו, ההתמתנות המסוימת בפעילות בארצות הברית והאינדיקטורים השליליים המגיעים מהמשקים המתעוררים. בהחלטת הריבית לחודש אוגוסט שקלה הוועדה, מחד גיסא, את ההרעה בפעילות באירופה, את ההאטה בפעילות המקומית ואת התמתנות האינפלציה; ומאידך גיסא את עליית מחירי הסחורות מאז יוני ואת עליית מחירי הדירות בחודשיים האחרונים (מארס ואפריל). הוועדה סברה אפוא כי הפחתת הריבית בחודש יולי, והיחלשות השקל החל מסוף יוני, צפויים לסייע למשק הישראלי להתמודד עם הקשיים העומדים בפניו והחליטה להותיר את הריבית ללא שינוי.

בהחלטות הריבית במהלך המחצית הנסקרת שבה ועלתה ביתר שאת אי-הבהירות לגבי כיוון התפתחותו של קצב צמיחת התוצר. קצב זה התמתן מאוד החל ברביע השני ב-2011; ההערכה בדבר המשך התפתחותו במחצית הנסקרת, בהתבסס על נתוני החשבונאות הלאומית והאינדיקטורים לפעילות הכלכלית במשק, נעה בין ירידה נוספת לבין התייצבות, סביב הרמה שנרשמה בסוף 2011.

בתחילת התקופה הנסקרת הראו נתוני החשבונאות הלאומית המשך של האטה בקצב הצמיחה ברביע האחרון של 2011. גם האינדיקטורים לפעילות בתחילת 2012 הצביעו על האטה צפויה ביצוא ובצריכה. בהמשך התקופה הנסקרת עודכן קצב הצמיחה ברביע האחרון של 2011 כלפי מעלה, וגם האינדיקטורים לפעילות שנוספו הצביעו על התאוששות צפויה

ביצוא וביבוא ברביע הראשון של 2012; גם נתוני סקר המגמות של הלמ"ס הראו כי המצב בפועל טוב יותר מאשר בהערכות המוקדמות, כך שרמת הפעילות עשויה להראות יציבות וייתכן שאף האצה מסוימת.

לקראת סוף התקופה הנסקרת פורסמו נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2012; אלה הצביעו דווקא על המשך האטה קלה, במקביל לעדכון חזרה כלפי מטה של קצב הצמיחה ברביע האחרון של 2011. כמו כן, האינדיקטורים השוטפים לפעילות ברביע השני שהתווספו ציירו תמונה מעורבת: לצד נתונים חיוביים שעלו מסקר המגמות ומנהלי הרכש, נרשמה ירידה ביצוא ובייצור התעשייתי, ונתוני החשבונאות הלאומית לקצב הצמיחה ברביע הראשון התעדכנו כלפי מטה. כל אלה הקשו על הערכה לגבי מצב המשק.

בהחלטות הריבית במחצית הנסקרת נשקל גם נושא היציבות הפיננסית של המשק. הוצבה שאלה האם שוררת מצוקת אשראי במשק, בעיקר בענף הנדל"ן: אמנם האשראי הבנקאי למגזר העסקי גדל בתקופה הנסקרת, אך קצב גידולו היה נמוך לעומת קצב צמיחת התוצר. עם זאת יש לומר, כי התגברות הסיכונים בענף הנדל"ן היא שהביאה להקשחת תנאי האשראי בו, ובחלק מהבנקים תרמה לכך גם המגבלה הענפית. זאת ועוד: החלטת המפקח על הבנקים על מתווה של יחס הון-ליבה בבנקים נמוך מזה שהיה צפוי, מאפשרת גידול של 3-4 אחוזים באשראי הבנקאי למגזר העסקי.

הוועדה המוניטרית בבנק ישראל שקלה בהחלטותיה גם את ההתפתחויות בשוק הדירות, שאופיין בשנים האחרונות בעליית מחירים חדה. מחירי הדירות התמתנו מאוד עם הבשלת הפעולות להגדלת היצע הדירות, שהשתקפה בגידול התחלות הבנייה ובהחלת מגבלות של בנק ישראל על המשכנתאות החדשות.<sup>15</sup> התמתנות העלייה במחירי הדירות נמשכה גם ברביע הראשון של 2012. על רקע זה סברה הוועדה כי לעת עתה אין צורך לנקוט צעדי מקרו נוספים לייצוב שוק הדירות. למרות ההתאוששות המסוימת בשוק הדיור ברביע השני, העלייה בהיקף המשכנתאות החדשות ובמספר העסקאות והחשש מחידוש ההתייקרות מחירי הדירות, הופחתה הריבית לחודש יולי בסוף התקופה הנסקרת; זאת לאור ההערכה כי המגבלה, שהשית בנק ישראל על שיעור המשכנתאות בריבית משתנה, הקטינה את התמסורת מריבית בנק ישראל למחירי הדירות, כך שצפוי כי להפחתת הריבית לחודש יולי תהיה השפעה מתונה יחסית על מחירי הדירות.

<sup>15</sup> לפירוט הצעדים ראו את דוח המדיניות המוניטרית (דוח האינפלציה) למחצית הראשונה של 2011.



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

06/12	05/12	04/12	03/12	02/12	01/12	
						התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
2.3	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
2.2	2.5	2.6	2.6	2.4	2.5	תשואת מק"מ לשנה
3.3	3.5	3.7	3.8	3.6	3.5	תשואת אג"ח לא צמודות ל-5 שנים
5.8	5.6	5.8	5.7	5.6	5.6	תשואת אג"ח לא צמודות ל-20 שנים
0.1	0.3	0.1	-0.3	-0.2	0.2	תשואת אג"ח צמודות לשנה
1.0	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
5.4	4.7	3.8	3.7	3.9	3.6	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
14.8	15.3	15.4	15.1	13.7	13.1	
						שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)
-1.9	-8.2	3.3	2.4	-2.3	4.7	מדד המניות הכללי
-0.7	-8.5	3.5	4.0	-3.4	3.1	מדד ת"א 25
						שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)
1.1	3.5	0.9	-1.4	0.9	-2.3	השקל מול הדולר
2.4	-2.8	0.1	-2.2	2.8	-0.3	השקל מול האירו
1.9	-0.4	0.8	-2.2	1.9	-0.3	שער חליפין נומינלי אפקטיבי
						מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
	7.0	7.6	8.7	9.5	10.1	סטיית התקן הגלומה
	3.9	3.1	5.7	9.4	10.4	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-3%
	0.1	0.3	0.6	0.7	1.2	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-3%

\* החישוב השתנה מדו"חות קודמים לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומח"ם ארוך מששה חודשים. המרווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרני לבין הגליל בטווח מח"ם המתאים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.



**לוח נ-2**  
**סביבת האינפלציה והריבית**  
**(ממוצעים חודשיים)**

06/12	05/12	04/12	03/12	02/12	01/12	
						סביבת האינפלציה (אחוזים)
-0.3	0.0	0.9	0.4	0.0	0.0	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
						תחזיות החזאים למדד חודשי (ממוצע תחזיות לפני פרסום המדד)
0.3	0.9	0.2	0.1	-0.2	0.1	
1.0	1.6	2.1	1.9	1.7	2.0	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
2.1	2.2	2.5	2.8	2.7	2.3	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה
2.1	2.4	2.6	2.5	2.3	2.2	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
						הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*
2.4	2.4	2.7	2.7	2.6	2.6	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.3	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.5	2.5	2.5	2.4	2.6	2.5	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
						הריבית ופערי הריביות
2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	ריבית בנק ישראל
0.4	0.4	0.0	-0.3	-0.1	0.5	הריבית הריאלית הנגזרת
2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	פער הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה
						תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.08	
2.3	2.6	2.6	2.48	2.44	2.45	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	פער הריביות הארוכות הנומינליות בין ישראל לארה"ב
2.8	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	פער הריביות הארוכות הריאליות בין ישראל לארה"ב

\* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין איגרות חוב שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, הגדל עם התארכות אופק הציפיות.

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

