



בנק ישראל

# דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2017

שבט התשע"ח • פברואר 2018

48

©

**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](http://www.bankisrael.org.il)

## התוכן

6	תקציר
8	המדיניות המוניטרית
8	א. המדיניות והיעדים
11	ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית



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

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

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, הדוח הנוכחי מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז פרסום מדד המחירים לצרכן של יוני 2014 (ב-15 ביולי 2014). שיעור האינפלציה בתקופה זו ירד אל מתחת לגבולו התחתון של היעד, וההסברים לכך מובאים בסעיף א' להלן ("המדיניות והיעדים").

את דוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של 2017 הכינו כלכלנים של חטיבת המחקר, בהנחייתה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד ה-31 בינואר 2018. לגבי חלק קטן מהנתונים נוספה התייחסות להתפתחויות שחלו בימים שקדמו לפרסום.

<sup>1</sup> החל מאפריל 2017 עברה הוועדה מ-12 החלטות ריבית בשנה ל-8 החלטות ריבית.

**המדיניות המוניטרית:** במחצית השנייה של 2017 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ברמה שנקבעה במרץ 2015 – 0.1% – משום שסביבת האינפלציה נעה מתחת ליעד. במסגרת ההכוונה לגבי העתיד הצהירה הוועדה כי המדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה כל עוד יידרש הדבר כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. על רקע הפיחות שהתרחש בתחילת התקופה הנסקרת צמצם בנק ישראל את התערבותו בשוק המט"ח. במהלך התקופה החל ייסוף, הוא התגבר לקראת סופה, ובינואר 2018 הרחיב הבנק את ההתערבות.

**האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה:** האינפלציה השנתית נותרה במרוצת השנה נמוכה מהיעד ובסופה הגיעה ל-0.4%. במרבית חודשי השנה היא נמצאה בתחום החיובי, לראשונה מאז 2014, אולם התפתחותה לאורך השנה לא הייתה אחידה. האינפלציה נעה מתחת ליעד עקב הייסוף המתמשך שהתרחש גם לפני התקופה הנסקרת, הצעדים שהממשלה נקטה כדי להפחית את יוקר המחיה, התגברות התחרות במשק והאינפלציה הנמוכה בעולם, ולמרות עליית השכר והאיתנות שהציג שוק העבודה. ציפיות האינפלציה לטווח שמגיע עד שנתיים נותרו מתחת לגבול התחתון של היעד, הציפיות פורורד לשנה השלישית (2–3) נעו בסביבת הגבול התחתון ועלו מעט בסוף השנה, והציפיות לטווחים הארוכים נותרו מעוגנות בתחום היעד.

**הפעילות הריאלית המקומית:** הנתונים שעמדו לרשות הוועדה המוניטרית במחצית השנייה של 2017 העידו כי קצב הצמיחה התמתן מעט השנה, והם הובילו להערכה שהקצב תואם את פוטנציאל הצמיחה. חברי הוועדה סברו כי ההתמתנות משקפת בעיקר מגבלות בצד ההיצע כתוצאה מכך ששוק העבודה נמצא בסביבה של תעסוקה מלאה. לאחר שבשנים האחרונות ניכרה חולשה ביצוא, ובפרט ביצוא הסחורות, בתחילת המחצית הוא התאושש בהובלת יצוא השירותים. אך התאוששותו נבלמה בהמשך, והצריכה הפרטית שבה להיות מרכיב עיקרי בצמיחה.

**שער החליפין:** לאחר שבמחצית הקודמת התייסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי במידה משמעותית, במחצית הנסקרת (הממוצע בדצמבר לעומת הממוצע ביוני) חל בו פיחות מתון ששיעורו 1%. אולם התפתחותו בתקופה זו לא הייתה אחידה: עד אוגוסט חל בו פיחות ניכר, בעיקר מול האירו, ולאחר מכן הוא התייסף. בראשית 2018, עד ל-9 בפברואר, חל פיחות בשער ששיעורו כ-2.5% אחוזים לעומת רמתו הממוצעת בדצמבר 2017.

**שוק הדיור:** במחצית השנייה של 2017 (עד נובמבר) האט קצב העלייה של מחירי הדירות. לצד ירידה במספר העסקאות, נרשמה גם ירידה בהיקף התחלות הבנייה, אולם ההיצע צפוי לגדול בעתיד, שכן מספר היתרי הבנייה גדל. הקצב החודשי של נטילת משכנתאות חדשות התייצב לאחר ירידה חדה, ולכן יתרת האשראי לדיור התרחבה בקצב מתון מהקצב אשתקד.

**הכלכלה העולמית:** בתקופה הנסקרת נמשך השיפור בסחר העולמי ובנתוני הצמיחה של מרבית המשקים, ותחזיות הצמיחה עודכנו כלפי מעלה. ה-Fed מעלה את הריבית בהדרגה והוא העלה אותה גם בדצמבר. ה-ECB הותיר את הריבית בגובה 0.4%- והודיע כי יצמצם את ההיקף החודשי של רכישות האג"ח החל מינואר 2018 אך יאריך את תקופת הרכישות. גם בנקים מרכזיים נוספים היטו את המדיניות המוניטרית לכיוון מרחיב פחות, אך הסביבה המוניטרית נותרה מרחיבה מאוד. האינפלציה ברוב המשקים העיקריים נותרה נמוכה מהיעד אף על פי שבמחצית הנסקרת חלה האצה בקצב עלייתם של המחירים העולמיים של הסחורות והנפט.

**השווקים הפיננסיים:** בין יולי לנובמבר (כולל) ניכרה יציבות במדדי המניות המקומיים, והיא שיקפה ביצועי חסר לעומת המדדים המובילים בעולם. הדבר נבע בעיקר מביצועי חסר של החברות הגדולות מענפי הכימיה והפארמה, על רקע משקלן הגבוה במדדים בישראל. בדצמבר התהפכה התמונה המקומית ובסיכום המחצית השנייה של 2017 עלו מדדי המניות המקומיים בשיעור נמוך רק במעט מהמדדים בארה"ב ובאירופה. בראשית פברואר 2018 – לאחר התקופה הנסקרת בדוח זה – נרשמה ירידה חדה במדדי המניות בעולם ובארץ. במחצית הנסקרת ירדו עקומי התשואות הנומינליים בטווחים הבינוניים והארוכים. ב-2017 נמשכה הגאות בהיקף ההנפקות של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות, והמרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות ירדו במחצית הנסקרת והגיעו לרמה הנמוכה ביותר מאז 2007. ההכנסות ממיסים שהגיעו במחצית השנייה של השנה לסכום גבוה מהחזוי, אפשרו לממשלה לפרוע מוקדם חלק מהחוב שלה ולצמצם את גיוסי החוב.

**תחזית חטיבת המחקר :** לפי התחזית שחטיבת המחקר גיבשה בינואר 2018, התוצר צפוי לצמוח ב-2018 ו-2019 ב-3.4% ו-3.5%, בהתאמה. האינפלציה צפויה לשוב לתחום היעד במרוצת 2018 ולהסתכם ב-1.1% בסופה. ריבית בנק ישראל צפויה להיותר ברמתה הנוכחית עד לרבעון השלישי של 2018 ולעלות ברבעון הרביעי.

## המדיניות המוניטרית

בהתאם לסעיף 55(ב) לחוק בנק ישראל, סעיף א' להלן סוקר את הסיבות לכך שהאינפלציה סתתה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים רצופים. נוסף לכך הסעיף מתאר את המדיניות שהוועדה המוניטרית נקטה כדי להשיב את האינפלציה לתחום היעד ומציג את הערכתה לגבי משך הזמן הנחוץ לכך. סעיף ב' מתאר את תנאי הרקע ששררו בעת החלטות על הריבית ואת נקודת מבטה של הוועדה. נציין כי מאז החלטת הריבית באוקטובר 2017 הוועדה המוניטרית פועלת בהרכב מלא ומונה שישה חברים, לאחר שמנובמבר 2014 היא פעלה בהרכב חסר.

### א. המדיניות והיעדים

**בתקופה הנסקרת החליטה הוועדה המוניטרית להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה (0.1%), וברקע החלטותיה ניצבו כמה התפתחויות עיקריות:** (1) סביבת האינפלציה נותרה נמוכה מהיעד (אף על פי שברוב חודשי השנה היא נעה בתחום החיובי לראשונה מאז ספטמבר 2014); (2) שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נמצא ברמה נמוכה והתייסף לפני המחצית הנסקרת, וגורמים אלה מכבידים על המגזר הסחיר ומקשים על האינפלציה לשוב ליעד. ההתפתחויות בשער החליפין התרחשו אף על פי שה-Fed העלה את הריבית, תהליך שצפוי להימשך גם ב-2018, ואף על פי שהמדיניות המוניטרית באירופה ובמרבית המדינות המפותחות נותרה מרחיבה מאוד גם אם צומצמה מעט; (3) קצב הצמיחה התמתן מעט במחצית הראשונה של 2017<sup>2</sup> – יחסית לקצב המואץ ששרר ב-2016 – ותאם את קצב הצמיחה הפוטנציאלי של המשק, והצריכה הפרטית שבה להוביל את הצמיחה. שוק העבודה מתאפיין בסביבת תעסוקה מלאה ובעלויות שכר; (4) מחירי הדירות הוסיפו לעלות, אם כי בשיעור מתון יחסית לעבר, ומרווחי האג"ח התאגידיות הגיעו לרמות נמוכות מאוד – תופעה שמתקיימת במדינות נוספות.

**נוסף לכך שהוועדה המוניטרית הותירה את הריבית ברמתה הנמוכה היא המשיכה להשתמש בהכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance).** מאפריל השנה ציינה הוועדה בהודעות הריבית כי בכוונתה להותיר את המדיניות המוניטרית המרחיבה בעינה כל עוד יידרש הדבר כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתחום היעד. לצד זאת המשיך הבנק להתערב בשוק המט"ח אם כי במידה פחותה: הוא רכש דולרים בעיקר במסגרת התוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף.

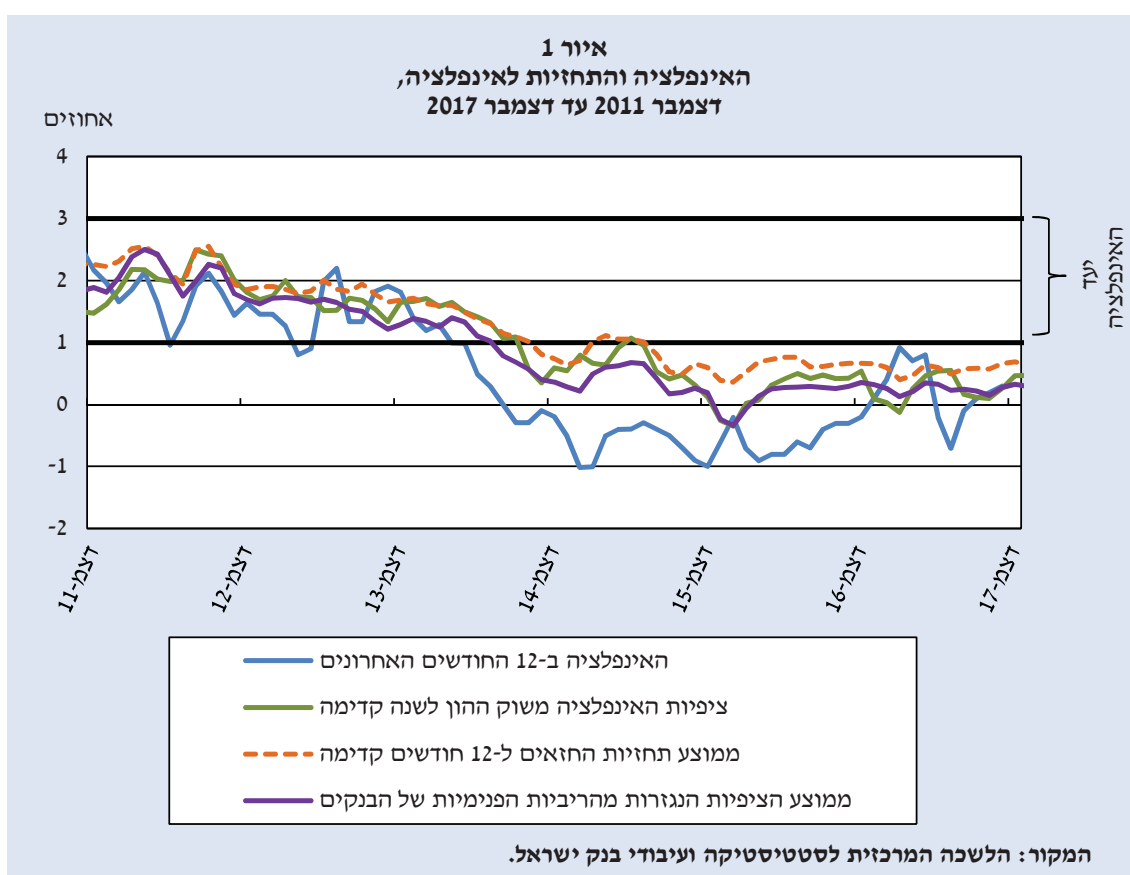
**חברי הוועדה הצביעו על הגורמים לכך שהאינפלציה השנתית נמוכה גם אם חיובית ולכך שהיא הוסיפה לסטות מתחום היעד במחצית הנסקרת:** (1) אומנם בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי חל במחצית הנסקרת פיחות מתון ששיעורו 1%, אך ב-2017 כולה הוא התייסף ב-4.2%,

<sup>2</sup> בניכוי השפעת היבוא של כלי הרכב.



וייסוף זה משפיע על האינפלציה באופן הדרגתי ומתמשך<sup>3</sup>. (2) המהלכים שהממשלה נקטה במטרה להפחית את יוקר המחיה<sup>4</sup> המשיכו להוביל לירידות מחירים, אם כי במידה פחותה מאשר בעבר; בניכוי המהלכים הישירים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2017 ב-0.7%. (3) התחרות במשק התגברה ככל הנראה, והדבר משתקף בין היתר בכך שהרכישות באינטרנט התרחבו, ובפרט הרכישות מאתרי אינטרנט בחו"ל<sup>5</sup>.

הוועדה המוניתרית הדגישה כי בשל גורמים אלה נותרה האינפלציה השנתית נמוכה מהיעד אך ציינה כי היא הציגה עלייה מתונה במרוצת 2017. האינפלציה השנתית הגיעה השנה לתחום החיובי לראשונה מאז 2014, וב-2017 היא הסתכמה ב-0.4%; רק ביוני וביולי היא ירדה בחדות לתחום השלילי (איור 1).



<sup>3</sup> אומנם האינפלציה במחירי המוצרים הסחירים עלתה במהלך התקופה הנסקרת, בהשפעת העלייה המתמשכת במחירי הנפט והסחורות, אך היא המשיכה לנוע בתחום השלילי ועמדה ב-2017 על -1.1%.

<sup>4</sup> הצעדים שנקטו מפברואר 2016 והשפיעו על האינפלציה השנתית במחצית הנסקרת כללו: ביטול המכס ומס הקנייה על מוצרים מיובאים, והוזלה של תעריפי הנסיעה במוניות ובתחבורה הציבורית, ושל ביטוח הרכב. כמו כן הוזלו תעריפי החשמל והמים.

<sup>5</sup> דיון נרחב בהגברת התחרות והרכישות באינטרנט ניתן למצוא בדוח בנק ישראל לשנת 2016 (פרק ג').

**גורמים אחדים הובילו לכך שהאינפלציה עלתה השנה.** מחיריהם העולמיים של המתכות והנפט האיצו במחצית הנסקרת ועלו ב-17.8% וב-32%, בהתאמה, לאחר שגם ב-2016 הם הציגו מגמת עלייה (איור 2).<sup>6</sup> מחירי המזון העולמיים עלו ב-2017 ב-5.4%, בעיקר במחצית הראשונה של השנה, לאחר שמאמצע 2014 ניכרה בהם מגמת ירידה (איור 2). התפתחויות אלו תרמו לכך שהאינפלציה עלתה ב-2017 ברוב המשקים העיקריים אם כי היא נותרה נמוכה מהיעד: שיעורה השנתי (בדצמבר) עמד על 1.5% בארה"ב,<sup>7</sup> על 1.4% בגוש האירו ועל 1.1% ביפן. נזכיר כי השינויים באינפלציה העולמית משפיעים על האינפלציה בישראל בעיקר דרך מחירי היבוא.

להתפתחויות בעולם נוספו תהליכים מקומיים: סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה ב-2.4% בשנה האחרונה, בעיקר במחצית הנסקרת, בשעה שאשתקד הוא עלה ב-1.4%; השכר הנומינלי עלה במחצית הנסקרת ב-1.5%<sup>8</sup>, ועימו עלה גם השכר הריאלי והגדיל את כוח הקנייה (איור 3); ועלות העבודה ליחידת תוצר עלתה. כל אלה צפויים לתרום לעליית מחירים גם בהמשך.

אינדיקטורים שונים לפעילות הריאלית – ובראשם נתוני החשבונאות הלאומית וסביבת התעסוקה המלאה בשוק העבודה – תמכו בהערכה שהמשק צמח ברבעונים השני והשלישי בקצב שתואם את פוטנציאל הצמיחה, לאחר שב-2016 הוא צמח בקצב מואץ. **על רקע התפתחויות אלו העריכה הוועדה המוניתרית כי האינפלציה הנמוכה נובעת בעיקר מגורמים בצד ההיצע ואינה מעידה על רפיון בביקוש.**

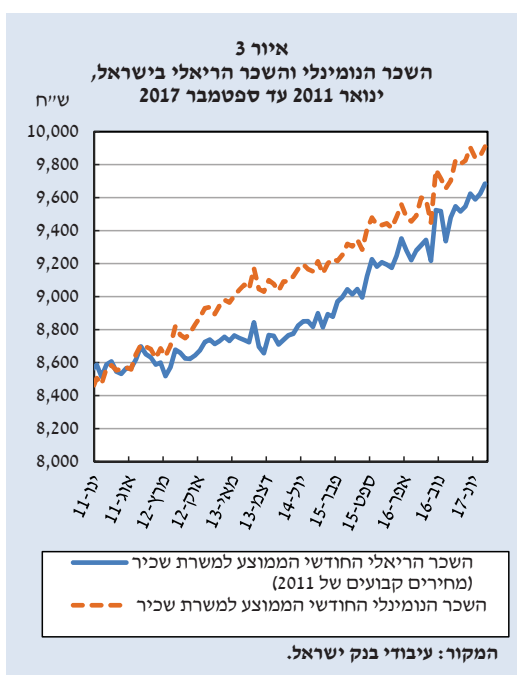
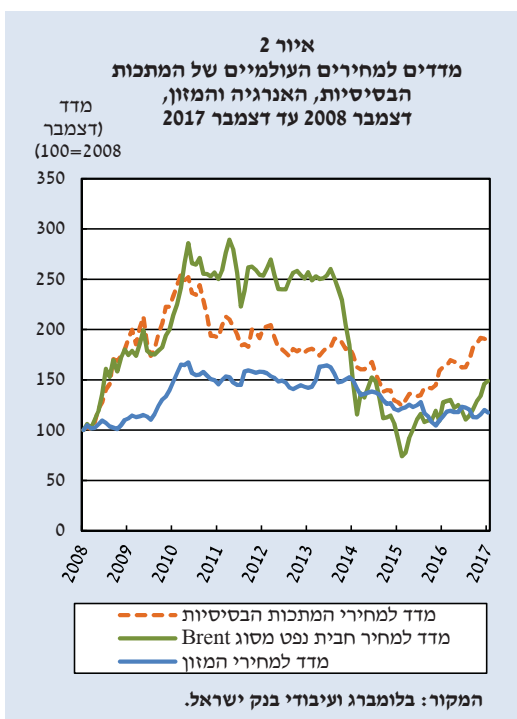
**המדיניות המוניתרית במחצית הנסקרת נותרה מרחיבה** – הריבית נותרה נמוכה מאוד ותמכה בהתרחבות הנאה של הצריכה הפרטית, בהתאוששות ההשקעה בנכסים קבועים, ובשוק העבודה ההדוק. אולם חברי הוועדה המוניתרית ציינו כי אף על פי שהריבית נמצאת בשפל היסטורי, התשואות הריאליות בארץ גבוהות מהתשואות באירופה ודומות לתשואות בארה"ב. הם הסיקו מכך שגם אם המדיניות המוניתרית בישראל מרחיבה כשלעצמה היא אינה מרחיבה במיוחד בהשוואה לחו"ל. חלק מחברי הוועדה סברו כי הידוק מוניתרי בעת הנוכחית יגביר את הלחצים לייסוף ויכביד על האינפלציה הנמוכה ממילא ועל ההתאוששות המסתמנת ביצוא. כמו כן הובעה הדעה שיש להחליט על המדיניות גם בהתחשב בשיקולים נוספים, לרבות ההתפתחויות במחירי הנכסים, ולכן ייתכן שהתנאים להעלאת ריבית יבשילו מוקדם מהצפוי. מצד שני, ייסוף עלול לדחות את חזרת האינפלציה ליעד ולכן את העלאת הריבית.

**לסיכום, חברי הוועדה המוניתרית מעריכים כי הותרת הריבית ברמתה הנוכחית לאורך זמן תפעל לחזרת האינפלציה לתחום היעד בתוך כשנה,**

<sup>6</sup> מחירי המתכות הדולריים עלו בכ-34% מינואר 2016, ומחירי הנפט הדולריים עלו ב-87% מפברואר 2016.

<sup>7</sup> מדד core PCE.

<sup>8</sup> נתון אוקטובר מול נתון יוני במונחים שנתיים.



**ולצידה יפעלו לכך הכוחות הכלכליים** – העלייה של השכר הנומינלי על רקע סביבת התעסוקה המלאה; השיפור בפעילות הכלכלית העולמית ובסחר העולמי והעלייה של האינפלציה העולמית, תהליכים שמקבלים תמיכה מהמשך הפעלתה של מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד בעולם; העלייה במחירי הסחורות, בפרט הנפט; והעלייה (המתונה) של האינפלציה בפועל, התפתחות שמשפיעה על הציפיות לאינפלציה ודרכן על האינפלציה העתידית. בהערכה זו תומכות גם ציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים: הן ממשיכות להעיד כי גם בשווקים הפיננסיים שוררת הערכה שהמדיניות המוניטרית תוביל להשגת יעד האינפלציה. **אולם חברי הוועדה מציינים כי יש גורמים שעשויים לעכב את חזרת האינפלציה ליעד**, בהם הצעדים שהממשלה נוקטת כדי להפחית את יוקר המחיה והתגברות התחרות במשק. כמו כן תושפע האינפלציה מההתפתחויות בשער החליפין. כאמור, **הוועדה המוניטרית ציינה בהודעותיה שבכוונתה להותיר את המדיניות המרחיבה בעינה עד שסביבת האינפלציה תתבסס בתחום היעד.**

## **ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית**

במחצית השנייה של 2017 הוסיפה האינפלציה לעלות במתינות, מגמה שהחלה במחצית השנייה של 2016, ובסיכום השנה היא הגיעה ל-0.4% (איור 1). הוועדה המוניטרית העריכה שסביבת האינפלציה הנמוכה אינה משקפת רפיון בביקוש המקומי, וציינה כי גורמים אחדים עשויים לעכב את חזרתה ליעד. מינואר ועד מאי 2017 עלתה האינפלציה השנתית מ-0.1% ל-0.8%, והגיעה לתחום החיובי לראשונה מאז ספטמבר 2014. אולם ביוני וביוולי היא ירדה בחדות ל-0.2% ול-0.7%, בהתאמה, בעיקר מפני שמדד יוני הפתיע כלפי מטה (איור 4)<sup>9</sup>. באוגוסט החלה האינפלציה השנתית לעלות, ומדד ספטמבר הפתיע כלפי מעלה<sup>10</sup>.

ציפיות האינפלציה לשנה משוק ההון והציפיות פרוורד לגבי האינפלציה בשנה השנייה (1—2)<sup>11</sup> נשארו מתחת לגבול התחתון של היעד ועמדו בסיום המחצית על 0.6% ו-0.8%, בהתאמה. באפריל 2017 ירדו הציפיות פרוורד לגבי האינפלציה בשנה השלישית (2—3) ונעו בסביבת הגבול התחתון (איור 5), ולקראת סוף השנה הן עלו מעט. הציפיות פרוורד לטווחים הארוכים יותר נותרו כל העת מעוגנות בתחום היעד.

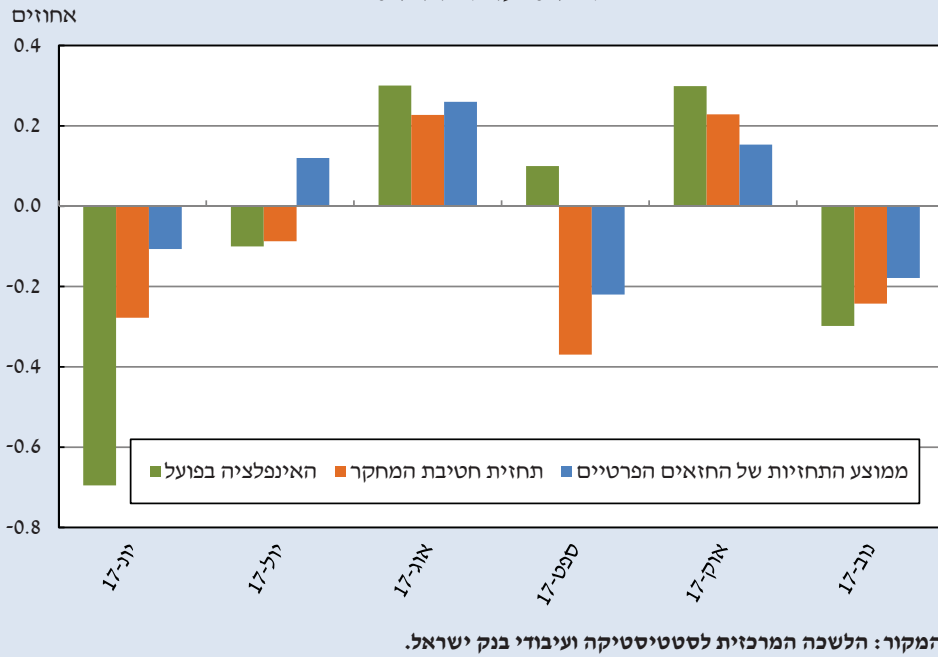
**הצעדים שהממשלה נקטה כדי להוריד את יוקר המחיה נמנים עם הגורמים שעייכבו את חזרת האינפלציה ליעד, אולם הוועדה לא ראתה בהם נימוק לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה יותר.** זאת משום שהמדיניות המוניטרית אינה נדרשת להגיב לירידות מחירים חד-פעמיות

<sup>9</sup> מדד יוני ירד בחדות בעיקר עקב ירידה עונתית של מחירי הירקות והפירות ושל מחירי ההלבשה וההנעלה ועקב ירידה של מחירי התחבורה. ההתערבויות הממשלתיות תרמו למדד זה תרומה שלילית שגובהה 0.2 נקודת אחוז.

<sup>10</sup> מדד ספטמבר הפתיע כלפי מעלה מפני שסעיף הדיור עלה ב-0.4% וסעיף החינוך עלה בשיעור דומה למרות הוזלת הצהרונים.

<sup>11</sup> הציפיות כיום לגבי האינפלציה לשנה בעוד שנה.

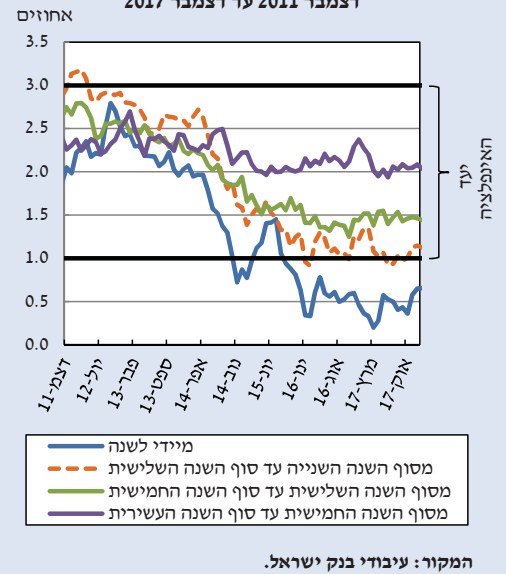
איור 4  
האינפלציה החודשית בפועל לעומת התחזיות,  
יוני 2017 עד נובמבר 2017



ואינה פועלת לקיזוז שינויי מחירים שכבר התרחשו<sup>12</sup>. יתר על כן, קובעי המדיניות מביאים בחשבון את התמונה הכוללת של המשק, ובהקשר זה הם מתחשבים בפרט בשיקולים הנוגעים ליציבות הפיננסית.

**הנתונים במחצית הנסקרת העידו כי קצב הצמיחה התמתן מעט השנה והוא תואם את פוטנציאל הצמיחה (לוח 1).** נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של השנה הצביעו על צמיחה נמוכה, אולם בניכוי התנודתיות ביבוא כלי הרכב צמח התוצר בקצב גבוה<sup>13</sup>. הצמיחה התאוששה ברבעון השני ושיקפה עלייה בכל השימושים. התאוששות זו, לצד האומדן הראשון לרבעון השלישי והתחזית שהמשק יצמח בקצב דומה ברבעון הרביעי, הובילו להערכה שהמשק צומח בקצב קרוב לקצב הפוטנציאלי.

איור 5  
הציפיות לאינפלציה פרוורד משוק ההון,  
דצמבר 2011 עד דצמבר 2017



<sup>12</sup> דיון נרחב ניתן למצוא בדוח בנק ישראל לשנת 2014 (פרק ג').  
<sup>13</sup> פירוט מופיע בדוח הוועדה המוניתרית למחצית הראשונה של 2017.

## לוח 1

### התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת<sup>1</sup>, במונחים שנתיים)

2017Q3	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2017	2016	2015	
3.5	2.6	0.9	4.7	3.0	4.0	2.6	התוצר המקומי הגולמי
3.8	3.0	0.1	5.7	3.2	4.2	2.7	התוצר של המגזר העסקי
15.9	8.5	-2.3	-0.8	5.5	8.1	1.6	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים
7.6	6.2	0.8	0.9	3.0	6.1	3.9	הצריכה הפרטית
7.2	4.4	3.8	1.1	4.2	4.9	4.3	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
-1.5	1.9	2.7	1.5	2.8	3.9	3.2	הצריכה הציבורית
-2.5	2.2	7.1	2.5	3.7	4.0	3.8	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
12.3	19.2	-21.7	13.4	5.2	8.1	2.4	ההשקעה המקומית הגולמית
5.3	10.0	-2.5	0.7	2.7	11.9	-0.8	מזה: בנכסים קבועים
3.1	-1.4	10.1	6.3	3.6	2.2	-0.8	היצוא ללא יהלומים
-0.4	5.8	6.1	4.8	3.9	1.1	-0.9	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

1 נתוני החשבונאות הלאומית מתפרסמים כשישה שבועות לאחר סיום הרבעון, ולכן הנתונים לרבעון הרביעי אינם מופיעים בלוח זה.  
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

### חברי הוועדה המוניתרית סברו כי התמתנות הצמיחה ב-2017 משקפת מגבלות בצד היצע כתוצאה מכך ששוק העבודה נמצא בתעסוקה מלאה:

שיעור האבטלה<sup>14</sup> נותר נמוך (3.7%); שיעורי ההשתתפות והתעסוקה נותרו יציבים ברמות גבוהות (79.9%-ו-76.9%, בהתאמה); שיעור המשרות הפנויות המשיך לעלות (3.8%); והעלייה בשכר הריאלי (3.1%) בשנה המסתיימת באוקטובר 2017) והגידול בתקבולי מס הבריאות תמכו בהערכה שעליית השכר נמשכת.

בתחילת המחצית הנסקרת העידו הנתונים שעמדו לרשות הוועדה כי היצוא התאושש במחצית הראשונה של 2017, בהובלת יצוא השירותים (לוח 2). בהמשך המחצית התקבל האומדן הראשון של נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי והראה כי הצמיחה של יצוא הסחורות נבלמה, וכי הצריכה הפרטית שבה לשמש מרכיב עיקרי בצמיחה, בתמיכת העלייה בהכנסה הריאלית.

<sup>14</sup> הנתונים בפסקה זו מתייחסים לגילי העבודה העיקריים (25—64) ומציינים את הממוצע ב-2017 לעומת הנתון המקביל אשתקד.

לוח 2

החשבונאות הלאומית – הנתונים שהיו זמינים בחודשים במחצית הנסקרת<sup>1</sup>  
(נתונים מנוכי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

דצמבר	נובמבר	אוקטובר	ספטמבר	אוגוסט	יולי		
0.9	0.8	0.6	0.6	1.4	1.2	2017Q1	התוצר
2.5	2.4	2.4	2.7			2017Q2	
4.1						2017Q3	
0.1	-0.1	-0.4	-0.4	0.5	0.3	2017Q1	התוצר העסקי
2.5	2.5	2.5	2.7			2017Q2	
4.2						2017Q3	
0.3	-0.8	-1.1	-1.0	-1.1	-1.7	2017Q1	הצריכה הפרטית
6.1	5.9	6.5	6.5			2017Q2	
7.8						2017Q3	
-3.0	-4.5	-4.6	-6.1	-3.4	-3.1	2017Q1	ההשקעה בנכסים קבועים
11.1	11.0	10.7	5.2			2017Q2	
8.1						2017Q3	
5.7	6.4	6.3	6.7	9.7	8.6	2017Q1	היצוא ללא יהלומים והזנק
4.8	6.0	5.4	3.6			2017Q2	
0.4						2017Q3	
-2.5	-3.5	-3.5	-2.3	-1.6	-1.5	2017Q1	היבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים
7.9	6.7	6.7	1.9			2017Q2	
10.5						2017Q3	

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

<sup>1</sup>הנתונים כוללים את יבוא הרכבים שהשפיעו בצורה ניכרת במחצית הנסקרת.

חברי הוועדה דנו בסיכונים לצמיחת היצוא בעתיד והביעו חשש שהמשך ההתרחבות של יצוא השירותים עלול להיפגע עקב מחסור בעובדים מיומנים. הם ציינו כי רמתו הנמוכה של שער החליפין מקשה על יצוא הסחורות, וכי על הממשלה לנקוט מדיניות להגדלת פרוץ העבודה – לרבות באמצעות שיפור ההון האנושי והגדלת ההשקעה בתשתיות – כדי לתמוך בצמיחה לאורך זמן. האומדנים המוקדמים לחשבונות הלאומיים לשנת 2017, נתונים שהתפרסמו ביום האחרון של השנה, הצביעו על התאוששות נאה ביצוא הסחורות והשירותים (ללא יהלומים וחברות הזנק), אולם נתוני הקצה (סחר חוץ) רמזו על ירידה בצמיחת היצוא בשל ירידה ביצוא התרופות לצד התאוששות ביצוא של ענף הכימיה. חברי הוועדה המוניתרית דנו בהתפתחויות בחברת "טבע" וציינו כי המשבר בה בוודאי קשה לעובדים שצפויים לקבל מכתבי פיטורין, אולם מצבו הטוב של שוק העבודה צפוי להשפיע לטובה על יכולתם להיקלט במקומות עבודה אחרים; זאת ועוד, צמצום פעילותה של "טבע" בישראל אינו צפוי ליצור השפעות משקיות נרחבות.

**בסיכום התקופה הנסקרת חל בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי<sup>15</sup> פיחות ששיעורו 1%, אך התפתחותו במהלך התקופה לא הייתה אחידה.** ביולי ובאוגוסט חל בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי פיחות ששיעורו כ-4%, בעיקר מול האירו, ומאוגוסט הוא התייסף בשיעורים דומים לעומת האירו והדולר (איור 6). על רקע הפיחות הניכר שחל בתחילת התקופה הנסקרת צמצם בנק ישראל את התערבותו בשוק המט"ח: הוא רכש במשך המחצית השנייה 710 מיליון דולרים, בעיקר במסגרת התוכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז על החשבון השוטף.

מדיניות ההתערבות של בנק ישראל מהווה חלק אינטגרלי מהמדיניות המוניתרית, והיא נותרה כשהייתה: הבנק מתערב כאשר שער החליפין מציג תנודות חריגות שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי<sup>16</sup>. לקראת סוף התקופה הנסקרת התגבר הייסוף, ובינואר 2018 הרחיב בנק ישראל את היקף ההתערבות בשוק המט"ח.

**הקצב השנתי של העלייה במחירי הדירות התמתן במחצית הנסקרת, ובמקביל האטה הפעילות בשוק הדיור.** בתחילת המחצית תמכו הנתונים בהערכה שמחירי הדירות מתייצבים (איורים 7 ו-8). אולם במהלך המחצית הראו הנתונים כי מחירי הדירות שבו לעלות; בהחלטה האחרונה במחצית<sup>17</sup> הם העידו כי מחירי הדירות עלו בששת החודשים האחרונים ב-5.8% במונחים שנתיים, בדומה לנתון המקביל בסוף 2016 (6.1%). הנתונים הראשוניים שפורסמו לאחר החלטת הריבית האחרונה במחצית הנסקרת העידו כי מחירי הדירות ירדו וקצב העלייה השנתי התמתן ל-2.4%<sup>18</sup>.

במקביל להמשך העלייה במחירי הדירות האטה הפעילות בשוק הדיור. האטה זו השתקפה בירידה מתמשכת בהיקף העסקאות, בירידה קלה בריבית על המשכנתאות, ובהתייצבות בקצב נטילתן, בתקופה הממוצעת לפירעון<sup>19</sup>, ביחס בינן לבין ערך הדירה (LTV) ובחלק שהחזר שלהן תופס בהכנסה (PTI)<sup>20</sup>. זאת לאחר שאינדיקטורים אלה הציגו בשנים האחרונות מגמת ירידה מתמשכת. בדיוניהם העלו חברי הוועדה את הסברה שהירידה בהיקף העסקאות נובעת כנראה מאי-ודאות לגבי האופן שבו

<sup>15</sup> הממוצע בדצמבר מול הממוצע ביוני.

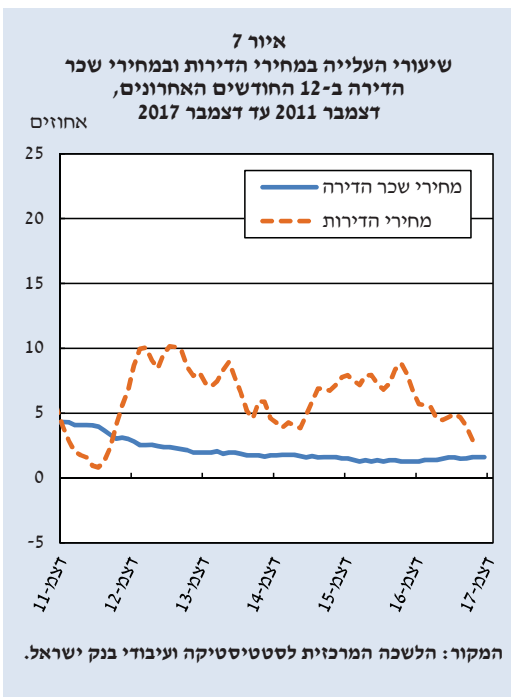
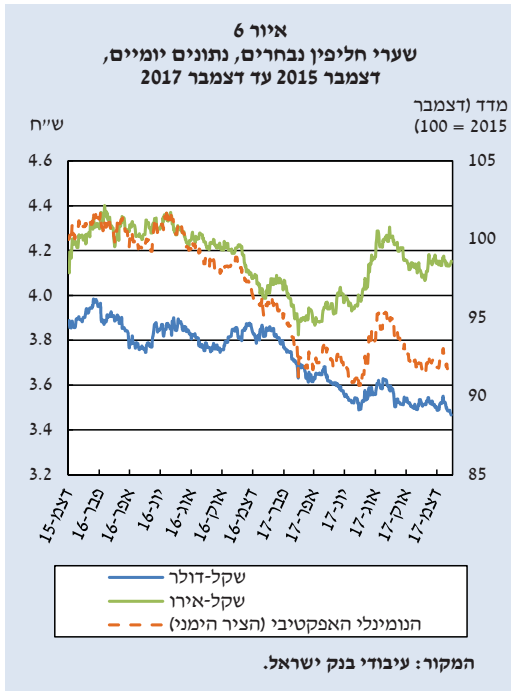
<sup>16</sup> תיבה שפורסמה בדוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של 2016 מרחיבה את הדיון על מדיניות שער החליפין של בנק ישראל וסוקרת את הנימוקים לה, את תוצאותיה ואת תהליך קבלת ההחלטות.

<sup>17</sup> ההחלטה האחרונה במחצית הנסקרת התקבלה ב-27 בנובמבר 2017.

<sup>18</sup> הנתון מתייחס לשינוי במחירי הדירות באוקטובר-נובמבר 2017 לעומת התקופה המקבילה ב-2016.

<sup>19</sup> כדי לחשב אומדן לגודל המשכנתה הממוצעת נוטלים את סך המשכנתאות שניתנו במהלך החודש ומחלקים אותו במספר עסקאות המשכנתה שנרשמו באותו חודש. אומדן זה עלול לסבול מהטיות. לשם המחשה, כאשר משכנתה ניתנת בכמה תשלומים העסקה נרשמת עם התשלום הראשון לצד סכומה, אולם עם שאר התשלומים נרשמים סכומים בלבד. בחודשים שחל בהם קיטון (גידול) ניכר במספר העסקאות התוצאות מוטות כלפי מעלה (מטה).

<sup>20</sup> דיון על הסיכונים הטמונים בשוק הדיור ובעליית הריביות על המשכנתאות ניתן למצוא בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2017.



תוכניות הממשלה בתחום הדיור ישפיעו על המחירים. במקביל להאטה מצד הביקוש התמתנו התחלות הבנייה, ההשקעה במבנים למגורים וקצב העלייה של האשראי לדיור, וחברי הוועדה הביעו חשש שההאטה מחלחלת גם אל צד ההיצע. אולם הם ציינו כי בד בבד מסתמן גידול במספר היתרי הבנייה, וזה צפוי לתמוך בפעילות בעתיד.

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה במחצית הנסקרת ב-3.6% במונחים שנתיים<sup>21</sup> בשעה שבתום המחצית הראשונה הוא עלה ב-0.8% וב-2017 כולה – ב-2.4% (איור 7).

**בתקופה הנסקרת המשיך להתבסס המומנטום החיובי בכלכלה העולמית, נמשך השיפור בסחר העולמי ובנתוני הצמיחה של מרבית המשקים, וקרן המטבע הבין-לאומית ובתי השקעות העלו את תחזיות הצמיחה ל-2017 ול-2018 (איור 9).** המשק האמריקאי התאפיין בחולשה ברבעון הראשון, אך ברבעון השני הוא התאושש ובשלישי צמח במהירות למרות פגעי מזג האוויר. ההערכות בתקופה הנסקרת היו כי המשק האמריקאי יצמח במהירות גם ברבעון הרביעי, וכי רפורמת המס שאמורה להיכנס לתוקף בתחילת 2018 עשויה לתמוך בצמיחה בטווח הקצר, תוך הגדלת הגירעון והחוב. גוש האירו המשיך לצמוח מהר ברבעון השלישי והסיכון הפוליטי הוסיף לרדת; התפתחויות חיוביות אלה הובילו להתחזקות האירו בעולם. ביפן נמשכה הצמיחה החיובית שהמשק מציג זה שנתיים כמעט, ותוצאות הבחירות חיזקו את ההערכות שהמדיניות המרחיבה תימשך. בסין העידו הנתונים הרשמיים כי קצב הצמיחה דומה לקצב בשנה הקודמת, אך הוסיף לשרור חשש רב לגבי יכולתה של הממשלה להתמודד עם רמת המינוף הגבוהה במשק. בשוקי המניות העולמיים נמשך הסנטימנט החיובי אף כי הצעדים שנקט ממשל טראמפ יצרו אי-ודאות שהובילה לתנודתיות בטווח הקצר.



<sup>21</sup> זהו נתון אוקטובר, הנתון העדכני בהחלטת הריבית שהתקבלה בסוף נובמבר.



**איור 9**  
**התחזית של קרן המטבע הבין-לאומית לגבי שיעורי הצמיחה והאינפלציה במדינות המפותחות והמתפתחות, 2017 ו-2018**  
**(אחוזים)**

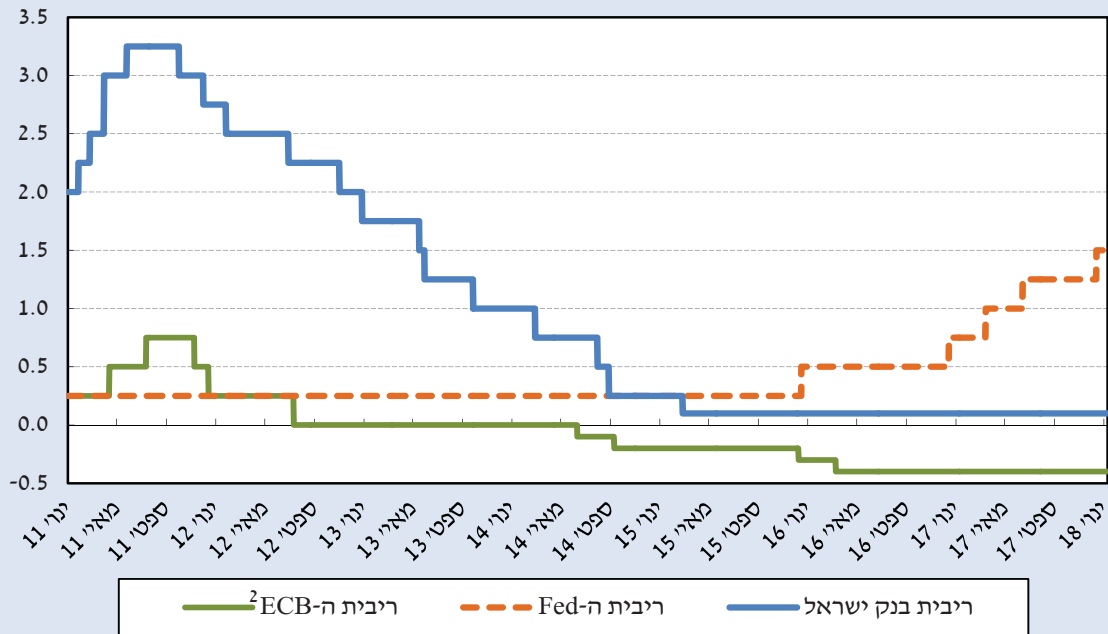


המקור: קרן המטבע הבין-לאומית.

חלק מהבנקים המרכזיים הגדולים היטו בתקופה הנסקרת את המדיניות המונית לכיוון מרחיב פחות, אך הסביבה המוניטרית נותרה מרחיבה מאוד. למרות השיפור בפעילות – תהליך שהתבטא בירידה בשיעור האבטלה ובמצום פער התוצר במשקים השונים – ולמרות העלייה במחירי הנפט (איור 2), האינפלציה ברוב המשקים העיקריים נותרה נמוכה מהיעד. Fed העלה את הריבית בדצמבר האחרון מ-1.25% ל-1.5%, כצפוי, לאחר שגם ביוני הוא העלה אותה ב-0.25 נקודת אחוז (איורים 10 ו-11); החוזים העתידיים ממשיכים לגלם הסתברות לכך שריבית Fed תעלה עוד שלוש פעמים במהלך 2018. ה-ECB הותיר את הריבית<sup>22</sup> בגובה 0.4% לנוכח אינפלציה נמוכה יחסית (איורים 10 ו-11), ובמקביל הודיע כי החל מינואר 2018 הוא צפוי לצמצם את היקף רכישות האג"ח מ-60 ל-30 מיליארדי אירו בחודש, וכי תוכנית הרחבה זו תוארך ותימשך לפחות עד ספטמבר 2018. ההרחבה הכמותית בגוש האירו מתבטאת בתשואות

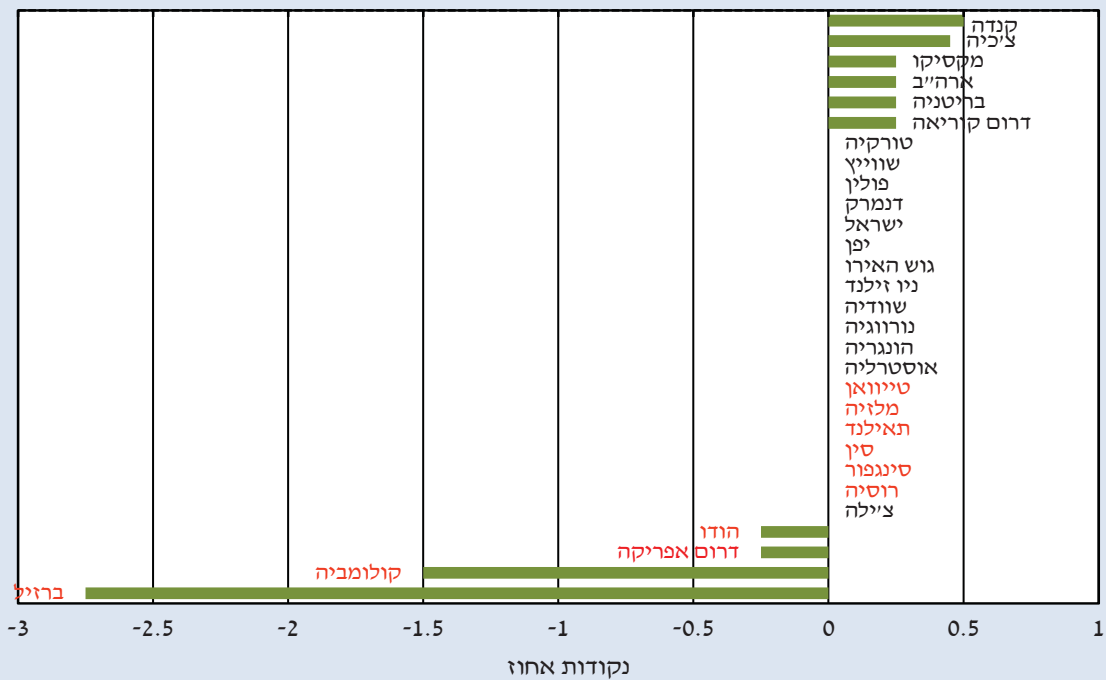
<sup>22</sup> ריבית ה-ECB על עודפי היתרות של הבנקים המסחריים.

**איור 10**  
**הריביות של הבנקים המרכזיים בישראל, ארה"ב<sup>1</sup> וגוש האירו,**  
**ינואר 2011 עד ינואר 2018**

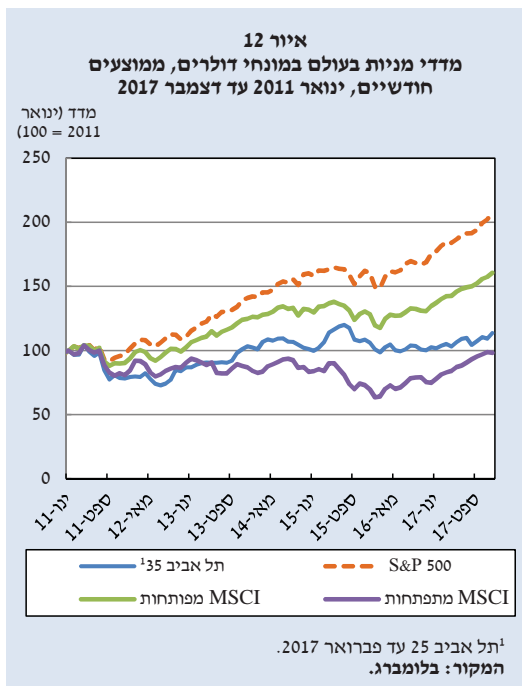


<sup>1</sup> הריבית בארה"ב משקפת טווח בן 0.25 נקודת אחוז, ואיור זה מציין את גבולו העליון, כמקובל.  
<sup>2</sup> הריבית על עודפי היתרות של הבנקים המסחריים.  
**המקור: עיבודי בנק ישראל.**

**איור 11**  
**השינויים בריביות של הבנקים המרכזיים במדינות ה-OECD (בשחור) ובמדינות**  
**המתפתחות (בכתום),**  
**יולי 2017 עד דצמבר 2017**



**המקור: בלומברג.**



נומינליות שלילית בטווחים הבינוניים (3–5 שנים). הבנק המרכזי של יפן הותיר את הריבית ברמתה השלילית,  $-0.1\%$ , וחזר על מחויבותו למדיניות המרחיבה. בנקים אחרים העלו את הריבית המונית (איור 10) אך במקביל פרסמו מסרים יוניים; הבנקים המרכזיים של בריטניה וצ'כיה העלו את הריבית בעקבות אינפלציה גבוהה, בשעה שהבנק המרכזי של קנדה העלה אותה בעקבות צמיחה גבוהה. כמה בנקים מרכזיים הפחיתו את הריביות, בעיקר בשל חולשה בפעילות הכלכלית.<sup>23</sup>

**בסיכום התקופה הנסקרת עלו מדדי המניות המקומיים בשיעור מעט נמוך מהמדדים בארה"ב ובאירופה, אולם התפתחות המדדים לא הייתה אחידה.** מיוני עד נובמבר (כולל) נותר מדד תל אביב 35 ללא שינוי, בעיקר בגלל ביצועי חברות הכימיה והפארמה. מנגד, S&P 500 ומדדי המניות בשווקים המפותחים והמתפתחים עלו ב- $6.6\%$ ,  $6.3\%$  ו- $12.1\%$ , בהתאמה (איור 12). בדצמבר (כמו גם בינואר 2018) התהפכה התמונה המקומית, ובסיכום המחצית השנייה של 2017 עלה מדד תל אביב 35 בכ- $4\%$ . בעקומי התשואות הנומינליות נרשמו ירידות בטווחים הבינוניים והארוכים. האומדן להון נטו שהמגזר העסקי הלא-פיננסי גייס באמצעות הנפקת אג"ח<sup>24</sup> הסתכם הן ב-2017 והן ב-2016 ב-20.5 מיליארדי ש"ח, והוא גבוה משמעותית מהאומדן להון שגויס ב-2015 – 2.8 מיליארדים בלבד. **המרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות דומות ירדו במחצית הנסקרת והגיעו לרמה הנמוכה ביותר שהן הציגו מאז 2007.** המרווחים ירדו הן כתוצאה מירידה של תשואות האג"ח התאגידיות והן כתוצאה מעלייה של תשואות האג"ח הממשלתיות הצמודות למדד. חברי הוועדה הביעו חשש שמרווחי האג"ח אינם משקפים באופן מלא את הסיכונים, בדומה למצב במדינות אחרות בעולם.

**בשנת 2017 תמכה הפעילות הכלכלית של הממשלה בפעילות במשק.** הצריכה הציבורית<sup>25</sup> גדלה ריאלית בכ- $5\%$ , שיעור גבוה בהרבה מגידול התוצר. הוצאות המשרדים האזרחיים גדלו ריאלית בכ- $8.5\%$  והוצאות הביטחון גדלו ביותר מ- $5\%$ . הגירעון הכולל (ללא מתן אשראי) הסתכם ב-2017 ב-2 אחוזי תוצר, שיעור נמוך מתקרת הגירעון המתוכנן (2.9 אחוזי תוצר) ודומה לגירעון בסוף 2016 – 2.1 אחוזי תוצר. הגירעון הנמוך מהמתוכנן מבטא גידול ניכר בהכנסות ממיסים, רובו עקב גידול חריג בהכנסות בעלות אופי חד-פעמי – בפרט ההכנסות מתמריץ המס שניתן השנה לחלוקת דיווידנדים והכנסות המס ממכירת "מובילאיי".

בינואר 2018 אישרה הממשלה את התקציב ל-2019.

<sup>23</sup> הבנקים המרכזיים של קולומביה, ברזיל ודרום אפריקה הורידו את הריבית בעקבות פעילות כלכלית נמוכה, ואילו הבנק המרכזי של הודו הוריד את הריבית בעקבות אינפלציה נמוכה מהיעד.

<sup>24</sup> האומדן להון נטו שגויס באמצעות הנפקות אג"ח – ההנפקות בניכוי תחזית הפירעונות.

<sup>25</sup> הצריכה הציבורית היא ההוצאה של הממשלה ללא תשלומי ההעברה וללא ההוצאות בחשבון ההון (כגון השקעות והעברות לקרנות פנסיה). הרכיבים העיקריים שלה הם תשלומי השכר והקניות של הממשלה.

**התחזית שחטיבת המחקר פרסמה באוקטובר 2017** צפתה כי התוצר יצמח ב-3.1% ב-2017 וב-3.3% ב-2018, לעומת 3.4% ו-3.3%, בהתאמה, בתחזית מיוני. תחזית הצמיחה ל-2017 עודכנה כלפי מטה, מפני שנתוני החשבונאות הלאומית למחצית הראשונה של 2017 העידו כי היצוא וההשקעות צמחו לאט יחסית להערכה בעת עריכת התחזית הקודמת. תוואי האינפלציה עודכן אף הוא כלפי מטה בהשוואה לתחזית הקודמת בשל התפתחות האינפלציה בפועל: חטיבת המחקר חזתה כי במהלך ארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2018, וגם בסופה, תעמוד האינפלציה על 1% (לעומת 1.5% ב-2018 בתחזית יוני). לנוכח התפתחויות אלו, תוואי הריבית הצפוי עודכן אף הוא: חטיבת המחקר חזתה כי הריבית תעלה ל-0.25% ברבעון הרביעי של 2018, ולא ברבעון השני כפי שצפתה התחזית מיוני.

**התחזית שהחטיבה פרסמה בינואר 2018, לאחר תום התקופה הנסקרת**, צופה כי התוצר יצמח ב-2018 וב-2019 ב-3.4% ו-3.5%, בהתאמה. האינפלציה צפויה לשוב לתחומי היעד במהלך 2018 ולהסתכם ב-1.1% בסופה. ריבית בנק ישראל צפויה להיוותר ברמתה הנוכחית עד לרבעון השלישי של 2018 ולעלות ברבעון הרביעי. תחזית זו מתיישבת עם מדיניות ההכוונה לגבי העתיד של הוועדה המוניטרית.

## נספח לוחות

### לוח נ-1

#### ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

(שיעורי השינוי)

12/17	11/17	10/17	09/17	08/17	07/17	
<b>התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם ל-3 חודשים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם לשנה
0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.2	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.3	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.4	תשואת אג"ח צמודות לשנה
-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.6	תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות לא-מדורגות ללא נדלין (נקודות אחוז)**
4.9	5.0	5.0	5.0	5.2	5.0	
<b>שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
3.7	0.9	0.1	2.0	-8.4	0.5	מדד המניות הכללי
3.7	1.2	1.2	1.4	-3.2	0.9	מדד ת"א 35
<b>שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)</b>						
-0.9	-0.6	-0.2	-1.9	1.1	1.8	השקל מול הדולר
0.2	1.2	-1.5	-2.4	2.1	4.7	השקל מול האירו
0.0	0.0	-1.1	-2.2	1.5	3.1	שער החליפין הנומינלי האפקטיבי
<b>מדדי סיכון שנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)</b>						
11.2	11.2	11.2	11.2	11.1	11.2	סטיית התקן הגלומה
0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5%

\* החישוב השתנה לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה שמגיע עד 60% ומח"ם ארוך משישה חודשים.

\*\* המרווחים בין כל סדרת אג"ח תאגידיות לבין אג"ח ממשלתיות צמודות (לשעבר "גלילי") בטווח המח"ם המתאים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

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

12/17	11/17	10/17	09/17	08/17	07/17	
<b>אינדיקטורים לסביבת האינפלציה (אחוזים)</b>						
0.1	-0.3	0.3	0.1	0.3	-0.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
0.1	-0.2	0.2	-0.2	0.3	0.1	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
0.4	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.7	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	0.6	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
<b>הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*</b>						
1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (בשנים השנייה והשלישית)
1.7	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (בשנים הרביעית עד השישית)
2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (בשנים השביעית עד העשירית)
<b>הריבית ופערי הריביות</b>						
0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	ריבית בנק ישראל
-0.3	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.43	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-1.30	-1.15	-1.15	-1.15	-1.15	-1.15	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל ואירופה
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	תחזיות החזאים לגבי השינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	ריבית התלבור - פורוורד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות של ישראל וארה"ב
-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות של ישראל וארה"ב

\* הציפיות לאינפלציה נמדדות על פי הפרש התשואות בין אג"ח שקליות לא-צמודות לצמודות. הציפיות הנמדדות כוללות גם רכיב של פרמיית סיכון, וזה גדל עם התארכות אופק הציפיות. המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, דיווחי החזאים הפרטיים ועיבודי בנק ישראל.