



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית הראשונה של 2017

אב התשע"ז • אוגוסט 2017

47

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן, בתנאי שיציינו את המקור.

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

התוכן

6	הקדמה
7	א. המדיניות והיעדים
9	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 הקצר¹. נוסף על כך הבנק מתערב בשוק המט"ח.

סעיף 55(א) של החוק מסדיר את פרסומו של דוח זה, שבנק ישראל מגיש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח סוקר את ההתפתחויות הכלכליות שהיו 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 ב"דוח היציבות הפיננסית".

הדוח הנוכחי מסביר, בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, 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 הראשונה של 2017 הכינו כלכלנים של חטיבת המחקר, בהנחייתה של הוועדה המוניתרית בבנק ישראל². הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד 31.07.2017.

¹ על פי החלטתה עברה הוועדה השנה מתדירות של 12 החלטות בשנה לתדירות של 8 החלטות בשנה.
² מאז נובמבר 2014 הוועדה המוניתרית פועלת בהרכב חסר, וכעת היא מונה ארבעה חברים.

המדיניות המוניטרית: במחצית הראשונה של 2017 הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית ללא שינוי, ובאפריל עדכנה את מדיניות ההכוונה לעתיד – מנוסח המציג הערכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב, לנוסח המתאר את כוונת הוועדה להותיר את המדיניות המרחיבה כל עוד הדבר ידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. בתקופה הנסקרת (ינואר עד יוני), לנוכח לחצי ייסוף, הגביר בנק ישראל את רכישות המט"ח, ורכש כ-5.9 מיליארדי דולרים.

האינפלציה בפועל והציפיות לאינפלציה: שיעור האינפלציה השנתי היה חיובי החל מינואר 2017, לראשונה מאז 2014, אך נמוך מהגבול התחתון של יעד האינפלציה. אולם עם פרסום מדד יוני שיעור האינפלציה ירד לשיעור שלילי של -0.2%. הציפיות לאינפלציה לשנה והציפיות פרוורד בעוד שנה לשנה (1-2) נשארו מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה, בעוד שהציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים (מעל 3 שנים) נשארו מעוגנות בתוך תחום היעד.

הפעילות הריאלית המקומית: במחצית הראשונה של 2017 נסבו הדיונים על חוזקה של הפעילות הריאלית, המתבטא בחוסנו של שוק העבודה, בנתוני הצמיחה למחצית השנייה של 2016 ולרבעון הראשון של 2017, וכן באינדיקטורים לפעילות ברבעון השני. הנתונים שעמדו בפני חברי הוועדה בתחילת המחצית הראו שהצריכה הפרטית וההשקעה הוסיפו להוביל את הצמיחה. בהמשך הראו הנתונים שהצריכה התמתנה, וכנגד זאת קצב הגידול של היצוא עלה.

שער החליפין: במהלך התקופה הנסקרת התייסף שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בשיעור של 4.8% (ממוצע יוני מול ממוצע דצמבר), בעיקר עקב היחלשותו של הדולר בעולם. עיקר הייסוף היה בתחילת התקופה, והוא נבלם על רקע התערבות משמעותית של בנק ישראל בשוק המט"ח. בחודש יולי פחת שער החליפין האפקטיבי ב-3.0%. שערי החליפין של השקל מול הדולר והשקל מול האירו התייספו בשיעורים של 7.7%-1.8% ו-1.8% בהתאמה, עד יוני, ואילו בחודש יולי הם פוחתו ב-1.8% וב-4.5%, בהתאמה.

הכלכלה העולמית: במהלך התקופה חל שיפור בסחר העולמי ובנתוני הצמיחה של מרבית המשקים. הבנק המרכזי של ארה"ב (Fed) העלה את הריבית – מגמה הצפויה להימשך – ובאירופה נמשכת המדיניות המרחיבה מאוד. אינפלציית הליבה בארה"ב נמצאת בסביבת היעד, וזו של גוש האירו עדיין נמוכה יחסית.

שוק הדיור: נתוני התקופה הנסקרת מצביעים על התייצבות מחירי הדירות בחודשים האחרונים, תוך התמתנות בביקושים והמשך גידולו של ההיצע בקצב יציב.

השווקים הפיננסיים: מדדי המניות המקומיים עלו במהלך התקופה הנסקרת. עם זאת הביצועים של חלק מהם היו נמוכים מאלה של המדדים המובילים באירופה, בשווקים המתעוררים ובארה"ב. זאת בעיקר עקב ביצועי חסר של החברות הגדולות, בפרט מענפי הכימיה והפארמה. בעקומי התשואות הנומינליים נרשמו ירידות בטווחים הבינוניים והארוכים. המרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות בעלות מח"ם והצמדה דומים ירדו במחצית הנסקרת והגיעו לרמתם הנמוכה ביותר מאז 2007.

ההתפתחויות הפיסקליות: הגירעון המקומי המצטבר (ללא מתן אשראי נטו) הסתכם בינואר-יוני ב-9 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון של 3.1 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד, והגירעון הכולל ב-12 החודשים האחרונים הסתכם ב-2.5 אחוזי תוצר, לעומת 2.1 אחוזים בסוף 2016. במהלך התקופה הנסקרת החליטה הממשלה על מספר צעדים להפחתת שיעורי המס והרחבת הוצאות הממשלה בשנים 2017 ו-2018, תוך התמקדות במשפחות עם ילדים עד גיל 6.

תחזיות חטיבת המחקר: לפי התחזית העדכנית שגיבשה חטיבת המחקר ביוני 2017 התוצר צפוי לצמוח ב-2017 ו-2018 ב-3.4% ו-3.3%, בהתאמה. האינפלציה צפויה להיכנס לתחומי היעד במהלך 2018, וריבית בנק ישראל צפויה להיוותר ברמתה הנוכחית עד לרביע השני של 2018. לעומת התחזית מדצמבר מועד העלאת הריבית נדחה, והאינפלציה החזויה נמוכה יותר.

בהתאם לחוק בנק ישראל³, סעיף א' להלן מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים רצופים. כן מתוארת בסעיף זה המדיניות שהוועדה המוניתרית נוקטת כדי להשיב את שיעור האינפלציה לתחום היעד, ומוצגת הערכתה לגבי משך הזמן הנחוץ לכך. סעיף ב' מתאר את תנאי הרקע ששררו בעת ההחלטות על הריבית ואת נקודת מבטה של הוועדה.

א. המדיניות והיעדים

השיקולים העיקריים שניצבו ברקע ההחלטות להותיר את הריבית בתקופה הנסקרת ברמה הנמוכה של 0.1% היו: (1) סביבת האינפלציה, שנותרה נמוכה מתחום היעד של יציבות המחירים; (2) רמתו של שער החליפין והייסוף והשפעתם על היצוא ועל האינפלציה, זאת על רקע התמשכותה של המדיניות המוניתרית המרחיבה מאוד באירופה ובמרבית המדינות המפותחות ולמרות שהבנק המרכזי של ארה"ב צמצם את ההרחבה בתקופה זו; (3) התבססות קצב צמיחה גבוה ושוק עבודה שמתאפיין בסביבת תעסוקה מלאה תוך עליות שכר.

במחצית הראשונה של 2017 המשיכה הוועדה, נוסף על הותרת הריבית ברמתה הנמוכה, ב"הכוונה לגבי העתיד" (Forward Guidance), כלי שבו היא משתמשת מאז ההודעה על הריבית לנובמבר 2015. בתחילת המחצית ציינה הוועדה בהודעותיה כי היא מעריכה שהמדיניות המוניתרית תיוותר מרחיבה לאורך זמן. באפריל שינתה הוועדה המוניתרית את הנוסח, והודיעה כי בכוונתה להותיר את המדיניות המוניתרית המרחיבה בעינה כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתחום היעד. נוסף על כך רכש הבנק מט"ח במהלך התקופה.

הוועדה מנתה את הגורמים לשיעור החיובי הנמוך של האינפלציה השנתית (לא כולל מדד יוני, שהתפרסם רק לאחר סיום המחצית הנסקרת) ולהמשך סטייתה מתחום היעד במהלך המחצית: (1) שער החליפין הנומינלי האפקטיבי המשיך להתייסף, בעיקר עקב היחלשותו של הדולר בעולם. (2) ההחלטות המנהליות שהממשלה קיבלה במטרה להפחית את יוקר המחיה⁴ המשיכו להוביל לירידות מחירים, שתרמו לירידת האינפלציה במהלך התקופה הנסקרת. בניכוי ההתערבויות הממשלתיות עלה המדד ב-12 החודשים שהסתיימו במאי ב-0.9%. השפעתן של החלטות הממשלה הייתה נמוכה משמעותית מאשר במחצית הקודמת (באוגוסט 2016 היא עמדה על 0.9%, לעומת 0.1% במדד מאי). (3) התגברות התחרותיות במשק, שנבעה, בין היתר, מגידול ברכישות

³ ראו פירוט בפתח הדוח.

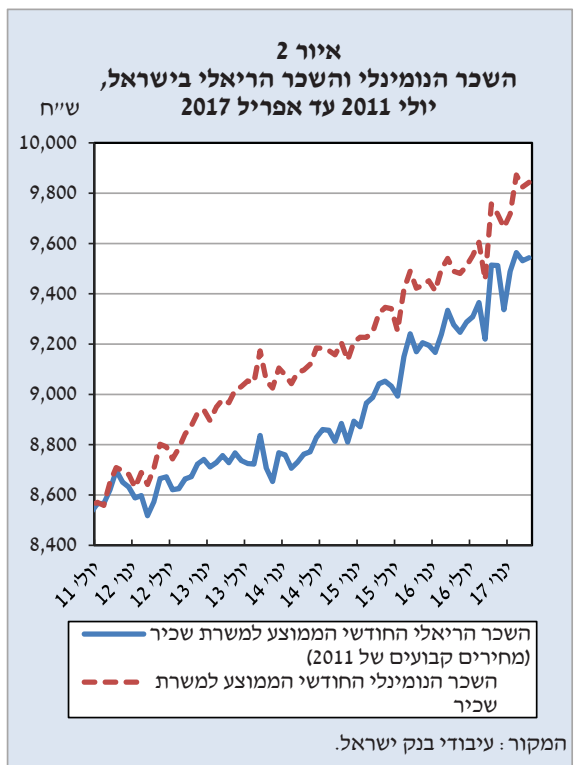
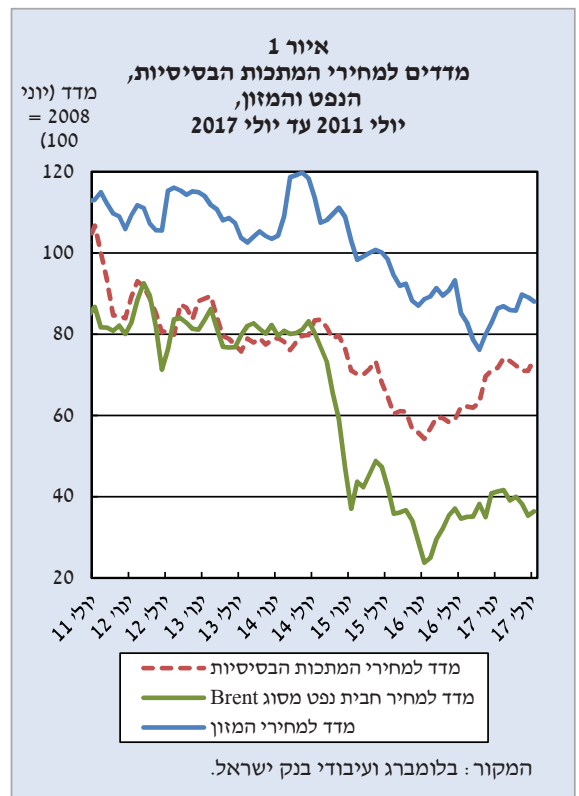
⁴ השינויים המוסדיים מפברואר 2016, שהשפיעו על האינפלציה השנתית במחצית הנסקרת היו הוזלה של מחירי המזון, של תעריפי החשמל והמים, של תעריפי הנסיעה במוניות והתחבורה הציבורית ושל ביטוח הרכב. כמו כן בוטל המכס ומס הקנייה על מוצרים מיובאים.

באינטרנט⁵. (4) לפי סברה שעלתה בוועדה ייתכן שרמת המחירים בישראל עוברת תהליך ארוך טווח של התאמה לרמת המחירים המאפיינת את השווקים המפותחים באירופה.

הוועדה הדגישה שעל אף גורמים אלו עלתה האינפלציה השנתית במהלך המחצית הנסקרת, ובחודש מאי היא עמדה על 0.8%. מספר גורמים הביאו לעליית המחירים. מחירי הסחורות ומחירי הנפט במחצית הנסקרת היו, בממוצע, גבוהים מאשר במחצית הקודמת ב-8.1% וב-7.6%, בהתאמה, ותרמו לעליית קצב האינפלציה השנתי (איור 1). גורם נוסף לעליית המחירים במשק הוא האינפלציה בעולם. שיעורה השנתי עמד במאי בארה"ב על 1.9% ובגוש האירו על 1.4%. שיעורים אלה משפיעים על האינפלציה בישראל דרך מחירי היבוא, שאכן היו, ברבעון הראשון של 2017, גבוהים ב-2.2% בממוצע מאשר בקודמו (איור 1). ניתן להעריך שעליית השכר הנומינלי לאורך התקופה הנסקרת ב-1.9% (איור 2) ועלייתה של עלות העבודה ליחידת תוצר ברבעון הראשון של 2017, לאחר ירידה מסוימת במחצית השנייה של 2016, צפויות לתרום גם הן לעליית המחירים בהמשך.

יש לציין כי מדד המחירים לצרכן לחודש יוני 2017, שפורסם בחודש יולי (ולא השפיע על החלטות הריבית במחצית הנסקרת), הביא את האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים לקצב שלילי של 0.2%, נתון שלילי יחיד לאורך המחצית הנסקרת. ההתערבויות הממשלתיות תרמו למדד זה תרומה שלילית של 0.2 נקודת אחוז. הגורמים העיקריים לירידה החדה של המדד בחודש זה היו ירידה עונתית של מחירי הפירות והירקות, ושל מחירי ההלבשה וההנעלה וירידה של מחירי התחבורה.

חברי הוועדה הסכימו שהנתונים המקרו-כלכליים בישראל מעידים כי האינפלציה הנמוכה נובעת בעיקר מגורמים בצד היצע. האינפלציה השנתית בישראל הושפעה, כאמור, מהייסוף בשער החליפין הנומינלי האפקטיבי, מירידות המחירים שהממשלה יזמה, וככל הנראה גם מהתגברות התחרות במשק, דהיינו מגורמים שאינם שייכים לצד הביקוש. תרומת גורם נוסף מצד היצע – מחירי האנרגיה – הפכה במחצית הנסקרת לחיובית, לאחר תקופה ארוכה שבה תרומתו הייתה שלילית. יתר על כן, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה התאפיין המשק בהתפתחויות חיוביות: שוק העבודה הוסיף להפגין חוסן, השכר ושיעור התעסוקה עלו, הצריכה הפרטית, על פי הנתונים שעמדו בפני חברי הוועדה, עלתה בעיקר בתחילת התקופה, ובהמשכה החל לעלות היצוא. הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים ממשיכות להעיד כי בשווקים הפיננסיים שוררת הערכה שהמדיניות המוניטרית תוביל להשגת יעד האינפלציה בעתיד.



⁵ דיון נרחב בהגברת התחרותיות והרכישות באינטרנט ניתן למצוא בדוח בנק ישראל לשנת 2016 (פרק ג').

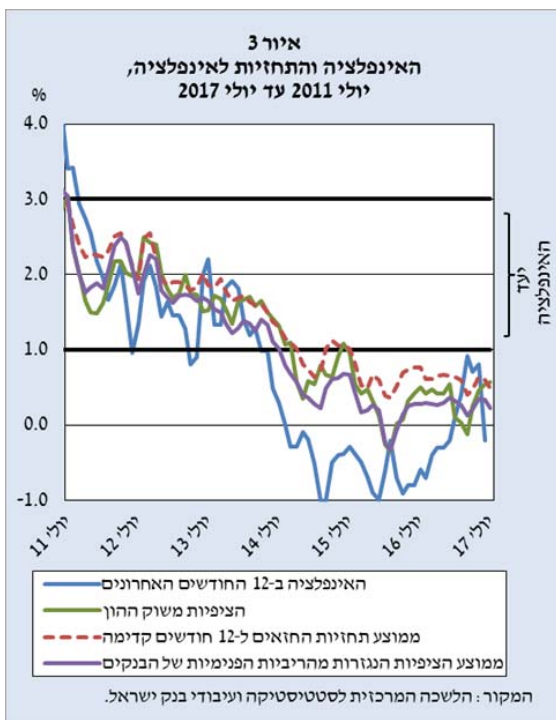
המדיניות המוניטרית במחצית הנסקרת נותרה מרחיבה: רמת הריבית הייתה נמוכה היסטורית, ונמשכה ההתערבות של בנק ישראל בשוק המט"ח. בכל דיוני הריבית שהתקיימו בתקופה הנסקרת החליטה הוועדה המוניטרית שלא לשנות את הריבית והמשיכה להסתייע בהכוונת הציפיות על ידי שינוי נוסח "ההכוונה לעתיד": הנוסח החדש מתאר את כוונת הוועדה להותיר את המדיניות המרחיבה כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. זאת לעומת הנוסח הקודם, אשר ביטא את הערכת חברי הוועדה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב.

הוועדה סברה כי המדיניות המוניטרית המרחיבה שהיא נוקטת – ריבית נמוכה ביותר לאורך זמן ורכישות מט"ח – תתרום לחזרת האינפלציה לתחום היעד.

לסיכום, חברי הוועדה מעריכים כי הותרת הריבית ברמתה הנוכחית, לצד הכוחות הכלכליים – המשך הצמיחה במשק, שיעור האבטלה הנמוך, עליית מחירי האנרגיה והסחורות, עליית השכר והאינפלציה בעולם – יפעלו לחזרת האינפלציה לתחום היעד במהלך 2018. כאמור, בכוונת הוועדה להותיר את המדיניות המרחיבה בעינה עד להתבססות סביבת האינפלציה בתחום זה.

ב. תנאי הרקע והשפעתם על מדיניות הריבית

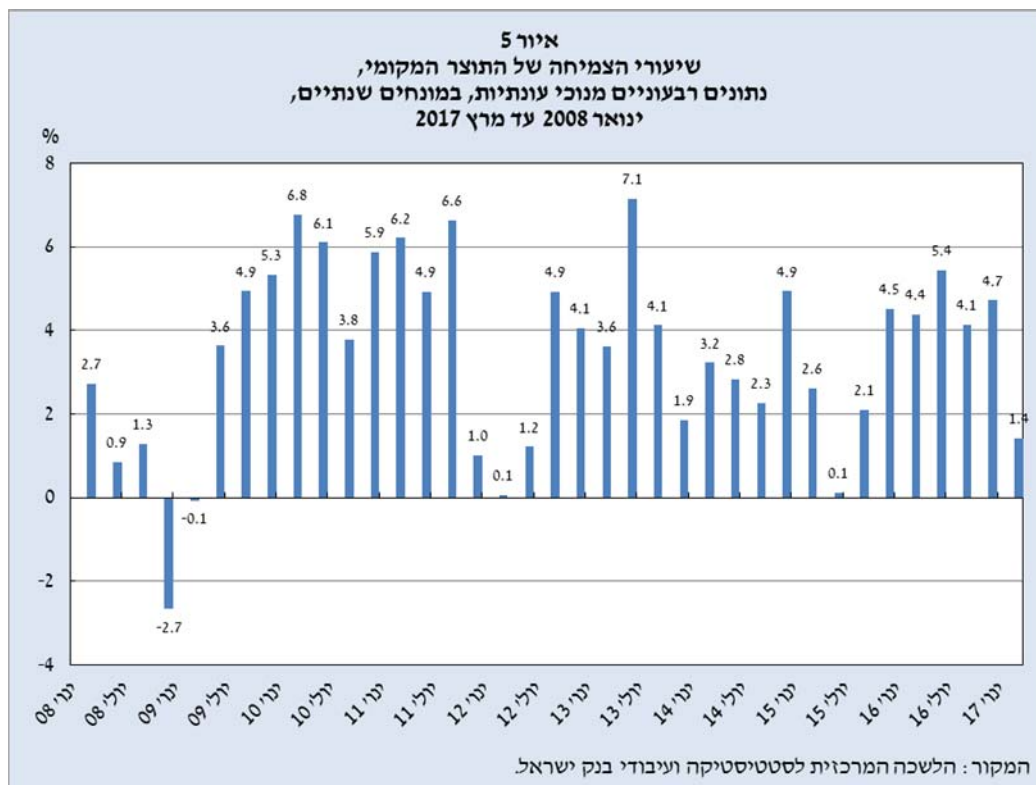
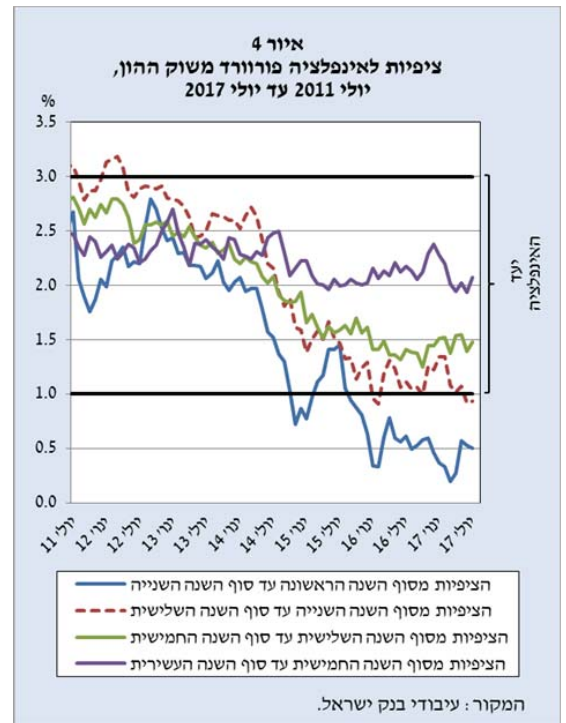
לאורך התקופה הנסקרת נמשכה מגמת עלייתה של האינפלציה, שהחלה במחצית השנייה של 2016 (איור 3). הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה והציפיות לשנה שישררו בעוד שנה (הציפיות פרוורד לשנה השנייה) הוסיפו לנוע מתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות לטווחים הבינוניים נמצאו מעל הגבול התחתון, והציפיות פרוורד לטווח הארוך (5–10 שנים) נותרו בסביבת מרכז תחום היעד. החל מינואר ועד מדד מאי 2017 נרשמה אינפלציה שנתית חיובית, לראשונה מזה כשלוש שנים. מינואר עד מאי עלתה האינפלציה השנתית מ-0.1% ל-0.8% – המשך מגמת העלייה שהחלה במחצית השנייה של 2016; זאת, בין היתר, עקב התפוגגות השפעתן של הירידות במחירי האנרגיה וההתערבויות המוסדיות (איור 3). הציפיות לאינפלציה לשנה נותרו לאורך התקופה יציבות יחסית ביחס לרמתן במחצית השנייה של 2016, ומתחת לגבול התחתון של היעד. הציפיות לשנה משוק ההון עמדו בסיום המחצית על 0.5%. הציפיות פרוורד לטווחים הקצרים והבינוניים (2–3 שנים) נעו במרוצת התקופה סביב הגבול התחתון של היעד (איור 4), ואילו הציפיות פרוורד לטווחים הארוכים נותרו יציבות סביב מרכז היעד. חברי הוועדה העריכו כי כמה גורמים יכולים לתמוך בהמשך העלייה של האינפלציה ובחזרתה ליעד: (1) רמתם של חלק ממחירי הסחורות, ובפרט הנפט, הייתה גבוהה ביחס לרמתם במחצית הקודמת. (2) נתוני התוצר לאורך התקופה הנסקרת



הצביעו על המשך צמיחה נאה של הפעילות. (3) השכר במשק עלה. (4) האינפלציה בעולם עלתה, ובמדינות רבות היא התקרבה לסביבת היעד.

נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של שנת 2017 מעידים על התבססות קצב צמיחה גבוה. צמיחת התוצר הנמוכה שדווחה לרביע הראשון של השנה (1.4%) נבעה מירידה חדה בשחרור רכבים מהמכס בשל הקדמת היבוא לסוף 2016 משיקולי מס (איור 5). כפי שניתן היה להעריך על פי האינדיקטורים המוקדמים, צמיחת התוצר בניכוי כלי רכב הייתה ברביע הראשון מעל 4%, גבוהה במקצת מאשר ברביע הקודם ובשנת 2016. אלה קצבי צמיחה גבוהים מההערכה לגבי פוטנציאל הצמיחה (כ-3.2%), ומתלווה אליהם שוק עבודה חזק. אינדיקטורים ראשוניים מראים שקצב הצמיחה הגבוה נמשך גם בתחילת הרביע השני של השנה. לוח 1 מתאר את נתוני הצמיחה שעמדו לרשות חברי הוועדה בעת ההחלטות על הריבית.

הנתונים שעמדו לפני חברי הוועדה במהלך המחצית הנסקרת מלמדים שהרכב הצמיחה השתנה: היצוא גדל, וקצב הגידול של הצריכה הפרטית, שהתאפיינה בנתוני תחילת המחצית בקצבי צמיחה גבוהים במיוחד, התמתן. בניגוד לשלושת הרבעונים הראשונים של 2016, צמיחת התוצר ברבעון האחרון של 2016 וברבעון הראשון של 2017 התאפיינה בצמיחה מאוזנת ולא התבססה על קצב גידול גבוה של הצריכה הפרטית השוטפת, אלא גם על גידול של היצוא, אשר נתמך על ידי התרחבות בסחר העולמי. לוח 2 מתאר את התפתחות התוצר, היבוא והשימושים. גידול היצוא בלט במיוחד ביצוא השירותים, אך גם בסחורות נרשמה צמיחה בשני הרביעים האחרונים. אולם קשה לקבוע אם השיפור ביצוא הסחורות נמשך גם ברביע השני של השנה.



לוח 1

החשבונאות הלאומית – הנתונים שהיו זמינים במחצית הנסקרת*

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

חודש	ינואר	פברואר	מרץ	אפריל	מאי	יוני	יולי	
2016Q3	3.4	3.6	4.2	4.1	4.3	4.1	4.1	
התוצר								
2016Q4			6.2	6.5	6.3	4.7	4.6	
2017Q1						1.4	1.2	
2016Q3	4.0	4.2	5.0	5.1	5.2	4.6	4.6	
התוצר העסקי								
2016Q4			7.8	8.0	7.8	5.7	5.6	
2017Q1						0.6	0.3	
2016Q3	3.5	3.4	3.1	3.3	3.4	2.9	3.0	
הצריכה הפרטית								
2016Q4			3.5	3.8	3.0	1.1	1.1	
2017Q1						-1.6	-1.7	
2016Q3	15.3	15.3	12.8	13.2	12.8	11.6	11.8	
ההשקעה בנכסים קבועים								
2016Q4			7.4	8.0	7.8	1.8	3.1	
2017Q1						-5.6	-3.1	
2016Q3	-2.6	-0.8	0.0	-1.0	-0.5	-1.2	-1.2	
היצוא ללא יהלומים והזנק								
2016Q4			8.0	7.3	7.2	7.6	7.9	
2017Q1						8.0	8.6	
2016Q3	10.7	10.7	7.6	6.7	6.7	5.6	5.9	
היבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים								
2016Q4			-0.5	-1.2	-1.4	-3.3	-1.7	
2017Q1						-5.3	-1.5	

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

* הנתונים כוללים את יבוא הרכבים, שהשפיע במידה ניכרת במחצית הנסקרת.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1	2015Q4	2016	2015	2014	
1.4	4.7	4.1	5.4	4.4	4.5	4.0	2.5	3.2	התוצר המקומי הגולמי
0.5	5.7	4.6	5.9	4.0	4.9	4.3	2.3	3.1	התוצר של המגזר העסקי
									היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים
-1.6	-1.8	5.9	28.0	-3.9	20.5	8.1	1.4	4.2	הצריכה הפרטית
-1.1	1.3	3.0	9.2	7.6	6.5	6.3	4.3	4.3	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
2.7	1.0	4.0	7.2	5.8	4.8	5.1	4.7	3.7	הצריכה הציבורית
2.6	3.5	2.7	7.1	-1.6	12.4	3.8	3.3	3.7	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
7.1	3.3	2.1	5.3	-1.1	11.4	3.8	4.0	3.3	ההשקעה המקומית הגולמית
-20.3	7.9	31.1	-8.8	13.4	17.0	7.2	3.0	3.5	מזה: בנכסים קבועים
-3.4	3.0	11.7	7.5	22.8	12.3	11.2	0.1	0.0	היצוא ללא יהלומים
13.9	10.0	-2.8	6.2	6.6	0.1	2.8	-2.6	2.5	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק
9.7	8.3	-1.0	9.2	-1.6	0.0	1.5	-2.7	4.7	

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שיעור התעסוקה ככל הנראה התייצב בתקופה הנסקרת בסביבה של תעסוקה מלאה. ברביע הראשון של 2017 שיעורי ההשתתפות והתעסוקה בגילאי העבודה העיקריים (25–64) התייצבו ברמה גבוהה. בהסתכלות על השנה האחרונה – שיעור האבטלה ירד בנקודת אחוז (ל-3.9%), ובמידה ניכרת יותר בקרב בעלי השכלה נמוכה יחסית. מספר השעות הממוצע למועסק נמצא במגמת עלייה ברורה זה כשנתיים, וקצב העלייה של השכר הנומינלי מואץ. שיעור המשרות הפנויות במשק בארבעת החודשים הראשונים של 2017 היה יציב ברמה גבוהה. מכלול זה מעיד על חוסן שוק העבודה, המגיב לביקושים המקומיים למוצרים ולשירותים עתירי העבודה. מחסור בעובדים מקצועיים, כפי שמצביע סקר החברות לשני הרבעים הראשונים של 2017, הוא אחת המגבלות המשמעותיות להמשך ההתרחבות של הפעילות בכל ענפי המשק. מסקר המשרות הפנויות עולה כי היחס בין היצע העבודה לביקוש לעבודה נותר ברמה נמוכה לאחר ירידה ניכרת ב-2016, ובחלק לא מבוטל ממשלחי היד היחס אף נמוך מ-1.

שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייחס בסיכום התקופה הנסקרת, בעיקר עקב ייסוף השקל מול הדולר. ייסוף קל יותר נרשם גם בשקל מול האירו. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התייחס בסיכום התקופה הנסקרת (ממוצע יוני מול ממוצע דצמבר) בכ-4.8%, ייסוף שנבע בעיקרו מהיחלשות הדולר בעולם (איור 6). רוב הייסוף התרחש בתחילת התקופה, והוא נבלם על רקע התערבות משמעותית של בנק ישראל בשוק המט"ח. במהלך חודש יולי פוחת שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-3.0%. שיעור החליפין של השקל מול הדולר והשקל מול האירו התייחסו בשיעורים של 7.7% ו-1.8%, בהתאמה, עד יוני, ואילו במהלך חודש יולי הם פוחתו ב-1.8% וב-4.5%, בהתאמה. חברי הוועדה העריכו ששער החליפין מיוסף ביתר, ולאורך התקופה הדגישו כי רמתו של שער החליפין והייסוף עלולים להקשות על מגזר היצוא ועל המגזר הסחיר ומעכבים את חזרת האינפלציה ליעד. משום כך המשיך בנק ישראל לרכוש מט"ח בהתאם למדיניות ההתערבות – כאשר שער החליפין מציג תנודות חריגות שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח לא מתפקד כראוי – ובהתאם לתוכנית של קיזוז ההשפעה של הפקת הגז. רכישות אלה הן חלק אינטגרלי מהמדיניות המוניטרית. בתקופה הנסקרת (נתונים לינואר עד יוני), לנוכח לחצי הייסוף, התרחב היקף הרכישות לכ-5.9 מיליארדי דולרים. מתוכם 0.9 מיליארד נרכשו במסגרת התוכנית שנועדה לקזז את השפעתה של הפקת הגז הטבעי על שער החליפין⁶.

הנתונים משוק הדיור מצביעים על התייצבות של המחירים בחודשים האחרונים, תוך התקררות של הביקושים והמשך גידולו של היצע בקצב יציב. בהערכה זו תומכות רמה נמוכה של מספר העסקאות בדירות חדשות והתכווצות משמעותית בחלקם של המשקיעים. התפתחויות אלו לוו בהצטמצמות היקפן של המשכנתאות החדשות ועלייה של הריבית

⁶ תיבה שפורסמה במסגרת דוח המדיניות המוניטרית למחצית השנייה של 2016 מרחיבה את הדיון על מדיניות שער החליפין של בנק ישראל וסוקרת את הסיבות, התוצאות ותהליך קבלת ההחלטות.



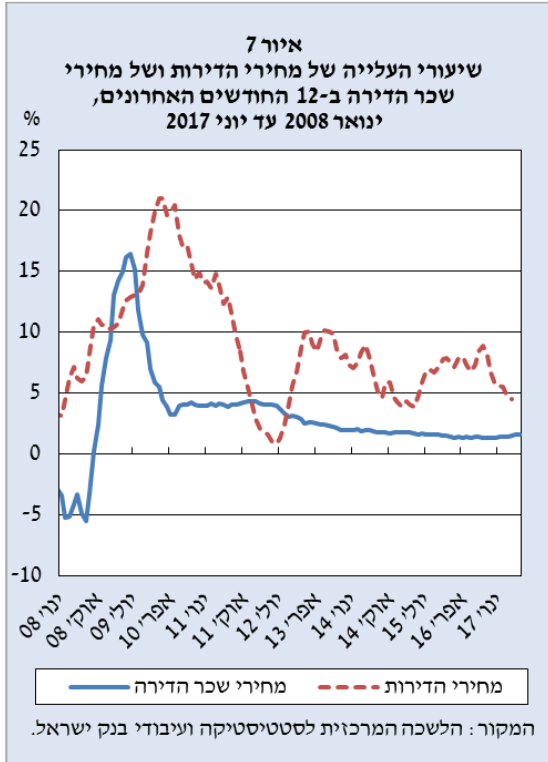
עליהן ביחס למחצית הקודמת, תוך ירידה מסוימת בחודשים האחרונים. עליית ריבית זו תורמת, ככל הנראה, להתקררות הביקושים.

בסך המשכנתאות החדשות שניתנו נמשכה במחצית הנסקרת מגמת הירידה שהחלה במחצית הקודמת. בתחילת המחצית הנסקרת הוא עמד על כ-4.5 מיליארדי ש"ח בחודש, ובסופה – על כ-4.2 מיליארדי ש"ח בחודש (נתונים מנוכי עונתיות). הריביות על המשכנתאות בכל המסלולים עלו במהלך המחצית הנסקרת ביחס למחצית הקודמת – בין השאר על רקע צעדים שנקט הפיקוח על הבנקים בעבר כדי להפחית את הסיכון ללווים ואת הסיכון בתיק האשראי לדיור של המערכת הבנקאית, הפנמת הסיכון על ידי הבנקים והצורך של הבנקים להגיע ליחס הלימות ההון הנדרש. הסיכון בשוק הדיור נותר גבוה, אך הוא לא עלה במחצית הנסקרת. בסוף התקופה ירדו מעט הריביות על המשכנתאות. בחודשים האחרונים מסתמנת התמתנות קלה בפעילות ובקצב עלייתם של המחירים, ואם זו תימשך, היא עשויה להפחית את הסיכון. בתקופה הנסקרת נרשמו עלייה של גודל המשכנתא הממוצעת והתארכות של התקופה הממוצעת לפירעון של המשכנתאות בריבית קבועה.⁷ עם זאת, היחס בין ההלוואה לערך הדירה (LTV) ושיעור החוזר מההכנסה (PTI) כמעט לא השתנו במחצית הנסקרת, וזאת לאחר מגמת ירידה מתמשכת בשנים האחרונות.

במחצית הנסקרת ניכרת ההתייצבות של מחירי הדירות. זו מתבטאת גם בירידת קצב העלייה השנתי של מחירי הדירות. ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל הם עלו ב-4.5%, לעומת 5.7% בסוף המחצית הקודמת (איור 7). מחירי שכר הדירה עלו ב-12 החודשים האחרונים ב-1.6%, ובשנים האחרונות ניכרת יציבות בקצב עלייתם (איור 7).

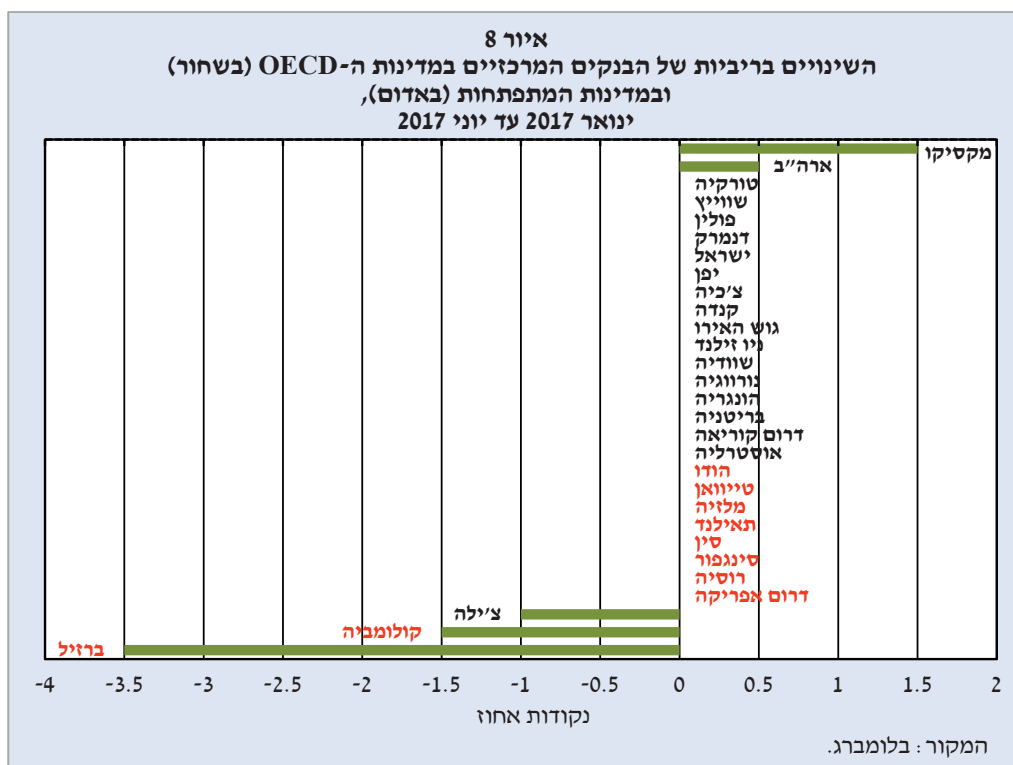
במהלך התקופה הנסקרת חל שיפור בסחר העולמי ובנתוני הצמיחה של מרבית המשקים. במהלך התקופה הנסקרת נמשך המומנטום החיובי בכלכלה הגלובלית, וקרן המטבע צופה האצה בצמיחה ובסחר העולמי תוך התאוששות של מגזר הייצור ושל ההשקעות הגלובליות. בארה"ב נרשמה חולשה ברבעון הראשון, המוסברת בחלקה בגורמים זמניים, ועל פי מרבית האינדיקציות צפויה התאוששות בהמשך השנה. החוזים ממשיכים לגלם הסתברות להעלאת נוספות של ריבית ה-Fed. ההסתברות להעלאת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז בחודש ספטמבר עומדת על כ-4%, ובחודש דצמבר – על כ-36%. באירופה נמשכת צמיחה, ופער התוצר מצטמצם, זה הרבעון השני ברציפות. מדדי הסנטימנט בשיא, התעסוקה עלה, והסיכון לפירוק גוש האירו פחת בעקבות תוצאות הבחירות בצרפת. אינפלציית הליבה עדיין נמוכה מהיעד, ומדיניות הרכישות הכמותיות של ה-ECB נמשכת למרות הלחצים מצד חלק ממדינות הגוש לצמצמה. ביפן נמשכת התרחבות הצמיחה בקצב גבוה, זה חמישה רבעונים, ולהערכת ה-BOJ הכלכלה היפנית עברה לאחרונה לפער תוצר חיובי. עם זאת, תגובת השכר והמחירים לשיפור הכלכלי איטית, וה-BOJ ממשיך במדיניות

⁷ דיון על הסיכונים הטמונים בשוק הדיור ובעליית הריביות על המשכנתאות ניתן למצוא בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2017.

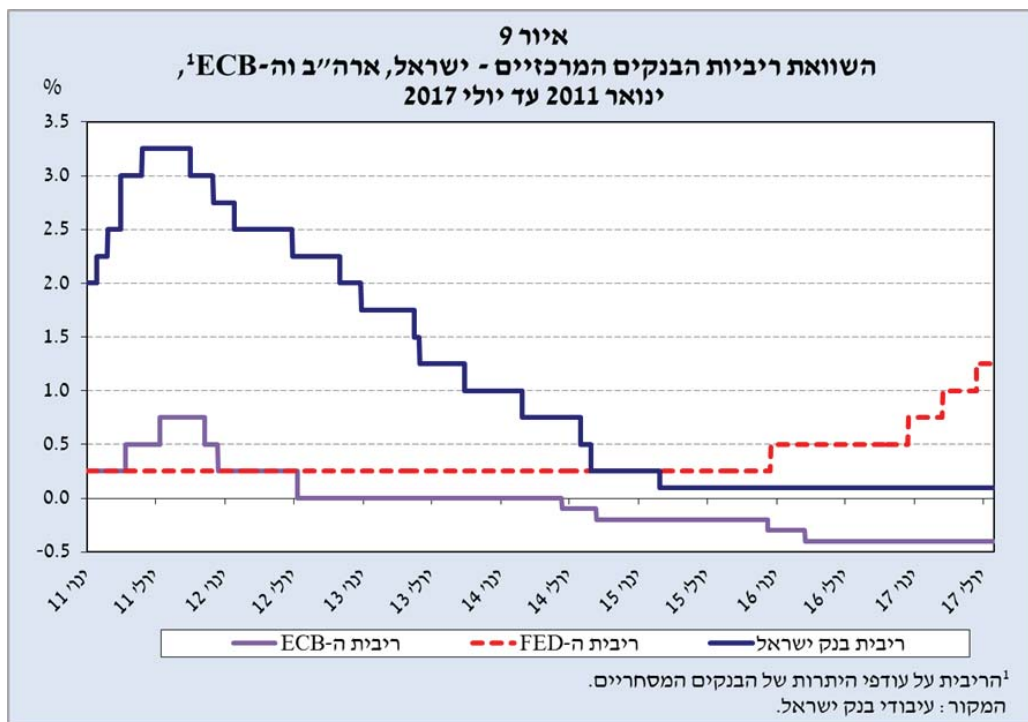


מרחיבה מאוד. תחזיות הצמיחה לגבי סין עודכנו כלפי מעלה ומשקפות את התחזקות הפעילות הכלכלית בה ברבעון הראשון של 2017 וציפיות להמשך הרחבה פיסקלית. בשוקי המניות נמשך הסנטימנט החיובי, למרות אי-הוודאות סביב צעדי ממשל טראמפ, אשר הביאה לתנודתיות בטווח הקצר. ההתפתחויות הכלכליות והפוליטיות החיוביות באירופה הביאו להתחזקות האירו בעולם, ואילו הדולר נחלש.

במרבית המשקים המובילים נותרה ההרחבה המוניטרית ללא שינוי, ואילו הבנק המרכזי של ארה"ב המשיך להעלות את הריבית (איור 8). המדיניות המוניטרית במרבית המשקים המרכזיים נותרה בתקופה הנסקרת מרחיבה מאוד. הריבית בגוש האירו (הריבית על עודפי היתרות של הבנקים המסחריים) עומדת על 0.4%- זה תקופה ארוכה, ושיעורה במספר מדינות נוספות שלילי. ה-ECB ממשיך את תכנית ההרחבה הכמותית – בהתאם להודעתו בדצמבר כי זו תימשך לפחות עד סוף 2017, לנוכח האינפלציה הנמוכה יחסית. ההרחבה הכמותית ניכרת בתשואות נומינליות שליליות בטווחים הבינוניים (3–5 שנים) במרבית המדינות. בבריטניה עומדת הריבית על 0.3% מאז המחצית השנייה של 2016. העלה את הריבית בדצמבר האחרון מ-0.5% ל-0.75%, במרץ העלה אותה שוב, ל-1%, ופעם נוספת ביוני, ל-1.25% (איור 9)⁸. לעומת זאת, הריבית ביפן שלילית מזה תקופה ארוכה – 0.1% – והבנקים המרכזיים בצילה, קולומביה וברזיל הפחיתו את הריבית (איור 8).

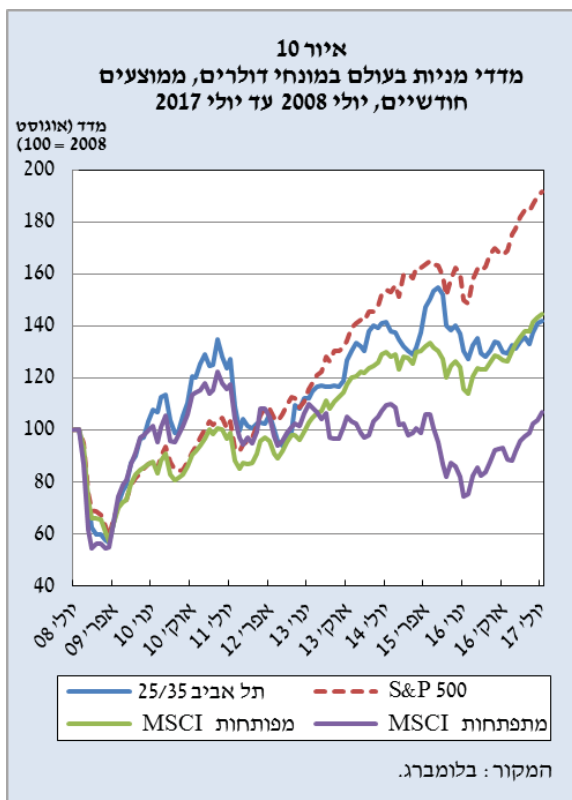


⁸ הריבית בארה"ב היא טווח של 0.25 נקודות אחוז, ובמסמך זה מצוין גבולו העליון, כמקובל.



מדדי המניות המקומיים עלו במהלך התקופה הנסקרת, אך הביצועים של חלק מהם היו נמוכים מאלה של המדדים המובילים באירופה, בשווקים המתעוררים ובארה"ב. זאת בעיקר עקב ביצועי חסר של החברות הגדולות, בפרט מענפי הכימיה והפארמה. מדד ת"א 35/25 עלה במחצית הנסקרת ב-6.4%, מדד ה-S&P 500 המשיך במגמת העלייה של המחצית הקודמת ועלה ב-8.3%, מדדי המניות בשווקים המפותחים והמתפתחים עלו ב-10% וב-17.9%, בהתאמה (איור 10). בעקומי התשואות הנומינליים נרשמו ירידות בטווחים הבינוניים והארוכים. המרווחים בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות דומות ירדו במחצית הנסקרת והגיעו לרמה הנמוכה ביותר מאז 2007. ירידת המרווחים נבעה הן מירידה של תשואות האג"ח התאגידיות והן מעלייה של תשואות האג"ח הממשלתיות הצמודות למדד.

הגירעון המקומי המצטבר (ללא מתן אשראי נטו) הסתכם בינואר עד יוני ב-9 מיליארדי ש"ח, לעומת 3.1 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון עד כה דומה לתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון לשנת 2017 – 2.9 אחוזי תוצר. עם זאת, חלק מגידולו מבטא הקדמת הוצאות במהלך השנה ביחס לשנים קודמות. תקבולי המסים במחצית הראשונה של השנה היו גבוהים בכ-4% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. ואולם כשמביאים בחשבון הכנסות חריגות, וכנגדן את ההוספה הרטרואקטיבית של נקודות זיכוי להורים לילדים עד גיל 6, שתבטא בנתוני החודש הבא, שיעור הגידול הוא כ-3%. גידולם של תקבולי המסים התמתן במידה רבה בהשוואה ל-2016 עקב ירידת ההכנסות ממיסוי כלי רכב בכ-2.5 מיליארדי ש"ח במחצית הראשונה של השנה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, וכן



עקב בלימת הגידול של התקבולים משוק הנדל"ן. עם זאת, בניכוי שינויי החקיקה, גביית המסים גבוהה במקצת מתחזית התקציב עקב הצמיחה המהירה מהחזוי.

במהלך המחצית הראשונה של השנה הכריזה הממשלה על התוכנית "נטו משפחה", שכללה הפחתות מסים ותוספת הוצאות בהיקף שנתי של כ-2.5 מיליארדי ש"ח ב-2017 וכ-4 מיליארדים ב-2018. התוכנית ממוקדת בהורים לילדים עד גיל 6. בשלב זה אושרו חלק מרכיביה רק כהוראת שעה לשנים 2017 ו-2018, בשל מגבלת הכללים הפיסקליים לשנים הבאות.

לפי התחזית שגיבשה חטיבת המחקר בתחילת אפריל 2017 התוצר היה צפוי לצמוח ב-2017 ו-2018 ב-2.8% ו-3.3%, בהתאמה – עדכון כלפי מטה לשנת 2017 (לעומת התחזית שנערכה בדצמבר 2016). על פי התחזית הזאת האינפלציה ברביע השני של 2018 הייתה צפויה להיכנס לתחומי היעד ולעמוד על 1%, והריבית הייתה צפויה לעלות ל-0.25% ברביע השני של 2018 ולהגיע ל-0.5% ברביע האחרון שלה. לעומת תחזיות קודמות מועד העלאת הריבית נדחה, ושיעורה החזוי של האינפלציה ירד.

לפי התחזית שערכה חטיבת המחקר ביוני 2017, התוצר יצמח ב-3.4% ב-2017 וב-3.3% ב-2018, לעומת 2.8% ו-3.3%, בהתאמה, בתחזית אפריל. תחזית הצמיחה ל-2017 עודכנה כלפי מעלה, מפני שנתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון ונתוני הפעילות הראשוניים לרבעון השני מעידים כי היצוא וההשקעות צמחו מהר, יחסית להערכה בעת עריכת התחזית הקודמת. תוואי האינפלציה עודכן כלפי מטה בהשוואה לתחזית אפריל: במהלך ארבעת הרבעים המסתיימים ברביע השני של 2018 צפויה אינפלציה של 0.8% (לעומת 1% בתקופה המקבילה בתחזית אפריל). תוואי הריבית הצפוי נשאר ללא שינוי מתחזית אפריל.