



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2018

אדר א' התשע"ט • פברואר 2019

50

©

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.boi.org.il

התוכן

6	תקציר
8	א. המדיניות המוניטרית
10	ב. תנאי הרקע
10	1. סביבת האינפלציה
13	2. הפעילות הריאלית בישראל
16	3. ההתפתחויות בשוק ההון
17	4. שוק הדיור
18	5. הכלכלה העולמית
22	6. התפתחות שער החליפין של השקל
22	7. התחזית שגיבשה חטיבת המחקר

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 לכך הוא יכול להתערב 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 שאר המטרות של מדיניותה הכלכלית. את היציבות הפיננסית במשק בנק ישראל סוקר בדוח היציבות הפיננסית.

את דוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של 2018 הכינו כלכלנים מחטיבת המחקר, בהנחיית הוועדה המוניתרית. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד להחלטת הריבית שהתקבלה ב-7 בינואר 2019.

¹ באפריל 2017 עבר בנק ישראל מ-12 החלטות ריבית בשנה ל-8 החלטות ריבית.

המדיניות המוניטרית: דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של 2018 ובתחילת 2019². בתקופה הנסקרת החלה הוועדה בתהליך צמצום המדיניות המוניטרית המרחיבה שננקטה בשנים האחרונות. על רקע היציבות היחסית בשער החליפין לא רכש בנק ישראל מט"ח במסגרת המדיניות למניעת תנודות חריגות בשער החליפין, והסתפק ברכישות במסגרת התוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז; בנובמבר הודיעה הוועדה המוניטרית כי התוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז תסתיים בסוף 2018. במהלך המחצית המשיכה הוועדה להשתמש בכלי ההכוונה לגבי העתיד (Forward Guidance) ובפרט חזרה על ההצהרה שהמדיניות המוניטרית המרחיבה תיוותר על כנה כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. בפרסומיה היא ביארה הצהרה זו וחיידה את משמעות ההתבססות. צעד משמעותי בתהליך הצמצום של המדיניות המוניטרית המרחיבה נעשה בהחלטת הריבית האחרונה לשנת 2018: הוועדה החליטה להעלות את הריבית ל-0.25%. לאחר שהעריכה כי בשלו התנאים לתחילת ההעלאה; כלומר לאחר שהאינפלציה התייצבה מעל הגבול התחתון של היעד והוועדה העריכה כי היא תיוותר יציבה וכי גם ברמת ריבית זו המדיניות מרחיבה ותומכת ביעדים. כמו כן חזרה הוועדה על ההערכה שתואי הריבית בעתיד יהיה הדרגתי וזהיר. בהחלטה מחודש ינואר הוסיפה הוועדה והדגישה כי ההחלטות על ההעלאות העתידיות יתקבלו מתוך מטרה לתמוך בתהליך שבסופו תתייצב האינפלציה בסביבת מרכז היעד ומתוך מטרה לתמוך בפעילות הכלכלית.

סביבת האינפלציה: במרוצת המחצית הנסקרת הצביעו אינדיקטורים שונים על כך שסביבת האינפלציה עלתה והתבססה בחלקו התחתון של היעד: עם פרסום מדד יוני נכנסה האינפלציה השנתית לתחום היעד, לראשונה זה כארבע שנים, ובמהלך המחצית היא נותרה בתוכו. מרבית סעיפי המדד תרמו תרומה חיובית; מדד הבלתי סחירים – קירוב לרכיב המקומי של האינפלציה – שב לעלות ונותר ברמה גבוהה; והאינפלציה השנתית בניכוי סעיפי האנרגיה והפירות והירקות, ובניכוי ההוזלות שיזמה הממשלה, נעה סביב 1%. הציפיות לשנה משוק ההון נותרו בתקופה זו בתחום היעד והציפיות לאינפלציה פורוורד התאפיינו ביציבות בתוכו. לאורך המחצית סברה הוועדה כי גורמים שונים פועלים לעלייה בסביבת האינפלציה, לרבות עליות השכר, המדיניות הפיסקלית, וההתפתחויות העולמיות. כן היא סברה כי נחלשה השפעתם של חלק מהגורמים שהפחיתו את האינפלציה בשנים האחרונות, ביניהם ההוזלות שיזמה הממשלה ומגמת הייסוף. מדד דצמבר פורסם לאחר תום התקופה הנסקרת, והוא הצביע על כך שהאינפלציה ב-2018 עמדה על 0.8%.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים שהתפרסמו במחצית הנסקרת הובילו את חברי הוועדה המוניטרית להערכה שהפעילות התמתנה במידה מסוימת, אולם הם סברו כי הדבר נובע ככל הנראה מכך שקצב הצמיחה שב לסביבת הפוטנציאל ומהתנודתיות שניכרה ביבוא כלי רכב ברבעון הראשון. לגבי הרכב התוצר, נתוני החשבונאות הלאומית שהתפרסמו במהלך המחצית הצביעו על כמה התפתחויות: המשך ההתכווצות בהשקעה, עלייה מתונה בצריכה הפרטית, וחולשה ביצוא הסחורות. הוועדה דנה בהתפתחויות אלה והעריכה שהן נובעות בעיקר ממגבלות שנוצרו בצד ההיצע עקב הקרבה לתעסוקה מלאה ולא מהיחלשות הביקוש. הנתונים לגבי שוק העבודה העידו כי הוא נותר "הדוק": שיעורי התעסוקה וההשתתפות נותרו גבוהים; שיעור האבטלה נמצא בשפל; שיעור המשרות הפנויות הוסיף להציג רמה גבוהה; והשכר הוסיף לעלות בקצב נאה, בהובלת המגזר העסקי.

ההתפתחויות בשוק ההון: ציפיות השוק ביחס להעלאת הריבית עלו בתחילת המחצית לרמה שמגלמת יותר מהעלאה אחת במהלך השנה הקרובה. הערכות החזאים ונתוני התלבור מעידים כי השווקים לא צפו את ההעלאה שהתרחשה בנובמבר, ותגובתם הראשונית אליה מעידה כי הם הסיקו ממנה שגם יתר ההעלאות יוקדמו. תשואות האג"ח הנומינליות של ממשלת ישראל עלו בהדרגה במהלך 2018. הפערים בין ישראל לארה"ב בתשואות הנומינליות על האג"ח ל-5 ול-10 שנים נותרו שליליים ויציבים במרבית התקופה הנסקרת, אולם נתוני הקצה מעידים שהם הצטמצמו. המרווחים בין התשואות על האג"ח התאגידיות בדירוג A ומעלה לבין התשואות על האג"ח הממשלתיות ירדו מעט באוגוסט, אך בתחילת אוקטובר חל תיקון ובנובמבר ודצמבר נמשכה מגמת העלייה. בדצמבר ירדו מדדי המניות בת"א בכ-10% בהתאם לירידות המשמעותיות במדדי המניות המרכזיים בעולם.

² ההחלטות ב-2018 התקבלו ב-9 ביולי, 29 באוגוסט, 8 באוקטובר, ו-26 בנובמבר; ההחלטה ב-2019 התקבלה ב-7 בינואר.

שוק הדיור: מחירי הדירות עלו במשך כעשור, הגיעו לשיא באוגוסט 2017, ומאז ועד ספטמבר 2018 הם ירדו בכ-2%. היקף העסקאות בדירות התייצב במהלך התקופה, לאחר שבתחילת השנה הוא עלה במידה מסוימת ולאחר שמאמצע 2016 הוא ירד בעקביות. יחד עם זאת נמשכה מגמת העלייה במספר הדירות שנמכרו במסגרת "מחיר למשתכן". במרוצת התקופה ניכרה האטה משמעותית במספר התחלות הבנייה ובהשקעה בבנייה למגורים. הוועדה המוניתרית העריכה שההאטה בבנייה למגורים נבעה ככל הנראה מהתמתנות הביקוש.

ההתפתחויות בעולם: הנתונים על הכלכלה העולמית הצביעו במרוצת המחצית על אובדן המומנטום, וקרן המטבע הבין-לאומית הפחיתה את תחזיות הצמיחה. המשק האמריקאי המשיך לצמוח בקצב גבוה אך צפוי כי הקצב יתמתן מעט ברבעון הרביעי. באירופה איבדה הפעילות מומנטום. במהלך התקופה ראתה הוועדה כמה סיכונים שמעיבים להערכתה על המשך מגמת הצמיחה העולמית, ביניהם מלחמות הסחר, הסיכון הפוליטי באירופה, והתנודתיות בשווקים הפיננסיים המתעוררים. הסביבה המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה אך הציגה מגמת צמצום ברורה. ארה"ב המשיכה בתהליך הנורמליזציה וה-Fed העלה את הריבית פעמיים. גוש האירו הותיר את הריבית המוניטרית ברמה שלילית, וה-ECB חזר על ההערכה שהיא תיוותר ברמתה הנוכחית לפחות עד קיץ 2019. מראשית 2019 צפויה ההרחבה הכמותית הגלובלית להתחלף בצמצום כמותי. עם זאת, בסוף התקופה הנסקרת עלתה אי-הוודאות לגבי המשך מגמת הצמצום של המדיניות המוניטרית בעולם, על רקע התנודתיות בשווקים הפיננסיים במדינות המפותחות. השווקים אינם מתמחרים העלאת ריבית נוספת בארה"ב, ובאירופה נדחה המועד שבו הריבית צפויה לעלות.

שער החליפין: במחצית הנסקרת התפתח שער החליפין הנומינלי האפקטיבי באופן לא-אחיד: השקל התחזק עד תחילת ספטמבר ולאחר מכן חל בו פיחות. חברי הוועדה הסכימו שמנקודת מבט היסטורית נותר השקל ברמה מיוספת, אך הם העריכו כי הכוחות לייסוף נחלשו על רקע העלייה במרווחי הריביות בין ישראל לעולם והצטמצמות העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. במהלך המחצית לא התערב בנק ישראל בשוק המט"ח במטרה למנוע תנודות חריגות בשער החליפין, והסתפק ברכישות במסגרת תוכנית הגז⁴.

תחזית חטיבת המחקר: בינואר 2019 עודכנה תחזית הצמיחה ל-2019 כלפי מטה (ל-3.4%), בין היתר על רקע ההערכה שהצמיחה מתכנסת מהר יותר לקצב ארוך הטווח; ב-2020 התוצר צפוי לצמוח ב-3.5%. תחזית האינפלציה ל-2019 הופחתה (ל-1.3%), בין היתר מפני שמחיר הנפט ירד ברבעון הרביעי; בשנת 2020 האינפלציה צפויה להמשיך להתכנס בהדרגה למרכז היעד ובסופה לעמוד על 1.8%. הריבית צפויה לעלות ל-0.5% ברבעון השלישי של 2019, ולעלות בהדרגה עד ל-1.25% בסוף 2020 (תום טווח התחזית).

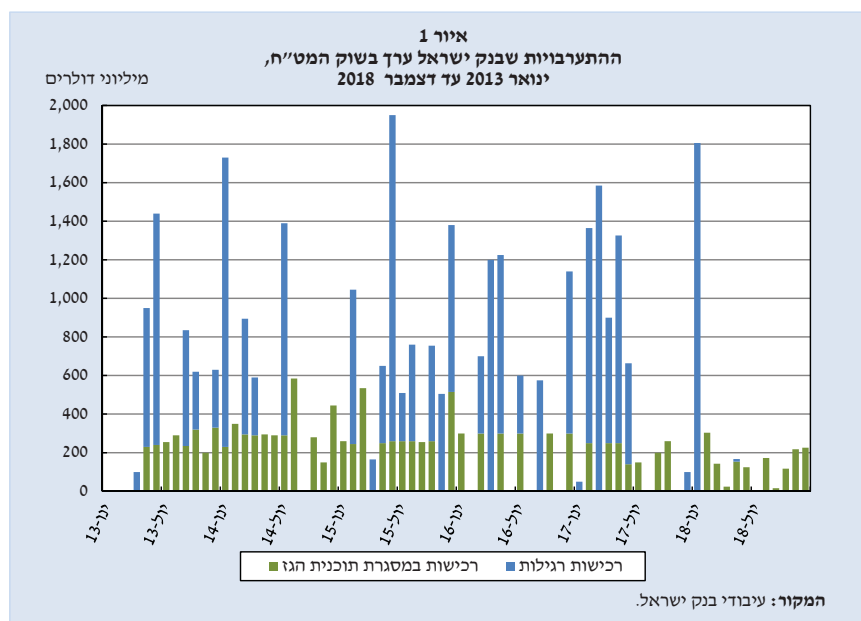
³ זהו הנתון העדכני שניצב לנגד עיני הוועדה בהחלטת הריבית מינואר 2019.

⁴ במאי התערב בנק ישראל בשוק המט"ח אך בסכום נמוך מאוד – 13 מיליון דולר.

סעיף א' בדוח מתאר את המדיניות שהוועדה המוניתרית נקטה בתקופה הנסקרת, וסעיף ב' מציג את תנאי הרקע ששררו בעת ההחלטות על הריבית ואת נקודת מבטה של הוועדה באותה עת.

א. המדיניות המוניתרית

במחצית הנסקרת החלה הוועדה המוניתרית בתהליך צמצום המדיניות המוניתרית המרחיבה שננקטה בשנים האחרונות. תהליך זה נעשה בהדרגה, ובמובן מסוים הוא החל כבר בפברואר 2018: בנק ישראל לא רכש מט"ח במסגרת המדיניות למניעת תנודות חריגות בשער החליפין, והסתפק ברכישות במסגרת התוכנית לקיזוז השפעתה של הפקת הגז (איור 1)⁵. באמצע נובמבר הודיע הבנק כי תוכנית הגז תסתיים בסוף 2018 מאחר שהקרן לאזרחי ישראל (קרן העושר) אמורה לקום כבר ב-2019, ועל פי ההערכות העדכניות היא תשקיע כספים כבר ב-2020.⁶



כמו כן הוסיף בנק ישראל להשתמש בהכוונה לגבי העתיד – כלי מוניתרי שהוא השתמש בו בשנים האחרונות כדי להשפיע על ציפיות השוק לגבי התוואי העתידי של הריבית המוניתרית. נוסח ההכוונה מאז אפריל 2017 הדגיש את כוונת הוועדה "להותיר את המדיניות המרחיבה על כנה כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד". במהלך התקופה הנסקרת דנה הוועדה רבות במשמעות ההתבססות. הוועדה הדגישה שכדי לקבוע כי האינפלציה התבססה עליה להיות בטוחה ככל

⁵ במאי התערב בנק ישראל בשוק המט"ח מחוץ לתוכנית הגז, אולם מדובר בסכום נמוך מאוד – 13 מיליון דולר.

⁶ בהודעה הדגיש הבנק כי הוא יוסיף לפעול בשוק המט"ח כאשר שער החליפין יציג תנודות חריגות שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים, או כאשר שוק המט"ח לא יתפקד כראוי.

האפשר שחזרתה ליעד אינה זמנית. בפרסומיה הדגישה הוועדה כי היא אינה מתכוונת להתבססות במרכז היעד דווקא; אך מאחר שהאינפלציה נוטה לתנודתיות, מצב שבו סביבת האינפלציה הצפויה קרובה מאוד לגבול התחתון אינו מהווה התבססות בתוכו.⁷

בתחילת המחצית ציינה הוועדה כי סביבת האינפלציה ממשיכה לעלות לעבר תחום היעד, ובהחלטת הריבית שהתקבלה בסוף אוגוסט היא הוסיפה כי מסתמן שסביבת האינפלציה מתחילה להתבסס בתחום היעד. בתדרוך העיתונאים שהתקיים באוקטובר 2018 הדגישה הנגידה כי בכל אחת ואחת מהחלטות הריבית הבאות תוכל הוועדה לשנות את המדיניות בהתאם לנתונים ולאופן שבו היא תנתח אותם.

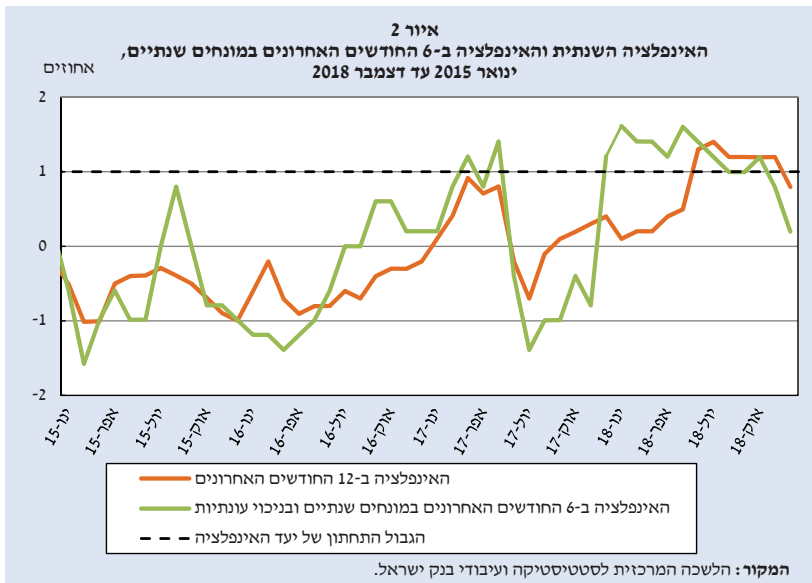
בהחלטת הריבית האחרונה לשנת 2018 החליטה הוועדה המוניתרית להעלות את הריבית ב-0.15 נקודת אחוז, ל-0.25%; זהו שינוי הריבית הראשון מאז מרץ 2015.⁸ הוועדה העלתה את הריבית לאחר שהעריכה כי בשלו התנאים לתחילת ההעלאה; כלומר לאחר שהאינפלציה התייצבה מעל הגבול התחתון (האינפלציה השנתית עמדה על 1.2%) והוועדה העריכה כי היא תיוותר יציבה וכי גם ברמת ריבית זו המדיניות היא מרחיבה ותומכת ביעדים. בסופו של דבר אפוא מצאה הוועדה לנכון לתת משקל רב יותר לפרק הזמן שבו האינפלציה נמצאת בתחום היעד ולהערכות השונות לגבי ההסתברות שהיא תיוותר בסביבות רמה זו, ומשקל נמוך יותר לכך שהאינפלציה השנתית קרובה לגבול התחתון של היעד. עם הסימנים לעלייה בסביבת האינפלציה ניתן למנות את העובדה שהאינפלציה נותרה בתחום היעד במשך תקופה משמעותית – האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמצאה בתחום כבר 5 חודשים והאינפלציה בניכוי עונתיות ב-6 החודשים האחרונים⁹ נמצאה בו מדצמבר 2017 (איו 2); ואת העובדה שניכרה עלייה באינפלציה השנתית שמציגים המדדים המנוכים ובציפיות האינפלציה מהמקורות השונים.

החלטת הוועדה התקבלה על רקע (א) ההערכה שהכוחות התומכים בעליית האינפלציה ממשיכים לפעול; אלה כוללים בין היתר את עליית השכר במשק, עליית האינפלציה בחו"ל, המדיניות הפיסקלית המרחיבה, והעובדה שבעולם ניכרת מגמת מעבר למדיניות מוניתרית מרחיבה פחות. (ב) ההערכה שנחלשה השפעתם של חלק מהגורמים שהפחיתו בשנים האחרונות את האינפלציה ואף הוליכו לאינפלציה שלילית; אלה כוללים בין היתר את הצעדים שהממשלה נקטה במטרה להפחית את יוקר המחיה, התגברות התחרות במשק וייסוף השקל. (ג) הסברה שיש הסתברות נמוכה יחסית לכך שהאינפלציה תרד לאורך תקופה ממושכת. עוד עמדו ברקע

⁷ מתוך הדברים שנשאה נגידת בנק ישראל בתדרוך העיתונאים לגבי המדיניות המוניתרית ב-9 ביולי 2018.

⁸ עקב חילופי הנגידים התקבלה ההחלטה בנובמבר 2018 בהרכב חסר – השתתפו בה רק חמישה חברים – והמשנה לנגיד הבנק כיהנה כיו"ר הוועדה המוניתרית מתוקף סמכותה כממלאת מקום הנגיד. ארבעה מתוך חמשת החברים תמכו בהחלטה להעלות את הריבית. פירוט מופיע בכתובת: <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/26-11-18.aspx>

⁹ במונחים שנתיים.



ההחלטה ההתפתחויות הבאות: קצב הצמיחה ירד ברבעונים השני והשלישי לסביבות הפוטנציאל¹⁰ לאחר שברבעונים הקודמים הוא עלה על 4% ; והתקבלו סימנים שמעידים כי מומנטום הצמיחה ברבות מהמדינות המפותחות נחלש במידה מסוימת.

בהחלטה האחרונה שהתקבלה בתקופה הנסקרת הותירה הוועדה המוניטרית את הריבית בגובה 0.25% וחזרה על ההערכה שהיא תועלה בתוואי הדרגתי וזהיר. נוסף לכך הדגישה הוועדה כי ההחלטות על ההעלאות העתידיות יתקבלו מתוך מטרה לתמוך בתהליך שבסופו תתייצב האינפלציה בסביבת מרכז היעד ומתוך מטרה לתמוך בפעילות הכלכלית¹¹.

ב. תנאי הרקע

ההתפתחויות העיקריות שעמדו לנגד עיני הוועדה המוניטרית במחצית השנייה של 2018:

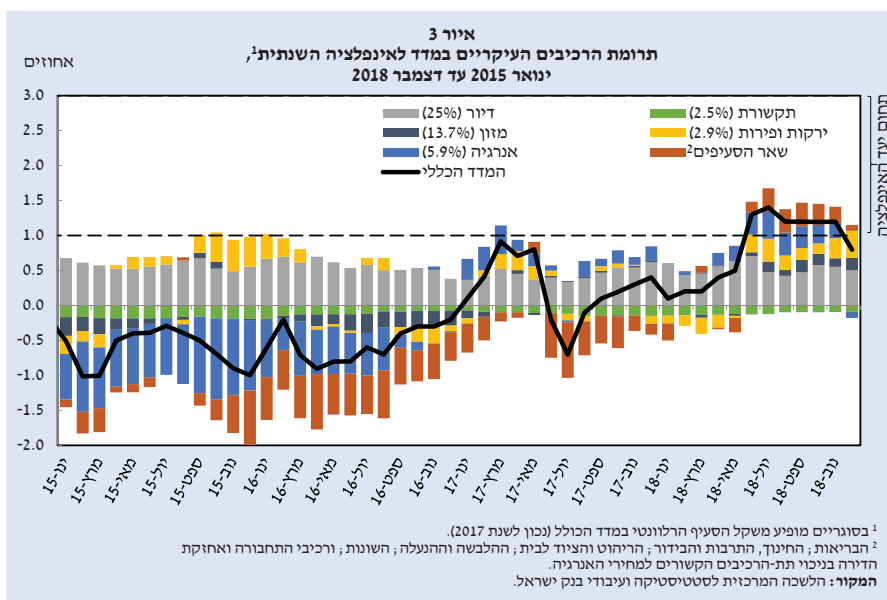
1. סביבת האינפלציה

סביבת האינפלציה בישראל המשיכה לעלות במרוצת המחצית הנסקרת. במהלך השנה הבהירה הוועדה שכדי לנתח את סביבת האינפלציה יש להתבונן הן באינפלציה בפועל, תוך מתן דגש למדדים המנוכחים מהשפעות חד-פעמיות, והן בציפיות האינפלציה לטווחים הקצרים. הוועדה הסבירה שכדי להעריך אם סביבת האינפלציה התבססה בתחום היעד היא תבחן גם את הציפיות והתחזיות מהמקורות השונים, והיא תוסיף לנקוט מדיניות מרחיבה עד שתשתכנע כי חזרת האינפלציה ליעד איננה זמנית.

¹⁰ קצב הצמיחה הפוטנציאלי נגזר ממגמות הגידול הרב-שנתיות של הפריץ ושל גורמי הייצור השונים. ההערכות לגביו עומדות על כ-3%.

¹¹ החלטה זו התקבלה לאחר שנגיד הבנק נכנס לתפקיד והשתתפו בה כל ששת החברים בוועדה המוניטרית.

לפני העלאת הריבית ובמרוצת 2018 נמצאה סביבת האינפלציה במגמת עלייה, ואינדיקטורים שונים תמכו בהערכה שהאינפלציה התייצבה בחלקו התחתון של היעד: (א) רוב סעיפי המדד העיקריים תרמו תרומה חיובית לאינפלציה השנתית בחמשת החודשים שקדמו להעלאת הריבית (איור 3). (ב) האינפלציה השנתית של מדד הבלתי סחירים, נתון שמהווה קירוב



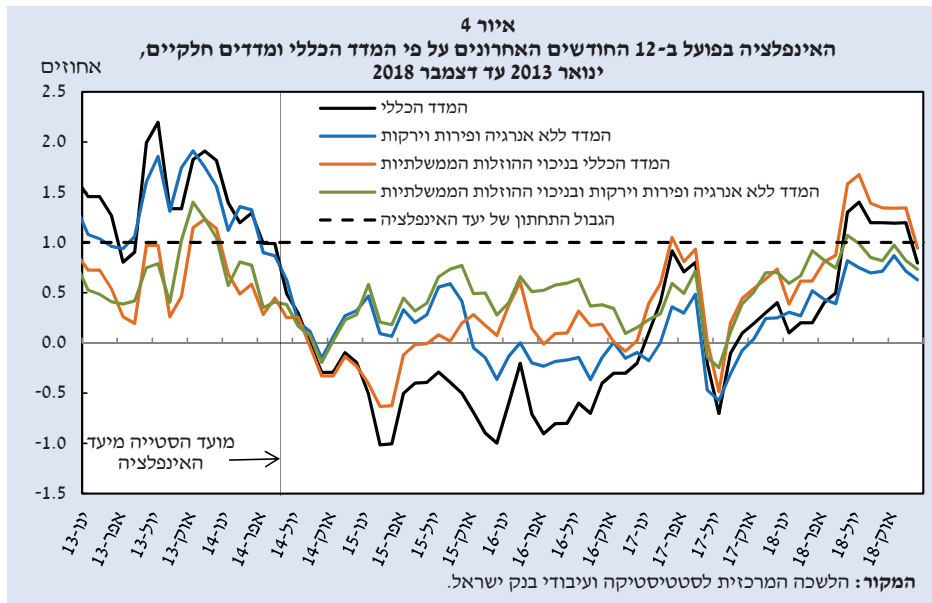
לרכיב המקומי של האינפלציה, שבה לעלות ונמצאה ברמה גבוהה מ-1% בששת החודשים שקדמו להחלטה. (ג) ניכרה עלייה במדדים המנוכים המשמשים אינדיקטורים ל"אינפלציית הליבה"¹² – האינפלציה השנתית בניכוי סעיפי האנרגיה והפירות והירקות ובניכוי ההוזלות הממשלתיות נעה בתקופה הנסקרת סביב 1% (איור 4). נוסף על כך, עם פרסום מדד יוני נכנסה האינפלציה השנתית לתוך תחום היעד לראשונה זה כארבע שנים, ובמהלך המחצית היא נותרה יציבה יחסית בגובה 1.2%–1.4%. יש לציין כי האינפלציה השנתית עלתה משמעותית עם פרסום מדד זה, על רקע העובדה שמדד יוני אשתקד היה נמוך במיוחד^{13,14}. אם מתבוננים באינפלציה החצי-שנתית (בניכוי עונתיות, במונחים שנתיים) מוצאים כי היא נעה בתחום היעד כבר מדצמבר 2017.

את העלייה באינפלציה השנתית מסבירות חלקית העליות במחיר הנפט. מתחילת המחצית השנייה ועד תחילת אוקטובר 2018 הוסיפו מחירי הנפט להציג את מגמת העלייה שאפיינה אותם מאז יוני 2017 – עלייה זו הגיעה לכ-70% (איור 5). העלייה במחירי הנפט תרמה במשך רוב התקופה תרומה חיובית משמעותית למדד הסחירים; סעיפי האנרגיה תרמו

¹² בישראל אין מדד ליבה פורמלי.

¹³ מדד יוני 2017 ירד ב-0.7 נקודת אחוז.

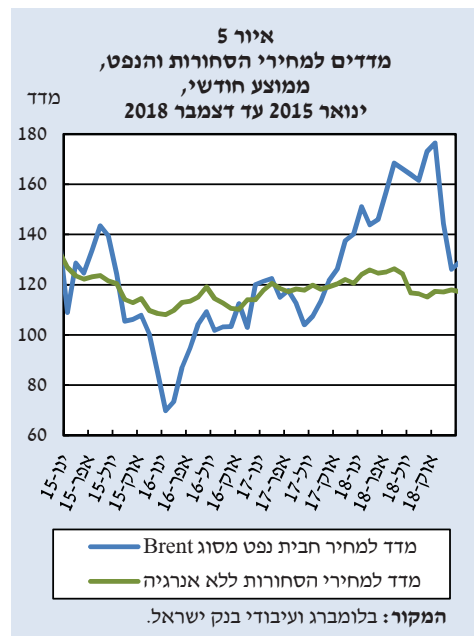
¹⁴ למעשה, עם יציאת מדד יוני 2017 מהחישוב השנתי חזרה האינפלציה השנתית לעלות בהתאם למגמה שאפיינה אותה טרם כניסתו.



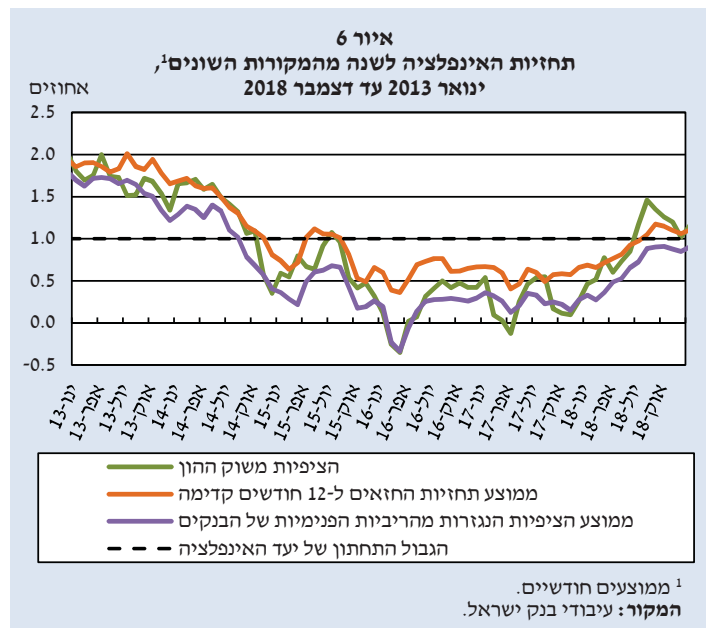
בתקופה הנסקרת במישורין כ-0.3 נקודות אחוז לאינפלציה השנתית במדד הכללי¹⁵. אולם בתחילת אוקטובר החלו מחירי הנפט לרדת, והירידה התעצמה בנובמבר; יחסית לנקודת השיא ירדו המחירים ב-30%, והדבר צפוי למתן את מדד הסחירים. הוועדה העריכה כי ההתפתחויות במחירי הנפט, ובפרט ירידתם החדה, השפיעו על הציפיות, אולם היא סברה כי את השפעתן על האינפלציה נכון לנתח במסגרת ההשפעות החד-פעמיות וכי הן ישפיעו על המדדים המנוכים רק במידה מוגבלת.

כאמור, כדי לנתח את סביבת האינפלציה יש לבחון גם את ציפיות האינפלציה: בהחלטות הריבית שהתקבלו באוגוסט ואוקטובר שררה הערכה ששיעור האינפלציה צפוי לרדת זמנית אל מתחת לגבול התחתון של היעד, והדבר העיב על ההערכה שהאינפלציה התבססה. יתרה מזאת, תחזיות שונות צפו ירידה משמעותית של "המדד המנוכה" – המדד בניכוי סעיפי האנרגיה והפירות והירקות ובניכוי ההוזלות הממשלתיות. אולם לאחר מכן התפרסמו שני מדדים גבוהים מהתחזיות, ובהחלטת הריבית בנובמבר הצטיירה תמונה אחרת: התחזיות השונות צפו כי האינפלציה השנתית במדד ינואר 2019 תעמוד על 1.3% והמדד המנוכה יעלה. בהחלטת הריבית בינואר הוסיפה הוועדה להעריך כי האינפלציה השנתית התייצבה בקרבת הגבול התחתון של היעד.

במהלך התקופה הנסקרת הציגו תחזיות החזאים לשנה יציבות מעט מעל הגבול התחתון של היעד (1.1% בממוצע) והציפיות לשנה משוק ההון נותרו בתוכו (איור 6). בתחילת התקופה הנסקרת עמדו הציפיות לשנה משוק ההון על כ-1.5%, אך בהחלטת הריבית בנובמבר הן הגיעו לשפל של כ-1% ומאז עלו מעט – בכ-0.2 נקודות אחוז. ציפיות האינפלציה פורורוד התאפיינו במהלך התקופה ביציבות בתוך תחום היעד: הציפיות מעוד שנה



¹⁵ סעיפי האנרגיה תרמו ישירות למדד הסחירים תרומה גבוהה יותר – 0.9 נקודות אחוז בממוצע.

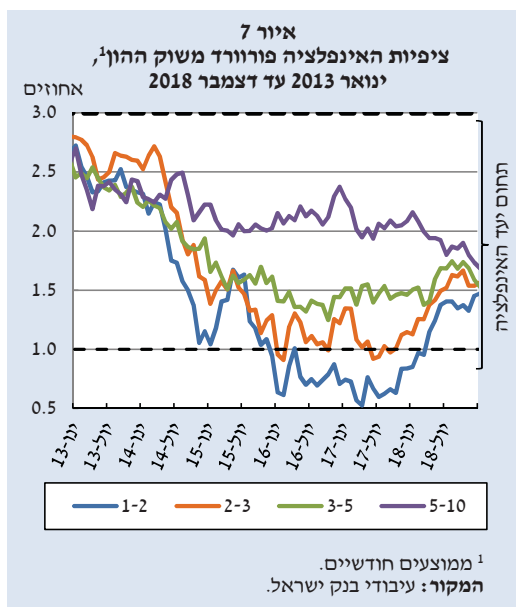


לעוד שנתיים (1–2) עמדו על 1.3%–1.5% (איור 7). הציפיות לטווחים הארוכים – מהשנה השנייה לשלישית ומהשנה החמישית לעשירית – עמדו בממוצע על 1.6% ו-1.8%, בהתאמה, והן ממשיכות להעיד כי המדיניות המוניטרית שומרת על אמינות. עם זאת, במהלך המחצית ירדו הציפיות הארוכות במידה מסוימת.

לאורך המחצית סברו חברי הוועדה כי גורמים שונים פועלים לעלייה בסביבת האינפלציה: (א) השכר הנומינלי עולה, בהובלת המגזר העסקי, באופן חוצה ענפים ורמות שכר על רקע סביבת התעסוקה המלאה, (ב) המדיניות הפיסקלית מרחיבה, (ג) האינפלציה בחו"ל עולה והמדיניות המוניטרית בעולם נעשית מרחיבה פחות. יתרה מזאת, בשנים האחרונות פעלו גורמים שהובילו לירידת האינפלציה – ביניהם ההוזלות הממשלתיות, התגברות התחרות במשק וייסוף השקל – וכשהוועדה המוניטרית העלתה את הריבית היא העריכה כי השפעת חלקם נחלשה. הוועדה העריכה שהסיכון העיקרי להמשך ההתבססות נשקף מהאפשרות שהייסוף יתחדש. מדד דצמבר פורסם לאחר תום התקופה הנסקרת, והוא הצביע על כך שהאינפלציה בשנת 2018 עמדה על 0.8%.

2. הפעילות הריאלית בישראל

הנתונים שהתפרסמו במחצית הנסקרת לגבי הפעילות הריאלית הובילו את חברי הוועדה המוניטרית להערכה שהפעילות התמתנה במידה מסוימת אך המשק ממשיך לצמוח בקצב קרוב לפוטנציאל – כ-3% (איור 8). בתחילת המחצית הנסקרת, לאחר שהתפרסם האומדן השני של נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון של 2018, ציינה הוועדה המוניטרית כי שיעור הגידול של התוצר, 4.5%, נמצא מעל לפוטנציאל (לוח 1). האומדן הראשון לרבעון השני הראה שהצמיחה האטה לסביבות 2%, אך הוועדה הוסיפה להעריך שהקצב נותר סביב הפוטנציאל ואין מדובר בשינוי מגמה, שכן היא העריכה כי הירידה נבעה מגורמים זמניים, ביניהם תנודות ביבוא כלי רכב.



איור 8
שיעורי הצמיחה של התוצר המקומי¹, נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיות במונחים
שנתיים, מרץ 2013 עד ספטמבר 2018



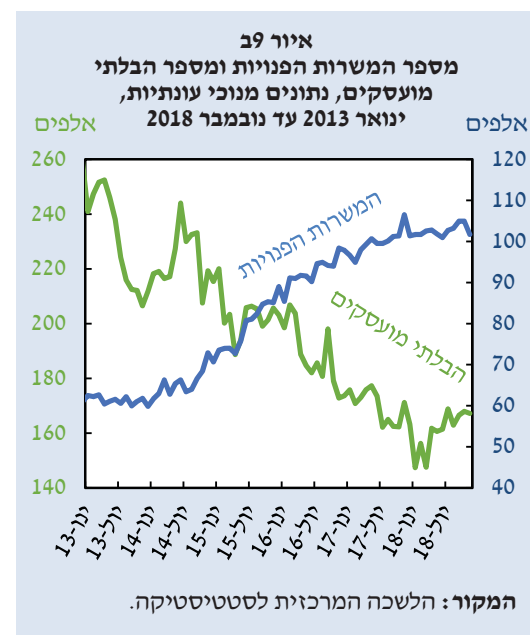
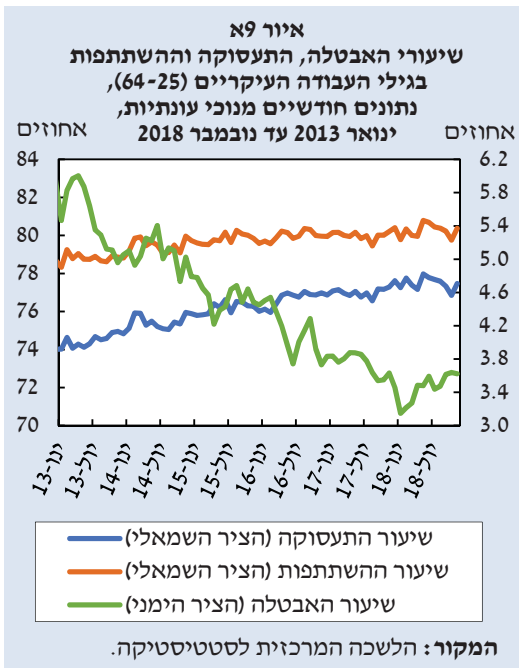
¹ הנתון על הצמיחה השנתית ב-2018 משקף את האומדן הראשון של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; הנתון על הצמיחה השנתית ב-2019 ו-2020 משקף את תחזית חטיבת המחקר.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

לוח 1

החשבוונאות הלאומית – הנתונים הזמינים בעת ההחלטות על גובה הריבית
(נתונים מנוכחי עונתיות, שיעורי השינוי הכמותיים לעומת התקופה הקודמת, במונחים שנתיים)

יחידת	ינואר	דצמבר	נובמבר	אוקטובר	ספטמבר	אוגוסט	יולי	החלטה לחדש
התוצר	4.3	4.6	5.2	5.1	4.8	4.7	4.5	2018Q1
	0.8	1.2	1.8	1.8	2.0			2018Q2
	2.1	2.3						2018Q3
התוצר העסקי	5.1	5.6	5.9	6.0	5.6	5.7	5.4	2018Q1
	-0.2	0.4	1.1	0.8	1.1			2018Q2
	1.1	2.1						2018Q3
הצריכה הפרטית	9.4	8.8	8.8	9.1	9.6	10.0	9.7	2018Q1
	-2.4	-2.6	-2.4	-1.7	0.5			2018Q2
	2.7	2.1						2018Q3
ההשקעה בנכסים קבועים	5.6	6.1	5.9	5.2	3.7	13.9	14.2	2018Q1
	-5.9	-4.6	-1.8	-3.7	-6.6			2018Q2
	-10.5	-6.3						2018Q3
היצוא ללא יהלומים והזנק	5.0	6.4	8.1	7.2	6.2	11.3	9.5	2018Q1
	-8.2	-8.1	-5.4	-6.7	-4.4			2018Q2
	0.7	0.9						2018Q3
היבוא האזרחי ללא אוניות, מטוסים ויהלומים	3.4	3.4	4.5	4.5	5.3	5.2	5.2	2018Q1
	4.3	4.3	7.5	7.5	8.4			2018Q2
	-5.3	-5.3						2018Q3

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



ההערכה לגבי הפעילות הכלכלית נותרה דומה גם לאחר שפורסמו האומדן השני לרבעון השני והאומדן הראשון לרבעון השלישי: אלה הראו, בהתאמה, כי התמ"ג צמח ב-1.8% וב-2.3%. חברי הוועדה הוסיפו להחזיק בדעה שאת ההאטה ברבעונים אלה מסבירות ככל הנראה חזרת הצמיחה לסביבת הקצב הפוטנציאלי והתנודתיות ביבוא כלי רכב. התוצר בניכוי יבוא כלי הרכב¹⁶ צמח ברבעון הראשון של 2018 ב-1.9% בלבד, בשעה שברבעונים השני והשלישי הוא צמח, בהתאמה, ב-3.0% וב-3.2%. הסבר נוסף שניתן להאטה ברבעון השלישי נעוץ באפשרות שניכוי העונתיות סבל מאי-דיוקים עקב כך שב-2018 חלו כל חגי תשרי בספטמבר. במהלך המחצית התחזקה ההערכה שהמשק מוסיף לצמוח בקצב קרוב לפוטנציאל הודות לנתונים משוק העבודה ולאינדיקטורים הנוספים לפעילות, לרבות המדדים המעידים עליה: המדד המשולב למצב המשק, מדד מנהלי הרכש, מדד אמון הצרכנים וסקר המגמות בעסקים. הנתונים משוק העבודה העידו כי הוא נותר "הדוק": שיעורי התעסוקה וההשתתפות נותרו גבוהים, בקרבת 80% (איור 9); שיעור האבטלה נמצא בשפל, 3.6%; שיעור המשרות הפנויות נותר גבוה, 3.7% (איור 9); והשכר הוסיף לעלות בקצב נאה בהובלת המגזר העסקי ובאופן חוצה ענפים ורמות שכר – 3.4% בכלל המשק ו-4.1% במגזר העסקי (איור 10). תמיכה נוספת ל"הידוק" בשוק העבודה העניקה העלייה ביבוא. האומדן הראשון לשנת 2018 מעלה כי הצמיחה השנתית עומדת על 3.2%, בדומה לפוטנציאל.

לגבי הרכב התוצר, נתוני החשבונאות הלאומית שהתפרסמו במרוצת המחצית הצביעו על כמה התפתחויות – ההשקעה הוסיפה להתכווץ, הצריכה הפרטית עלתה במידה מתונה, ויצוא הסחורות הציג חולשה. הוועדה המוניתרית העריכה כי מגמות אלה נובעות בעיקר ממגבלות שנוצרו בצד היצע כתוצאה מהקרבה לתעסוקה מלאה ולא מהיחלשות הביקוש. הנתונים במהלך 2018 הצביעו על ירידה מתמשכת בהשקעה בבנייה למגורים – 15% ו-5.1% ברבעונים הראשון והשני, בהתאמה – אולם ברבעון השלישי הסתמנה התמתנות וההשקעה ירדה ב-1.1% בלבד; ברבעונים השני והשלישי ניכרה התכווצות גם בסעיף ההשקעה בענפי המשק (למעט אוניות ומטוסים). הנתונים בתקופה הנסקרת העלו כי בצריכה הפרטית מסתמנת מגמת התמתנות: ברבעון הראשון הוסיפה הצריכה הפרטית ללא בני קיימא לצמוח בקצב נאה (3.8%) לאחר שב-2017 היא התרחבה ב-4.5% (לוח 2); אולם הנתונים לרבעונים השני והשלישי הצביעו על ירידת מדרגה ועל צמיחה מתונה יותר – 2.2% ו-2.6%, בהתאמה. הנתונים על יצוא הסחורות הצביעו במהלך התקופה על חולשה מסוימת. סך היצוא¹⁷ ירד ברבעון השני ב-8.2% וברבעון השלישי הוא עלה במתינות – 0.7%.

¹⁶ אומדנים שבנק ישראל פרסם במסגרת החלטת הריבית שהתקבלה ב-26 בנובמבר 2018.

¹⁷ ללא חברות הזנק ויהלומים.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

2018/3	2018/2	2018/1	2017/4	2017/3	2017/2	2018	2017	2016	
2.1	0.8	4.3	4.4	4.7	3.8	3.2	3.5	4.0	התוצר המקומי הגולמי
1.1	-0.2	5.1	4.5	5.5	4.4	3.2	3.6	4.2	תוצר המגזר העסקי
-5.3	4.3	3.4	9.8	22.6	7.0	6.7	7.3	9.0	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אוניות, מטוסים ויהלומים
2.7	-2.4	9.4	2.1	6.2	7.5	4.1	3.4	6.4	הצריכה הפרטית
2.6	2.2	3.8	4.0	6.6	5.4	3.7	4.5	5.2	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
10.0	-4.5	8.7	11.3	-4.8	6.6	4.0	3.4	4.2	הצריכה הציבורית
12.1	-2.2	5.1	12.6	-5.1	6.2	4.3	4.5	4.2	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-33.2	20.9	6.1	5.3	9.4	12.1	4.4	3.5	10.1	ההשקעה המקומית הגולמית
-10.5	-5.9	5.6	-0.1	8.4	8.6	2.7	3.0	12.8	מזה: בנכסים קבועים
7.4	-3.3	3.5	8.3	14.0	5.5	4.2	7.0	0.9	היצוא ללא יהלומים
0.7	-8.2	5.0	11.9	10.2	13.7	3.9	7.3	-0.2	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

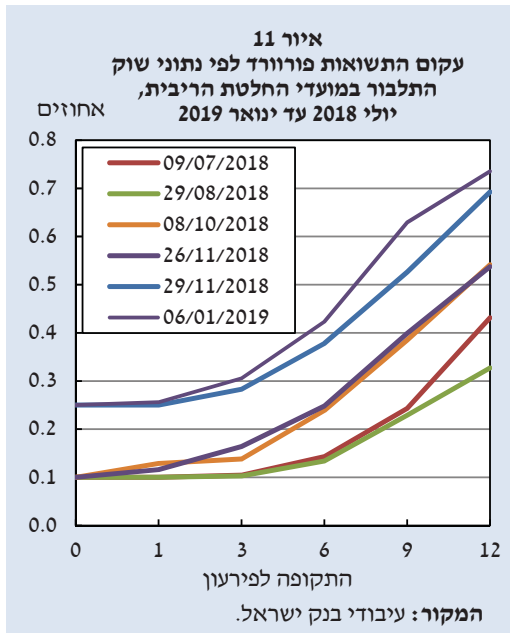
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני) המשיכה להתרחב בתקופה הנסקרת בקצב גבוה ודומה לקצב השנתי ב-2017. נתוני החשבונאות הלאומית העדכניים לנובמבר מראים כי הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני) עלתה ברבעון הראשון ב-5.1% במונחים ריאליים, גבוה משיעור העלייה בתוצר. ברבעון השני התכווצה הצריכה הציבורית בכ-2% אולם ברבעון השלישי היא שבה לעלות מהר (12.1%). בין ינואר לאוקטובר 2018 ירדה גביית המיסים הכוללת הריאלית בכ-3.8% יחסית לגבייה באותה תקופה אשתקד, ובמקביל הציגו משרדי הממשלה שיעור גבוה של ביצוע הוצאות. הדבר הוביל לגירעון מקומי מצטבר גבוה ביחס לשנים הקודמות וגבוה בכ-8 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי לעמידה ביעד הגירעון. באותה עת הצביעו הנתונים על גירעון שנתי גבוה מהיעד, 3.6% תוצר, אולם שררה הערכה כי הוא יישאר בסביבת היעד ואולי יחרוג מעט כלפי מעלה. האומדנים הראשונים לשנת 2018 כולה מצביעים על עמידה ביעד הגירעון. גביית המיסים ירדה ריאלית ב-0.9% אך גידול בהכנסות האחרות קיזז אותה. לגבי הוצאות המשרדים, ב-2018 הן חרגו ב-1% מהתקציב המתוכנן, אך הוצאות הריבית הגיעו להיקף נמוך מהחזוי.

3. ההתפתחויות בשוק ההון

בתחילת המחצית עלתה סביבת האינפלציה ואיתה עלו ציפיות השוק לגבי העלאת הריבית הראשונה. במהלך יוני ועד שהתקבלה החלטת הריבית הראשונה בתקופה הנסקרת (ב-9 ליולי) עלו בחדות הציפיות לשנה משוק התלבור וגילמו יותר מהעלאת ריבית אחת (איור 11); ממוצע תחזיות החזאים גילם העלאה אחת. הציפיות הנגזרות משוק התלבור לטווחים קצרים יותר העלו כי ההסתברות להעלאת ריבית ברבעון הרביעי של 2018 עומדת על 0.25% ויש הסתברות גבוהה להעלאה ברבעון הראשון של 2019. לקראת החלטת הריבית באוגוסט 2018 ירדו מעט הציפיות משוק התלבור אך לאחריה הן שבו לעלות, בהתאם למגמה ששררה מתחילת השנה.





השווקים והחזאים¹⁸ לא צפו את העלאת הריבית שהתרחשה בחודש נובמבר: הם העניקו הסתברות גבוהה לכך שהריבית תעלה לראשונה ברבעון הראשון של 2019 והסתברות נמוכה לכך שהיא תעלה בנובמבר. תגובת השווקים להעלאה מעידה כי הם הסיקו ממנה שגם יתר העלאות הריבית יוקדמו, אך אין בה אינדיקציה לצפי לקצב העלאות מהיר מזה שהיה צפוי לפני ההעלאה.

תשואות האג"ח הנומינליות של ממשלת ישראל עלו ב-2018 בהדרגה. התשואות ל-5 ול-10 שנים הוסיפו לעלות במשך מרבית השנה, בשעה שהתשואות לשנתיים התייצבו במהלך יוני ונותרו סביב 0.5%. הן שבו לעלות לאחר העלאת הריבית בנובמבר. מאמצע דצמבר, על רקע הירידה בתשואות בארה"ב, ניכר בתשואות ל-5 ול-10 שנים שינוי מגמה והן ירדו במצטבר בכ-0.2 נקודת אחוז. הפערים בין ישראל לארה"ב בתשואות הנומינליות על אג"ח ל-5 ול-10 שנים נותרו רוב התקופה שליליים ויציבים – כ-1.5 ו-0.8 נקודת אחוז, בהתאמה. מאידך גיסא, נתוני הקצה מצביעים על צמצום הפערים. תשואות האג"ח הריאליות לשנתיים צנחו ביוני 2018, התפתחות שתאמה את העלייה בציפיות האינפלציה, והן נותרו יציבות עד אמצע אוגוסט. במהלך תקופה זו התאפיינו התשואות לטווחים הארוכים יותר, 5 ו-10 שנים, ביציבות יחסית. מאז אוגוסט עלו בהדרגה התשואות הריאליות לכל הטווחים.

המרווחים בין התשואות על האג"ח התאגידיות לתשואות המקבילות על האג"ח הממשלתיות בדירוג A ומעלה התאפיינו ביציבות מתחילת התקופה הנסקרת ועד אוגוסט 2018. באוגוסט הם ירדו מעט אך בתחילת אוקטובר חל בהם תיקון, ומגמת העלייה המשיכה בנובמבר ודצמבר. יחסית לתחילת התקופה הנסקרת עלו מרווחי האג"ח התאגידיות בדירוג AA ב-0.2 נקודת האחוז בשעה שמרווחי האג"ח בדירוג A עלו ב-0.5 נקודת האחוז. לאחר שמרווחי התשואות בדירוג BBB עלו במחצית הראשונה של 2018 בכ-3 נקודות אחוז, במחצית השנייה נוצרה תמונה מעורבת: בין יוני לאוקטובר חדלו המרווחים לעלות והתאפיינו ביציבות, ובין נובמבר לינואר הם שבו לעלות ועלו בכ-5 נקודות אחוז יחסית לתחילת התקופה הנסקרת. בדצמבר ירדו מדדי המניות בת"א בכ-10%, לנוכח ירידות השערים המשמעותיות במדדי מניות מרכזיים בעולם והתנודתיות בהם.

4. שוק הדיור

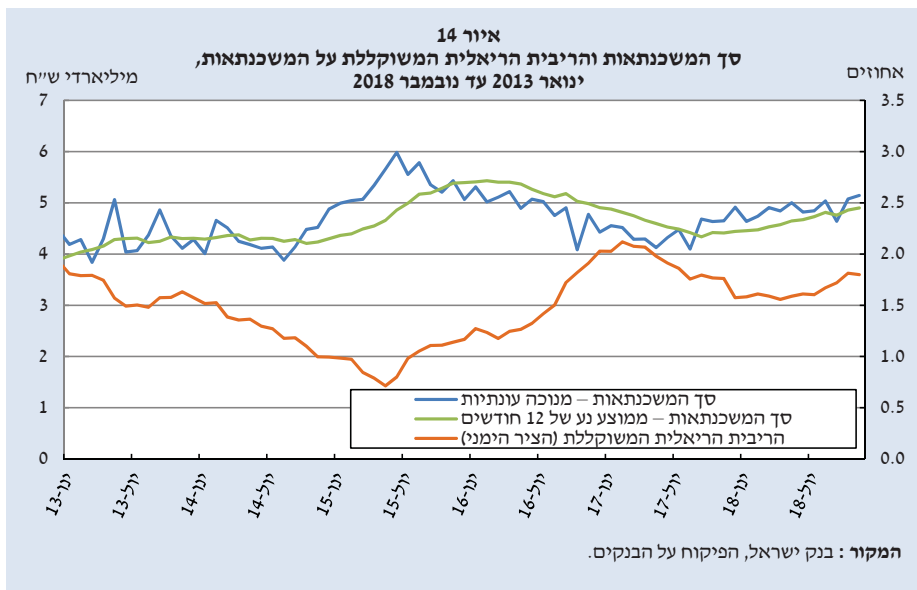
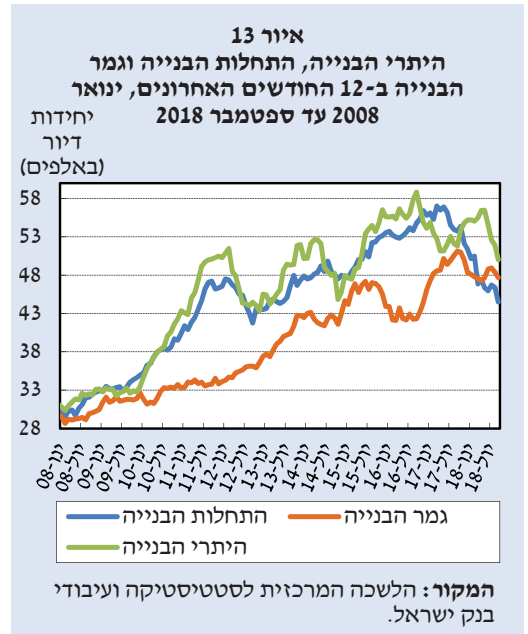
מחירי הדירות עלו במשך כעשור, הגיעו לשיא באוגוסט 2017, ומאז ועד ספטמבר 2018 הם ירדו בכ-2%, בדומה לקצב השנתי של נתון הקצה (-1.8%) (איור 12).¹⁹ קצב העלייה השנתי של שכר הדירה (מדד שירותי הדיור בבעלות) המשיך לנוע סביב המגמה שנוצרה בשנים האחרונות, והנתון המעודכן עומד על 2.2%. היקף העסקאות בדירות התייצב בתקופה



¹⁸ בממוצע.

¹⁹ אלה הנתונים העדכניים שניצבו לנגד עיני הוועדה בהחלטת הריבית מינואר 2019.

הנסקרת לאחר שבתחילת השנה הוא הציג עלייה מסוימת ולאחר שמאמצע 2016 הוא ירד בעקביות. היציבות בשוק הדירות השתקפה גם במספר הדירות החדשות שנמכרו. יחד עם זאת נמשכה במהלך התקופה מגמת העלייה במספר הדירות שנמכרו במסגרת "מחיר למשתכן". במהלך השנה ניכרה האטה משמעותית במספר התחלות הבנייה (איור 13) ובהשקעה בבנייה למגורים: הנתונים הרשמיים מצביעים על כך שבין אוקטובר 2017 לספטמבר 2018 החלו בבניית כ-45,000 דירות – כ-15% פחות מאשר ב-12 החודשים הקודמים²⁰. בחודשים אלה הסתיימה בנייתן של כ-48,000 דירות – כ-7% פחות מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. הוועדה העריכה שההאטה בבנייה למגורים נבעה ככל הנראה מהתמתנות הביקוש. אולם חברה העירו כי קיים קושי להבין את התמונה הנוגעת להיצע הדירות החדשות, מאחר שאין נתונים עדכניים על מלאי הדירות החדשות הלא-מכורות והדבר מקשה על הניתוח. היקף המשכנתאות החדשות התייצב בסוף התקופה הנסקרת – הממוצע החודשי ב-12 החודשים האחרונים עומד על כ-5 מיליארדי ש"ח – על רקע עלייה קלה בריבית הריאלית המשוקללת על המשכנתאות (0.3 נקודת אחוז), ולאחר שהציג מגמת עלייה מאז המחצית השנייה של 2017 (איור 14). לעלייה בביצועי המשכנתאות התלווה גידול במינוף הממוצע (LTV), מגמה שהחלה בראשית 2017.

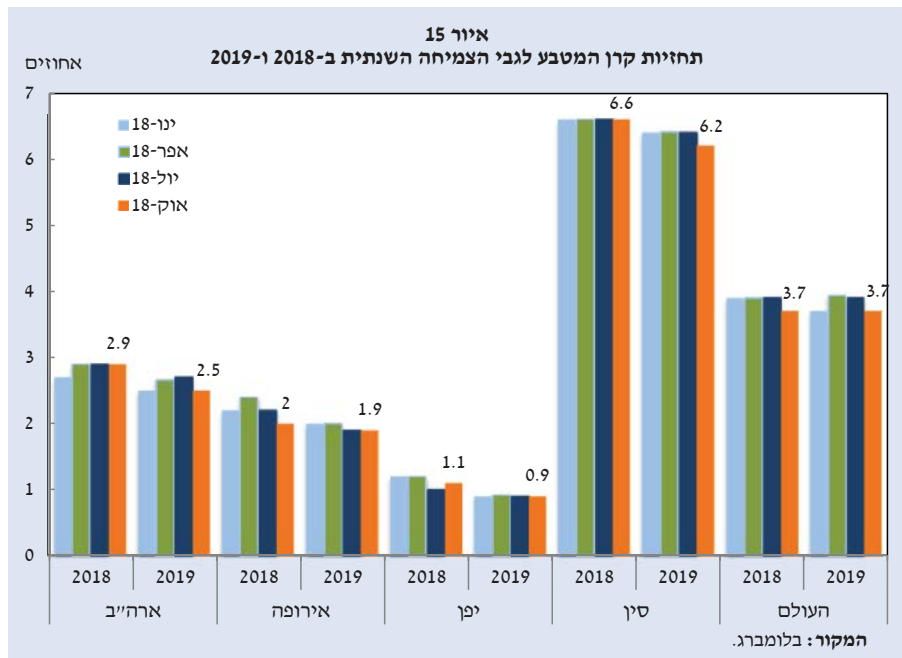


5. הכלכלה העולמית

במרוצת המחצית השנייה של 2018 העידו הנתונים על הכלכלה העולמית שהיא מאבדת מומנטום, וקרן המטבע הבין-לאומית עדכנה את תחזיות הצמיחה כלפי מטה. בתחילת התקופה הנסקרת עמדה בפני הוועדה תמונת שיפור בפעילות הכלכלית העולמית (הרבעון השני). אולם מרבית הנתונים שהצטברו במהלכה הצביעו על אובדן מומנטום, ובפרט ניכרה

²⁰ נתונים ארעיים. הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה נוהגת לעדכןם באופן תקופתי. בהתאם לתחזית לגבי העדכונים העתידיים, הירידה נמוכה יותר.

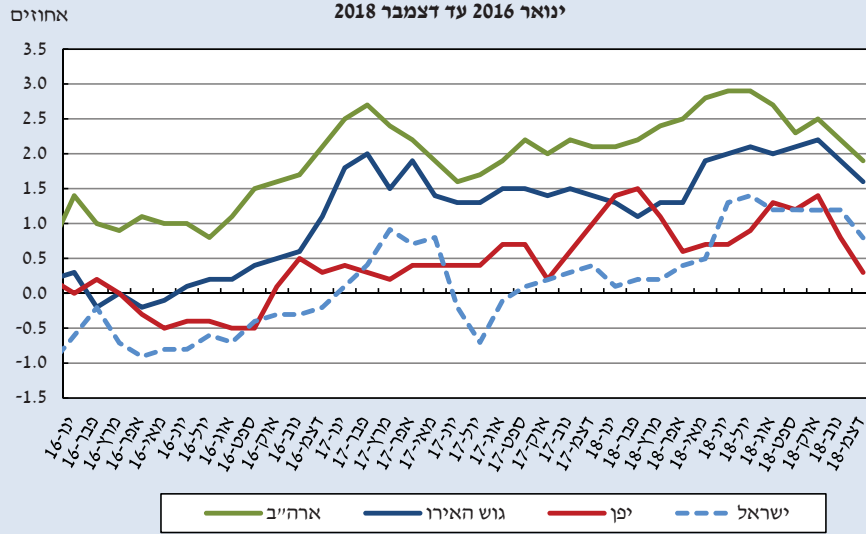
האטה בקצב הצמיחה של הסחר העולמי והגופים הבין-לאומיים²¹ הפחיתו מעט את תחזיותיהם (איור 15). בתירוט, התחזית לאירופה ל-2018 הופחתה מ-2.4% באפריל 2018 ל-2% באוקטובר 2018, והתחזית ל-2019 הופחתה ב-0.1 נקודת אחוז ל-1.9%. התחזיות לארה"ב וסין ל-2018 נותרו ללא שינוי משמעותי, אך התחזיות ל-2019 הופחתו ב-0.2 נקודת אחוז, ל-2.5% ו-6.2% בהתאמה. במהלך המחצית ראתה הוועדה כמה סיכונים שמעיבים להערכתה על המשך מגמת הצמיחה העולמית, ביניהם מלחמות הסחר, הסיכון הפוליטי באירופה (ובפרט התקדמות הברקזיט), והתנודתיות בשווקים הפיננסיים המתעוררים. הפעילות במשק האמריקאי המשיכה להציג במרוצת התקופה מומנטום חיובי: האינדיקטורים השונים הצביעו על קרבה לתעסוקה מלאה ונתוני השכר העידו על עלייה הדרגתית; ההערכות העדכניות צופות התמתנות מסוימת ברבעון הרביעי. באירופה הראו נתוני הפעילות סימני התמתנות ובעיקר היחלשות בצמיחה. החל מחודש אוקטובר נרשמו ירידות חדות במרבית השווקים הפיננסיים המפותחים ועלתה אי-הוודאות.



הסביבה המוניטרית בעולם נותרה במחצית הנסקרת ברמה מרחיבה אך במגמת צמצום ברורה, אולם בסוף המחצית עלתה אי-הוודאות לגבי המשך מגמה זו. ארה"ב המשיכה בתהליך הנורמליזציה, אינפלציית הליבה נותרה בסביבות 2%, והאינפלציה הכוללת עמדה על ערך מעט גבוה יותר (איור 16). הבנק המרכזי (ה-Fed) העלה את הריבית פעמיים במחצית הנסקרת, ב-0.25 נקודת אחוז בכל פעם, וכעת היא עומדת על 2.25%—2.50% (איור 17). בהסתכלות קדימה ניכר כי השווקים בארה"ב אינם מתמחרים

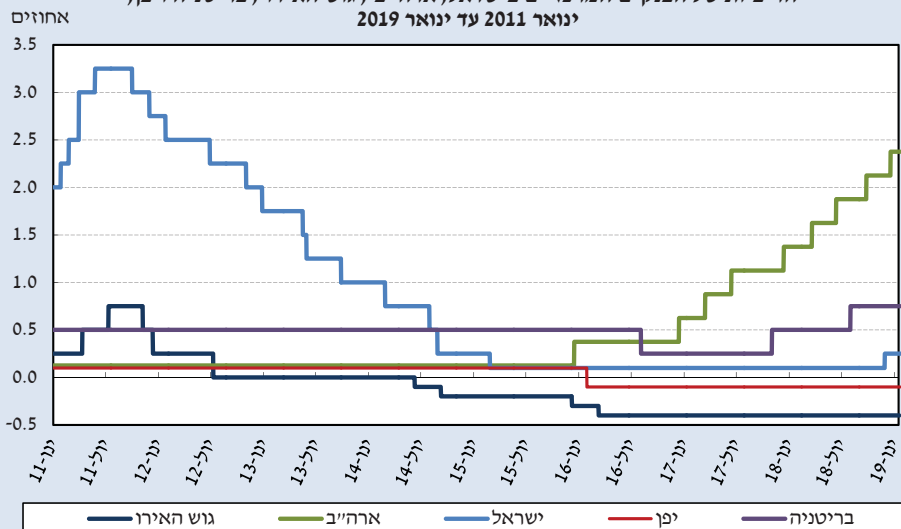
²¹ קרן המטבע וה-OECD.

איור 16
מדד המחירים לצרכן במשקים העיקריים ובישראל,
ינואר 2016 עד דצמבר 2018



המקור: בלומברג והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

איור 17
הריביות של הבנקים המרכזיים בישראל, ארה"ב¹, גוש האירו², בריטניה ויפן,
ינואר 2011 עד ינואר 2019

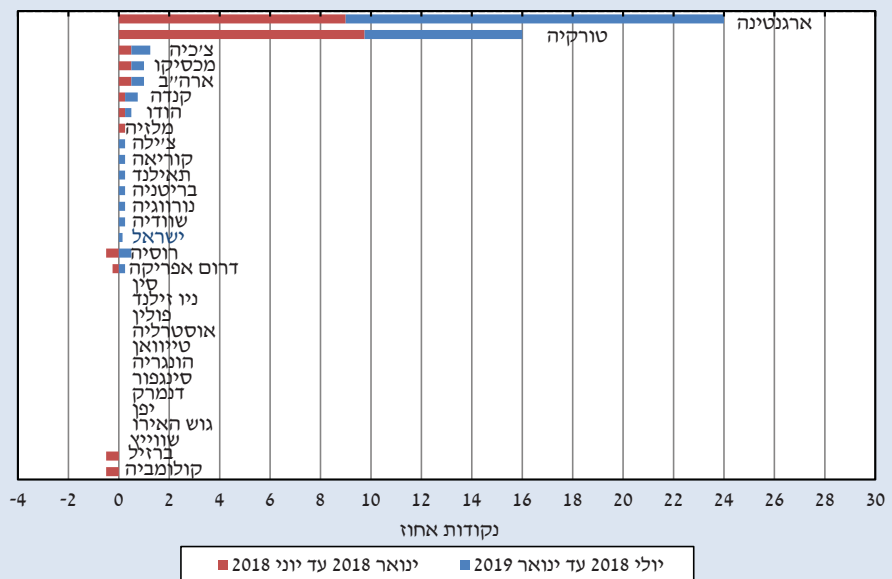


¹ אמצע טווח הריבית.
² הריבית על עודפי היתרות של הבנקים המסחריים.
 המקור: בלומברג ובנק ישראל.

כעת עוד העלאות ריבית ב-2019, לאחר שבעת ההחלטה בנובמבר עמדו ההערכות השונות על 2—3 העלאות. בגוש האירו נעה האינפלציה הכוללת (Headline Inflation) סביב 2%, אולם אינפלציית הליבה נותרה ממותנת – סביב 1%. הריבית המוניטרית נותרה שלילית (-0.4%), וה-ECB חזר על ההערכה שהיא צפויה להיוותר ברמתה הנוכחית לפחות עד קיץ 2019. בהחלטת הריבית בנובמבר גילם השוק את ההערכה שגוש האירו יעלה את הריבית לראשונה ברבעון הרביעי של 2019, אולם נתוני הקצה מצביעים על דחיית המועד. נוסף לבנק המרכזי האמריקאי העלו את הריבית

בתקופה הנסקרת עוד בנקים מרכזיים, לרבות בבריטניה, רוסיה, קנדה, הודו, מקסיקו, נורווגיה, דרום אפריקה צ'ילה וצ'כיה (איור 18). ארגנטינה וטורקיה המשיכו לנקוט צעדי ריסון משמעותיים, על רקע משבר המטבע החמור שפקד אותן, והעלו את הריבית, בהתאמה, ב-15 ו-6.25 נקודות אחוז. הבנק המרכזי של יפן הותיר את הריבית ברמה שלילית, -0.1%, וחזר על מחויבותו להמשיך במדיניות מרחיבה במטרה להשיג את יעד יציבות המחירים (2%). בנוגע למדיניות הבלתי קונוונציונלית, ההרחבה הכמותית הגלובלית צפויה להתחלף בתחילת 2019 בצמצום כמותי, שכן הבנק המרכזי האמריקאי ממשיך לצמצם את המאזן וה-ECB הודיע כי יפסיק את תוכנית הרכישות בסוף 2018, וזאת לאחר שהמשיך להפחית את קצב הרכישות החודשי – באוקטובר 2018 הוא הפחית שוב את הקצב מ-30 מיליארד אירו בחודש ל-15 מיליארד. בסוף המחצית הנסקרת עלתה אי-הוודאות לגבי המשך מגמת הצמצום של המדיניות המוניטרית בעולם, על רקע הירידות החדות במדדי המניות בשווקים הפיננסיים במדינות המפותחות. השווקים בארה"ב אינם מתמחרים העלאות ריבית נוספות, והשווקים באירופה משקפים דחייה במועד שבו הריבית צפויה לעלות.

איור 18
השינויים בריביות הבנקים המרכזיים במדינות ה-OECD ובמדינות המתפתחות,
ינואר 2018 עד ינואר 2019¹



¹ הריבית לחודש כלשהו שווה לריבית הידועה ביומו האחרון.
המקור: בלומברג.

6. התפתחות שער החליפין של השקל

במחצית הנסקרת הציג שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התפתחות לא-אחידה – עד תחילת ספטמבר התחזק השקל ולאחר מכן חל בו פיחות. מיולי עד אמצע ספטמבר התחזק השקל בכ-4% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (איור 19); חלק מהייסוף בתקופה הראשונה נבע מהיחלשות הלירה הטורקית ומהיחלשות מטבעותיהם של השווקים המתעוררים²². השקל התחזק מול הדולר, האירו והפאונד הבריטי רק בכ-2%–3%. החל מאמצע ספטמבר חל בשקל פיחות מול הדולר על רקע העלאות הריבית בארה"ב, הציפיות שהעלאות ימשכו גם ב-2019, וההערכה שפערי הריבית בין המדינות יוסיפו להתרחב. מול האירו הציג השקל יציבות ברוב התקופה ויחסית לתחילתה הוא נחלש בכ-1%. חברי הוועדה הסכימו שמנקודת מבט היסטורית נותר השקל ברמה מיוספת. הם העריכו כי בתקופה הנסקרת נחלשו הכוחות לייסוף על רקע העלייה במרווחי הריבית בין ישראל לעולם והצטמצמות העודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים. בתקופה הנסקרת לא רכש בנק ישראל מטי"ח במסגרת המדיניות למניעת תנודות חריגות בשער החליפין, והסתפק ברכישות במסגרת תוכנית הגז, כיוון שלא היו תנודות חריגות²³. באמצע נובמבר הודיע בנק ישראל כי תוכנית הגז תסתיים בסוף 2018. הוועדה המוניתרית הוסיפה להחזיק בדעה שהפוטנציאל להתחדשות הייסוף יוצר את הסיכון העיקרי לכך שהאינפלציה תמשיך להתבסס ביעד.

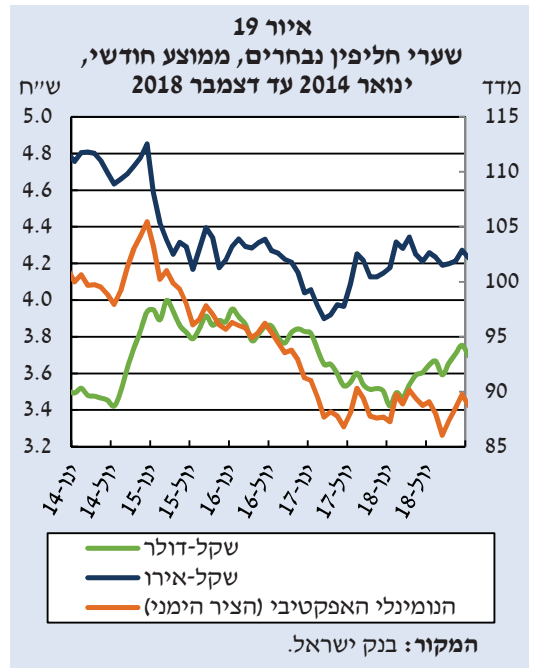
7. התחזיות שגיבשה חטיבת המחקר

בתקופה הנסקרת פרסמה חטיבת המחקר שלוש תחזיות – עם הודעות הריבית ביולי 2018, באוקטובר 2018 ובינואר 2019. בתחזית מיולי העריכה החטיבה שהאינפלציה תתבסס בתחום היעד במחצית השנייה של 2018, ולפיכך הריבית צפויה לעלות ברבעון הרביעי של אותה שנה וברבעון השלישי של 2019 (לוח 3).

באוקטובר הופחתה תחזית האינפלציה ל-0.8% מפני שלאחר פרסום התחזית הקודמת פורסמו מדדי מחירים נמוכים ומפני שהשקל התחזק (במידה שעלתה על ההערכות בתחזית יולי), ואף כי מחירי הנפט עלו. לאור ההערכה שתופעות אלה נושאות אופי זמני בלבד העריכה חטיבת המחקר שהאינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים תעמוד על 1.4%, בדומה לתחזית הקודמת, והותירה את תחזית האינפלציה ל-2019 ללא שינוי. היות שההתפתחויות הצביעו על אינפלציה נמוכה יותר, נדחתה התחזית לגבי המועד שבו הריבית תעלה לראשונה לרבעון הראשון של 2019. ההערכה לגבי המועד שבו היא תעלה שוב, ל-0.5%, נותרה ללא שינוי – הרבעון השלישי של 2019.

²² הלירה הטורקית מהווה 4.6% משער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ובמהלך התקופה היא תרמה לייסוף 1.4%.

²³ כזכור, במאי התערב בנק ישראל בשוק המט"ח, אולם מדובר בסכום נמוך מאוד – 13 מיליון דולר בלבד.



התחזית מינואר הפחיתה את תחזית הצמיחה ל-2019, על רקע ההערכה שהצמיחה מתכנסת לקצב ארוך הטווח מהר יותר, והציגה לראשונה תחזית לצמיחה ב-2020 – 3.5%. לגבי האינפלציה, חטיבת המחקר מעריכה שגורמים אחדים יתמכו בכך שהיא תוסיף לעלות ב-2019, ביניהם עליות השכר, הפיחות בשקל וההתייקרויות במחירי החשמל, המים וביטוח הרכב (אלה צפויות להשפיע על מדד ינואר). מנגד, הירידה במחיר הנפט ברבעון הרביעי צפויה למתן את האינפלציה בחודשים הקרובים. מכלול השיקולים הוביל להפחתת התחזית יחסית לתחזית מאוקטובר. לגבי התחזית ל-2020, האינפלציה צפויה להמשיך להתכנס בהדרגה למרכז היעד ולעמוד על 1.8% בסוף השנה. התחזית לגבי המועד שבו הריבית תעלה ל-0.5% נותרה דומה לתחזית הקודמת – הרבעון השלישי. עלייה נוספת, ל-0.75%, צפויה ברבעון הראשון של 2020, והריבית צפויה להמשיך לעלות בהדרגה עד ל-1.25% בסוף 2020.

לוח 3

תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם צוין אחרת)

2020		2019			2018			התחזית לשנים	
01/19	01/19	10/18	07/18	04/18	10/18	07/18	04/18	תאריך התחזית	
3.5	3.4	3.6	3.5	3.5	3.7	3.7	3.4	תאריך התחזית התמ"ג	
1.8	1.3	1.5	1.5	1.4	0.8	1.2	1.1	האינפלציה ¹	
1.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.10	0.25	0.25	ריבית בנק ישראל ²	
					01/19	10/18	07/18	04/18	תאריך התחזית
					1.3	1.4	1.4	1.1	האינפלציה בשנה הקרובה ³
					0.5	0.5	0.25	0.25	הריבית בעוד שנה ⁴

1. הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברבעון האחרון בשנה לעומת הממוצע ברבעון האחרון בשנה הקודמת.
2. בסוף השנה.

3. בארבעת הרבעונים המסתיימים ברבעון המקביל בשנה הבאה.

4. ברבעון המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל

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

12/18	11/18	10/18	09/18	08/18	07/18	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	תשואת מק"ם ל-3 חודשים
0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	תשואת מק"ם לשנה
1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.4	3.3	3.2	3.1	3.1	3.1	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
-0.7	-0.7	-0.9	-1.0	-1.1	-1.2	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים
פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח תאגידיות בדירוג AA						
1.5	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	(נקודות אחוז) ¹
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-10.1	1.9	-2.7	-0.5	5.0	2.1	מדד המניות הכללי
-10.2	2.7	-3.4	-1.4	5.5	4.1	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
1.3	-0.5	2.6	0.6	-1.6	0.4	השקל מול הדולר
1.9	0.0	-0.1	0.1	-2.1	1.1	השקל מול האירו
1.5	0.1	1.7	0.9	-3.6	0.0	שער חליפין הנומינלי האפקטיבי

¹ החישוב לאג"ח צמודות למדד בריבית קבועה, ללא אג"ח להמרה ומובנות, בעלות שיעור תשואה שמגיע עד 100% וטווח לפדיון ארוך משישה חודשים.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2

סביבת האינפלציה והריבית

(ממוצעים חודשיים)

12/18	11/18	10/18	09/18	08/18	07/18	
סביבת האינפלציה (אחוזים)						
-0.3	-0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
-0.1	-0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	תחזיות החזאים למדד החודשי (ממוצע התחזיות לפני פרסום המדד)
0.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
1.2	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	הציפיות משוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה
1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.0	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
ציפיות האינפלציה לטווחים השונים¹						
1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	הציפיות לאינפלציה פורוורד לטווח קצר (מסוף השנה הראשונה ועד סוף השנה השלישית)
1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	הציפיות לאינפלציה פורוורד לטווח בינוני (מסוף השנה השלישית ועד סוף השנה החמישית)
1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	הציפיות לאינפלציה פורוורד לטווח ארוך (מסוף השנה החמישית ועד סוף השנה העשירית)
הריבית ופערי הריביות						
0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	ריבית בנק ישראל
-0.7	-0.7	-0.9	-1.0	-1.1	-1.22	הריבית הריאלית לשנה הנגזרת מעקום האפס
-2.10	-2.15	-2.15	-1.94	-1.90	-1.90	הפער בין הריביות לטווח קצר של ישראל וארה"ב
0.25	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	תחזיות החזאים לגבי השינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע התחזיות לפני פרסום ההחלטה)
0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	ריבית התלבור – פורוורד לשלושה חודשים בעוד תשעה חודשים
0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
-0.4	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	הפער בין הריביות הארוכות הנומינליות בישראל ובארה"ב
-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	הפער בין הריביות הארוכות הריאליות בישראל ובארה"ב

¹ ציפיות האינפלציה 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.