



בנק ישראל

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2012

שבט התשע"ג - פברואר 2013

38

©

זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.

הרוצים לצטט רשאים לעשות כן בתנאי שיצינו את המקור.

מס' קטלוגי : 601681

נדפס בדפוס מאור וולך, ירושלים

התוכן

5	תקציר
7	1. הרקע והאינפלציה
8	א. הסביבה העולמית
13	ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל
17	ג. התפתחות שער החליפין
18	ד. ההתפתחויות הפיננסיות
20	ה. המדיניות הפיסקלית
21	ו. האינפלציה
26	2. המדיניות המוניטרית

סעיף 55 (א) של חוק בנק ישראל התשי"ע (2010) מסדיר את פרסומו של דוח זה, והוא מוגש לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת פעמיים בשנה. הדוח כולל סקירה של ההתפתחויות בתחום יציבות המחירים ובמשק בתקופה שהדוח מתייחס אליה. כמו כן הוא כולל סקירה של המדיניות הנדרשת, לדעת הוועדה, כדי לשמור על האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את המטרות האחרות של מדיניותה הכלכלית של הממשלה.

דוח המדיניות המוניתרית למחצית השנייה של שנת 2012 הוכן ע"י כלכלני חטיבת המחקר בהנחיית הוועדה המוניתרית בבנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המוניתרית. דוח זה מתבסס על נתונים שפורסמו עד ה-25.1.2013, תאריך ההחלטה על הריבית לפברואר 2013.

- המדיניות המוניטרית והמקרו-יציבותית:** במחצית השנייה של 2012 בנק ישראל הוריד את הריבית המוניטרית ב-0.75 נקודת אחוז, עד לרמה של 1.75 אחוזים לינואר 2013, וזאת כדי לחזק את יכולתו של המשק להתמודד עם השלכות שליליות אפשריות של העמקת ההאטה במשק העולמי. צעד זה ננקט לאור היעדרם של לחצים אינפלציוניים, וכן לאור התרבות הסימנים להתמתנות בפעילות המקומית במהלך המחצית, ובפרט בסופה. בתקופה זו המדיניות המוניטרית לוותה באי ודאות לגבי ההתפתחויות העולמיות, קצב צמיחת התוצר, המדיניות הפיסקלית, השינויים בהתייחסות השווקים למצב המדיני-ביטחוני באזורנו וההתפתחויות בשוק הדירות. בנובמבר, על רקע הגידול בעסקאות והעלייה במחירים בשוק הדירות, ועל רקע הגידול המשמעותי ביתרת האשראי לדיר, הוציא המפקח על הבנקים הוראה המגבילה את שיעור המשכנתא במימון דירה. הריבית לפברואר 2013 נותרה ברמה של 1.75 אחוזים.
- האינפלציה והציפיות לאינפלציה:** סביבת האינפלציה במחצית השנייה נעה מעט מתחת למרכז היעד. במחצית הנסקרת עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.7 אחוז, ובניכוי עונתיות הוא עלה ב-1.0 אחוז. ב-2012 כולה המדד עלה ב-1.6 אחוז. במחצית השנייה של השנה ירדו בין השאר מחירי האנרגיה, התקשורת והחינוך, וחלה התמתנות בקצב עלייתו של שכר הדירה. מנגד נרשמה עלייה של 3.6 אחוזים ברכיב המזון. על רקע פחות, העלאת המע"מ והעלאות המסים הצפויות בתחילת 2013, הציפיות לאינפלציה לשנה עלו באמצע המחצית הנסקרת לכ-2.5 אחוז. אולם לקראת סוף השנה הן ירדו והיו נמוכות מעט ממרכז יעד האינפלציה. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים שמרו במהלך המחצית על יציבות בתחום של 2.2 עד 2.5 אחוזים, והצביעו על אמינות של המדיניות המוניטרית.
- הפעילות הריאלית המקומית:** קצב הצמיחה של המשק עמד במהלך השנה על כ-3 אחוזים. ואולם לאחר שברבעון הראשון של 2012 השימושים התרחבו בקצב מהיר יחסית, ברבעונים השני והשלישי התרחשה התמתנות – ואף ירידה – בחלק מהם בהשפעת ההאטה העולמית. שיעור האבטלה והשכר הריאלי נותרו יציבים במהלך השנה, ושיעור התעסוקה רשם עלייה. הסקרים השונים הצביעו על התמתנות צפויה בפעילות במקביל להאטה בגיוס העובדים.
- הסביבה העולמית:** ברבעון השלישי של 2012 נמשכה ההאטה בפעילות באירופה, וזו החלה לחלחל גם למדינות הליבה של גוש האירו. ברבעון הרביעי נרשם שיפור מסוים בשווקים בעקבות צעדי מדיניות מרחיבים והצהרות על מחויבות לשמור על אחדות הגוש, ואלה השתקפו בהערכה שפחתה ההסתברות להחרפת המשבר ולהתפרקות הגוש. בארה"ב נמשך השיפור היחסי בפעילות הריאלית, אולם גברה אי הוודאות לגבי הגירעון התקציבי, בפרט לגבי הטיפול ב"מצוק הפיסקלי", אשר פתרון חלקי לו נמצא רק ביומה האחרון של השנה. ביפן העמיקה ההאטה ברבעון השלישי, בהמשך לקיפאון בפעילות ברבעון השני. במשקים המתעוררים הגדולים חלה האטה בקצב הצמיחה ברוב התקופה הנסקרת, ובסופה נרשמה התאוששות קלה. בעולם נמשכה המדיניות המרחיבה: לצד הפחתות ריבית הוארכו ונוספו תוכניות הרחבה כמותית.
- שער החליפין:** שער החליפין הנומינלי-אפקטיבי פוחד ברבעון השלישי ויוסף ברבעון הרביעי. שער החליפין בסוף השנה נמצא ברמה דומה לרמתו בראשית השנה. בתחילת הרבעון השלישי פוחד שער החליפין על רקע החשש מהתפרצות משבר חוב באירופה. חשש זה התפוגג לאחר שהאירופים הפגינו מחויבות לשמור על גוש האירו ולטפל בבעיית החוב. ואולם שער החליפין של השקל נותר מפוחד, בין היתר בשל עליית הסיכונים הגיאופוליטיים המקומיים. ברבעון הרביעי פחת החשש הביטחוני ושער החליפין שב והתחזק.
- השווקים הפיננסיים:** במחצית הנסקרת נמשכה מגמת הירידה בפרמיית הסיכון הנמדדת בשווקים הפיננסיים המקומיים, מגמה שהחלה במחצית הראשונה. שערי המניות המקומיים עלו והדביקו את ביצועי השווקים הפיננסיים המובילים, ואת חלקם הם אף עקפו. התשואות לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות, המתאפיינות ברמה נמוכה, עלו בחודשים אוגוסט-ספטמבר, בדומה למגמה בעולם. ואולם בהמשך הן ירדו, בניגוד למגמה העולמית. רמת הסיכונים – כפי שהיא מתבטאת בחוזי ה-CDS ובמדד ה-VIX – עלתה ברבעון השלישי ופחתה ברביעי. יתרת האשראי למגזר העסקי, ובפרט האשראי הבנקאי, נותרה יציבה, וזאת תוך גידול באשראי החוץ-בנקאי לצד ירידה באשראי מחו"ל. מנגד, יתרת האשראי למשקי הבית עלתה, ועלייה זו התרחשה, רובה ככולה, באשראי לדיר.

- **המדיניות הפיסקלית:** בתחילת המחצית השנייה של 2012 שררה אי ודאות בנוגע לצעדים שיינקטו על מנת לצמצם את הגירעון ב-2012, בנוגע לאישור התקציב ל-2013 ובנוגע להוצאה הממשלתית ב-2013 והגירעון בה. בהמשך המחצית הקטינו ההעלאות בשיעורי המס – חלקן נכנסו לתוקף כבר בשנת 2012 – את החשש משחיקה באמינות של המדיניות הפיסקלית. הגירעון ב-2012 הסתכם ב-4.2 אחוזי תוצר, וזאת לעומת אומדן של 3.4 אחוזי תוצר בתחילת השנה ולעומת יעד מקורי של 2 אחוזי תוצר, יעד שנקבע בשלהי 2010. עיקר החריגה בגירעון נבע מתקבולי מסים נמוכים מאלה שהיו חזויים בעת גיבוש התקציב.
- **מחירי הדירות:** לאחר שמחירי הדירות נותרו יציבים ברבעון הראשון של השנה, בחודשים מארס-אפריל¹ עד אוקטובר-נובמבר הם עלו ב-5.4 אחוזים במצטבר. לצד העלייה במחירי הדירות נרשמו ברבעון השלישי עליות משמעותיות בהיקף המשכנתאות החדשות ובמספר העסקאות של רכישת דירה. כל אלה חיזקו את החשש מפני התחדשות של מגמת העלייה במחירי הדירות. זאת במיוחד לאור ירידה בקצב שיווק הקרקעות על ידי מנהל מקרקעי ישראל.
- **התחזית²:** לפי תחזית הצוות של חטיבת המחקר, שפורסמה בסוף דצמבר 2012 (תחזית מעודכנת צפויה להתפרסם בסוף מארס 2013), שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הבאים יגיע ל-1.8 אחוזים. תחזית הצמיחה ל-2013, בניכוי השפעת הפקת הגז הצפויה ממאגר "תמר", עודכנה קלות כלפי מטה ל-2.8 אחוזים. העדכון כלפי מטה בצמיחה משקף את ההרעה בפעילות בעולם, הרעה שצפויה להימשך. כמו כן הוא משקף השפעה שלילית מתמשכת של מבצע "עמוד ענן" על התיירות הנכנסת. תחזית הצמיחה הכוללת את הזרמת הגז (הזרמה זו אינה צפויה להשפיע על רמת התעסוקה והאבטלה בטווח הקצר) עומדת על 3.8 אחוזים. ריבית בנק ישראל צפויה, על פי התחזית, לעמוד על 1.75 אחוז לאורך כל 2013. הסיכונים המרכזיים לתחזית הם: החרפת משבר החובות באירופה; סיכונים גיאופוליטיים ומדיניים אזוריים; אי ודאות בקשר למדיניות הפיסקלית לאחר הבחירות; וסיכון, שפחת לאחרונה, מהריסון הפיסקלי בארה"ב.

¹ סקר דירות בבעלות של הלמ"ס מציג את מחירי הדירות על בסיס מדגם דו חודשי.

² התחזית האחרונה בתקופה הנסקרת הוצגה ב-24.12.2012, בעת פרסום החלטת הריבית לחודש ינואר 2013. בהמשך מופיע דיון בתחזיות שהונחו בפני הוועדה במהלך התקופה הנסקרת.

1. הרקע והאינפלציה

הגורמים ברקע ההחלטות על צעדי המדיניות המוניטרית

על פי חוק בנק ישראל (התשי"ע, 2010), מטרותיה של המדיניות המוניטרית הן: שמירה על יציבות המחירים, המוגדרת בפועל כשיעור אינפלציה שנתי בתחום של 1–3 אחוז, וזאת כיעד מרכזי; תמיכה ביציבות המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה; ותמיכה במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שלא תהיה פגיעה ביציבות המחירים במשך תקופה העולה על שנתיים. לשם גיבוש המדיניות המוניטרית, הוועדה המוניטרית עוקבת באופן שוטף אחר ההתפתחויות הכלכליות בסביבה העולמית והמקומית, ואחר השלכותיהן על יעדי המדיניות, וקובעת את רמת הריבית המתאימה להשגת היעדים.

המדיניות המוניטרית פועלת בתנאי אי ודאות הן לגבי מצב המשק בהווה והן לגבי סיכונים עתידיים; יש לקבוע את המדיניות תוך הערכת סיכונים עתידיים, משום שצעדי המדיניות משפיעים על המשק בפיגור. במהלך המחצית השנייה של 2012 (התקופה הנסקרת בדוח זה) אי הבהירות סביב המצב הריאלי בעולם ובארץ והערכת הסיכונים התבטאו בכך שחברי הוועדה גיבשו עמדות שונות לגבי העיתוי והקצב הרצויים של הורדת הריבית.

חמישה נושאים מרכזיים עמדו ברקע ההחלטות של הוועדה: **(1) סביבת האינפלציה** לא היוותה סיכון מבחינת יעדי המדיניות. האינפלציה בפועל נעה מעט מתחת למרכז היעד, ושיקפה בין היתר התמתנות במחירי הדירור במדד (מחירים אלה משקפים את גובה שכר הדירה). הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה, כפי שהן נמדדות על סמך מקורות שונים, נמצאו בתוך תחום היעד. במשך רוב התקופה הנסקרת הן נמצאו מעט מעל מרכז התחום, ולקראת סופה הן ירדו מעט ונמצאו מתחת למרכז. **(2) ההרעה במצב הריאלי העולמי**, בפרט באירופה, הייתה גורם הסיכון המרכזי לפעילות המקומית וליצוא. בארה"ב נמשך השיפור בפעילות הריאלית, אולם גברה אי הוודאות בקשר לבעיותיה התקציביות. **(3) הערכת המצב הריאלי המקומי**, ובפרט האם ובאיזו מידה חלה האטה נוספת בקצב ההתרחבות של הפעילות במשק, מעבר לזו שנרשמה החל מהמחצית השנייה של 2011. **(4) שוק הדירות**: ברבעון השני של השנה החלה התעוררות בשוק הדירות והתחדשה עלייתם של מחירי הדירות (מחירי הדירות אינם נכללים במדד המחירים לצרכן). התפתחויות אלה הציבו בפני הוועדה שיקול נוסף שהיה צריך להתחשב בו במסגרת ההחלטה על (הורדת) הריבית. **(5) המצב הפיסקלי** התאפיין באי ודאות לגבי עמידה ביעדי המדיניות הפיסקלית לשנים הקרובות ולגבי ההשלכות של הקדמת הבחירות על ההוצאה הממשלתית ב-2013.

לאור מכלול התפתחויות זה, הוועדה המוניטרית הורידה את הריבית המוניטרית ב-0.25 נקודת אחוז ליולי, לנובמבר ולינואר 2013, עד לרמה של 1.75 אחוזים לינואר. במקביל להורדת ריבית נובמבר, ועל רקע הגידול

בעסקאות בשוק הדיור, העלייה במחירים והגידול המשמעותי ביותר האשראי לדיור, פרסם המפקח על הבנקים הוראה המגבילה את שיעור המשכנתא במימון ערך הדירה. הריבית לפברואר 2013 נותרה ללא שינוי ברמה של 1.75 אחוזים.

להלן יפורטו ההתפתחויות העיקריות שניצבו ביסוד ההחלטות שקיבלה הוועדה המוניתרית בבנק ישראל.

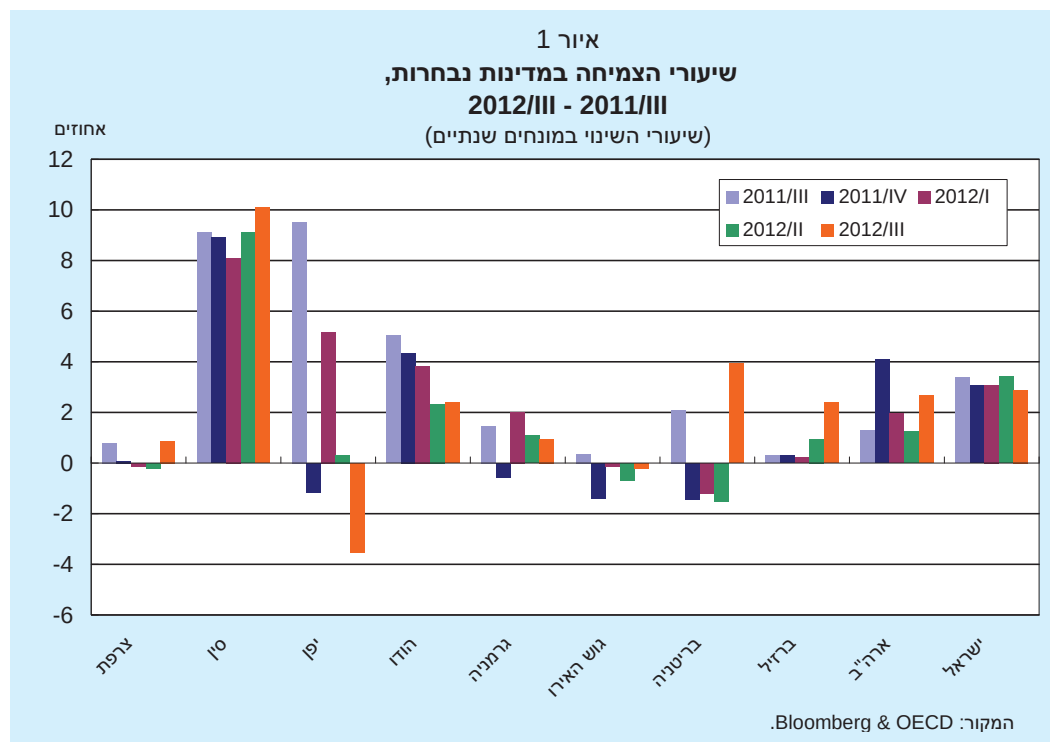
א. הסביבה העולמית

כמשק קטן ופתוח, ישראל מושפעת במידה רבה מההתפתחויות בסביבה העולמית. להתפתחויות אלה יש השלכות ישירות על הפעילות המקומית, על היצוא הישראלי, על רמת המחירים המקומית וכן על השווקים הפיננסיים המקומיים.

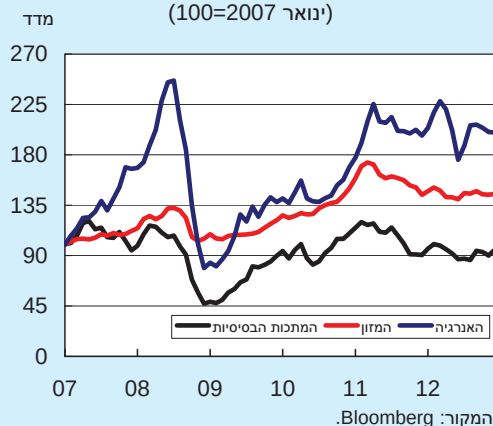
1) הפעילות, המחירים והמדיניות

משבר החוב באירופה הוסיף להיות הסיכון המרכזי לצמיחה העולמית. סיכון זה התמתן בעקבות הכרזת הבנק המרכזי האירופי (ECB) על תוכנית OMT (Outright Monetary Transactions) בחודש ספטמבר האחרון.

במהלך המחצית הנסקרת נמשכה ההתכווצות בפעילות באירופה, וההאטה אף חלחלה לגרמניה ולצרפת, מדינות הליבה של גוש האירו (איור 1). בארה"ב חל שיפור בפעילות, ואולם העיבו עליו חששות מבעיותיה התקציביות. ביפן נרשמה צמיחה שלילית חדה ברבעון השלישי, במקביל להמשך הדפלציה במחירים. במשקים המתעוררים הגדולים נמשכה



איור 2
מדדים למחירי המתכות הבסיסיות,
האנרגיה והמזון,
ינואר 2007 עד דצמבר 2012
(ינואר 2007=100)



ההאטה ונרשמו קצבי צמיחה נמוכים מהמגמה, אם כי ברבעון הרביעי נרשם שיפור בסין.

על רקע ההאטה העולמית ותחזיות להמשך ההרעה, סביבת האינפלציה בעולם התמתנה במעט (לוח 1). מחירי המזון העולמיים רשמו יציבות בשנה האחרונה (איור 2); מחירי האנרגיה עלו במהלך השנה ב-1.4 אחוז³, אולם הם התאפיינו בתנודתיות גבוהה: הם עלו בחדות ברבעונים הראשון והשלישי, בין היתר על רקע המתרחבות הגיאופוליטיות במזרח התיכון, וירדו ברבעונים השני והרביעי.

על רקע התפתחויות אלו נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם: לצד הפחתות ריבית (איור 3) הוארכו תוכניות הרחבה ונוספו תוכניות אחרות.

המדיניות המפותחות

גוש האירו

בעקבות משבר החוב בגוש האירו ננקטו צעדי ריסון פיסקליים על מנת לצמצם את היקפי החוב ולהחזיר את המשקים לתוואי של צמיחה בת קיימא בטווח הבינוני-ארוך. בפורטוגל, ביוון ובספרד הוצגו תקציבי צנע שהעמיקו את ההאטה וערערו את היציבות הפוליטית. איטליה לעומת זאת עמדה ביעדי הגירעון, והיא נקטה צעדים מרחיבים והודיעה על קיצוצי

לוח 1

מדד המחירים לצרכן ורכיביו, בישראל ובחו"ל (שיעורי השינוי)

אירופה					ארה"ב					ישראל					
2012		2012		2011	2010	2011		2012		2012	2012	2011	2010		
מחצית		מחצית				מחצית		מחצית							
2012	ב'	א'	2011	2010	2012	ב'	א'	2011	2010	2012	ב'	א'	2011	2010	
2.2	1.0	1.2	2.7	2.2	1.7	0.1	1.7	3.0	1.5	1.6	0.7	1.0	2.2	2.7	מדד המחירים הכללי
	1.2	1.0				1.0	0.7				1.0	0.7			מדד המחירים הכללי
															מנוכה עונתיות ¹
5.2	1.9	3.3	9.7	11.0	0.5	-4.4	5.1	6.6	7.8	6.5	1.2	5.2	9.2	-0.4	אנרגיה ²
															מזון (ללא פירות וירקות)
2.4	1.1	1.3	4.1	1.5	1.8	0.8	1.0	4.7	1.5	4.0	3.6	0.4	2.3	2.0	פירות וירקות
4.4	1.3	3.1	1.6	3.2	1.8	1.7	0.0	2.3	1.4	-1.7	0.3	-2.0	-8.1	16.0	דיוור
1.4	0.5	0.9	1.4	1.3	1.7	0.4	1.3	1.9	0.3	3.3	1.4	1.9	5.1	4.9	מדד המחירים ללא אנרגיה, מזון, פירות וירקות
1.6	0.8	0.8	2.0	1.1	1.9	0.7	1.2	2.2	0.6	0.9	0.1	0.8	2.1	2.5	

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

2 מדד המקובץ מכמה רכיבים של המדד הכללי.

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

³ ממוצע דצמבר 2012 לעומת ממוצע דצמבר 2011.

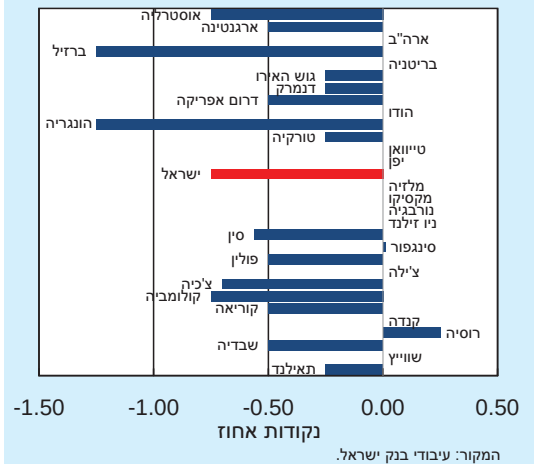
מסים. ברבעון השלישי של 2012 נרשמה בגוש האירו ירידה של 0.2 אחוז בפעילות, בהמשך לירידה של 0.7 אחוז ברבעון השני (במונחים שנתיים). שיעור האבטלה עלה ל-11.5 אחוזים, ובספרד וביוון נרשמו שיעורי אבטלה גבוהים מ-25 אחוזים. הפעילות במרבית מדינות ה-PIIGS⁴ המשיכה להתכווץ, ולצד זאת נרשמה האטה משמעותית בצמיחה בגרמניה ובצרפת – שני המשקים המובילים בגוש.

במהלך המחצית הנסקרת התמתנה האינפלציה, וב-2012 היא הגיעה ל-2.2 אחוזים, לעומת 2.7 אחוזים ב-2011. התפתחות זו עקבית עם מטרת הבנק המרכזי האירופי (ECB) בעת הנוכחית – היינו לשמור על שיעור אינפלציה נמוך מעט מ-2 אחוזים בטווח הבינוני. לאור התפתחויות אלו ה-ECB הוריד את ריבית יולי לרמת שפל של 0.75 אחוז. בעקבות החרפת המשבר במערכת הבנקאות בספרד אושרה לבנקים בספרד הלוואה בהיקף של 100 מיליארדי אירו⁵, והוחלט על הקמת פיקוח בנקאי כלל אירופי משותף בהנהגת ה-ECB. בנוסף הוחלט לגבש תוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות בעלות טווח פירעון של 1–3 שנים, וזאת ללא מגבלת זמן והיקף במדינות מוכות החוב (תוכנית OMT). סיוע זה הותנה בכך שהמדינות שיקבלו אותו יגישו בקשה רשמית לקרנות החילוץ האירופיות⁶ ובמקביל יטמיעו תוכניות הבראה. פרטי התוכנית, ובפרט שאלת רישום הסיוע כחוב ממשלתי, טרם סוכמו וטרם התקבלו בקשות לסיוע. יחד עם זאת, תשואות האג"ח של ספרד ואיטליה ירדו משמעותית מהשיא שנרשם בהן בתחילת המחצית הנסקרת, ופחתה ההסתברות למשבר פיננסי עולמי חוזר.

ארצות הברית

ברבעון השלישי של 2012 נמשכה ההתאוששות בפעילות בארה"ב, אולם בהמשך גברו החששות מהשלכות הגירעון הגבוה ומכך שטרם התגבשה תוכנית פיסקלית אמינה, כזו שתביא לתוואי חוב בר קיימא. ברבעון השלישי שיעור הצמיחה עמד על 3.1 אחוזים, לאחר צמיחה של 1.6 אחוזים במחצית הראשונה (במונחים שנתיים). שיעור האבטלה, שעמד על 8.1 אחוזים במשך רוב השנה, ירד לקראת סופה ל-7.7 אחוזים, אולם התפתחות זו התרחשה במקביל לתנודות גבוהות בשיעור המשרות החדשות ובמקביל לירידה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה. במחצית הנסקרת חלה התאוששות בשוק הנדל"ן האמריקאי, וזו התבטאה בעליית מחירים, בעליית מספר התחלות הבנייה ומכירות הבתים ובעלייה של מדד האמון של הקבלנים. מנגד גברו החששות מפני בעיותיה התקציביות של ארה"ב ("המצוק הפיסקלי") ומפני המיתון שהן עלולות לגרום ב-2013. המונח "המצוק הפיסקלי" התייחס לצמצום חד בגירעון הממשלתי כתוצאה מכך שבסוף 2012 היו צפויים סיום של הטבות מס וצמצום

איור 3
שינויים בריביות הבנקים המרכזיים,
יולי 2012 עד ינואר 2013



⁴ פורטוגל, איטליה, אירלנד, יוון וספרד.

⁵ כ-39 מיליארדי אירו מתוכם נלקחו בסוף המחצית הנסקרת.

⁶ הכוונה לקרן EFSF, הקיימת כבר, ולקרן ESM, שצפויה להתחיל לפעול במהלך 2013.

הרחבות תקציביות. ביומה האחרון של 2012 הוסכם על מתווה חלקי שימנע את "הנפילה מהמצוק הפיסקלי".

על רקע התפתחויות אלו, ולאור התמתנות האינפלציה בתחילת המחצית הנסקרת (לוח 1), ה-FED האריך את תוכנית ה-Twist עד סוף השנה. תוכנית זו נועדה להקל את הלחץ בשווקים הפיננסיים. היא עושה זאת באמצעות מכירה של אג"ח קצרות ורכישת אג"ח ארוכות במקומן, מהלך הפועל להורדת התשואות לטווח ארוך. בנוסף, בספטמבר החל ה-FED ליישם תוכנית רכישות נוספת בשוק האג"ח מגובות המשכנתא (Mortgage-backed securities, MBS); במקביל הוא הודיע כי הריבית צפויה להיות גבוהה יותר ברמתה הנמוכה עד 2015. בסוף המחצית הודיע ה-FED על רכישת אג"ח ממשלתיות ארוכות בהיקף חודשי של 45 מיליארדי דולר, וכן על פעילות ללא מגבלת זמן בשוק ה-MBS, כל עוד שיעור האבטלה יעלה על 6.5 אחוזים ושיעור האינפלציה לא יעלה על 2.5 אחוזים – מחצית נקודת אחוז מעל ליעד ארוך הטווח.

יפן

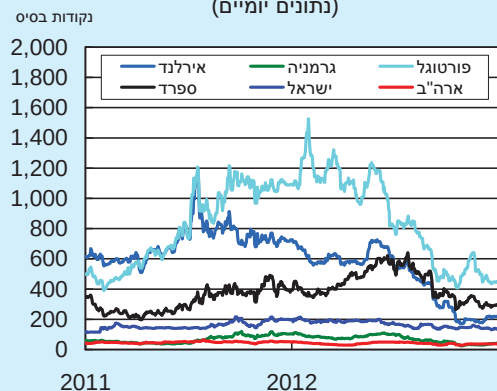
ההאטה ביפן העמיקה ברבעון השלישי, ונרשמה בו צמיחה שלילית של 3.5 אחוזים (במונחים שנתיים), אחרי שברבעון השני נרשם קיפאון בפעילות. התפתחויות אלה הופיעו על רקע (1) היחלשות תמריצי הממשלה לעידוד הצריכה לאחר נזקי רעידות האדמה ב-2011; (2) עלייה ביבוא, בפרט של מוצרי אנרגיה, בעקבות ההחלטה לסגור את הכורים הגרעיניים מאז האסון בפוקושימה; ו-(3) פגיעה ביצוא בשל הין החזק ובשל ההאטה בעולם. במקביל נמשכה הדפלציה במחירים, ונרשמה ירידה של 0.1 אחוז במחירים ב-2012. התפתחויות אלו – וכן הצורך לתמוך בפעילות הסקטור הפיננסי וביציבותו ולחתור לתוואי צמיחה בר קיימא – הובילו להמשך ולהעצמה של המדיניות המוניטרית המרחיבה: הבנק המרכזי הרחיב את תוכניות רכישת האג"ח (ממשלתיות ופרטיות), וכן את תוכניות ההלוואות למוסדות פיננסיים לטווח של עד 4 שנים, ארבע פעמים השנה – פעמיים בכל מחצית. בינואר 2013, לצד תוכניות הרחבה נוספות, הועלה יעד האינפלציה מ-1% ל-2%. בנוסף, צופים כי הממשלה תחדש תצא בתוכניות המרצה פיסקלית.

המדינות המתפתחות

ברבעון השלישי קצבי הצמיחה במדינות המתעוררות הגדולות הוסיפו להיות נמוכים מהמגמה; לצד התאוששות בסין ובברזיל נמשכה ההאטה בהודו. ברבעון השלישי צמח התוצר בסין בשיעור של 7.4 אחוזים, בהמשך לעלייה של 7.6 אחוזים ברבעון השני. על רקע המשך ההאטה והירידה בשיעור האינפלציה ל-1.7 אחוז⁷, בתחילת המחצית הבנק המרכזי הוריד את הריבית המוניטרית פעמיים, לרמה של 6 אחוזים, והממשלה הסינית הודיעה על תוכנית סיוע ממשלתית בהיקף של 156 מיליארדי דולר, אשר תתמקד בתשתיות. ברבעון הרביעי מספר אינדיקטורים הצביעו על שיפור

⁷ לעומת 3.7 אחוזים בממוצע בשנים 2006 עד 2011.

איור 4
מרווחי ה-CDS במדינות שונות,
ינואר 2011 עד דצמבר 2012
(נתונים יומיים)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

נוסף, והדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, בשיפור בסקרי מנהלי הרכש (PMI) לגבי הפעילות. השיפור הופיע על רקע הורדות הריבית ועל רקע תוכניות הרחבה נוספות שננקטו במהלך המחצית הנסקרת. מנגד, ביצוא הסיני נרשמה האטה משמעותית ברבעון הרביעי, לאחר שברבעון השלישי נרשם בו שיפור.

2) השווקים הפיננסיים בעולם

בתקופה הנסקרת פחתה רמת הסיכון המגולמת בשווקים הפיננסיים בעולם, במיוחד במדינות מוכות החוב. זאת בעיקר על רקע ההכרזה של ה-ECB על תוכנית OMT, הגברת המשמעת הפיסקלית וההצהרות המרגיעות לגבי חתירה לשלמות גוש האירו. עם זאת, רמת הסיכון עדיין גבוהה מרמתה בטרם פרוץ המשבר העולמי בשלהי 2008. עדות לירידה ברמת הסיכון גלומה בירידות במרווחי ה-CDS⁸ (איור 4), המשקפים את רמת הסיכון לטווח הארוך, וכן בירידות במדדי ה-VIX (איור 5), המשקפים את רמת הסיכון לטווח הקצר.

רמת התשואות לפדיון ל-10 שנים על איגרות החוב הממשלתיות במדינות מוכות החוב (איור 6) ירדה במחצית הנסקרת בהשפעת הירידה ברמת הסיכון. בפורטוגל ובאירלנד הירידה בתשואות שיקפה המשך מגמה מתחילת השנה. לעומת זאת, התפתחות התשואות באיטליה באה לאחר יציבות ברמה גבוהה של כ-5.5 אחוזים במחצית הראשונה של השנה. בספרד הירידה שיקפה תפנית, היות שבמחצית הראשונה התשואות עלו בעקבות המשבר במערכת הבנקאית והמשבר הפיסקלי. במדינות הליבה של גוש האירו רמת התשואות לפדיון הייתה יציבה במחצית הנסקרת. מנגד, בארצות הברית ובבריטניה התשואות עלו במעט. בארצות הברית הן עלו על רקע התגברות החששות מהשלכות "המצוק הפיסקלי" והגירעון הגבוה. בבריטניה הן עלו על רקע תקציב הצנע המתחייב מהמיתון הכלכלי ועל רקע המגזר הפיננסי הממונף.

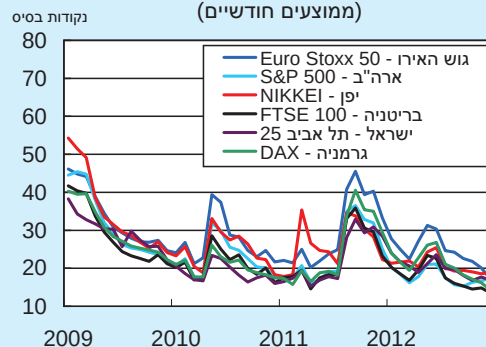
במקביל לירידה ברמת הסיכונים עלו מדדי המניות המרכזיים בעולם, בעיקר ברבעון השלישי של 2012 (איור 7). עם זאת, בסוף 2012 רמתם של מדדי המניות המרכזיים עדיין נמוכה מרמתם ערב נפילת השווקים באוגוסט 2011; זאת למעט מדד ה-FTSE באנגליה, שחזר לרמתו קודם לנפילת השווקים, ומדד ה-S&P 500 בארצות הברית, שרמתו גבוהה מרמתו באוגוסט 2011.

3) התחזית

לאור התפתחויות עולמיות אלו התחזיות של הצמיחה, של הסחר העולמי ושל האינפלציה עודכנו בשיטתיות כלפי מטה (איור 8). מגמה זו נמשכה גם בסוף המחצית הנסקרת. התחזיות של קרן המטבע הבין-לאומית מאוקטובר 2012 ומינואר 2013 הניחו כי קובעי המדיניות יגיעו לפתרון מוסכם לבעיות הליבה באירופה ובארצות הברית.

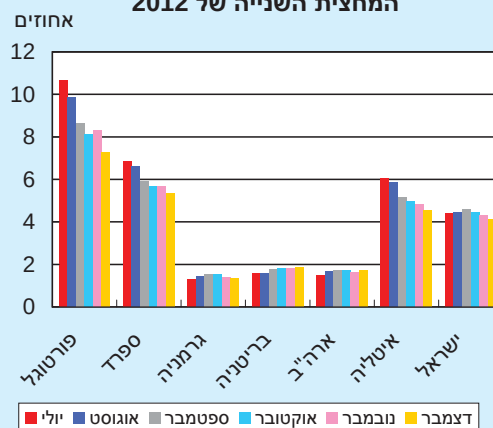
⁸ CDS (Credit Default Swap) הוא מכשיר פיננסי לגידור סיכונים אשראי של מדינה. מרווח ה-CDS הוא הפרמיה הכספית שמכר CDS דורש על התחייבותו לפרוע את החוב כאשר מנפיק החוב יהיה במצב של חדלות פירעון.

איור 5
מדד לתנודתיות הגלומה בשערי
האופציות על מדד המניות - VIX,
ינואר 2009 עד דצמבר 2012
(ממוצעים חודשיים)



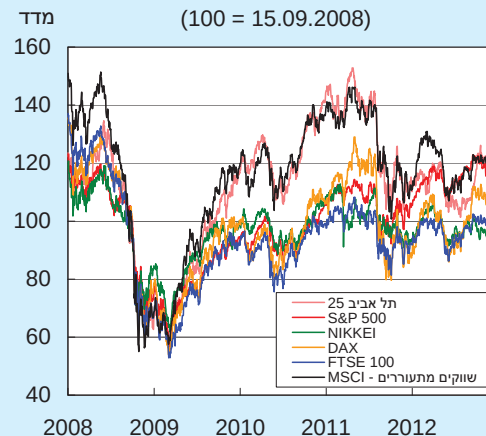
המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 6
התשואות לפדיון לעשר שנים של
איגרות חוב ממשלתיות לא-צמודות,
ישראל ומדינות נבחרות,
המחצית השנייה של 2012



המקור: עיבודי בנק ישראל.

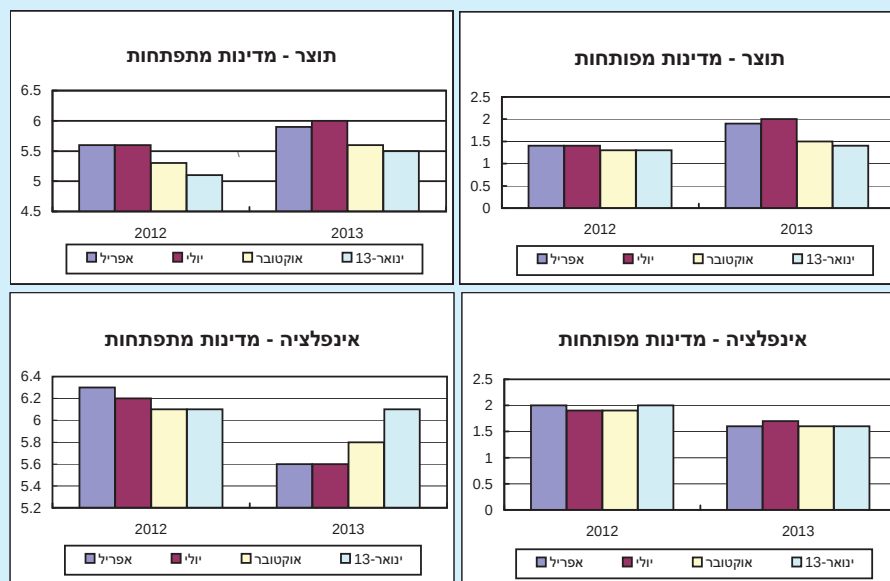
איור 7
מדדי מניות בעולם במונחים דולריים,
ינואר 2008 עד דצמבר 2012
(100 = 15.09.2008)



המקור: Bloomberg.

איור 8

תחזיות קרן המטבע הבין לאומית לשיעורי הצמיחה והאינפלציה של המדינות המפותחות ושל המדינות המתפתחות, אפריל 2012 עד ינואר 2013



מקור: קרן המטבע הבין לאומית.

ב. ההתפתחויות הריאליות בישראל⁹

כדי לגבש מדיניות מוניטרית מתאימה מן ההכרח להבין את תמונת המצב הריאלית, הן משום שרמת הפעילות והשינויים בה משפיעים על המחירים והן משום שהמדיניות נועדה בין השאר לתמוך בצמיחה ובתעסוקה. ואולם הערכת תמונת המצב הריאלית הינה מורכבת, שכן הערכה זו נסמכת ברובה על נתוני חשבונאות לאומית רבעוניים, כמו גם על מגוון רחב של אינדיקטורים חודשיים לרמת הפעילות, ואלה מתפרסמים בפיגור¹⁰ ומתעדכנים לאחר. בנוסף, האינדיקטורים החודשיים, המתפרסמים מוקדם יותר מנתוני החשבונאות הלאומית, אינם מציגים תמיד תמונה אחידה.

במסגרת הערכת התפתחותה של הפעילות הריאלית במחצית השנייה של השנה, אחת הסוגיות המרכזיות הייתה האם ובאיזו מידה חלה בקצב התרחבות הפעילות האטה נוספת, מעבר לזו שנרשמה החל מהמחצית השנייה של 2011.

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012 נמשכה הצמיחה המתונה של התוצר, והיא עמדה על כ-3 אחוזים במונחים שנתיים (לוח 2 ואיור 9).

⁹ בסעיף זה מבטאים את הנתונים במונחים שנתיים מנוכי עונתיות.

¹⁰ אומדן ראשוני לנתוני החשבונאות הלאומית מתפרסם בפיגור של כשישה שבועות לאחר סיום הרבעון.

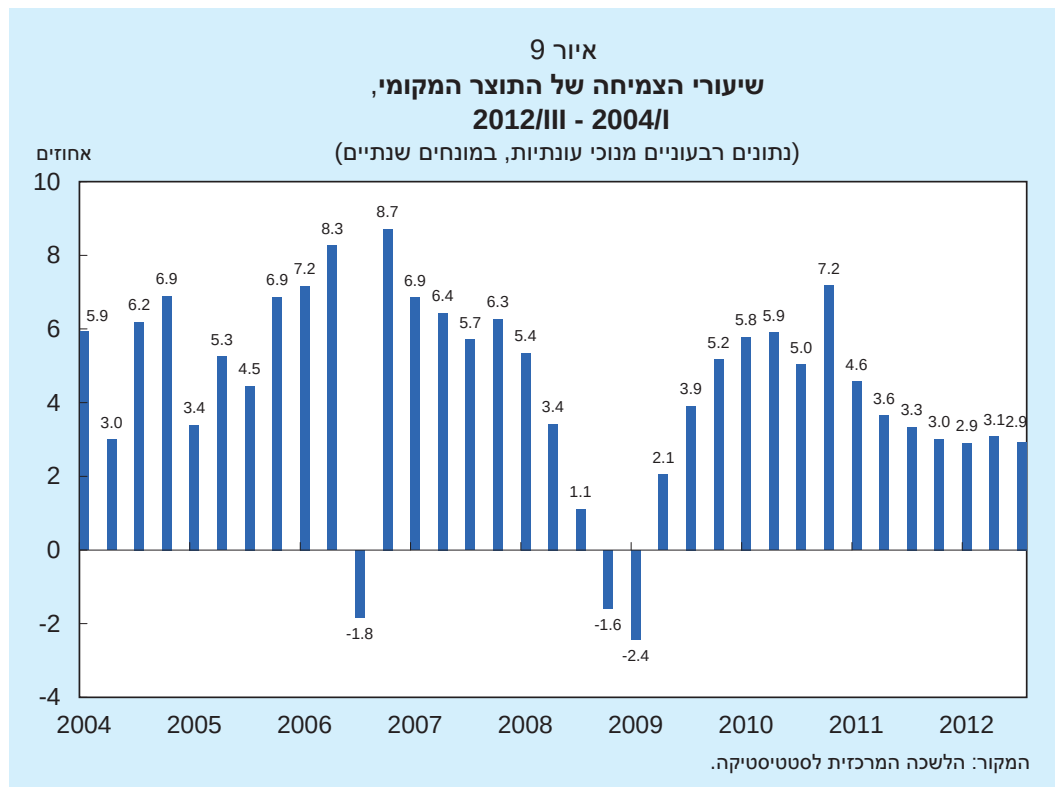
לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים¹

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

2012/III	2012/II	2012/I	2011/IV	2011/III	2011/II	2011	2010	
2.9	3.1	2.9	3.0	3.3	3.6	4.6	5.0	התוצר המקומי הגולמי
3.0	3.5	2.7	3.0	3.9	2.4	5.1	5.4	התוצר של המגזר העסקי
-12.2	-6.6	38.7	-2.7	10.1	8.0	9.4	9.4	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות מטוסים ויהלומים
1.6	1.6	7.5	-0.4	3.5	-0.8	3.8	5.3	הצריכה הפרטית
3.7	1.0	7.7	0.9	3.4	2.1	3.2	4.6	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
0.1	0.6	2.0	7.5	4.3	4.1	2.9	2.9	הצריכה הציבורית
1.4	3.3	1.2	5.5	3.6	4.1	2.7	2.6	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
-3.8	-35.6	68.8	4.6	32.2	22.8	23.5	3.8	ההשקעה המקומית הגולמית
-6.1	-1.7	-1.5	11.0	21.2	8.4	16.0	12.2	מזה: בנכסים קבועים
-4.2	24.4	8.7	-4.3	-1.9	-0.2	4.1	10.8	היצוא ללא יהלומים
1.7	18.9	5.8	-4.1	0.2	-2.0	4.5	10.7	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

1 על פי אומדנים שהתפרסמו בינואר 2013.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.



ואולם התפתחות השימושים לא הייתה אחידה במהלך השנה: ברבעון הראשון של 2012 נרשם גידול בצריכה הפרטית ובהשקעה המקומית הגולמית לצד גידול חד ביבוא. ברבעונים השני והשלישי נרשמה התמתנות ואף ירידה בחלק מהשימושים, במקביל לירידה ביבוא - עדות אפשרית לכך שהתמתנות הפעילות בעולם מחלחלת למשק. המדד המשולב למצב המשק הצביע אף הוא על האטה בפעילות: שיעור השינוי החודשי החל מאוגוסט ירד ל-0.1 אחוז, מ-0.2 אחוז במחצית הראשונה. בסוף המחצית הנסקרת בנק ישראל העריך כי ברבעון הרביעי של 2012 יואט קצב הצמיחה עקב המשך הרפיון בשווקים הגלובליים וההאטה בסחר העולמי וכן עקב השפעה זמנית של מבצע "עמוד ענן".

בהשוואה ל-2011, ב-2012 חלה האטה בצריכה הפרטית, וזו השתקפה הן בהתמתנות הצריכה השוטפת והן ברכיב צריכת בני קיימא. ברבעון הראשון הצריכה הפרטית עלתה ב-7.5 אחוזים – עדכון כלפי מעלה של הקריאה מיולי, שאמדה עלייה של 3.9 אחוזים (איור 10) – אך קצב הגידול שלה התמתן ברבעונים השני והשלישי ל-1.6 אחוזים (לוח 2). ההאטה בצריכה הפרטית ברבעון השלישי בולטת ברכיב צריכת בני קיימא. זאת על רקע הרמה הגבוהה של צריכת בני קיימא ב-2011, השפעות מחזור העסקים הכללי והעלאת המע"מ על רכיב זה. במקביל לכך האינדיקטורים החודשיים לצריכה¹¹ הצביעו החל מאוגוסט הן על היחלשות בביקושים בפועל והן על היחלשות בביקושים הצפויים, בשעה שברבעון השני הם הציגו שיפור מסוים.

ב-2012 גדל היצוא אך קצב גידולו הואט ברבעון השלישי. נתוני היצוא (למעט חברות הזנק ויהלומים) לרבעונים הראשון והשני של 2012 התעדכנו כלפי מעלה במהלך המחצית, אך יש לציין כי העלייה החדה ביצוא ברבעון השני הושפעה במידה רבה מפתיחת מפעל "אינטל". מנגד, ברבעון השלישי האינדיקטורים החודשיים מנתוני סחר החוץ הצביעו על ירידה בהיקף יצוא הסחורות. על רקע נתוני סחר החוץ, ובהתחשב במבצע "עמוד ענן", הבנק העריך כי ברבעון הרביעי ירד היצוא ללא יהלומים.

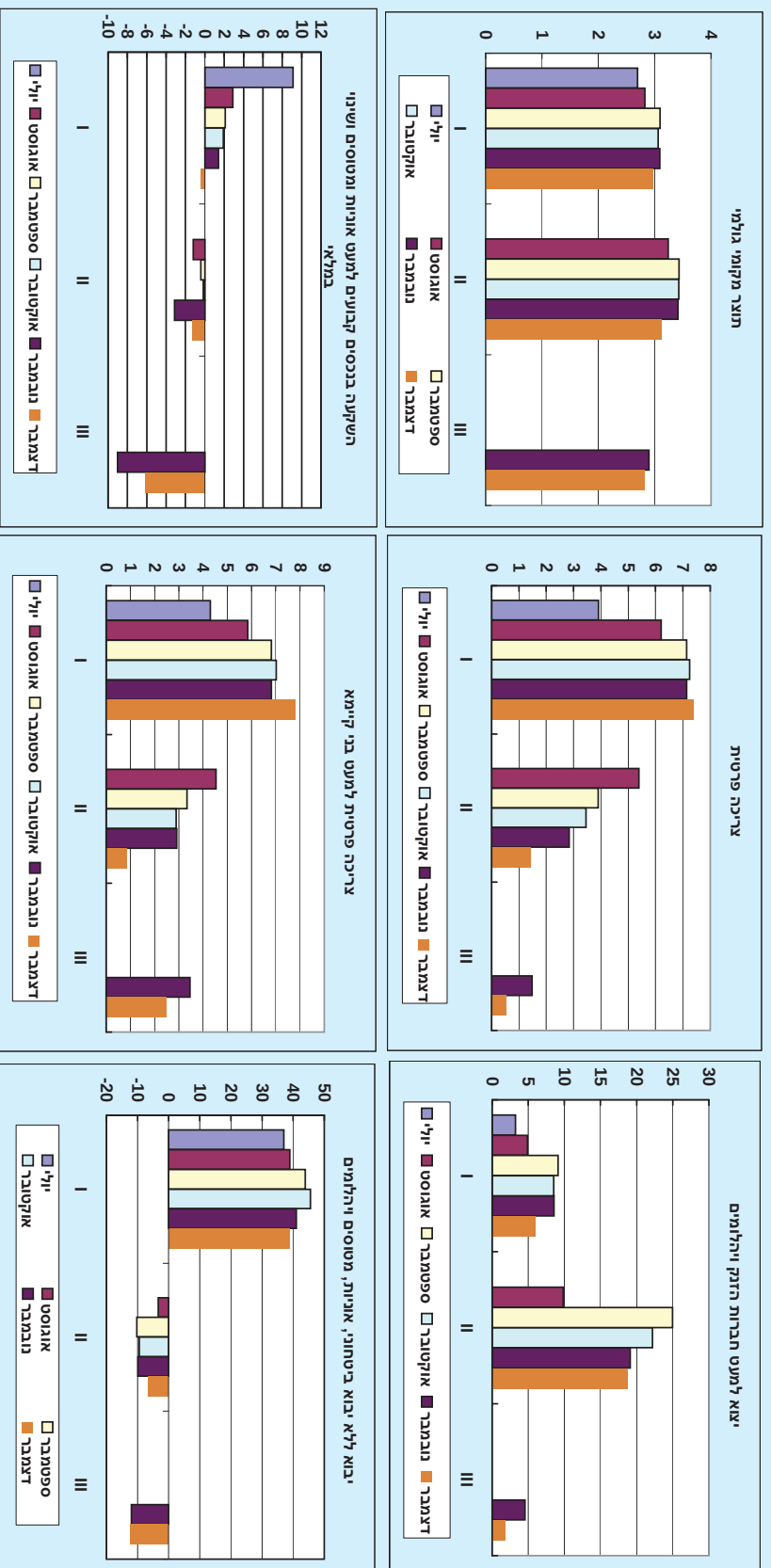
ברבעון השלישי של 2012 התגברה הירידה ביבוא האזרחי (ללא יהלומים ואניות ומטוסים), בהמשך לירידה שנרשמה ברבעון השני. זאת לאחר עלייה חדה שנרשמה ברבעון הראשון. נתוני היבוא החודשיים מסחר החוץ לרבעון הרביעי הצביעו על יציבות בסעיף זה.

לאחר שנתיים של צמיחה מהירה, **בהשקעה בנכסים קבועים נרשמה ירידה מתונה במחצית הראשונה של השנה, וזו התגברה ברבעון השלישי.** את הירידה הזו מסבירה בין השאר השלמתה של השקעה גבוהה במפעל "אינטל". התחזית לרבעון הרביעי הצביעה על יציבות בסעיף זה, וזאת על רקע עלייה בהיקף היבוא של מוצרי השקעה מחד גיסא, ועל רקע רמתו הנמוכה של מדד מנהלי הרכש מאידך גיסא.

¹¹ אינדיקטורים אלה כוללים את מדד אמוץ הצרכנים של הלמ"ס, את מדד הביקושים של גוגל המחושב בחטיבת המחקר של בנק ישראל ואת תקבולי המע"מ.

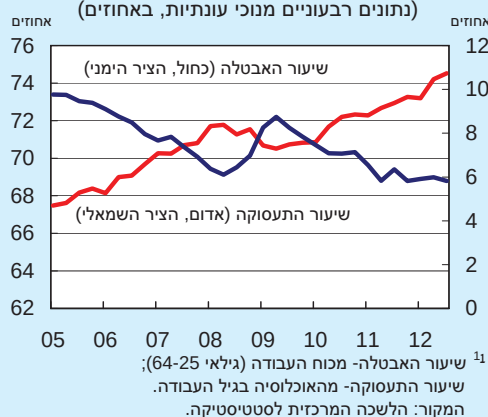
איור 10

עדכונים של אומדני החשבונאות הלאומית לרבעונים I עד III של 2012 במהלך המחצית השנייה של 2012, (שיעורי שינוי, נמוכים רבעוניים ממוי עונדיות, במונחים שנתיים, אחוזים)

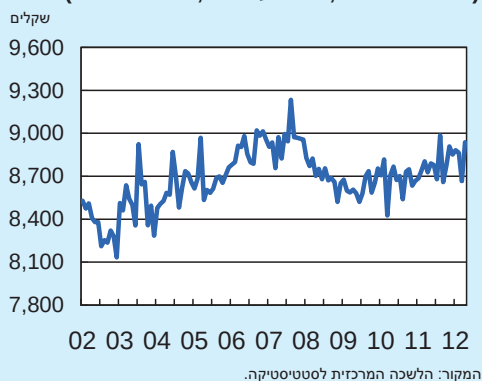


המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

איור 11
התעסוקה והאבטלה¹¹,
2012/III - 2005/I
(נתונים רבעוניים מנוכחים עונתיות, באחוזים)



השכר הריאלי,
ינואר 2002 עד אוקטובר 2012
(נתונים חודשיים, מנוכחים עונתיות, במחירי 2012)



ברבעון השלישי של 2012 נמשכו השיפור בתעסוקה והגידול בשיעור ההשתתפות, אם כי בקצב מתון יותר מזה שנרשם ברבעון השני (איור 11). שיעור האבטלה והשכר הריאלי נותרו יציבים במהלך השנה¹². במקביל חלה הרעה בתחזיות לגבי גיוס העובדים הצפוי במהלך המחצית הנסקרת, וזאת על רקע המשך ההאטה בעולם. שיעור התעסוקה בגילים 25—64 עלה מרמה של 73.3 אחוזים ברבעון האחרון של 2011 לרמה של 74.5 אחוזים ברבעון השלישי של 2012¹³. ואולם עיקר הגידול בתעסוקה ברבעון השלישי התרחש בשירותים הציבוריים. למרות שיעור האבטלה הנמוך יחסית, השכר הריאלי נותר יציב, בדומה לשנים קודמות, ובהשוואה לשלושת הרבעונים הראשונים של 2011 הוא עלה רק בנקודת אחוז (איור 11). ניתוח של עלות העבודה ליחידת תוצר מראה כי זו ירדה בשנה האחרונה, ועל כן התפתחות השכר לא הובילה לעלייה באינפלציה. היעדר הלחצים לעליית שכר משקף ככל הנראה ירידה בשיעור האבטלה המבנית¹⁴. עם הכוחות שפעלו למיתון עליית השכר בשנים האחרונות ניתן למנות את תהליך הגלובליזציה ופתיחות המשק הישראלי, שהגבירו את התחרות עם העולם; את מתווה ההפחתות במס ההכנסה; את העלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה בקרב אוכלוסיות שהשתתפותן הייתה נמוכה בעבר; ואת הגידול במספר העובדים הלא-ישראלים המקטינים את כוח המיקוח של העובדים הישראלים בחלק מהענפים. נוסף על כך, המשבר וההאטה העולמיים מגבירים את אי הוודאות לגבי מצב התעסוקה בעתיד וכך ממתנים גם כן את דרישות השכר של העובדים. סקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס צפה גידול בגיוס עובדים בראשית המחצית הנסקרת, יציבות באמצעה וירידה בסופה.

ג. התפתחות שער החליפין

שער החליפין הנומינלי-אפקטיבי בסוף השנה היה דומה לשער בראשית המחצית הנסקרת ובראשית השנה, ואולם התפתחותו לא הייתה אחידה: ברבעון השלישי חל פיצוח וברביעי חל ייסוף (איור 12). בתחילת הרבעון השלישי פוחת שער החליפין על רקע החשש מהחרפה במשבר החוב באירופה. החשש הביא להתחזקות המטבעות הנחשבים למקלט בטוח למשקיעים, בהם הדולר והין, ולהיחלשות האירו ומרבית המטבעות האחרים, בהם השקל. בהמשך האירופים הפגינו מחויבות לשמור על גוש האירו ולטפל בבעיית החוב, ומחויבות זו הביאה לירידה בחשש מהתפרצות משבר שם ולהיחלשות הדולר מול מרבית המטבעות. ואולם לצד השיפור היחסי באירופה חלה עלייה בסיכונים הגיאופוליטיים באזורנו, נמשכו תנועות ההון מהמשק החוצה ושער החליפין של השקל נותר מפוחת.

¹² לגבי המעבר לסקר כוח אדם החדש של הלמ"ס, ראו הרחבה בתיבה המופיעה בחוברת ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים, מס' 133 (יוני 2012).

¹³ בנקודה זו ראוי לציין כי נתוני סקר כוח אדם החדש מקשים על השוואה היסטורית של הנתונים, אך קשיים אלה יתמתנו עם חלוף הזמן.

¹⁴ הרחבה מופיעה בדוח בנק ישראל לשנת 2011, פרק ה', תיבה ה'-1.

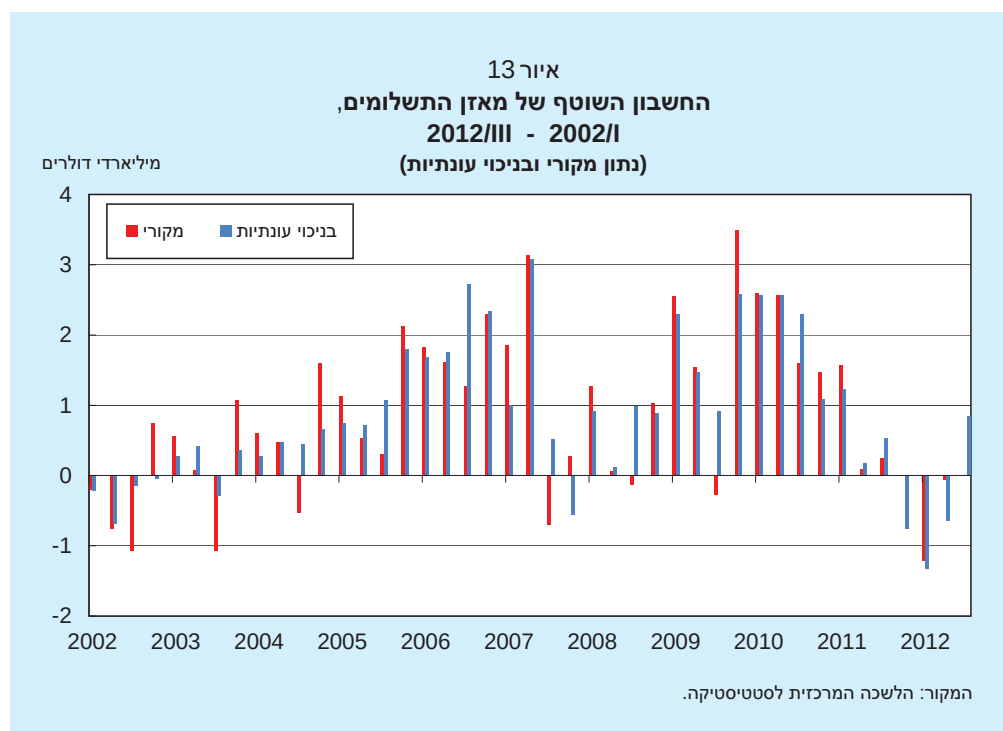
ברבעון הרביעי שער החליפין שב והתחזק. זאת על רקע ירידה בחשש הביטחוני; גידול מסוים בהשקעות הזרות באפיקים השקליים הקצרים (אג"ח ממשלתיות), גידול שחל לאחר מימושים גדולים מאמצע 2011; ומעבר לעודף בחשבון השוטף (מנוכה עונתיות) ברבעון השלישי לאחר שלושה רבעונים רצופים של גירעון (איור 13).

במחצית הנסקרת כולה נרשם ייסוף נומינלי-אפקטיבי של 2.4 אחוז לעומת פיחות של 1.7 אחוז במחצית הראשונה של השנה.

ד. ההתפתחויות הפיננסיות

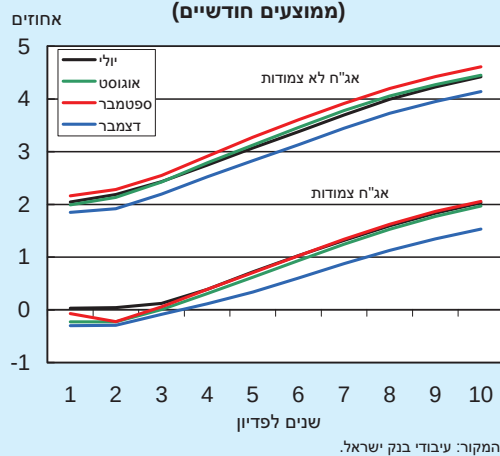
במחצית הראשונה חלה ירידה ברמת הסיכונים של המשק הישראלי, ובמחצית הנסקרת היא נמשכה, בדומה למגמה בעולם. יחד עם זאת, רמת הסיכונים גבוהה עדיין. רמת הסיכון של המשק, כפי שהיא מתבטאת בחוזי CDS לחמש שנים של ישראל (איור 4), ירדה מכ-170 נקודות בסיס בראשית המחצית הנסקרת לכ-140 נקודות בסיס בסופה, כלומר לאותה רמה ששררה ביולי 2011, בטרם החריף משבר החוב באירופה ובארצות הברית. גם הסיכונים לטווח קצר (עד חודש), כפי שהם מתבטאים במדד ה-VIX¹⁵ (איור 5), ירדו במהלך המחצית הנסקרת תוך שהם רושמים עלייה זמנית סביב "עמוד ענן".

שערי המניות המקומיים נסחרו ביציבות ברבעון השלישי של 2012, ובחודשים ספטמבר-אוקטובר הם עלו בחדות, הדביקו את ביצועי השווקים הפיננסיים המובילים ואף עקפו חלק מהם (איור 7). ברבעון השלישי נרשמה יציבות בשערי המניות, וזו ביטאה את השיפור

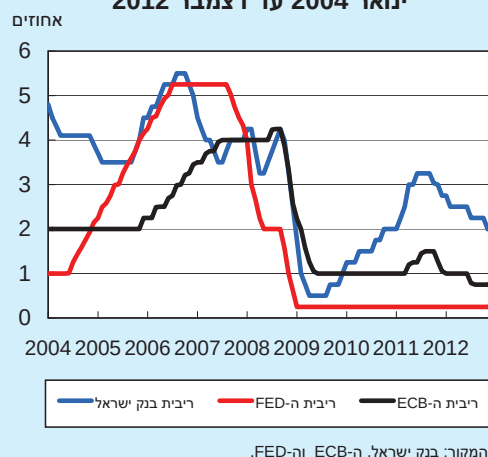


¹⁵ מתבסס על עיבודים שנעשו בבנק ישראל.

איור 14
עקום התשואות לפדיון של האג"ח
הממשלתיות הצמודות והלא צמודות,
יולי, אוגוסט, ספטמבר ודצמבר 2012
(מוצעים חודשיים)



איור 15
שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים
בישראל, בארה"ב ובגוש האירו,
ינואר 2004 עד דצמבר 2012



בסנטימנט העולמי. אולם במניות שהושפעו מתנאי השוק המקומי (ענפי הפיננסים, התקשורת והנדל"ן) נרשמו ירידות. ברבעון הרביעי, במקביל ליציבות במחירי המניות העולמיים, התמונה המקומית התהפכה, וחלה עלייה בשערי המניות המקומיים. הובילו אותה ענפי הפיננסים והנדל"ן המקומיים.

התשואות לפדיון, הנומינליות והריאליות, של איגרות החוב הממשלתיות עלו בחודשים אוגוסט-ספטמבר, בדומה למגמה בעולם. אך בהמשך התשואות ירדו, בניגוד למגמה בעולם (איור 14).

הפערים בין ריבית בנק ישראל לריביות ה-FED וה-ECB הצטמצמו ל-1.5 ול-1.0 נקודת אחוז, בהתאמה (איור 15). זאת בעקבות ההפחתות בריבית בנק ישראל ליולי, לנובמבר ולינואר 2013, ובמקביל להורדה של 0.25 נקודת אחוז בריבית ה-ECB ביולי ולהותרת ריבית ה-FED ללא שינוי. ביולי התשואות ירדו בעקבות הורדת ריבית בנק ישראל ועקב כניסת זרים לשוק האג"ח הממשלתי. באוגוסט העקומים היתללו. בספטמבר הם עלו לכל אורכם – במקביל להתגברות החששות הגיאופוליטיים – תוך שהם רושמים עליות עודפות באפיק השקלי בעקבות עלייה בציפיות לאינפלציה. באוקטובר נרשמה ירידה בעקומים, וזו נמשכה בנובמבר. ירידה זו התרחשה על רקע התפוגגות החששות הגיאופוליטיים, הירידה בסיכון להתפרקות גוש האירו והורדת ריבית בנק ישראל לנובמבר. בדצמבר הוסיף העקום לרדת, בין היתר על רקע הודעת משרד האוצר על הורדת היקף ההנפקות ברבעון הקרוב והורדת ריבית בנק ישראל לינואר. המרווח בין אג"ח ל-10 שנים של ממשלת ישראל לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב ירד מ-270 נקודות בסיס ביוני ל-230 נקודות בסיס בסוף דצמבר – הרמה ששררה ברבעון השני של 2011.

האשראי

בשוק האשראי החוץ-בנקאי למגזר העסקי המדדים לרמת הסיכונים הצביעו על עלייה ברבעון השלישי של השנה ועל ירידה ברביעי. רמת הסיכונים השתקפה ברמת המרווחים בשוק האג"ח (איור 16), בהיקף ההנפקות ובמשקל החובות הנסחרים בתשואה חריגה (איור 17).

ברבעון השלישי של 2012 עלו פערי התשואות בין אג"ח חברות לבין אג"ח ממשלתיות, וזאת על רקע עלייה בסיכונים של קבוצות הלווים הגדולות במשק. בדומה לירידה בסיכונים העולמיים, בפרט באירופה, ירדו המרווחים ברבעון הרביעי. עד לרבעון זה פערי התשואות היו גבוהים והכבידו על הנפקות אג"ח, ורק חברות בדירוג גבוה גייסו חוב. לקראת סוף השנה, עם הירידה בתשואות, חל שיפור מתון בהיקף הגיוסים.

יתרת האשראי למגזר העסקי, הכוללת ומהמגזר הבנקאי, נותרה יציבה במהלך כל השנה. במחצית הראשונה חל גידול בהלוואות לא-בנקאיות, ובמחצית הנסקרת הוא נמשך. האשראי מהציבור (באמצעות הנפקת אג"ח סחירות) התרחב אף הוא במחצית השנייה; התרחבויות אלו התקזזו על ידי ירידה באשראי מחו"ל. על רקע היציבות ברמת האשראי

התעוררה השאלה האם המגזר העסקי סובל ממצוקת אשראי, בפרט לאור דרישת הפיקוח על הבנקים להעלות את רמת הון הליבה. נתוני סקר המגמות הצביעו על קשיי מימון קלים באשראי הבנקאי בכל הענפים¹⁶. קשיי מימון משמעותיים דווחו באשראי החוץ-בנקאי בענף השירותים בחברות הבינוניות.

במהלך המחצית הנסקרת עלתה יתרת האשראי למשקי הבית בשיעור של כ-2 אחוזים. הגידול ביתרת האשראי נבע רובו ככולו מהאשראי לדיור, שמשקלו בסך האשראי למשקי בית עומד על כ-70 אחוזים. עלייה ניכרת בהיקף האשראי לדיור נרשמה בחודשים יולי-אוגוסט, ככל הנראה לאור ציפיות להעלאת המע"מ (שנכנסה לתוקפה בספטמבר), וכן לאור ההתעוררות בשוק הדירות שהחלה ברבעון השני של השנה. בעת כתיבת דוח זה טרם ניתן לבחון את השפעת המגבלות על שיעור המשכנתאות שהטיל המפקח על הבנקים בסוף השנה.

ה. המדיניות הפיסקלית

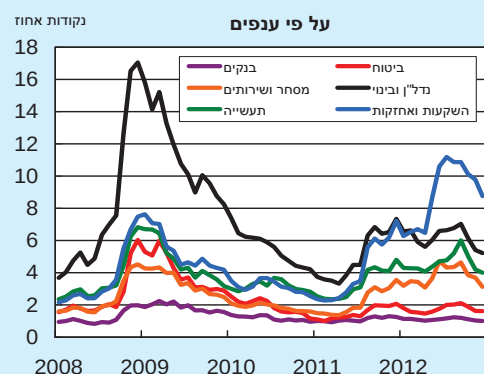
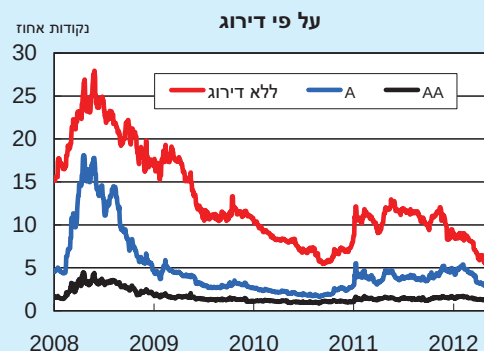
המצב הפיסקלי בתקופה הנסקרת התאפיין בגירעון גבוה מהיעד ב-2012 ובאיומים משמעותיים על מסגרת התקציב ל-2013. ב-2012 היה גירעון הממשלה 39 מיליארדי ש"ח, שהם 4.2 אחוזי תוצר. זוהי חריגה של יותר מ-2 אחוזי תוצר מהיעד המקורי שנקבע בשלהי 2010, ושל 0.8 אחוז תוצר מהאומדנים בתחילת 2012. הגירעון הגבוה ב-2012 נבע ברובו מתקבולי מסים נמוכים מהתחזית אך גם מחוסר בהכנסות שאינן ממסים, ומהוצאות גבוהות מהתקציב המקורי בכ-0.2 אחוז תוצר¹⁷. תקבולי המסים היו נמוכים מהתחזית למרות שהצמיחה הייתה בהתאם לחזוי, וזאת בעיקר עקב עליית שכר מתונה מהצפוי בשנים 2011-2012. התפתחות זאת מתבטאת בעליה בגירעון המבני, קרי הגירעון בניכוי השפעת מחזור העסקים.

בתחילת המחצית הנסקרת תחזית בנק ישראל בנוגע לגירעון ב-2012 עמדה על 3.7 אחוזים, שיעור גבוה מתחזית האוצר המעודכנת – 3.4 אחוזים. ביולי הממשלה העלתה את יעד הגירעון לשנת 2013 מ-1.5 אחוז ל-3 אחוזים. אולם מאחר ששררה אי בהירות לגבי הצעדים שיינקטו על מנת לעמוד ביעד החדש, התעורר חשש משחיקה באמינותה של המדיניות הפיסקלית, שהיוותה נדבך מרכזי בהתמודדות המוצלחת של המשק עם המשבר האחרון. באוגוסט החליטה הממשלה על העלאות מסים והכנסת אישרה אותן. הוחלט שחלק מההעלאות ייכנסו לתוקף כבר בשנת 2012 (בראשן העלאה בנקודת אחוז במע"מ, שנכנסה לתוקף בספטמבר), והיתר ייכנסו לתוקף החל מינואר 2013. העלאות אלה הקטינו את החריגה

¹⁶ בסקר המגמות מתבקשות החברות לדרג את קשיי המימון שלהן בסולם של 0 עד 4. בשעה ש-0 מציין כי אין קשיי מימון כלל, 4 מציין מגבלת מימון חמורה במיוחד. בתקופה הנסקרת הרמה אינה גבוהה מהרמות ששררו בתקופות האטה קודמות בעשור האחרון.

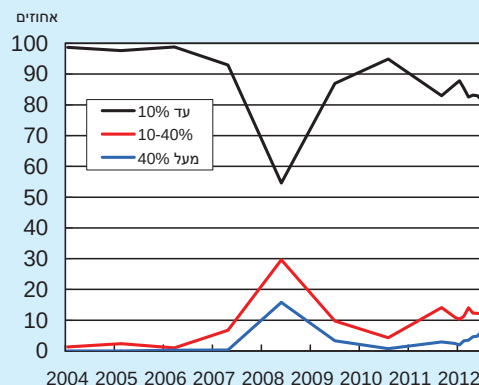
¹⁷ רמת ההוצאות הגבוהה מהתקציב המקורי אינה מהווה הפרה של חוק התקציב, ומתאפשרת באמצעות העברת עודפים לא מנוצלים משנים קודמות.

איור 16 המרווחים בין תשואות אג"ח קונצרניות לבין תשואות אג"ח ממשלתיות¹, ינואר 2008 עד דצמבר 2012 (תשואות צמודות למדד, ללא מובנות ולהמרה)



¹ תשואות אג"ח קונצרניות - ממוצע משוקלל; תשואות אג"ח ממשלתיות: "תשואת גליל" המקור: הבוסה לנ"ע ועיבודי בנק ישראל.

איור 17 התפלגות יתרת האג"ח הסחירות לפי קבוצות תשואה (אחוזים מסך הערך הנקוב) דצמבר 2004 עד אוקטובר 2012



המקור: עיבודי בנק ישראל.

איור 18
האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים
וגבולות יעד האינפלציה,
ינואר 2004 עד דצמבר 2012



הצפויה מיעד הגירעון. בנוסף הוחלט על פעילות להעמקת הגבייה ועל מסלול לגביית המסים על הרווחים הכלואים, אולם קשה לדעת מה יהיה היקף הגבייה בשני מסלולים אלו, מה גם שהכנסת עדיין לא חוקקה את החוקים הדרושים כדי לתמוך בהעמקת הגבייה.

מאחר שתקציב 2013 לא אושר, עד לאישורו הממשלה תפעל במסגרת תקציב מעבר המתיר להוציא בכל חודש רק 1/12 מסך תקציב 2012, כולל החזרי חוב. מסגרת זו אינה מהווה מגבלה משמעותית על הוצאות הממשלה מכיוון שתשלומי החובות הצפויים של הממשלה לשנת 2013 נמוכים מאשר ב-2012, דבר שיאפשר להגדיל את ההוצאות האחרות, ומשום שההוצאות בתחילת השנה נמוכות עונתית. בעקבות מבצע "עמוד ענן" תיתכן תוספת חד פעמית להוצאות הביטחון, אך עדיין מוקדם להעריך אם תהיה לכך השפעה על התקציב הכולל.

ו. האינפלציה

התפתחות האינפלציה בפועל: במהלך כל השנה שיעור האינפלציה השנתי נע סביב חלקו התחתון של טווח היעד (איור 18). במחצית השנייה של 2012 עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.7 אחוז, ובשנה כולה המדד עלה ב-1.6 אחוז. בניכוי עונתיות המדד עלה ב-1.0 אחוז במחצית השנייה וב-0.7 אחוז במחצית הראשונה. בשמונת החודשים האחרונים¹⁸ של 2012 התחזיות של החזאים המקצועיים ושל חטיבת המחקר בבנק ישראל היו גבוהות מהמדד שהתפרסם בכ-0.3 נקודת אחוז בממוצע. חמישה מדדים חרגו מהתחזית כלפי מטה (מאי, יוני, ספטמבר, אוקטובר ונובמבר) ושני מדדים חרגו כלפי מעלה (אוגוסט ודצמבר).

עליית המדד במחצית הנסקרת ביטאה בעיקר עליות מחירים ברכיבי המזון, הדיור, אחזקת דירה והלבשה והנעלה (איור 19). ברבעון הרביעי חלק מהעלייה שיקף את העלאת המע"מ ואת העלאת המס על הטבק ומוצריו. מנגד, ירידות ברכיבי התקשורת והחינוך מיתנו את העלייה. העלייה במחירי הדיור (שכר דירה) הובילה את העלייה במדד בחמש השנים האחרונות, והיא החלה להתמתן במהלך השנה. מנגד, רכיב המזון בלט בתרומתו החיובית הגבוהה במחצית הנסקרת, והוא שרטט תמונה הפוכה של התפתחותו במחצית השנייה אשתקד.

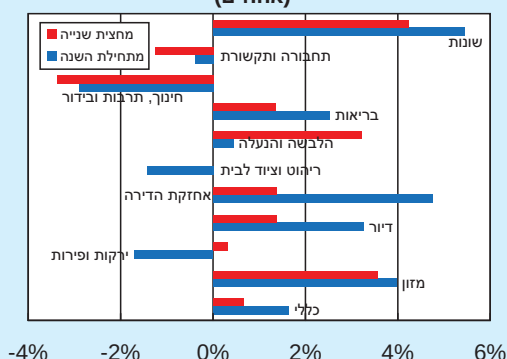
המדד ללא מזון ואנרגיה עלה מתחילת השנה ב-0.8 אחוז בלבד, ובמחצית השנייה הוא עלה ב-0.1 אחוז בלבד. התפתחות זו עולה בקנה אחד עם התמתנות הביקושים המקומיים ועם השפעת התמתנות של האינפלציה העולמית.

מחירי המזון: על רקע המחאה החברתית, מחירי המזון ירדו במחצית השנייה של 2011¹⁹. אולם החל באוגוסט 2012 נרשמו עליות מחירים גבוהות

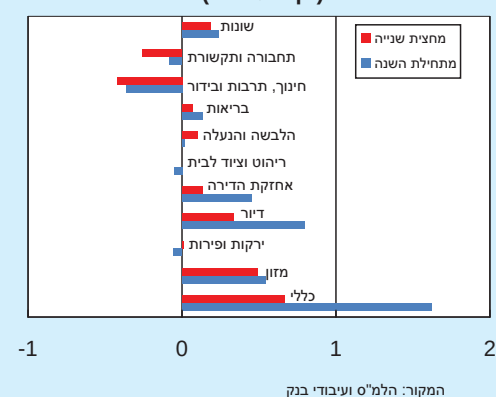
¹⁸ מדד המחירים לצרכן מתפרסם שבועיים לאחר תום החודש. לדוגמה, מדד מאי מתפרסם באמצע חודש יוני, והוא משמש להערכת סביבת האינפלציה במסגרת ההחלטה על הריבית המוניטרית ליוני.

¹⁹ פירוש מופיע בדוח המדיניות המוניטרית, המחצית השנייה של 2011, בנק ישראל.

איור 19
התפתחות סעיפי המדד,
שיעורי שינוי מצטברים ב-2012
(אחוזים)



התרומות של סעיפי מדד המחירים
לצרכן ב-2012
(נקודות אחוז)



במדד מחירי המזון, ובמחצית הנסקרת הם עלו ב-3.6 אחוזים והובילו את עליית מדד המחירים הכללי. העלייה שנרשמה במחצית הנסקרת הופיעה בעקבות עלייה של כ-20 אחוזים במחירי הסחורות החקלאיות בעולם, בין היתר עקב בצורת בארה"ב, והיא הואצה בשל פיחות אפקטיבי באותה תקופה. החל מספטמבר נרשמה ירידה מצטברת של כ-7 אחוזים במחירי הסחורות החקלאיות. אולם נראה כי טרם מוצתה מלוא ההשפעה של ירידת מחירי הסחורות החקלאיות על מחירי המזון, וזאת בין השאר עקב מנגנון התמסורת ההדרגתי בין מחירי הסחורות החקלאיות העולמיות למחירים המקומיים²⁰.

רכיב האנרגיה במדד: במחצית הנסקרת עלו מחירי האנרגיה ב-1.2 אחוזים. מחירים אלו מושפעים מעליית מחירי האנרגיה בעולם (איור 2). ברבעון השלישי עלו מחירי האנרגיה בעולם בכ-18 אחוזים. עלייה זו, יחד עם הפיחות שהתרחש, התבטאו בעלייה של מחירי הדלק (לתחבורה ולתעשייה) ושל הוצאות הבית, כפי שהן מופיעות בסעיף אחזקת דירה ברכיבים חשמל, גז ונפט וסולר לחימום הבית. ברבעון הרביעי נרשמה ירידה של כ-4 אחוזים יחד עם תיסוף, ואלה התבטאו בירידה ברכיב האנרגיה.

מחירי התקשורת: אלו ירדו במחצית הנסקרת בשיעור של 5.7 אחוזים, בהמשך לירידה של 1.5 אחוז במחצית הקודמת. הירידה במחצית הנסקרת נבעה בעיקרה מצעדים מבניים שהובילו להגדלת התחרותיות בענף התקשורת הסלולרית באמצעות הכנסת מפעילים נוספים והקלת המגבלות על יבוא מכשירים סלולריים ומכירתם.

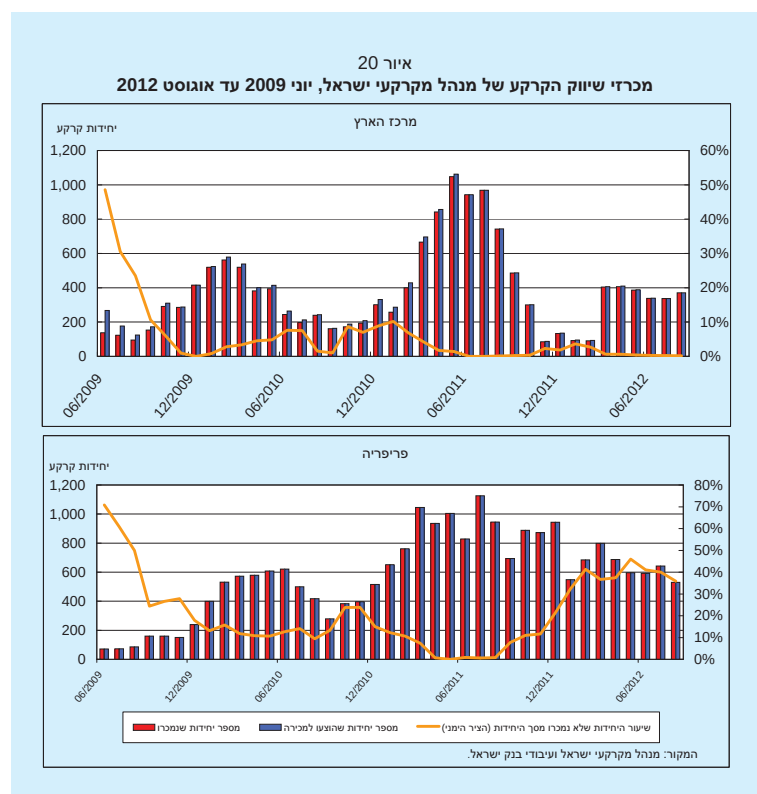
חינוך: רכיב זה בלט בתרומתו למיתון עליית המחירים במחצית הנסקרת, בשעה שבמחצית הראשונה הוא לא רשם שינוי. ועדת טרכטנברג המליצה על חינוך חינם לילדים בני 3–4 בגנים ציבוריים, ובעקבות יישום ההמלצות נרשמה בספטמבר ירידה בהיקף של 17 אחוז בסעיף "חינוך קדם יסודי: גן ילדים ציבורי ופרטי ומעון יום". תרומתה של ירידה זו למדד הכללי הייתה 0.3- נקודת אחוז. על פי החלטת הממשלה מתחילת 2012, יישום חוק חינוך חינם יהיה הדרגתי ויתפרש על פני שלוש שנים. בנוסף, מתוכננת גם הרחבת שירותי הצהרונים הציבוריים. לכן צפויות ירידות נוספות ברכיב זה גם בשנתיים הבאות.

שוק הדיור

רכיב הדיור במדד: בשנת 2012 חלה התמתנות בעליית מחירי הדיור (שכר דירה). ב-2012 עלה רכיב הדיור במדד ב-3.3 אחוזים, לעומת 5.1 אחוזים ב-2011. קצב העלייה של רכיב הדיור התמתן מ-3.8 אחוזים במחצית הראשונה של 2012 ל-2.8 אחוזים במחצית השנייה, במונחים שנתיים (איור 19). לפי ניתוח שערכה חטיבת המחקר של בנק ישראל, את ההתמתנות בעליית רכיב הדיור מסביר בעיקר גידול בהיצע הדירות

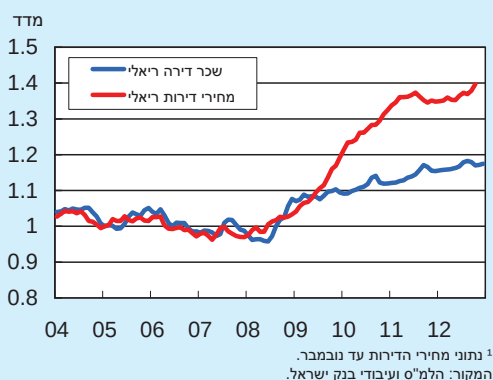
²⁰ פירוט מופיע בתיבה 1, דוח המדיניות המוניטרית, המחצית הראשונה של 2012, בנק ישראל.

למגורים. אף על פי שרמת התחלות הבנייה אמנם נופלת מהשיא שנרשם בה באמצע 2011, היא נותרה גבוהה; והיא צפויה להמשיך ולפעול לצמצום הכוחות הגורמים לעליית שכר הדירה בשנתיים הקרובות. מנגד, בסוף המחצית נרשמה ירידה משמעותית בהיתרי הבנייה ובשיווק הקרקע של מנהל מקרקעי ישראל (איור 20). במרכז הארץ הירידה בשיווק הקרקע נבעה מירידה במספר יחידות הדיור שהוצעו: בחודשים ינואר עד אוגוסט 2012 נמכרה קרקע עבור כ-2,200 יחידות דיור, לעומת כ-5,900 בתקופה המקבילה ב-2011. בפריפריה (צפון ודרום), לעומת זאת, הירידה התבטאה בעיקר בתת ביצוע של המכרזים, שהגיע לכ-40% בצפון ולכ-60% בדרום.



מחירי הדירות (שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן) רשמו קיפאון ברבעון הראשון של השנה, ובחודשים מארס-אפריל עד אוקטובר-נובמבר הם עלו ב-5.4 אחוזים במצטבר, תוך התעוררות מסוימת במספר העסקאות (איור 21). מחירי הדירות שפורסמו ביוני (והתייחסו למארס-אפריל) הצביעו על עלייה חדה של 1.0 אחוז במחירים, אולם בחודשיים הבאים שיעור העלייה החודשי התמתן לעלייה של 0.4 אחוז ולירידה של 0.1 אחוז, בהתאמה. לכן לא היה ברור האם התחדשה מגמת העלייה במחירים. עם זאת, אינדיקטורים נוספים הצביעו על התחממות אפשרית בשוק הדירות. בחודשים מאי-דצמבר 2012 עלה היקף המשכנתאות החדשות לממוצע חודשי של כ-4 מיליארדי ש"ח (איור 22), לעומת כ-3 מיליארדי ש"ח בין ספטמבר 2011 לפברואר 2012. נטילת המשכנתאות התאפיינה בתנודתיות גבוהה. ביולי ובאוגוסט ניתנו משכנתאות בהיקף

איור 21
מחירי הדירות לעומת שכר הדירה,
בניכוי מדד המחירים לצרכן,
ינואר 2004 עד דצמבר 2012
(מדד ינואר 2005=1)



שיא של 4.9 ו-5.8 מיליארדי ש"ח, בהתאמה, כנראה על רקע העלאת המע"מ שהייתה צפויה ועל רקע "תיקון" למספר העסקאות הנמוך ברבעון הראשון של השנה. את הירידה בספטמבר ובאוקטובר מסבירה בין השאר ירידה עונתית הנובעת ממיעוט ימי העסקים בחודשים אלו, וייתכן גם כי חלק מהירידה נובע מהקדמת העסקאות בחודשיים הקודמים. בנובמבר ובדצמבר נרשמה עלייה מחודשת בהיקף המשכנתאות, ולפחות חלקית ניתן להסבירה באמצעות הקדמת עסקאות על רקע המגבלה שהטיל הפיקוח על הבנקים על שיעור המשכנתא במימון דירה (ראו להלן). התפתחות המשכנתאות דמתה להתפתחות במספר העסקאות בדירות, כפי שמדווחים עליהן רישומי מס רכוש ומס שבח (איור 22). הריביות על המשכנתאות רשמו מגמה מעורבת במחצית הנסקרת, בהמשך לירידתן במחצית הראשונה של השנה: הריבית באפיקים צמודי המדד במשכנתאות שמרה על יציבות במהלך המחצית, למעט ירידה של 0.2 נקודות אחוז בריבית המשתנה ביולי; ואילו הריביות באפיק הלא-צמוד בריבית משתנה עלו ברבעון השלישי וירדו לקראת סוף המחצית (איור 23). מחירי הדירות שהתייחסו בחודשים יולי עד נובמבר חיזקו את תמונת ההתחממות.

ניתוח שערך חטיבת המחקר של בנק ישראל הראה כי העלייה במחירי הדירות בתקופה הנסקרת משקפת את הירידה בשיעור האבטלה ואת המחסור בדירות, כפי שהוא משתקף ביחס בין גודל האוכלוסייה למלאי הדירות. כמו כן היא משקפת תגובה בפיגור לירידה בריביות במשק – תהליך הורדות הריבית של בנק ישראל מאוקטובר 2011 והירידה בריבית הריאלית לטווחים שונים.

ההתחממות המחודשת בשוק הדירות, ועמה הגידול המואץ בתיק האשראי לדירור במאזני הבנקים והמתאם בינו ובין תיק האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, הובילו לכך שבנובמבר 2012 המפקח על הבנקים הטיל מגבלה על שיעור המשכנתא במימון דירה. זאת בהמשך למגבלה על שיעור המשכנתאות בריבית משתנה שהוטלה במאי 2011 וצמצמה את השפעת הריבית המוניטרית על מחירי הדירות.

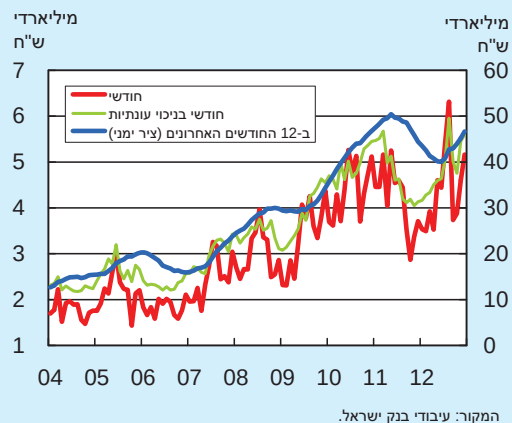
התפתחות הציפיות לאינפלציה

הציפיות לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים, כפי שהן נמדדות על פי המקורות השונים, נעו בטווח יעד האינפלציה. בתחילת המחצית הנסקרת הציפיות נעו בסביבת מרכז טווח היעד, עד אמצע המחצית הן עלו, ובסוף הן ירדו מעט מתחת למרכז הטווח.

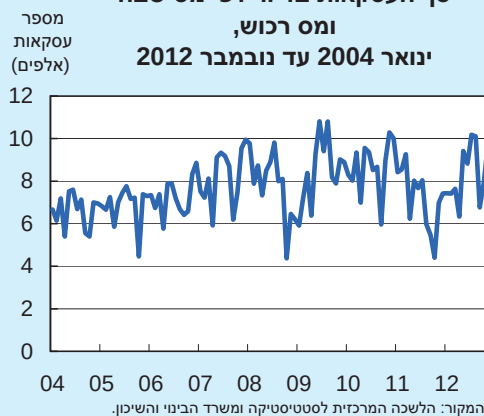
יש חשיבות רבה לבחינה של הציפיות ממקורות אלה, משום שהן מהוות מרכיב בהחלטות של הפירמות לגבי מחירי מוצריהן ולכן משפיעות על שיעור האינפלציה במשק.

בתחילת המחצית הנסקרת הציפיות לאינפלציה לשנה, כפי שהן נגזרות משוק ההון (break-even inflation), עמדו על 2.0 אחוזים (איור 24). בהמשך הן עלו בהדרגה, עד לממוצע של 2.4 אחוזים באוקטובר, ולקראת סוף השנה הן ירדו לסביבת מרכז יעד האינפלציה. העלייה בציפיות עד

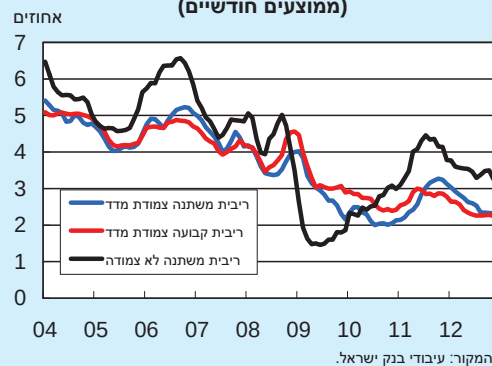
איור 22
סך המשכנתאות החדשות שניתנו בכל חודש וב-12 החודשים האחרונים, ינואר 2004 עד דצמבר 2012

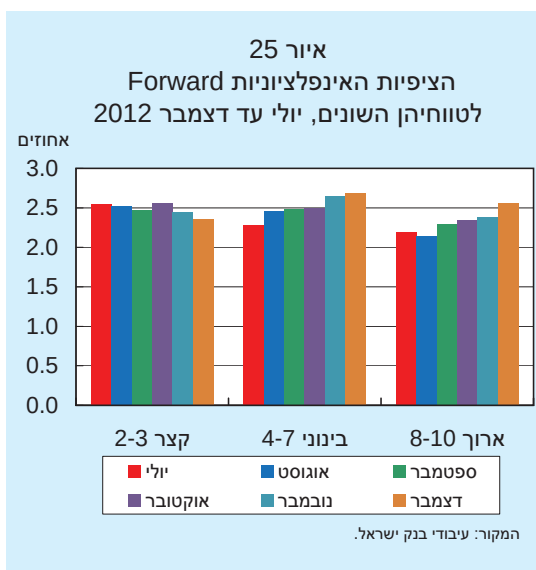


סך העסקאות בדירור לפי מס שבח ומס רכוש, ינואר 2004 עד נובמבר 2012



איור 23
הריביות על המשכנתאות החדשות שניתנו בחודש השוטף, ינואר 2004 עד דצמבר 2012 (ממוצעים חודשיים)





אוקטובר התרחשה למרות ההפתעות כלפי מטה במדדי האינפלציה (למעט מדד אוגוסט), והיא הושפעה בין היתר מהפיחות האפקטיבי ומהעלייה בסיכונים הגיאופוליטיים האזוריים. גם העלאות המסים, אלו שהתממשו בפועל ואלו שהיו צפויות בראשית 2013, תרמו לעליית הציפיות. יש לציין כי להעלאות המסים יש השפעה ישירה חד פעמית על המחירים. הירידה בהמשך מוסברת בעיקר בהאטה העולמית והמקומית, בהתהפכות מגמת הפיחות בשער החליפין ובהתפוגגות החששות הגיאופוליטיים.

הציפיות הנגזרות משוק ההון מחושבות כפער בין התשואה הנומינלית לשנה (מק"מ) לבין התשואה הריאלית לשנה; אולם מאחר שבפועל אין איגרות חוב צמודות בעלות טווח לפדיון של שנה בדיוק, התשואה הריאלית לשנה מחושבת באמצעות ממוצע משוקלל של התשואה של איגרות חוב בעלות טווח לפדיון שונה משנה. כתוצאה מכך התשואה המחושבת עלולה להכיל מרכיב של עונתיות (הטמונה במדד המחירים לצרכן) ובעקבות כך – גם הציפיות לאינפלציה לשנה עלולות להכיל אותו²¹. לאחר תיקון ההטיה הנובעת מעונתיות, הציפיות הנגזרות משוק ההון נעו בקרבת מרכז טווח יעד האינפלציה במרבית השנה, ובסופה הן ירדו ל-1.7 אחוז (איור 24).

ממוצע תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה קדימה הציג התפתחות דומה לזו של הציפיות משוק ההון: עלייה ל-2.6 אחוזים בספטמבר וירידה ל-1.8 אחוז בסוף השנה. תמונה דומה עלתה גם מהציפיות המחושבות לפי הריביות הפנימיות של הבנקים²² וגם מהציפיות הנמדדות על פי החוזים העתידיים על מדד המחירים לצרכן שהבנקים מציעים מעבר לדלפק.

הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים ("פורוורד") שמרו על יציבות במהלך המחצית והצביעו על אמינות של המדיניות המוניטרית (איור 25). בטווחים של 2–3 שנים הציפיות ירדו מעט, מרמה של 2.5 אחוזים ביולי ל-2.4 אחוזים בדצמבר. הציפיות לאינפלציה לטווחים של 8–10 שנים עלו מ-2.2 אחוזים ביולי ל-2.4 אחוזים בדצמבר. ציפיות אלו מגלמות גם פרמיית סיכון אינפלציונית, ומכאן שתוחלת האינפלציה הצפויה נמוכה יותר. כמו כן, ציפיות אלו מהוות אינדיקטור למידת האמינות של הבנק המרכזי בטווח הארוך. הימצאותן בתוך טווח יעד האינפלציה, מעט מעל למרכזו, משקפת אפוא אמינות של המדיניות המוניטרית לאורך זמן.

²¹ פירוט מופיע אצל שטיין, ר., "השפעת העונתיות במדד על אומדני הציפיות לאינפלציה", ניירות תקופתיים 2012.06, בנק ישראל.

²² הריבית הפנימית היא המחיר השולי הפנימי שכל בנק מצמיד לגיוס מקורות (פיקדונות) או להקצאת שימושים (אשראי). הריביות ללקוחות מתבססות על הריבית הפנימית בתוספת מרווחי סיכון (על האשראי) ומרווח שיווק (מרווח זה קשור לכוח השוק היחסי של הבנק מול מגזרי הלקוחות השונים ולשיקולים אחרים הנוגעים לפעילות הבנק מול המגזרים). הבנקים השונים מכנים את הריביות הפנימיות גם בשמות "ריביות צל", "מחירי מעבר" ו"מחירים סיטונאיים". הציפיות לאינפלציה לשנה, הנגזרות מהריביות הפנימיות של חמשת הבנקים הגדולים, הן הפער בין ממוצע הריביות הפנימיות השקליות לשנה לבין ממוצע הריביות הפנימיות המקבילות הצמודות למדד לשנה.

2. המדיניות המוניטרית

בנק ישראל הוריד את הריבית המוניטרית ליולי, לנובמבר ולינואר 2013 ב-0.25 נקודות אחוז, עד לרמה של 1.75 אחוז לינואר 2013. הורדות הריבית נועדו לתמוך בפעילות הכלכלית וביציבות המחירים. ברוב המחצית הנסקרת חברי הוועדה המוניטרית גרסו כי הסיכונים מהתמתנות הפעילות עולים על הסיכונים האינפלציוניים. הורדות הריבית התבצעו על רקע היעדרם של לחצים אינפלציוניים; על רקע ההאטה בפעילות העולמית, ובפרט התרחבות ההאטה באירופה, הורדות הריביות המוניטריות והתרחבות הכמותיות בעולם; ועל רקע התרחבות הסיכונים להתמתנות בפעילות המקומית, במיוחד בחלקה השני של המחצית הנסקרת, וצפי להאטה נוספת. מנגד, ההתעוררות בשוק הדירות הציבה בפני הוועדה שיקול שהיה עליה להתחשב בו בעת ההחלטה על (הורדת) הריבית. זאת לאור הגידול המואץ בתיק האשראי לדיור. בנובמבר, במקביל להורדת הריבית, המפקח על הבנקים הורה להגביל את שיעור המשכנתא במימון רכישת דירה. לפברואר 2013 בנק ישראל הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 1.75 אחוזים.

בדומה למחצית הקודמת, גם במחצית הנסקרת שבה ועלתה השאלה לגבי התפתחותו של קצב הצמיחה: האם קצב הצמיחה יציב ונע סביב הרמה שנרשמה בסוף 2011, או שמא הוא יורד. נוסף על כך הוועדה שקלה את ההתפתחויות בשוק הדירות, לנוכח ההתעוררות שהחלה בו ברבעון השני של השנה.

המדיניות המוניטרית משפיעה על הפעילות במשק ובאמצעותה על האינפלציה. בפרט, הריבית המוניטרית משפיעה על התצרוכת והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק וכן על שער החליפין²³ ודרכו על היצוא והיבוא. ואולם הריבית משפיעה על כל אחד מהאפיקים במידה שונה. הורדת ריבית פועלת להגברת הפעילות במשק, ובכלל זה בענף הבנייה. מעבר לכך, הפעילות בשוק הדירות רגישה לריבית יותר מאפיקים אחרים. ואולם רמת הריביות הנמוכה השוררת בשווקים בשנים האחרונות, כתוצאה מהמשבר העולמי, עלולה לטמון בחובה סיכונים ליציבות המערכת הפיננסית, הואיל והיא מביאה בין השאר להגדלת חשיפתה לאשראי לדיור. על כן, בכדי להגיע לאיזון בהשפעת הריבית על האפיקים השונים, יש לשקול שימוש בכלים מקרו יציבותיים מעבר לריבית המוניטרית. בהתאם לכך, במהלך השנים האחרונות בנק ישראל הטיל מגבלות על המשכנתאות החדשות²⁴.

ראוי לציין כי מאוקטובר 2011 – עת הוועדה המוניטרית התחילה לפעול – ועד לפרסום דוח זה לא שררה בקרב חברי הוועדה תמימות דעים כשהחליטו לשנות את הריבית. חברי הוועדה היו חלוקים בדעותיהם

²³ להשפעת הריבית על שער החליפין יש גם השלכה ישירה על רמת המחירים במשק.

²⁴ פירוט הצעדים שננקטו עד התקופה הנסקרת מופיע בדוח המדיניות המוניטרית (דוח האינפלציה) למחצית הראשונה של 2011.

לגבי הקצב והעיתוי של השינוי בריבית. חילוקי דעות כאלה אופייניים לוועדות מוניטריות בעולם²⁵: צעד מוניטרי בשלב מוקדם, שבו טרם התבהרה תמונת המצב, עשוי למתן את הסיכונים העתידיים ולשפר את מצב המשק, וזאת משום שהמשק מגיב למדיניות בפיגור. ואולם מדיניות כזו עלולה לגבות מחיר אם תמונת המצב המתבהרת אינה תואמת את ההערכה הראשונית ונדרש שינוי כיוון במדיניות. חילוקי הדעות בין חברי הוועדה משקפים אפוא את ההערכות השונות של המצב ושל הסיכונים העתידיים, כמו גם את המשקל השונה שכל אחד מהם מעניק לשיקולים לעיל.

להלן מופיעה סקירה של המדיניות המוניטרית על פי חודשים, כשהיא מלווה בתחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל שהייתה ידועה באותה עת. תחזית זו היא אחת התשומות החשובות המשמשות את הוועדה המוניטרית בקביעת הריבית. היא מתעדכנת אחת לרבעון, והיא מתבססת על מגוון רחב של מקורות מידע על המשק העולמי והמקומי. התחזית מבטאת גם הערכות שיפוטיות, והיא נערכת בסיוע מודל מקרו-אקונומטרי מבני שפותח בחטיבת המחקר. המודל מספק מסגרת לניתוח הכוחות המשפיעים על הכלכלה, והוא משמש גם לבחינת השפעות של שינויי ריבית על המשק ולניתוח סיכונים²⁶.

בינוני שיעור הריבית המוניטרית היה 2.5 אחוזים. לקראת ההחלטה על גובה הריבית לחודש יולי הפתיע מדד מאי כלפי מטה, והציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים ירדו לסביבת מרכז היעד. זאת בין היתר על רקע הירידה במחירי הסחורות בעולם, בעיקר הנפט. התפתחויות אלו חיזקו את ההערכה שלא צפויים לחצים אינפלציוניים. במקביל, מרבית האינדיקטורים הצביעו על כך שקצב הצמיחה של הפעילות הכלכלית ימשיך להיות מתון, והוא יוותר ברמה דומה לזו שהייתה לו ברבעון הראשון. לגבי העולם, בגוש האירו ובמשקים המתעוררים נרשמה הרעה נוספת בפעילות הריאלית, ובארצות הברית נרשמה התמתנות מסוימת בפעילות. מספר בנקים מרכזיים בעולם הורידו את הריבית המוניטרית, וה-FED הודיע על המשך הפעלתן של תוכניות הרחבה.

באותה עת חטיבת המחקר עדכנה את התחזית המקרו-כלכלית לשנים 2012–2013²⁷. תחזית הצמיחה ל-2012 לא השתנתה ועמדה על 3.1 אחוזים. לאור הורדת תחזיות הצמיחה בעולם, תחזית הצמיחה ל-2013 ירדה ב-0.1 נקודת אחוז, ל-3.4 אחוזים. תחזית האינפלציה לארבעת

²⁵ ראו לדוגמה:

Ehrmann, M. and M. Fratzscher, (2007) "Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness?.", *Journal of Money, Credit and Banking* 39, pp. 509-541.

²⁶ הסבר על התחזיות המקרו-כלכליות של חטיבת המחקר, כמו גם סקירה של המודלים העומדים מאחוריהן, מופיעים בדוח האינפלציה 31 לרבעון השני של 2010, סעיף 3-ג. הנייר זמין באתר האינטרנט של בנק ישראל. כותרתו: MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy, Discussion Paper No. 2012.06.

²⁷ הודעה לעיתונות, המציגה את התחזית, מתפרסמת במקביל להודעה על גובה הריבית. הודעה זו מתפרסמת אחת לרבעון, בסופו.

הרבעונים הבאים עודכנה אף היא כלפי מטה, מ-2.6 אחוזים ל-2.4 אחוזים, מעט גבוה מהציפיות משוק ההון (בתיקון גורם העונתיות הגלומה במדד המחירים לצרכן) ומתחזיות החזאים הפרטיים, שעמדו על 2.1 ו-2.0 אחוזים, בהתאמה. לנוכח הירידה בתחזיות לאינפלציה ולצמיחה, התחזית לריבית עודכנה כלפי מטה, ל-2.25 אחוזים החל מיולי עד תחילת 2014, בדומה לציפיות משוק ההון ולתחזיות החזאים הפרטיים. הסיכון העיקרי לתחזית היה החרפת המשבר הפיננסי באירופה.

לאור התפתחויות אלו, **הוועדה המוניטרית החליטה להפחית את הריבית לחודש יולי ב-0.25 נקודת אחוז, לשיעור של 2.25 אחוזים.** זאת בכדי לחזק את יכולתו של המשק להתמודד עם השלכות שליליות אפשריות של ההתפתחויות במשק העולמי.

בחודשים אוגוסט, ספטמבר ואוקטובר הריבית נותרה ללא שינוי. בחודשים אלו נמשכה ההרעה בהתפתחויות בעולם, אולם בישראל אומדני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון עודכנו כלפי מעלה, הציפיות לאינפלציה עלו, והאינדיקטורים בשוק הדירות הצביעו על התעוררות. ביולי מספר בנקים מרכזיים בעולם, בהם ה-ECB והבנק הסיני, הורידו את הריבית, (ה-ECB לרמת שפל של 0.75 אחוז). באוגוסט נמשכה ההרעה בגוש האירו, ביפן ובשווקים המתעוררים. בספטמבר הבנקים המרכזיים הגדולים הודיעו על צעדי הרחבה כמותית. ה-FED אף הודיע כי הריבית צפויה להישאר ברמתה הנמוכה עד אמצע 2015. בהתאם להתפתחויות בעולם, הסקרים השונים הוסיפו להצביע על התמתנות צפויה נוספת בפעילות המקומית.

ביולי עלתה אי הוודאות ביחס לקצב הצמיחה של הפעילות הריאלית המקומית, בעקבות ירידה חדה בנתוני היצוא לחודש יוני, ירידה שהקיפה את מרבית הענפים. ואולם נתוני החשבונאות הלאומית למחצית הראשונה, שפורסמו בספטמבר, עודכנו כלפי מעלה והצביעו על המשך קצב צמיחה מתון בשיעור של 3 אחוזים. אי הוודאות ביחס להתפתחויות במשק הושפעה גם מהעמקת הגירעון הממשלתי, הגירעון בפועל והגירעון הצפוי, לאור ההאטה בפעילות והתרחבות ההתחייבויות הממשלתיות.

מנגד, הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה עלו בחודשים אלו לחלקו העליון של טווח היעד. זאת בשל גורמי היצע: עלייה במחירי הסחורות והאנרגיה בעולם ביולי ובאוגוסט והעלאת המסים הצפויה שהוכרז עליה באוגוסט. בנוסף, מחירי הדירות עלו בקצב גבוה ביחס לקיפאון ששרר בהם ברבעון הראשון של השנה, ואולם טרם ניתן היה לקבוע אם מדובר בשינוי מגמה. בהמשך נרשמו עליות משמעותיות בהיקף המשכנתאות החדשות ובמספר עסקאות רכישת דירה. כל אלה חיזקו את החשש מפני התחדשות מגמת העלייה במחירי הדירות. לאור התפתחויות אלו, הריבית נותרה ללא שינוי בחודשים אוגוסט, ספטמבר ואוקטובר, כאמור.

בסוף ספטמבר עודכנה תחזית חטיבת המחקר. תחזית הצמיחה לשנת 2012 עודכנה כלפי מעלה, ל-3.3 אחוזים, בעקבות עדכון נתוני החשבונאות

הלאומית. ואולם התחזית לשנת 2013 עודכנה כלפי מטה, ל-3 אחוזים, כתוצאה מההרעה הכלכלית באירופה. תחזית האינפלציה לשנה המסתיימת ברבעון השלישי של 2013 עלתה ל-2.6 אחוזים בשל גורמי ההיצע והפיחות, שיעור גבוה ב-0.4 נקודת אחוז מהציפיות משוק ההון (בתיקון גורם העונתיות) וב-0.2 נקודת אחוז מתחזיות החוזאים הפרטיים. התחזית לריבית נותרה ללא שינוי עד סוף 2013, בדומה לציפיות משוק ההון ומעט גבוה מתחזית החוזאים הפרטיים, שעמדה על 2.1 אחוזים לשנה הקרובה.

באוקטובר התחזקה ההערכה שחלה התמתנות מסוימת בקצב הצמיחה, והסקרים השונים המשיכו להצביע על צפי להתמתנות נוספת בפעילות. התפתחות המחירים בפועל הצביעה על התמתנות נוספת בסביבת האינפלציה תוך המשך ההתמתנות בעליית סעיף הדיור במדד (שכירות). מרבית הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה נעו במרכז היעד. זאת על רקע הירידה במחירי הסחורות מחד גיסא, והעליות הצפויות במחירי המזון מאידך גיסא. רמת הסיכונים מהעולם נותרה גבוהה. נתוני המקרו בארה"ב ובאירופה היו מעורבים ורובם הפתיעו לטובה, אך זאת ביחס לתחזיות נמוכות מלכתחילה. האינפלציה בעולם המשיכה להיות מתונה. קרן המטבע הבין-לאומית עדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה העולמית לשנים 2012 ו-2013, ומספר רב של בנקים מרכזיים הורידו את הריבית.

העלייה במחירי הדירות נמשכה. עלייה זו, והמשך הגידול באשראי לדיור כתוצאה מהריביות הנמוכות בשוק המשכנתאות, העלו את החשש מפני פגיעה אפשרית ביציבות של המערכת הפיננסית.

בכדי לתמוך בפעילות הכלכלית, ובהיעדר לחצים אינפלציוניים, **החליטה הוועדה להוריד את הריבית לנובמבר ב-0.25 נקודות אחוז**. הורדה זו הפתיעה את השוק והקדימה את תחזיות החוזאים הפרטיים, הואיל ואלה צפו אמנם הורדת ריבית, אך לא במהלך שלושת החודשים הקרובים; והיא עמדה בניגוד לריבית הנגזרת מעקום המק"מ ("פורוורד"), הואיל וזה הצביע על יציבות בריבית בשנה הקרובה. במקביל לכך המפקח על הבנקים הורה להגביל את שיעור המשכנתא במימון מחיר דירה. זאת בכדי לתמוך ביציבות המערכת הבנקאית על רקע הגידול המואץ בתיק האשראי לדיור במאזני הבנקים והמתאם בינו ובין תיק האשראי לענף הבינוי והנדל"ן²⁸. הוראה זו תקפה לגבי הלוואות לדיור שניתן להן אישור עקרוני מיום 1 בנובמבר 2012 ואילך. ההוראה קובעת כי שיעור המשכנתא לא יעלה על 75 אחוזים במימון דירה ראשונה; לא יעלה על 50 אחוזים במימון דירה להשקעה; ולא יעלה על 70 אחוזים בשאר המקרים.

בנובמבר מרבית האינדיקטורים המשיכו לתמוך בהערכה שלפיה נמשך גידול מתון בפעילות, והסקרים השונים המשיכו להצביע על פסימיות ועל צפי להתמתנות בפעילות. חברי הוועדה הסכימו כי ככל הנראה לא צפוי ריסון פיסקלי משמעותי בתחילת 2013, וזאת למרות המעבר לתקציב

²⁸ פירוט מופיע בהודעה שהתפרסמה במקביל להודעת הפחתת הריבית לנובמבר 2012.

מוגבל עקב העובדה שלא אישרו את תקציב 2013. הסיבה לכך היא ירידה בהיקף הוצאות החזר החוב ביחס ל-2012. כמו כן שררה הסכמה על כך שמבצע "עמוד ענן" אינו צפוי להשפיע משמעותית על קצב הצמיחה הנוכחי והעתיד.

רמת הסיכונים מהעולם נותרה גבוהה וכללה את החמרת המצב הכלכלי ביפן ואת המשך המיתון באירופה. מנגד חל שיפור מתון בסין ובארה"ב, אולם גברו החששות מפני "המצוק הפיסקלי". על רקע הורדת הריבית בחודש הקודם, **הוועדה סברה כי הותרת הריבית בדצמבר ללא שינוי עקבית עם רמת הפעילות וסביבת האינפלציה במשך.**

בדצמבר נמשכה הירידה בסביבת האינפלציה. ירידה זו השתקפה בכך שבמדדי המחירים לצרכן הצטברו הפתעות כלפי מטה – הפתעות כאלה הופיעו בחמישה מתוך שבעת המדדים האחרונים – ובכך שהציפיות לאינפלציה לשנה קדימה ירדו אל מתחת למרכז היעד. התפתחות זו עלולה להצביע על רפיון בביקושים המקומיים ועל התמתנות נוספת בקצב הצמיחה. בנוסף, שער החליפין יוסף בחודשיים האחרונים בהמשך לפיחות בחודשים הקודמים.

נתוני המקרו בארה"ב ובסין הפתיעו לטובה, אולם רמת הסיכונים מהעולם נותרה גבוהה: נתוני המקרו באירופה, ובפרט במדינות הליבה, הצביעו על התרחבות ההאטה וכניסה למיתון; גברה אי הוודאות ביחס לבעיית "המצוק הפיסקלי" בארה"ב ולמשבר החובות באירופה, ועמה גבר החשש מכניסה למיתון נוסף. ה-FED הודיע כי יוסיף תוכנית הרחבה כמותית וכן כי תוכניות ההרחבה והריבית האפסית יימשכו כל עוד שיעור האבטלה יהיה גבוה מ-6.5 אחוזים, ובתנאי שתחזיות האינפלציה לשנה עד שנתיים לא יעלו על 2.5 אחוזים.

מחירי הדירות המשיכו לעלות. ראוי לציין כי בשלב זה טרם ניתן לבחון את השפעת המגבלות על שיעור המשכנתאות שהטיל המפקח על הבנקים. זאת מאחר שהן נכנסו לתוקף ב-1 בנובמבר, וצפויה להן השפעה הדרגתית גם בראשית 2013.

בסוף דצמבר עודכנה תחזית חטיבת המחקר. תחזית הצמיחה ל-2013, בניכוי השפעת הפקת הגז הצפויה ממאגר "תמר", עודכנה כלפי מטה, ל-2.8 אחוזים מ-3 אחוזים בתחזית הקודמת. התחזית הכוללת את השפעת הפקת הגז עומדת על 3.8 אחוזים. הזרמת הגז אינה צפויה להשפיע על התפתחות רמות התעסוקה והאבטלה במשך בטווח הקצר.

העדכון כלפי מטה בתחזית הצמיחה שיקף את ההרעה בפעילות בעולם, הצפויה להימשך, ואת ההשפעה השלילית המתמשכת של מבצע "עמוד ענן" על התיירות הנכנסת. על פי התחזית, ההתפתחויות בסביבה הכלכלית העולמית צפויות להכביד על צמיחת השימושים לפחות עד אמצע 2013. תחזית האינפלציה ל-2013 עודכנה כלפי מטה בכ-0.4 נקודת אחוז, ל-1.8 אחוזים. הכוחות הצפויים לרסן את עליית האינפלציה הם: הייסוף שחל לאחרונה; המשך האטה בפעילות העולמית והתמתנות מחירי הסחורות

בעולם; המשך ההתמתנות בעליית שכר הדירה; המשך הפריסה של החלת חוק חינוך חינוך חינוך; כמותוכן; המשך ההשפעות של הרפורמות בתחום הסלולר. מנגד, הכוחות התורמים להאצת האינפלציה הם: העלאות המסים הצפויות ב-2013; העלייה בשכר הריאלי בסקטור הציבורי הצפויה ב-2013; והעלייה בתעריף החשמל לצריכה פרטית בעקבות הפסקת אספקת הגז ממצרים, עלייה שצפויה להיכנס לתוקף במהלך הרבעון השני של 2013.

לוח 3

השוואת התחזיות לאינפלציה ולריבית לשנה הקרובה

(אחוזים)

חטיבת המחקר של בנק ישראל	שוק ההון ¹	החזאים הפרטיים ²
האינפלציה ³ (טווח התחזיות)	1.8	1.7 ⁴ (1.6-2.1)
הריבית ⁵ (טווח התחזיות)	1.75	1.77 (1.50-2.25)

¹ ממוצע חודש דצמבר (עד ה-23).

² התחזיות לאינפלציה ולריבית לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר.

³ האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים.

⁴ בניכוי גורם העונתיות הגלום במדד המחירים לצרכן.

⁵ הריבית בסוף הרבע הרביעי של 2013. הציפיות משוק ההון לפי שוק התלבור.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

על פי התחזית, שפורסמה בסוף דצמבר (תחזית מעודכנת צפויה להתפרסם בסוף מארס 2013), הריבית צפויה לעמוד על 1.75 אחוזים לכל אורך שנת 2013. הסיכון המרכזי לתחזית הוא משבר החובות באירופה. עם זאת, לתרחיש קיצוני יש הסתברות נמוכה להתממש. הסיכונים המקומיים כוללים סיכונים גיאופוליטיים ומדיניים, וכן אי וודאות בנוגע להמשך ניהול מדיניות פיסקלית אחראית לאחר הבחירות. סיכון נוסף הוא הימשכות הייסוף שהתרחש ברבעון הרביעי של 2012. זו עלולה להוביל להאטה בפעילות ולהאטה נוספת באינפלציה. לבסוף, סיכון נשקף גם מהריסון הפיסקלי בארה"ב, אך הוא פחת במידה רבה.

על רקע הצורך בתמיכה נוספת בפעילות הכלכלית, ועל רקע היעדרם של לחצים אינפלציוניים, החליטה הוועדה להוריד את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, לרמה של 1.75 אחוזים בינואר. הריבית לפברואר נותרה ללא שינוי ברמה של 1.75 אחוזים.

לוח נ-1

ההתפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/12	11/12	10/12	09/12	08/12	07/12	
						התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
1.9	1.9	2.1	2.2	2.1	2.1	תשואת מק"מ ל-3 חודשים
1.8	1.9	2.2	2.2	2.0	2.0	תשואת מק"מ לשנה
2.8	2.9	3.1	3.3	3.1	3.1	תשואת אג"ח לא צמודות ל-5 שנים
5.2	5.4	5.5	5.7	5.5	5.5	תשואת אג"ח לא צמודות ל-20 שנים
-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.3	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
2.8	3.0	3.0	3.8	4.1	4.7	תשואת אג"ח צמודות ל-30 שנים
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות בדירוג AA-AAA (נקודות אחוז)*
1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	
						פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות לאג"ח פרטיות לא מדורגות ללא נדל"ן (נקודות אחוז)*
5.3	5.7	7.9	9.0	9.4	12.4	
						שוק המניות (אחוז השינוי במהלך החודש)
-3.6	1.2	2.9	5.0	-0.8	2.6	מדד המניות הכללי
-3.6	1.3	2.1	6.1	1.3	4.6	מדד ת"א 25
						שוק מטבע החוץ (אחוז השינוי במהלך החודש)
-2.0	-1.8	-0.9	-2.9	0.8	1.9	השקל מול הדולר
-0.7	-1.7	-0.5	0.5	2.7	-0.5	השקל מול האירו
-1.5	-1.9	-0.9	-1.0	1.5	1.4	שער חליפין נומינלי אפקטיבי
						מדדי סיכון הנגזרים מהמסחר באופציות שקל-דולר (ממוצעים חודשיים, באחוזים)
12.5	12.5	9.2	9.4	9.8	9.0	סטיית התקן הגלומה
4.3	4.3	2.6	2.8	3.1	2.7	ההסתברות לפיחות בשיעור גדול מ-5%
2.3	1.9	2.0	2.3	2.7	2.1	ההסתברות לייסוף בשיעור גדול מ-5%

* החישוב מתייחס לאג"ח צמודות למדד, ללא אג"ח להמרה, בעלות שיעור תשואה עד 60%, ומח"ם ארוך מששה חודשים. המרווחים בין כל סדרת אג"ח קונצרני לבין הגליל בטווח מח"ם המתאים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח נ-2
סביבת האינפלציה והריבית
(ממוצעים חודשיים)

12/12	11/12	10/12	09/12	08/12	07/12	
						סביבת האינפלציה (אחוזים)
0.2	-0.5	-0.2	0.0	1.1	0.1	השינוי החודשי במדד המחירים לצרכן
						תחזיות החזאים למדד חודשי (ממוצע תחזיות לפני פרסום המדד)
0.0	-0.1	0.2	0.5	0.7	0.1	
1.6	1.4	1.8	2.1	1.9	1.4	השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
2.2	2.2	2.4	2.2	2.2	2.0	הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה
1.9	1.9	2.2	2.6	2.5	1.9	תחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה
						הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים*
2.4	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5	הציפיות לאינפלציה לטווח קצר (לשנה השנייה והשלישית)
2.7	2.6	2.5	2.5	2.5	2.2	הציפיות לאינפלציה לטווח בינוני (לשנה הרביעית עד השישית)
2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.3	הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך (לשנה השביעית עד העשירית)
						הריבית ופערי הריביות
2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25	ריבית בנק ישראל
-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	הריבית הריאלית הנגזרת
1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לארה"ב
1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.47	פערי הריביות לטווח קצר בין ישראל לאירופה
						תחזיות החזאים לשינוי של הריבית המוניטרית (ממוצע תחזיות לפני פרסום ההחלטה)
-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	
1.8	1.9	2.1	2.0	1.9	2.1	תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה
2.4	2.6	2.7	2.9	2.8	2.9	פערי הריביות הארוכות הנומיןליות בין ישראל לארה"ב
2.3	2.5	2.7	2.8	2.6	2.7	פערי הריביות הארוכות הריאליות בין ישראל לארה"ב

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