

דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2022



בנק ישראל



דוח המדיניות המוניטרית

המחצית השנייה של 2022

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

תוכן העניינים

תקציר	6
צעדי המדיניות.....	8
תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניתרית.....	10
1. סביבת האינפלציה	10
2. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה.....	14
3. שער החליפין	16
4. הכלכלה העולמית	17
5. שוק האשראי והתחזיות בשווקים הפיננסיים	18
6. התפתחויות ביציבות המערכת הפיננסית.....	19
7. המדיניות הפיסקלית.....	19
8.שוק הדיור	20
התחזית המאקרו כלכלית ותוואי האינפלציה והצמיחה הצפויים	21
1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר	21
2. התוואים הצפויים של האינפלציה והצמיחה.....	21

דוח המדיניות המונית

המחצית השנייה של 2022

לבנק ישראל יש על פי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010 שלוש מטרות: (1) שמירה על יציבות המכירים – וזאת כיעד מרכזי; נקבע שיציבות מכירים פירושה שיעור אינפלציה שנתי בתחום שבין 1% ל-3%. (2) תמיכה במטרות אחרות של הממשלה – במיוחד צמיחה, תעסוקה וצמצום פערים חברתיים – בתנאי שהדבר לא יפגע ביציבות המכירים. וכן (3) תמיכה ביציבותה של המערכת הפיננסית ובפעילותה הסדירה.

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 שבה עוסק הדוח. כן סוקר הדוח את המדיניות הנחוצה – לדעת חברי וחברת הוועדה המונית של בנק ישראל, הפורום שבו מתקבלות ההחלטות על המדיניות המונית – כדי לשמר את שיעור האינפלציה בתחום שקבעה הממשלה וכדי להשיג את יתר המטרות של מדיניות הכלכלית. היציבות הפיננסית במשק נסקרת על ידי בנק ישראל בדוח היציבות הפיננסית.

בהתאם לסעיף 55(ב) של החוק, הדוח הנוכחי מסביר מדוע שיעור האינפלציה סטה מתחום היעד שקבעה הממשלה במשך יותר משישה חודשים ברציפות – מאז פרסום מדד המכירים לצרכן של ינואר 2022 (שפורסם ב-15 בפברואר 2022) עד פרסום מדד המכירים לצרכן של נובמבר 2022 (שפורסם ב-15 בדצמבר 2022). שיעור האינפלציה בתקופה זו היה גבוה מגבולו העליון של היעד וההסברים לכך מובאים בסעיף א' להלן ("המדיניות והיעדים").

דוח המדיניות המונית למחצית השנייה של 2022 הוכן בהנחיית הוועדה המונית בידי כלכלנים מחטיבת המחקר של בנק ישראל. הדוח מבוסס על הנתונים שפורסמו עד החלטת הריבית שהתקבלה בתאריך 2 בינואר 2023.

תקציר

דוח זה סוקר את המדיניות המוניטרית במחצית השנייה של שנת 2022 ואת החלטת הריבית מחודש ינואר 2023¹. במהלך תקופה זו היה שיעור האינפלציה בישראל מעל לגבול העליון של היעד והתאפיין בתנודתיות, אולם שיעור זה המשיך להיות נמוך בהשוואה לרוב הכלכלות המפותחות. בשנתיים האחרונות נבעו עליות המחירים בישראל משילוב של גורמי היצע ובפרט חיצוניים, כאשר המשמעותיים שביניהם הן השפעות מהמלחמה בין רוסיה לאוקראינה, שהביאה לעלייה משמעותית במחירי האנרגיה והסחורות, ומהשיבושים הנמשכים בשרשראות האספקה. אך גם מגורמי ביקוש מקומי, על רקע חזרתו של המשק לשיעורי תעסוקה גבוהים מאלה ששררו טרום משבר הקורונה - אשר העידו על קיומו של שוק עבודה הדוק.

במהלך המחצית הנסקרת גברו הסימנים שעליות המחירים הן רוחביות והוועדה העריכה שהאינפלציה בישראל נובעת במידה רבה מעלייה בביקושים מקומיים. עוד העריכה הוועדה כי תהליכי ההידוק המוניטרי בישראל ובעולם, התמתנות הביקוש, לצד ההקלות בשיבושים בשרשרות האספקה וירידת מחירי הסחורות והנפט, פועלים להתמתנות שיעור האינפלציה בישראל. מנגד, הוועדה העריכה כי קיימת גם אי-ודאות בנוגע למידת ההרחבה הפיסקלית ולהתפתחויות בגזרת השכר במשק, וכי לאלו תהיה השפעה על קצב ההתכנסות של האינפלציה ליעדה.

המדיניות המוניטרית: הריסון המוניטרי בוצע בשנת 2022 בעיקר באמצעות העלאה שקולה ונחושה של הריבית המוניטרית. במסגרת ארבע החלטות ריבית שהתקבלו במחצית השנייה של שנת 2022 החליטה הוועדה על העלאתו של שיעור הריבית ב-2.50 נקודות אחוז, משיעור של 0.75% (בחודש יוני) עד שיעור של 3.25% בסוף 2022. בחודש ינואר 2023 עלה שיעור הריבית בעוד 0.50 נקודת האחוז, לשיעור של 3.75%. מדיניות הצמצום המוניטרי שהופעלה הייתה המשך ישיר לתהליך שהחל בשנת 2021, קרי, הפסקה של תכנית הרכישות של איגרות החוב ושל השימוש ביתר הכלים המיוחדים שהופעלו במהלך משבר הקורונה וכן לא בוצעו רכישות מט"ח במחצית השנייה של 2022. המדיניות המוניטרית בתקופה זו התאפיינה בהאצה של העלאות ריבית ביחס להעלאות הריבית הצפויות לפי התחזיות באותה העת. במילים אחרות, הוועדה בחרה לנקוט, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים בעולם, במדיניות של Front Loading.

סביבת האינפלציה: המחצית השנייה של שנת 2022 התאפיינה בסביבת אינפלציה גבוהה בהשוואה לשנים האחרונות. שיעור האינפלציה השנתי היה לאורך המחצית הנסקרת מעל לגבול העליון של היעד והתאפיין בתנודתיות. האינפלציה השנתית עמדה בחודש נובמבר על שיעור של 5.3%. עם זאת שיעור האינפלציה בישראל נמוך משיעורה ברוב המדינות המפותחות. במהלך המחצית נמצאו הציפיות לאינפלציה בישראל לטווחים הקצרים, לשנה וציפיות הפורוורד לשנה בעוד שנה, בסביבת הגבול העליון של תחום היעד ולפרקים מעט מעליו. הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים יותר (מעל לשנתיים), המשיכו להיות מעוגנות בתוך תחום היעד.

הפעילות הריאלית המקומית: הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת המשיכו להעיד על נתוני צמיחה נאים, אך בנתוני הקצה נרשמה ירידה קלה בקצב הצמיחה. רמת התוצר במשק המשיכה להיות במהלך המחצית גבוהה מקו המגמה ארוך הטווח של טרום משבר הקורונה. האינדיקטורים השוטפים המשיכו להעיד על רמת פעילות כלכלית איתנה, אולם חלקם הצביעו על התמתנות בצמיחה ברביע השלישי, שבאה לידי ביטוי, בין היתר, בירידה קלה שנרשמה ביצוא הסחורות ועלייה במספר החברות שמדווחות על עלייה בעוצמת הקושי שנגרם בשל מחסור בהזמנות. בהערכתה קדימה סברה הוועדה שמתרבים הסימנים להאטה בכלכלה העולמית וכי אלה עלולים לתת את אותותיהם גם במשק הישראלי.

שוק העבודה: שוק העבודה המשיך להיות הדוק בסביבת תעסוקה מלאה במחצית הנסקרת עם היחלשות מסוימת בנתוני הקצה - עלייה מתונה בשיעור האבטלה וירידה קלה בשיעור התעסוקה. השכר הנומינלי בגילי העבודה (25-64) המשיך לעלות במהלך התקופה והוא נותר מצוי מעל למגמתו טרום המשבר; במונחים ריאליים מצוי השכר בנתוני הקצה בסביבת המגמה שהייתה חזויה טרום המשבר.

שער החליפין: השקל התאפיין במחצית השנייה של השנה במגמה מעורבת. בתחילת המחצית השקל יוסף מול המטבעות המרכזיים אך בהמשכה חל בו פיחות משמעותי. מחודש אוקטובר עד אמצע חודש דצמבר התאפיין שער"ח הנומינלי אפקטיבי ביציבות יחסית. יציבות זו שיקפה מגמות מעורבות של התחזקות השקל מול הדולר והיחלשותו מול האירו. בסוף התקופה הנסקרת חל בשערו של השקל פיחות נוסף.

1 ההחלטות בשנת 2022 שהתקבלו בתאריכים 4 ביולי, 22 באוגוסט, 3 באוקטובר, 21 בנובמבר וכן 2 בינואר 2023.

הכלכלה העולמית: ההאטה בפעילות הכלכלית הגלובלית שהתרחשה על רקע המלחמה באוקראינה, משבר האנרגיה באירופה וההאטה בסין, המשיכה במחצית הנסקרת. תחילת המחצית התאפיינה בהמשך השיבושים בשרשרות האספקה, שהובילו ללחצי אינפלציה ולהאטה בפעילות הגלובלית, אך בהמשכה נרשמו הקלות מסוימות בשיבושים אלה.

העלייה באינפלציה ברחבי העולם הובילה לריסון מוניטרי מצד הבנקים המרכזיים. מגמה זו התחזקה לאורכה של המחצית, כאשר בנקים מרכזיים רבים נקטו בתהליך של הקדמה ושל האצה של קצב העלאת שיעורי הריבית (Front Loading). צעדים אלה, בשילוב שאר ההתפתחויות הגלובליות, תרמו להמשך האטה בפעילות הכלכלית ותחזיות הצמיחה העולמיות התעדכנו כלפי מטה. סביבת האינפלציה בעולם נותרה במחצית הנסקרת גבוהה משמעותית מיעדי הבנקים המרכזיים, אולם, לקראת סוף התקופה מסתמנת התמתנות באינפלציה בחלק מהמדינות. לאור מגמות אלה המשיך בעולם הצמצום המוניטרי, אך כמה בנקים מרכזיים החלו לאותת על האטה עתידית בקצב הצמצום וחלקם אף החלו בפועל להאט את קצב הצמצום המוניטרי.

שוק האשראי: קצב הגידול של האשראי הבנקאי החדש למגזר העסקי בישראל האט במהלך המחצית ובמקביל נרשמו עליות בשערי הריבית. אולם האשראי החוץ-בנקאי (בעיקר אג"ח תאגידיות) המשיך להתרחב וחלק משמעותי ממנו הופנה לענף הבינוי והנדל"ן. סימנים נוספים להתקררות אפשרית בשוק האשראי העסקי התקבלו מנתוני סקר מגמות שהצביעו על עלייה מסוימת בקשיי המימון של החברות, אך אלו הוסיפו להיות נמוכים. לאחר שהוא הגיע לשיא בתחילת השנה, היקף המשכנתאות החדשות הצטמצם במהלך המחצית אולם הוא נותר גבוה. המשכנתאות שנלקחו התאפיינו ברמת מינוף (LTV) דומה לזו הממוצעת בשנתיים האחרונות. מנגד המשיך שיעור החזר מההכנסה (PTI) לעלות.

ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים: השווקים הפיננסיים בישראל ובעולם התפתחו במחצית הנסקרת באופן דומה. מדדי המניות נרשמו בתחילת המחצית עליות שערות ותשואות האג"ח הממשלתיות נרשמו במקביל ירידות. בהמשך, על רקע האטה בפעילות העולמית והמדיניות המוניטרית המרסנת, חל שינוי במגמה וירידות שערות חדות נרשמו במדדי המניות ובתשואות האג"ח הממשלתיות נרשמו עליות. מחודש אוקטובר עד חודש דצמבר, על רקע האטה בקצב העלאת שיעורי הריבית, נרשמו מדדי המניות בעולם עליות שערות ותשואות האג"ח הממשלתיות בישראל ובעולם נותרו ללא שינוי משמעותי. אולם, מחודש נובמבר נרשמו בשוק ההון המקומי ירידות שערות, מעבר למגמה העולמית. תשואות אג"ח הממשלתיות המקומיות עלו באופן משמעותי בסוף התקופה הנסקרת.

התפתחויות ביציבות המערכת הפיננסית: עליית האינפלציה בעולם, לצד העלייה בשיעורי הריבית, הגדילה את עלות החוב, הן למדינות והן למגזר הפרטי והגדילה את הסיכון למיתון עולמי באופן משמעותי. ישראל מושפעת אמנם מההתפתחויות הגלובליות, אך לעת עתה רק באופן מתון. יתרת האשראי העסקי לענף הבינוי והנדל"ן נותרה ברמה גבוהה.

שוק הדיור: העלייה במחירי הדירות ושכר הדירה המשיכה להאיץ במהלך התקופה הנסקרת. נכון לחודש נובמבר עלו מחירי הדירות במונחים שנתיים בכ-20%. במקביל, גם מחירי שכר הדירה האיצו בקצב גבוה בהשוואה לשנים האחרונות.

המדיניות הפיסקלית: בשנת 2022 היה עודף בפעילות הממשלה בשיעור של 0.6% תוצר. ההוצאות המקומיות התייצבו במהלך המחצית הנסקרת ברמה נמוכה משמעותית מזו שאפיינה את הממשלה בתקופת הקורונה ובהשוואה לשנת 2019. במקביל המשיכו ההכנסות המקומיות לגדול בקצב גבוה מהצפוי על פי התחזיות השונות. ההכנסות החריגות נתרמו בעיקר מרמה גבוהה בגביית מס ההכנסה נטו, לרבות מבצע גביה חד-פעמי, וגבייה של מסי מקרקעין.

תחזית חטיבת המחקר: חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמוד להודעות הריבית ביולי 2022, באוקטובר 2022 ובינואר 2023. לפי התחזית שפורסמה בחודש ינואר 2023, נאמדה צמיחת התוצר בשנת 2022 בשיעור של 6.2%, שיעור גבוה לזה שנחזה בתחזיות שפורסמו בחודשים יולי ואוקטובר. מנגד, התעדכנה הצמיחה לשנת 2023 כלפי מטה. רמת התוצר בסוף שנת 2023 צפויה להיות גבוהה ממה שהוערך בתחילת המחצית בחודש יולי. שיעור האבטלה על פי תחזית ינואר צפוי לעמוד בשנת 2023 על 4% בממוצע. יחס החוב לתוצר בשנים 2022 ו-2023 צפוי להיות נמוך יותר משהוערך בתחילת המחצית, כ-62% בכל אחת מהשנים. כמו כן צפוי שיעור האינפלציה בשנת 2023 להיות בסביבת הגבול העליון של היעד וריבית בנק ישראל צפויה לעמוד בעוד שנה על פי תחזית זו על 4%.

צעדי המדיניות

במטרה להחזיר את האינפלציה לסביבה של יציבות מחירים בהתאם ליעד, המשיך בנק ישראל במחצית השנייה של שנת 2022 בתהליך הריסון המוניטרי והעלה את הריבית עד שיעור של 3.25 אחוזים, לאחר העלאה לשיעור של 0.75 אחוז במחצית הראשונה של השנה. בינואר 2023 העלתה הוועדה את הריבית בעוד 0.50 נקודת אחוז לרמה של 3.75%.

בהשוואה לבנקים המרכזיים הגדולים בעולם הקדים בנק ישראל לעבור כבר במחצית השנה השנייה של שנת 2021 למדיניות של צמצום מוניטרי. בשלב הראשון הופסקו הכלים המיוחדים שהוכרוזו בעיצומו של משבר הקורונה בשנת 2020, בחודש דצמבר 2021 חדלו רכישות איגרות החוב הממשלתית ומחודש פברואר 2022 חדלו גם רכישות מט"ח. בהחלטתה מחודש פברואר הודיעה הוועדה שבחודשים הבאים צפוי להתחיל תהליך הדרגתי של העלאת שיעורי הריבית.

הוועדה המוניטרית המשיכה בשנת 2022 בתהליך הריסון המוניטרי באמצעות העלאה שקולה ונחושה של הריבית המוניטרית. כאשר לוקחים בחשבון את שיעור סטיית האינפלציה מיעדה, החל מועד העלאת הריבית בישראל בשלב מוקדם יותר בהשוואה לרוב הבנקים המרכזיים הגדולים בעולם. כלומר, בנק ישראל הפעיל מדיניות מעט ניצית יותר.

במחצית הנסקרת המשיכה הוועדה מוניטרית בתהליך הצמצום המוניטרי, במטרה להחזיר את האינפלציה ליעדה, תוך נקיטת צעדים שקולים ומחושבים ובחינת מכלול ההתפתחויות הכלכליות בארץ ובעולם. הוועדה מעריכה כי השפעת הצמצום המוניטרי מתרחשת בפיגור מסוים. בהשוואה לעבר, התאפיינה המדיניות המוניטרית בהאצה של העלאות שיעורי הריבית ביחס להעלאות הריבית הצפויות לפי התחזיות באותה העת. כלומר, הוועדה בחרה בדומה לבנקים מרכזיים אחרים בעולם לרבות הפד האמריקאי, לנקוט במדיניות של Front Loading. אחד הגורמים שהובילו לצורך חזק בהאצת קצב העלאות שיעורי הריבית הוא מידת ההתמדה של זעזוע ההיצע שנגרם בעקבות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה והימשכותה הרבה מעבר למה שהוערך בתחילה. בהחלטתה בחודש פברואר הודיעה הוועדה שהיא תחל בחודשים הבאים בתהליך של העלאת שיעורי ריבית, כפי שאכן התרחש בפועל. הוועדה העלתה במחצית השנייה של 2022 את שיעורי הריבית בארבע פעימות: פעימה ראשונה בחודש יולי בשיעור של מחצית נקודת האחוז (0.75%-ל-1.25%), שתי פעימות בשיעור של 0.75 נקודת האחוז (ל-2%-ול-2.75%) ופעימה נוספת בשיעור של מחצית נקודת האחוז (0.50% לשיעור של 3.25%). בחודש ינואר 2023 העלתה הוועדה את שיעור הריבית במחצית נקודת אחוז (0.50%) נוספת, כך שבסוף התקופה הגיע שיעור הריבית ל-3.75% (איור 1).

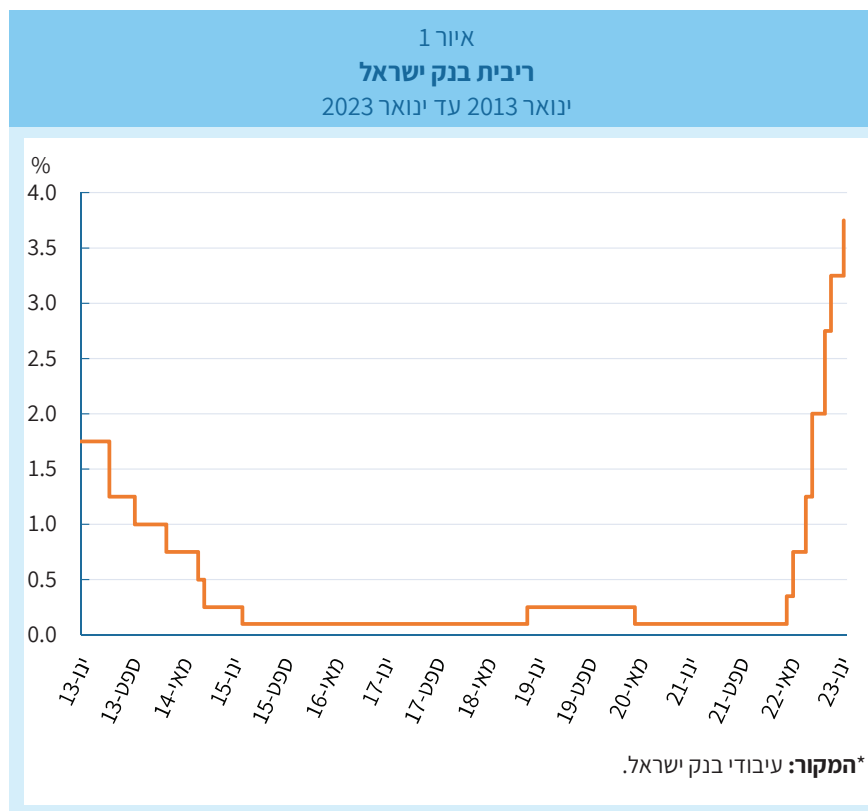
האינפלציה השנתית נותרה במהלך המחצית מעל לגבול העליון של תחום היעד ועמדה בחודש נובמבר על שיעור של 5.3%. על רקע הפעילות האיתנה במשק, שלוותה גם בשוק עבודה הדוק, היוותה האינפלציה את הגורם המרכזי לקביעה של מדיניות מוניטרית מרסנת. הוועדה דנה במהלך התקופה הנסקרת בגורמים לעליית האינפלציה, תוך התייחסות למידת הרחביות שלה ולמידת התמדתה. הציפיות לאינפלציה בטווחים הבינוניים והארוכים נשארו מעוגנות בתוך תחום היעד, אך הציפיות לטווחים של עד שנתיים חרגו לפרקים מהיעד.

בעת החלטת הריבית בחודש יולי 2022 התגברו במדינות רבות הצעדים להידוק מוניטרי, לצד עדכון כלפי מטה של תחזיות הצמיחה שפרסמו הגופים הבין-לאומיים השונים. האינפלציה השנתית בישראל המשיכה לעלות ומנגד נרשמה ירידה בציפיות לאינפלציה. כמו כן נמשכה מגמת הפיחות בשער של השקל, הפעילות הכלכלית נותרה ברמה גבוהה ושוק העבודה המשיך להיות הדוק. בפרט, המשיך השכר במגזר העסקי לנוע מעל למגמה ארוכת הטווח. אי-הוודאות הפוליטית התגברה עם פיזור הכנסת. כל ששת חברי הוועדה המוניטרית סברו שיש להמשיך בתהליך הדרגתי של העלאת הריבית והם החליטו להעלות את שיעור הריבית ב-0.5 נקודת האחוז לרמה של 1.25%.

בעת החלטת הריבית בחודש אוגוסט 2022 המשיכה האינפלציה השנתית לעלות והגיעה לשיעור של 5.2%. לצד זאת נרשמה מהמקורות השונים ירידה בציפיות לאינפלציה. הפעילות הכלכלית נמשכה ברמה גבוהה – נתוני החשבונאות הלאומית הצביעו כי התוצר במשק גבוה מזה שלושה רבעים מקו המגמה טרום משבר הקורונה ושוק העבודה המשיך להיות הדוק. קצב עליית מחירי הדירות המשיך לעלות ובמקביל ירדה כמות העסקות והיקף המשכנתאות הצטמצם. הוועדה דנה גם בפעילות הגלובלית שהמשיכה להתמתן ובהאצה של תהליך ההידוק המוניטרי בעולם. כל ששת חברי הוועדה סברו שיש להעלות את

2 תדריך העיתונאים מחודש יולי:

https://www.youtube.com/watch?v=vttGSGQUe-0&ab_channel=BankofIsrael-%D7%A0%D7%A7%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C



הריבית בשיעור של 0.75 נקודות האחוז לרמה של 2%.

בעת החלטת הריבית בחודש אוקטובר 2022 ירדה מעט האינפלציה השנתית, אך נותרה מעל לגבול העליון של היעד. ניתוח סעיפי מדד המחירים לצרכן הצביע שעלויות המחירים בישראל הן רוחביות. בנוסף התגברו האינדיקציות שהאינפלציה נובעת גם מגורמים מקומיים שמקורם בביקוש מוגבר. הפעילות הכלכלית בישראל נותרה איתנה ובפרט המשיך שוק העבודה להצביע על הדיקות. הוועדה דנה גם בפחות שחל בשערו של השקל, על רקע התחזקותו של הדולר בעולם, בתנודתיות הגבוהה בשוק מט"ח ובהשפעותיו של שער החליפין של השקל על האינפלציה ועל הצפי לחזרתה לתחום היעד. לגבי שוק הדיור, קצב עליית מחירי הדירות נותר גבוה, אך מספר היתרי הבנייה ומספר התחלות הבנייה, שעלו ברביעים הקודמים, נמצאו ברמה גבוהה מאוד. הוועדה דנה גם בפעילות הגלובלית שהמשיכה להתמתן, בהתעצמותה של מגמת ההידוק המוניטרי בעולם ובהשפעותיהם על המשק המקומי. בתום הדיון, תמכו חמישה חברי ועדה תמכו בהעלאת הריבית בשיעור של 0.75 נקודת האחוז לרמה של 2.75% וחבר ועדה אחד תמך בהעלאה מעט מתונה יותר – במחצית נקודת האחוז. חברי הוועדה ציינו שבשל הפעילות הכלכלית האיתנה שלוותה בשוק עבודה הדוק וסביבת אינפלציה גבוהה, היא החליטה להמשיך בקצב מואץ של העלאות שיעורי הריבית (Front Loading)³.

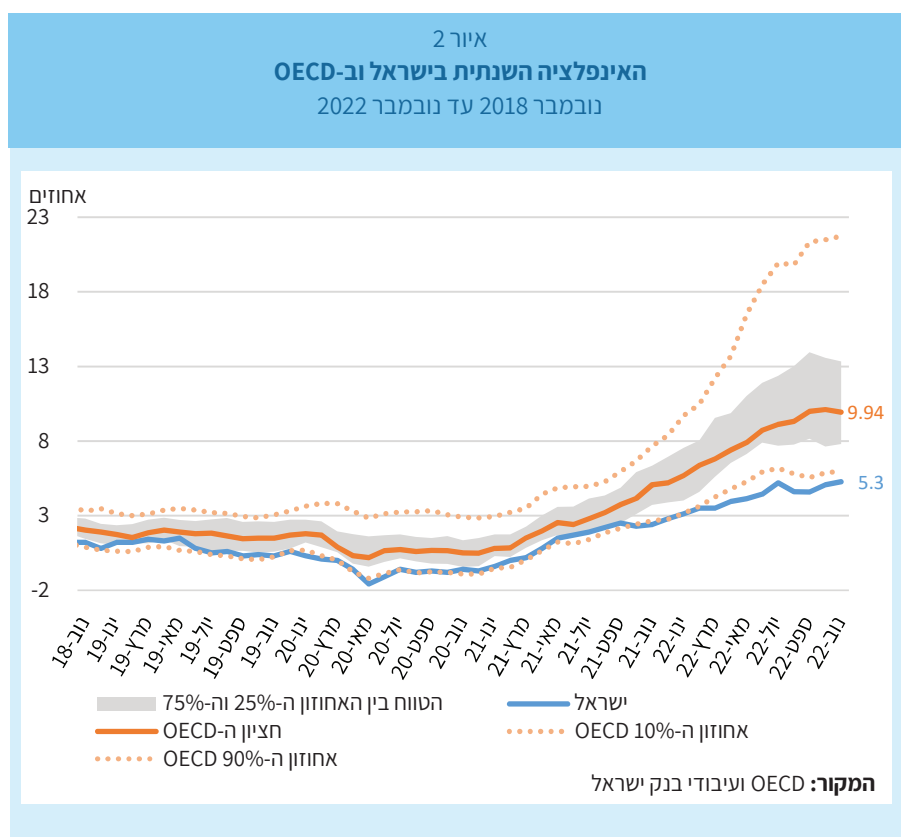
בעת החלטת הריבית בחודש נובמבר 2022 שבה האינפלציה השנתית לעלות והגיעה לשיעור של 5.1%. הוועדה המשיכה להעריך שחלק ניכר מעלית המחירים בישראל נובע מגורמי ביקוש מקומיים. היא העריכה כי תהליכי ההידוק המוניטרי בישראל ובעולם, התמתנות רמות הביקוש, לצד ההקלות בשיבשים בשרשראות האספקה וירידת מחירי הסחורות פועלים למיתון האינפלציה. נתוני הפעילות הכלכלית בישראל המשיכו להצביע על קצב גידול איתן עם ירידה קלה בנתוני הקצה: נתוני הצמיחה של הרביע שלישי היו נמוכים מהרבעון השני, בעיקר בשל הירידה בצריכה הפרטית של מוצרים בני קיימא, ונתוני שוק העבודה נחלשו מעט. הוועדה דנה גם בהתפתחויות בשוק הדיור ובהמשך התגברות הקצב של עליית מחירי הדירות. חברי הוועדה ציינו כי האינדיקטורים מצביעים על התמתנות במספר העסקות בדירות ובהיקף נטילת המשכנתאות. חברי הוועדה דנו בהמשך ההתמתנות של הפעילות הגלובלית ובמגמת ההידוק המוניטרי שנקטת על ידי הבנקים המרכזיים בעולם. הוועדה ציינה כי האינפלציה בעולם נותרה גבוהה, אך בכמה מהמדינות ובפרט בארה"ב, ניכרת התמתנות באינפלציה ושהצמצום המוניטרי בעולם אמנם נמשך וכמה בנקים מרכזיים מאטים או מאותתים על קצב העלאות מתון יותר בשיעורי הריבית בהמשך. כל ששת חברי הוועדה סברו שיש להעלות את הריבית בשיעור של 0.5 נקודת האחוז לרמה של 3.25%.

בעת החלטת הריבית בחודש ינואר 2023 עלתה האינפלציה לשיעור של 5.3%, אם כי בנתוני הקצה נרשמה התמתנות מסוימת בחלק מהסעיפים, בעיקר הסחירים. עם זאת נותרה עליית המחירים בישראל רוחבית, מה שהביא להערכת הוועדה שהדבר משקף את תרומתם של גורמי ביקוש מקומיים. בהשוואה לרוב הכלכלות המפותחות נותרה האינפלציה בישראל נמוכה יחסית, אך בניכוי אנרגיה ופז"ק רובה האינפלציה מעט יותר לחציון של מדינות ה-OECD. הציפיות והתחזיות לאינפלציה לשנה ולטווחים ארוכים יותר נמצאו בתוך תחום היעד. נתוני הפעילות ושוק העבודה המשיכו להצביע על פעילות כלכלת איתנה עם ירידה מסוימת בנתוני הקצה. בהתאם לתחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, צפויה רמת הפעילות להיוותר איתנה ובסביבת פוטנציאל הצמיחה של המשק, בפרט בהשוואה בין-לאומית. הפעילות הגלובלית המשיכה להתמתן על רקע מגמת ההידוק המוניטרי בעולם, המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, משבר האנרגיה באירופה וההאטה בסין. סביבת האינפלציה בעולם נותרה גבוהה, אך בכמה מהמדינות ובפרט בארה"ב נרשמה התמתנות. בשל הסימנים הראשוניים להאטה באינפלציה, האטו בנקים מרכזיים בעולם את קצב העלאות שיעורי הריבית, אך המדיניות המוניטרית נותרה מרסנת וצפויה להישאר כך במהלך החודשים הבאים. חמישה מתוך ששת חברי הוועדה סברו שיש להעלות את הריבית ב-0.5 נקודות האחוז לרמה של 3.75%. חבר ועדה אחד תמך בהעלאה של 0.75 נקודות האחוז. על רקע עליית האינפלציה והפיחות המתמשך בחודשים האחרונים⁴.

תנאי הרקע מנקודת מבטה של הוועדה המוניטרית

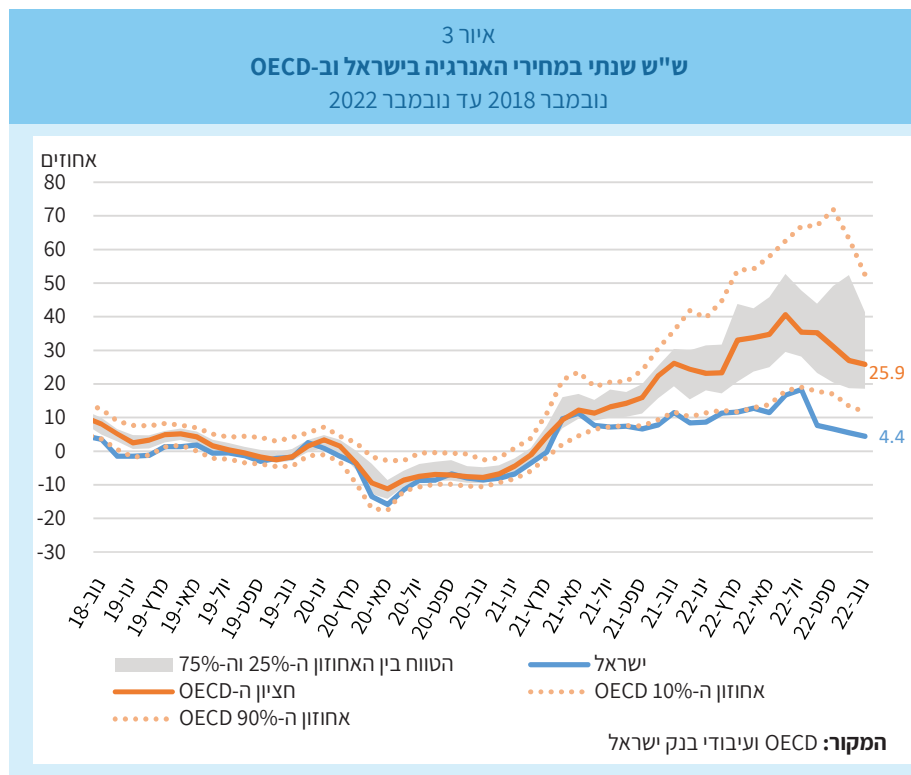
1. סביבת האינפלציה

סביבת אינפלציה גבוהה בהשוואה לשנים האחרונות אפיינה את המחצית השנייה של שנת 2022 ולאורכה נותר שיעור האינפלציה השנתי מעל לגבול העליון של היעד והתאפיין בתנודתיות – התמתנות עד חודש ספטמבר ועלייה חזרה בהמשך. בחודש נובמבר עמדה האינפלציה השנתית על שיעור של 5.3%. שיעור האינפלציה בישראל המשיך להיות נמוך בהשוואה לרוב הכלכלות המפותחות, בסביבת העשירון התחתון של מדינות ה-OECD (איור 2). חלק מההבדלים מוסברים על ידי פערים בהתפתחות סעיפי האנרגיה והמזון בישראל ובעולם (איור 3). בניכוי סעיפים אלה נמצאת האינפלציה בישראל בסביבה גבוהה



4 תדרור העיתונאים מחודש ינואר 2023:

https://www.youtube.com/watch?v=2rToaEOzycc&ab_channel=BankofIsrael-%D7%A0%D7%A7%D7%99%D7%A9%D7%A8%D7%90%D7%9C



יותר וקרובה מעט יותר לחציון מדינות ה-OECD. עם זאת ולאור העובדה כי ישראל היא משק קטן ופתוח שכולל מרכיב משמעותי של ייבוא, היוותה האינפלציה הגבוהה בעולם כוח שתרם לעליית האינפלציה בישראל.

האינפלציה השנתית בניכוי אנרגיה ופ"י הייתה לאורך המחצית הראשונה של שנת 2022 נמוכה בהשוואה למדד הכללי, פער שנסגר במהלך המחצית הנסקרת. בחודש דצמבר עמדה האינפלציה בניכוי אנרגיה ופ"י על שיעור של 5.3% ועמדה בניכוי נוסף של השפעות מיסוי ורגולציה על 5.1%. מחירי הסחורות ומחירי הנפט העולמיים ירדו במהלך המחצית השנייה של 2022 ב-8% ו-31%, בהתאמה (איור 4). ירידת מחירי האנרגיה במדד בשיעור של 5.2% במחצית השנייה, תרמה תרומה שלילית של כ-0.3 נקודת אחוז לשיעור האינפלציה.

הוועדה העריכה כי עליית האינפלציה בישראל נבעה בשנתיים האחרונות משילוב של מספר גורמים: גורמים מצד ההיצע וגורמים חיצוניים בפרט, כאשר המשמעותי מביניהם הוא המלחמה בין רוסיה לאוקראינה והעיצומים הבין-לאומיים שהתלוו אליה. הוועדה העריכה כי המלחמה באוקראינה היוותה זעזוע משמעותי שהשפיע קודם כל על האינפלציה בעולם, בעיקר בשל העלייה המשמעותית במחירי האנרגיה והמזון ובעקבות כך, גם על עליית המחירים בישראל. זעזוע זה התאפיין בהתמדתו, הרבה מעבר למידה שהוערכה בתחילת שנת 2022 ולווה בחשש משמעותי מההתמדה שתיווצר באינפלציה בשל כך. השפעות המלחמה היו בין הגורמים שהובילו את הוועדה להודיע בחודש פברואר שבחודשים הבאים צפויים להבשיל התנאים להתחלת התהליך של העלאת הריבית והובילו בהמשך לצורך חזק יותר בהצאת קצב העלאות הריבית (Front loading).

נוסף על כך פעלו בשנה האחרונה כמה גורמים חיצוניים נוספים שהובילו לעליית המחירים בישראל, כגון: הביקוש העולמי; השיבושים הנמשכים בשרשרות האספקה; העלייה במחירי הנפט והסחורות האחרות; האינפלציה המיובאת; והפיחות בשקל. גורמים אלה השפיעו בעיקר על מחירי המוצרים הסחירים. הוועדה העריכה כי השפעתם של זעזועי ההיצע הייתה בישראל נמוכה יותר בהשוואה לעולם.

האינפלציה בישראל נבעה גם מזעזועים מצד הביקוש. במהלך משבר נגיף קורונה נרשמו בישראל, בדומה לעולם, ביקושים כבוסים שהשתחררו עם ביטולם של ההגבלות שהוטלו על הפעילות במשק במטרה להתמודד עם התפשטות הנגיף. עלייה זו בביקושים התרחשה על רקע ההרחבות הפיסקליות שבוצעו על ידי הממשלה כדי להתמודד עם המשבר הכלכלי ושהובילו במקביל לגידול בחסכונות של חלק ממשקי הבית וכן על רקע קיומו של שוק עבודה הדוק עם שיעור אבטלה שחזר לרמות הנמוכות ששררו טרום משבר הקורונה.

איור 4

מדדים למחירי הסחורות והנפט, ממוצע חודשי

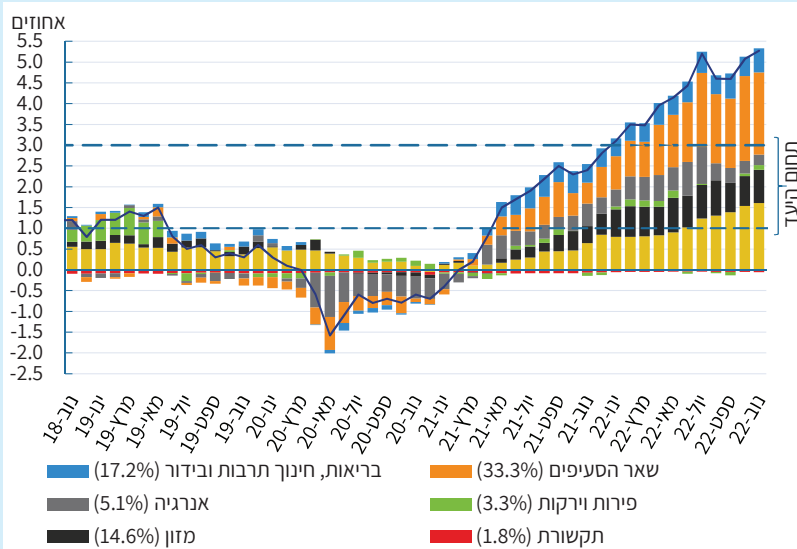
דצמבר 2018 עד דצמבר 2022 (בסיס 2009=100)



איור 5

תרומת הרכיבים העיקריים של המדד לאינפלציה^{1,2}

נובמבר 2018 עד נובמבר 2022



¹ בסוגריים מופיע משקל הסעיף הרלוונטי במדד הכולל (נכון לשנת 2021).

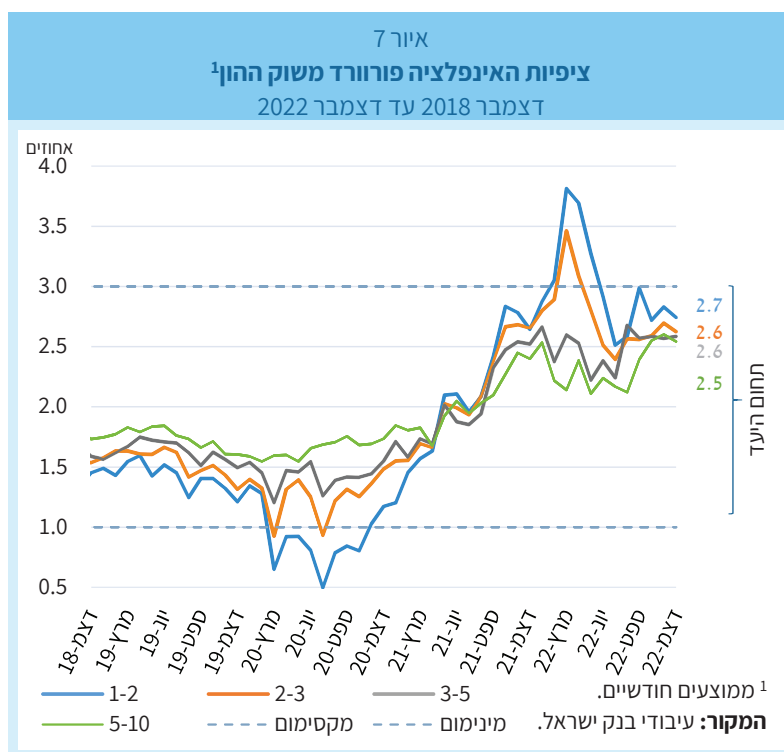
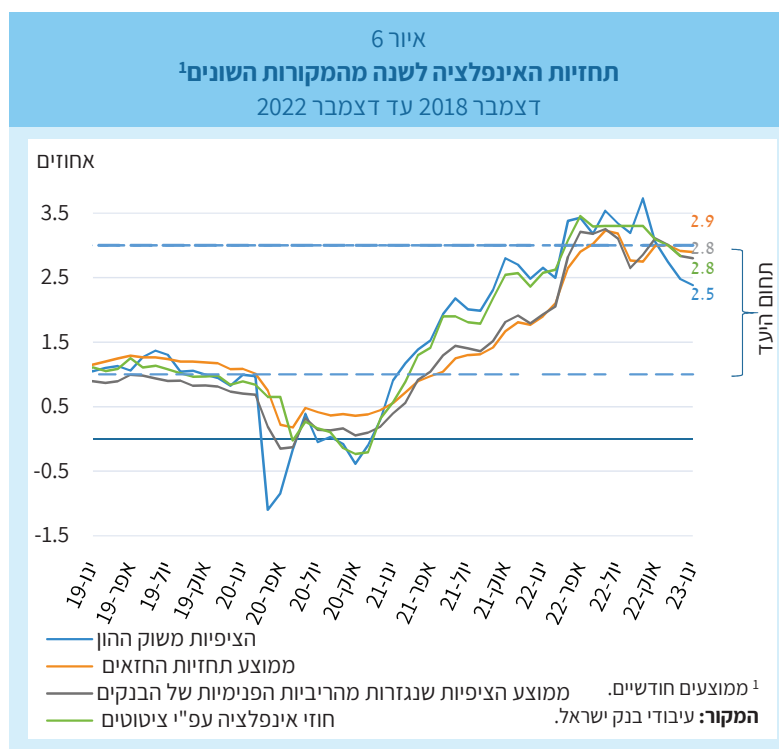
² שאר הסעיפים כוללים את הסעיפים ריהוט וציוד לבית, הלבשה והנעלה, סעיף השונות וכן רכיבי אחזקת הדירה והתחבורה, בניכוי תת הרכיבים שקשורים למחירי האנרגיה.

המקור: עיבודי בנק ישראל על נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

במהלך המחצית הנסקרת התגברו האינדיקציות שעליות המחירים הן רוחביות – הן נפרסו על פני סעיפים רבים – והוועדה העריכה שהאינפלציה בישראל נובעת במידה רבה יותר מעלייה בביקושים למוצרים ושירותים מקומיים. ניתוח השכר מנוכה השפעת שינויי הרכב העובדים, ניתוח שנדרש בשל השינויים שהתרחשו במהלך משבר הקורונה עקב הסגרים והיציאה לחל"ת, העלה כי השכר נטה אמנם לעלות במהלך התקופה הנסקרת, אך זאת בעיקר בהובלת ענפי התעשייה העילית. הוועדה העריכה

כי תהליכי ההידוק המוניטרי במחצית השנייה בישראל ובעולם, התמתנות רמת הביקוש, ההקלות בשרשרות האספקה וירידת מחירי הסחורות והנפט, פועלים למיתון האינפלציה בישראל. עם זאת היא העריכה כי קיימת גם אי-ודאות בנוגע למידת ההרחבה הפיסקלית ולהתפתחויות בגזרת השכר וכי לאלו תהיה השפעה על קצב ההתכנסות של האינפלציה ליעדה.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים, לשנה וציפיות הפורוורד לשנה בעוד שנה, נמצאו במהלך התקופה הנסקרת בסביבת הגבול העליון של תחום היעד ולפרקים אף מעליו (איורים 6 ו-7). הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים יותר (מעל שנתיים) המשיכו להיות מעוגנות בתוך תחום היעד. נכון לסוף חודש דצמבר מצויות הציפיות משוק ההון ומהחזאים לשנה הקרובה בתוך תחום היעד ועומדות על 2.5%-2.9%, בהתאמה.



2. הפעילות הריאלית בישראל ושוק העבודה

הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה במחצית הנסקרת המשיכו להעיד על נתוני צמיחה נאים, עם רמת תוצר במשק שהמשיכה להיות גבוהה מקו המגמה ארוך הטווח של טרום משבר הקורונה, אך גם על ירידה קלה בקצב הצמיחה שנרשמה בנתוני הקצה. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון עודכנו בתקופה הנסקרת כלפי מטה ולרביע השני כלפי מעלה (לוח 1). הצמיחה ברבעון השלישי של שנת 2022 הייתה חיובית, אך נמוכה מזו של הרבעון השני. ההאטה בקצב הצמיחה הייתה בעיקר בשל ירידה בצריכה הפרטית של מוצרים בני קיימא, בעוד שהצריכה השוטפת המשיכה להתרחב (לוח 2). האינדיקטורים השוטפים המשיכו להעיד במחצית הנסקרת על רמת פעילות כלכלית איתנה ובפרט המאזן המצרפי של סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס, שהצביע על הערכות חיוביות של עסקים ביחס למצבם; חברות בענפי התעשייה והבינוי דיווחו על ירידה מתמשכת ומשמעותית במגבלת הציוד וחומרי הגלם, אולם רמת המגבלה נותרה עדיין גבוהה בהשוואה לערב משבר הקורונה. בנוסף, יצוא הסחורות (ללא או"מ ויהלומים), יצוא השירותים (ללא הזנק) וייבוא הסחורות על כל רכיביו, המשיכו לשהות ברמה גבוהה.

כמה מהאינדיקטורים השוטפים הצביעו על התמתנות בצמיחה ברביע השלישי ובין היתר ירד מעט יצוא הסחורות ונרשמה עלייה במספר החברות שמדווחות על הגברה בעוצמת המגבלה של מחסור בהזמנות ובעיקר במחסור בהזמנות לייצוא בענפי השירותים והתעשייה העילית. בהביטה קדימה העריכה הוועדה שמתרבים הסימנים להאטה בכלכלה העולמית ובאירופה בפרט וכי אלה עלולים לתת את אותותיהם גם במשק הישראלי, שבתור משק קטן ופתוח הוא חשוף לפעילות הגלובלית.

לוח 1

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

2/1/23	21/11/22	3/10/22	22/8/22	4/7/22	ההחלטה לחודש
-3.3	-2.6	-2.7	-1.8	-1.9	2022Q1
7.4	6.9	6.8			2022Q2
1.9					2022Q3
-3.7	-3.3	-3.6	-1.7	-1.7	2022Q1
9.8	9.1	8.8			2022Q2
0.6					2022Q3
-1.2	-1.0	-1.4	-0.7	-1.5	2022Q1
9.3	10.4	10.7			2022Q2
-2.2					2022Q3
0.4	0.7	0.5	2.3	2.1	2022Q1
6.5	6.5	6.7			2022Q2
12.1					2022Q3
-1.8	0.8	-0.7	-8.3	-7.0	2022Q1
19.9	16.2	16.6			2022Q2
3.6					2022Q3
13.0	14.9	14.9	14.5	14.5	2022Q1
9.4	13.5	13.5			2022Q2
-2.6					2022Q3

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שוק העבודה המשיך להיות הדוק במחצית הנסקרת, עם היחלשות מסוימת בנתוני הקצה - עלייה מתונה בשיעור האבטלה וירידה קלה בשיעור התעסוקה, אך הוא נותר בסביבה גבוהה שמגלמת סביבת תעסוקה מלאה: שיעור אבטלה נמוך; ביקוש לעובדים שנותר גבוה ברוב הענפים; ושיעור תעסוקה דומה לרמתו הממוצעת טרום משבר הקורונה ואף מעבר לכך (איור 8). מספר המשרות הפנויות ושיעורן מסך המשרות הגיעו לרמות גבוהות מאוד. בתחילת המחצית נרשמו סימנים למחסור בעובדים באופן שהגביל את פעילותם השוטפת של עסקים בענפים מסוימים, כך ששוק העבודה ההדוק התבטא בלחצי שכר בענפים שמאופיינים ברמת שכר גבוהה ובעובדים מיומנים. השכר הנומינלי המשיך לעלות במהלך התקופה והוא נותר מעל למגמתו טרום המשבר. אולם, במונחים ריאליים עלה השכר פחות והוא מצוי בסביבת המגמה החוזיה טרום המשבר. על פי סקר המגמות של הלמ"ס, נרשמה בסוף התקופה ירידה בצפיפות של בתי העסק לעליית מספר המועסקים אצלם. ירידה משמעותית יותר נרשמה בענפי התעשייה העילית והמלונאות.

לוח 2

התפתחות התוצר, היבוא והשימושים

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

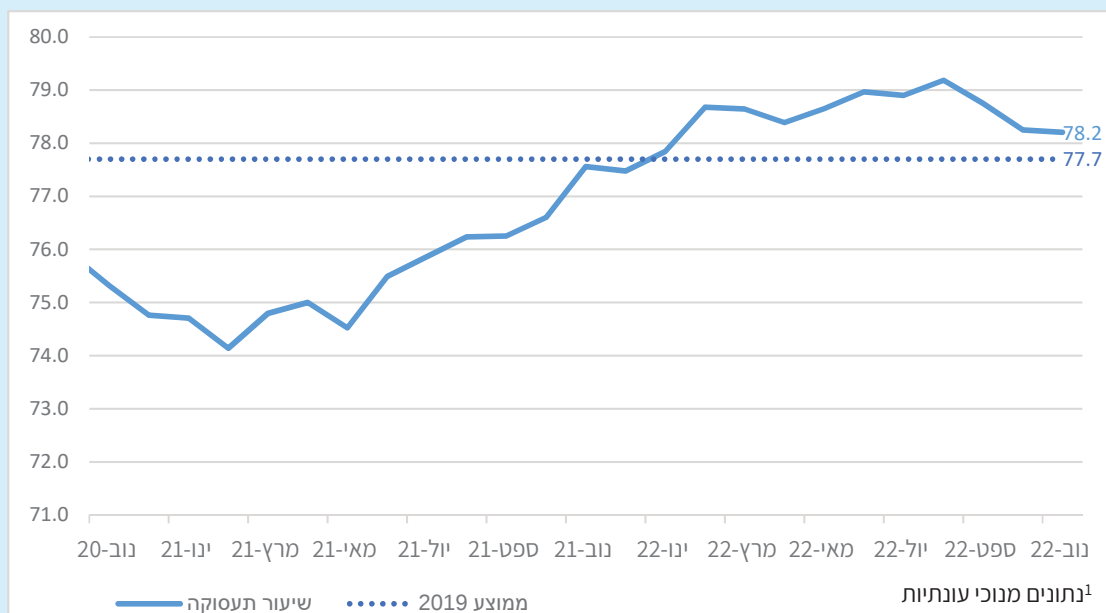
2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021	2020	2019	
1.9	7.4	-3.3	18.5	9.5	16.1	8.6	-1.9	4.2	התוצר המקומי הגולמי
0.6	9.8	-3.7	23.7	10.2	18.3	10.3	-2.4	4.8	התוצר של המגזר העסקי
-2.6	9.4	13.0	26.9	11.6	15.5	18.2	-7.2	2.7	היבוא ללא יבוא ביטחוני, אניות, מטוסים ויהלומים
-2.2	9.3	-1.2	17.3	6.2	29.5	11.1	-7.9	4.0	הצריכה הפרטית
-0.1	3.8	0.8	24.0	4.4	24.5	10.4	-8.6	4.0	מזה: הצריכה הפרטית ללא בני קיימא
6.7	2.4	-10.8	9.9	-0.2	11.8	4.2	2.8	3.0	הצריכה הציבורית
2.1	3.9	-15.1	15.4	2.9	9.2	3.7	2.6	3.0	מזה: הצריכה הציבורית ללא יבוא ביטחוני
19.5	-5.0	16.0	26.8	17.7	15.8	12.6	1.2	4.9	ההשקעה המקומית הגולמית
12.1	6.5	0.4	18.4	21.4	6.6	11.7	-3.9	3.3	מזה: בנכסים קבועים
2.1	23.7	-7.7	30.1	15.8	11.4	13.3	-1.9	5.5	היצוא ללא יהלומים
3.6	19.9	-1.8	23.8	12.4	9.8	11.8	0.2	5.1	מזה: היצוא ללא יהלומים וללא חברות הזנק

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

איור 8

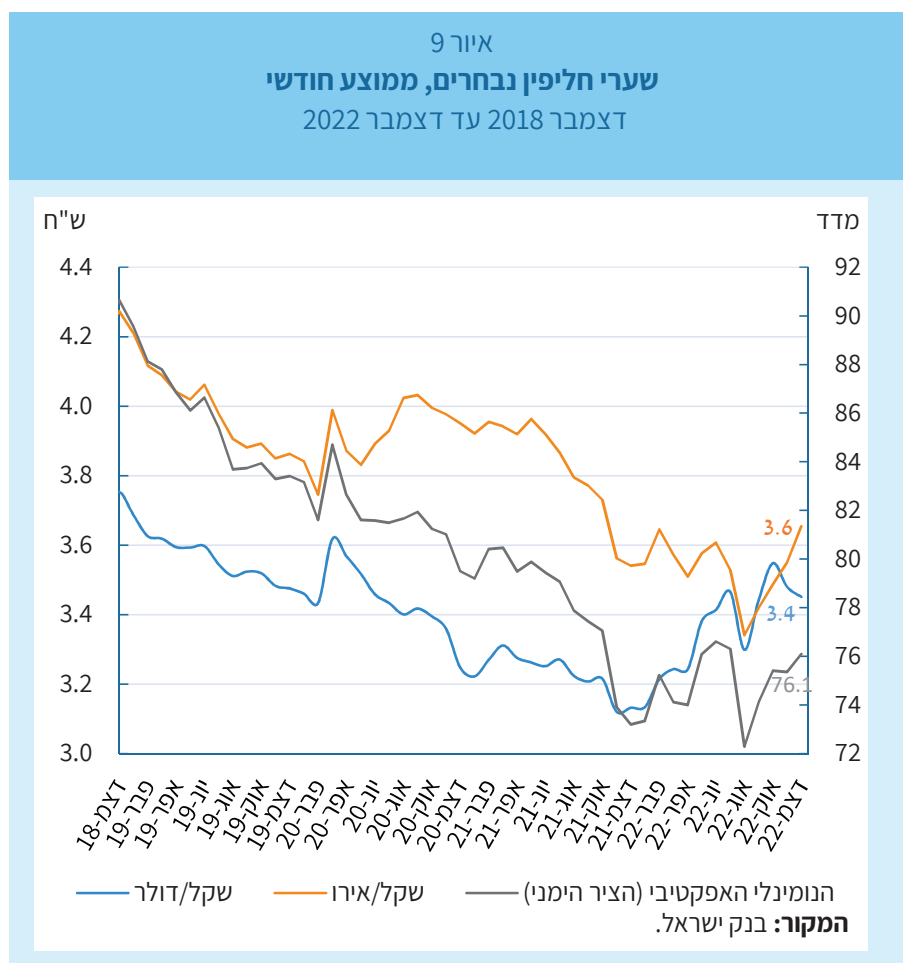
שיעור תעסוקה 15-64

נובמבר 2020 עד נובמבר 2022



3. שער החליפין

שער החליפין של השקל התאפיין במהלך המחצית השנייה של השנה במגמה מעורבת, תוך תנודתיות גבוהה יחסית. בתחילת התקופה חל בשקל ייסוף מול המטבעות המרכזיים (איור 9) – מתחילת יולי עד סוף אוגוסט יוסף שער החליפין הנומינלי אפקטיבי חדות בכ-10%, אך בחודש ספטמבר חל בשקל פיחות משמעותי מול הדולר, מול האירו ומול שע"ח הנומינלי אפקטיבי. מחודש אוקטובר עד אמצע דצמבר התאפיין שע"ח הנומינלי אפקטיבי ביציבות יחסית, אולם יציבות זו שיקפה מגמות מעורבות של התחזקות של השקל מול הדולר מצד אחד והיחלשותו מול האירו מצד שני. בסוף התקופה הנסקרת חל בשקל פיחות נוסף. בהסתכלות שנתית פוחת השקל מול הדולר בכ-10%, אך מול שער החליפין הנומינלי אפקטיבי נרשם פיחות של כ-4% בלבד⁵.



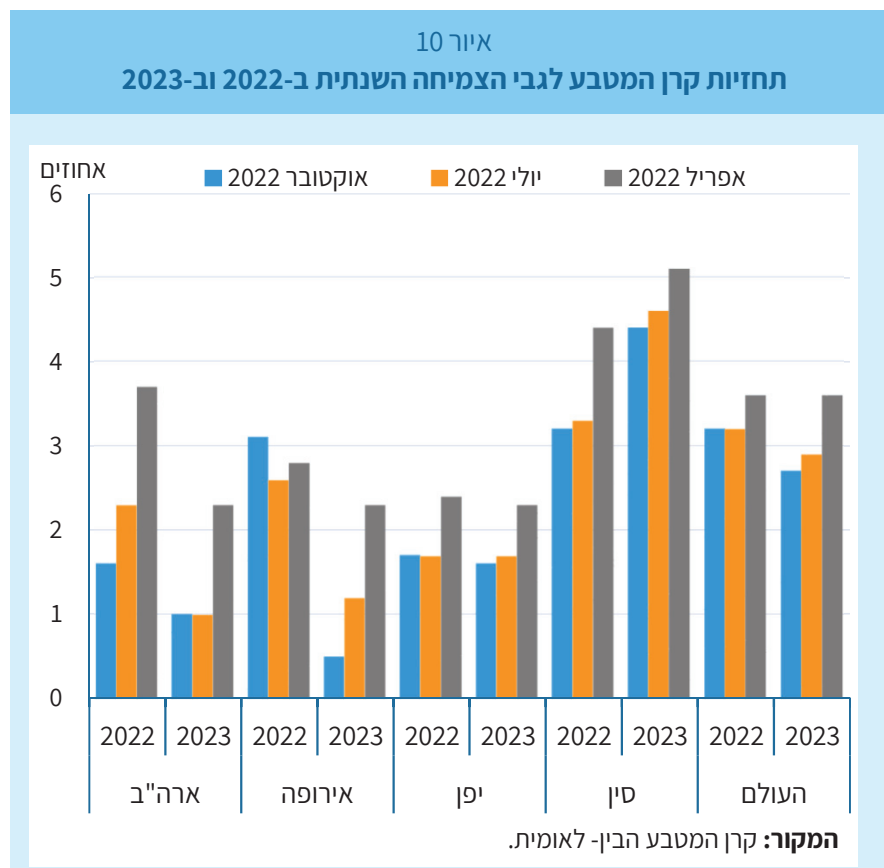
שער החליפין מהווה ערוץ תמסורת של המדיניות המוניטרית, כיוון שלהתפתחויות בשער החליפין יש השפעה על האינפלציה בישראל ועל התפתחות מחירי המוצרים הסחירים בפרט. הוועדה העריכה כי שוק המט"ח בישראל מושפע במידה רבה מהשקעותיהם של הגופים המוסדיים בחו"ל ומהתוצאות בשווקים הפיננסיים, כשמנגד יש השפעות מקדזות, כדוגמת מגזר התעשייה העילית וההשקעות בו. במהלך המחצית הנסקרת לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ.

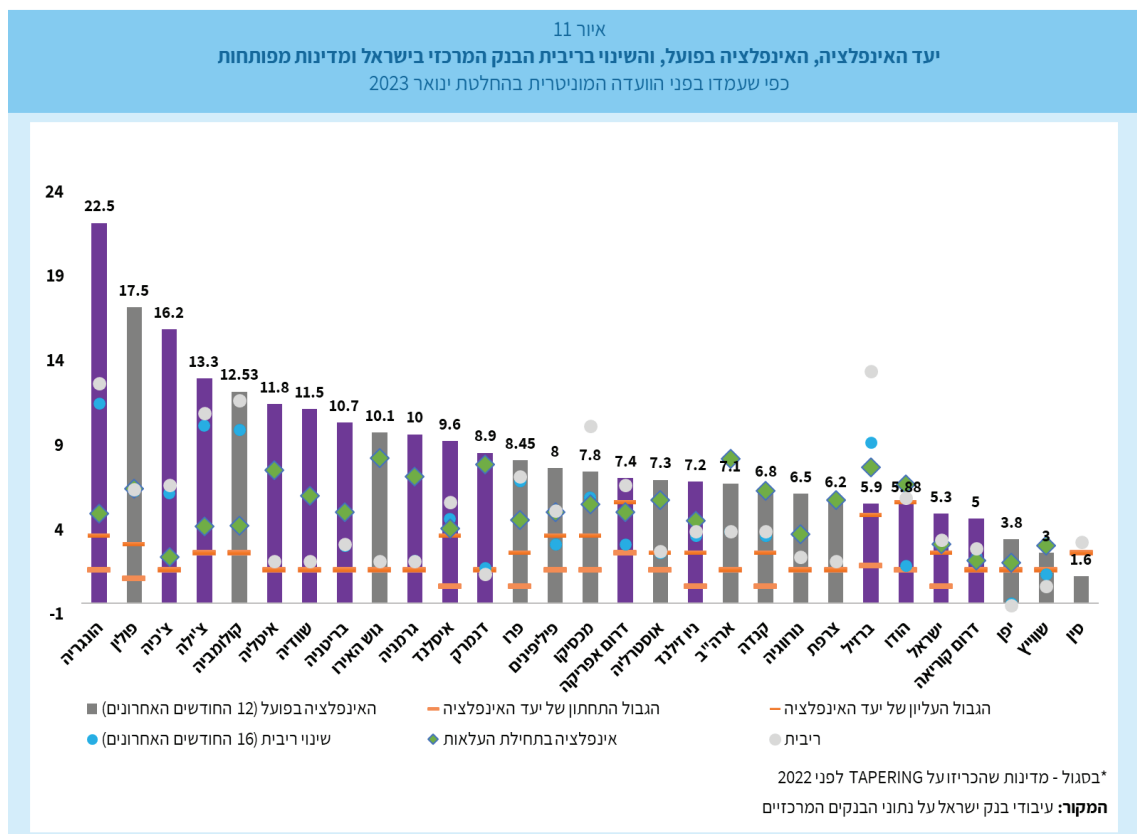
4. הכלכלה העולמית

במחצית הנסקרת המשיכה ההאטה בפעילות הכלכלית הגלובלית שהתרחשה על רקע המלחמה המתמשכת בין רוסיה לאוקראינה; משבר האנרגיה באירופה; וההאטה בסין. תחילת המחצית הנסקרת התאפיינה בהמשך שיבושים בשרשראות האספקה, שהובילו ללחצי אינפלציה ולהאטה בקצב הפעילות הכלכלית הגלובלית. אולם במהלך המחצית נרשמו בישראל ובעולם הקלות מסוימות בשיבושים בשרשראות האספקה ובמחירי התובלה.

העלייה באינפלציה בעולם הובילה לריסון מוניטרי מצד הבנקים המרכזיים. מגמה זו התחזקה לאורך המחצית, כאשר בנקים מרכזיים רבים ובהם הפד האמריקאי והבנק המרכזי האירופי, נקטו תהליך של האצה של קצב העלאת שיעורי הריבית (Front Loading). צעדים אלה, בשילוב משבר האנרגיה באירופה, המלחמה באוקראינה וההאטה בסין, המשיכו לתרום לצפי להמשך האטה בפעילות הכלכלית, כפי שזה בא לידי ביטוי בין היתר במדדי מנהלי הרכש של המשקים המפותחים והמתעוררים.

לנוכח ההתפתחויות הגלובליות, תחזיות הצמיחה העולמיות של הגופים הבין-לאומיים ושל בתי ההשקעות, התעדכנו במהלך המחצית כלפי מטה (איור 10). הסיכון למיתון עלה במדינות רבות ובאירופה הוא גבר בצורה משמעותית. סביבת האינפלציה בעולם נותרה גבוהה משמעותית מיעדי הבנקים המרכזיים, אולם בכמה מהמדינות ובארה"ב פרט, מסתמנת התמתנות - קצב עליית מדד המחירים לצרכן (CPI) בארה"ב, ירד משיא של 9.1% בחודש יוני ל-7.1% בחודש נובמבר. בגוש האירו ובבריטניה האיצה האינפלציה במהלך רוב המחצית ועמדה בחודש בנובמבר על שיעור של 11.1%, ירידה מתונה בהשוואה לשיא שנרשם בחודש אוקטובר (11.5%). לאור מגמות אלה המשיך אמנם הצמצום המוניטרי בעולם, אך כמה בנקים מרכזיים החלו לאותת על האטה בעתיד של קצב הצמצום וחלקם אף החלו בביצוע האטה זו בפועל. בפרט, לאחר סדרה של העלאות רצופות בשיעור משמעותי יותר של 0.75 נקודת האחוז, העלו הפד האמריקאי והבנק המרכזי האירופי בחודש דצמבר את הריבית במחצית נקודת האחוז בלבד. הפד המשיך במהלך המחצית בתהליך צמצום המאזן שלו (QT).





5. שוק האשראי וההתפתחויות בשווקים הפיננסים

ההתפתחויות באשראי העסקי הבנקאי הצביעו כי במהלך המחצית נרשמה התמתנות - קצב הגידול של האשראי הבנקאי החדש למגזר העסקי האט ובמקביל נרשמו עליות בריבית, אולם האשראי החוץ-בנקאי (בעיקר אג"ח תאגידיות) המשיך להתרחב וחלק משמעותי ממנו הופנה לענף הבינוי והנדל"ן. סימן נוסף להתקררות אפשרית בשוק האשראי העסקי התקבל מנתוני סקר מגמות שהצביעו על עלייה מסוימת בקשיי המימון של החברות, אולם הרמה הממוצעת של קשיי המימון בקרב העסקים הגדולים והבינוניים נותרה נמוכה בראייה ארוכת טווח.

לאחר שהוא הגיע לשיא בתחילת השנה, היקף המשכנתאות החדשות הצטמצם במהלך המחצית אולם הוא נותר גבוה. המשכנתאות שנלקחו התאפיינו ברמת מינוף (LTV) דומה לזו הממוצעת בשנתיים האחרונות. מנגד המשיך שיעור החזר מההכנסה (PTI) לעלות. האינדיקטורים השונים מצביעים כי משקי הבית התמודדו עם המשך עליית מחירי הדירות ועם העלאות הריבית באמצעות הגדלת התקופה לפירעון, רכישת דירות מעט זולות יותר והגדלת שיעור ההחזר מההכנסה.

ההתפתחות בשווקים הפיננסים בישראל הייתה במחצית הנסקרת דומה לעולם ובתחילתה רשמו מדדי המניות המרכזיים בישראל כמו בעולם עליות שערים ובמקביל רשמו תשואות אג"ח הממשלתיות ירידות תוך תנודתיות גבוהה. בהמשך, על רקע האטה בפעילות עולמית, העלאות הריבית והכוונות עתידיות ניציות מצד בנקים מרכזיים בעולם, חל שינוי במגמה ונרשמו, תוך תנודתיות גבוהה, ירידות שערים חדות במדדי המניות. בנוסף נרשמו עליות משמעותיות בתשואות אג"ח הממשלתיות ומרווחי האג"ח התאגידיות התרחבו, מה שהצביע על עלייה בסיכונים הכשל בעקבות השינויים בסביבה הכלכלית. מחודש אוקטובר עד חודש דצמבר, על רקע האטה בקצב העלאות הריבית או האיתותים על האטה עתידית, רשמו מדדי המניות בעולם עליות שערים ותשואות אג"ח הממשלתיות בישראל ובעולם נותרו ללא שינוי משמעותי. אולם, מחודש נובמבר נרשמו בשוק ההון המקומי ירידות שערים מעבר למגמה העולמית. תשואות אג"ח הממשלתיות המקומיות עלו באופן משמעותי בסוף התקופה הנסקרת.

לוח 3

התפתחויות בשוקי הנכסים המקומיים

12/22	11/22	10/22	09/22	08/22	07/22	
התשואות לפדיון (ממוצעים חודשיים, באחוזים)						
3.3	2.7	1.9	1.8	1.4	0.9	תשואת מק"ם ל-3 חודשים
3.6	3.3	3.1	2.7	2.0	1.7	תשואת מק"ם לשנה
3.5	3.3	3.3	3.0	2.4	2.4	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-5 שנים
3.4	3.3	3.4	3.1	2.6	2.6	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-10 שנים
3.6	3.5	3.7	3.5	3.3	3.3	תשואת אג"ח לא-צמודות ל-20 שנים
1.0	0.5	0.0	-1.0	-1.1	-1.6	תשואת אג"ח צמודות לשנה
0.8	0.6	0.6	0.2	-0.3	-0.2	תשואת אג"ח צמודות ל-5 שנים
0.8	0.6	0.7	0.5	0.2	0.3	תשואת אג"ח צמודות ל-10 שנים
1.6	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	פער התשואות בין אג"ח ממשלתיות
שוק המניות (שיעור השינוי במהלך החודש)						
-4.3	-4.2	2.5	-9.0	2.8	6.3	מדד המניות הכללי
-2.8	-4.9	5.8	-8.8	3.4	6.5	מדד ת"א 35
שוק מטבע החוץ (שיעור השינוי במהלך החודש)						
2.3	-2.5	-0.4	6.0	-1.5	-3.1	הדולר מול השקל
5.3	1.9	0.3	4.5	-3.9	-4.5	האירו מול השקל
3.3	0.1	-0.7	4.4	-3.1	-4.3	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.

6. התפתחויות ביציבות המערכת הפיננסית

עליית האינפלציה בעולם לצד עליית הריבית הגדילה את עלות החוב הן למדינות והן למגזר הפרטי (העסקי ומשקי הבית) והגדילה את הסיכון למיתון באופן משמעותי. עלות החוב של מדינות רבות בעולם גדלה משמעותית וזאת לאחר שהיקף החוב הגיע בראייה היסטורית לשיעורים גבוהים. יתרה מכך החלו להתעורר קשיים פיננסיים משמעותיים בקרב מדינות מתפתחות שמתמודדות עם עלויות מימון גבוהות יותר. ישראל מושפעת אמנם מהתפתחויות גלובליות, אך לעת עתה רק באופן מתון. יתרת האשראי העסקי לענף הנדל"ן נותרה בתקופה הנסקרת ברמה גבוהה בהסתכלות היסטורית. מחירי הנדל"ן למגורים המשיכו את מגמת העליות החדה, זאת בניגוד לשינוי שחל במגמה העולמית שהתבטא בכך שמחירי הדירות בכמה מדינות מפותחות החלו לרדת.

יחד עם העלייה בתנודתיות בשווקים התגברו האתגרים ליציבות הפיננסית. אולם הוועדה המוניטרית העריכה, תוך מעקב שוטף אחרי ההתפתחויות בשווקים בארץ ופעילותם התקינה, כי המערכת הפיננסית בישראל נמצאת במצב טוב.

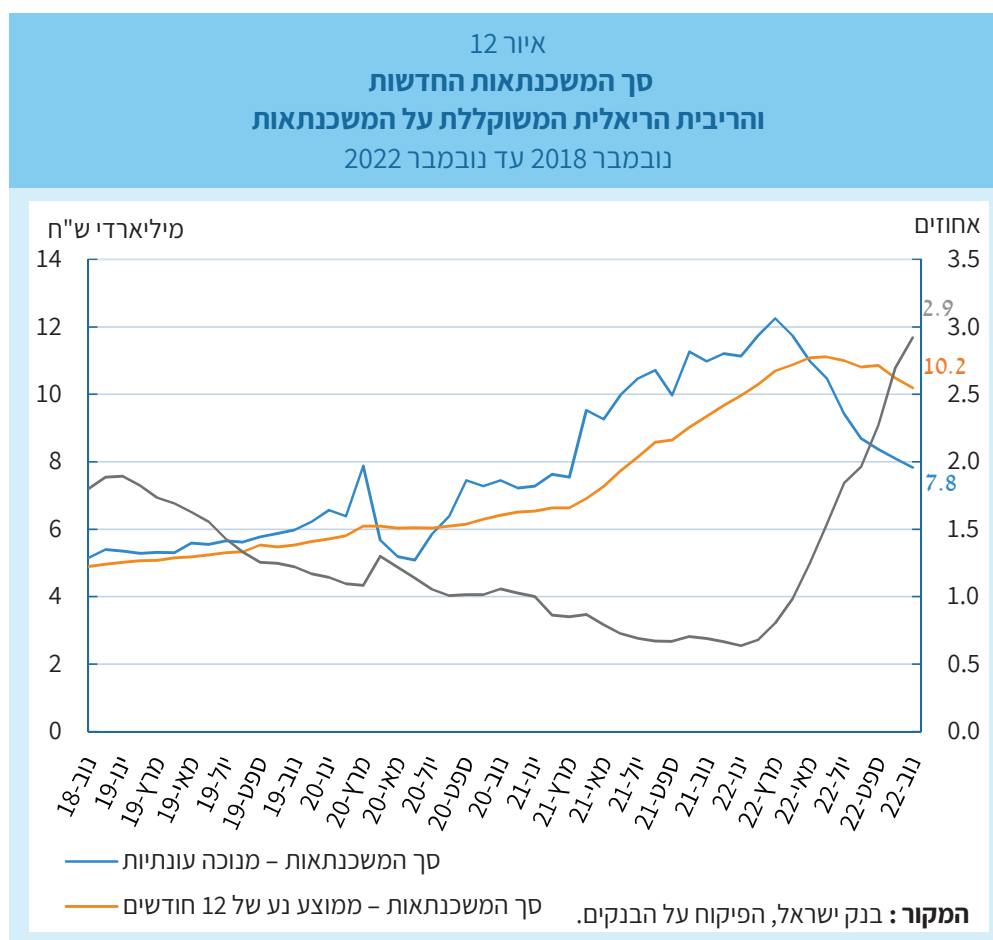
7. המדיניות הפיסקלית

בשנת 2022 הצטבר עודף בפעילות הממשלה בשיעור של 0.6% תוצר. במהלך המחצית הנסקרת התייצבו ההוצאות המקומיות ברמה נמוכה באופן משמעותי מזו שאפיינה את פעילות הממשלה בתקופת הקורונה וכן מעט נמוכה מהרמה ששררה בשנת 2019. במקביל המשיכו ההכנסות המקומיות לגדול בקצב גבוה מהצפוי על פי התחזיות השונות. בחינת המקור להכנסות החריגות העלה שתקבולי המיסים במהלך השנה האחרונה נתרמו בעיקר מהמיסים הישירים והם מוסברים על ידי רמה גבוהה בגביית מס ההכנסה לרבות מבצע גביה חד-פעמי, וגבייה של מסי מקרקעין. בסוף התקופה הנסקרת נותרו נתוני גביית מסי המקרקעין גבוהים, אך הם יורדים בחדות. גביית מס ההכנסה נותרה אמנם גבוהה בהשוואה למגמתה טרום המשבר, אולם בסוף המחצית הסתמנה בה התכנסות למגמתה.

8. שוק הדיור

קצב עליית מחירי הדירות המשיך לעלות לאורך המחצית השנייה של 2022. ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות בכ-20%, קצב גבוה באופן משמעותי בהשוואה לקצב של השנים האחרונות. לצד זאת ירדו לאורך המחצית הן מספר העסקות בדירות והן היקף המשכנתאות שניטלו באופן עקבי, אך הם נותרו לעת עתה גבוהים ברמה ההיסטורית (איור 12). במקביל, גם מחירי שכר הדירה, האיצו בקצב גבוה בהשוואה לשנים האחרונות, מדד שירותי הדיור בבעלות עלה בכ-6% בשנה האחרונה (איור 13). בסוף התקופה הנסקרת נרשמה בשכר הדירה עלייה ריאלית שנתית בשיעור של כאחוז אחד.

במחצית הנסקרת נרשמו גם התפתחויות בצד ההיצע. נתוני הבנייה הצביעו על עלייה מתמשכת של מספר התחלות הבנייה ושל היתרי הבנייה, שהגיעו לרמות גבוהות. מאידך נותרו נתוני גמר הבנייה, על רקע התארכות משך הבנייה, נמוכים. נגיד בנק ישראל הדגיש במהלך התקופה כי סוגיית מחירי הדיור, מעבר להיותה בעיה כלכלית, היא גם סוגיה חברתית מהותית.





התחזית המקרו-כלכלית והערכת הוועדה לגבי התוואי הצפוי

1. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בתקופה הנסקרת שלוש תחזיות בצמוד להודעות הריבית ביולי ובאוקטובר 2022 ובינואר 2023.

לפי התחזית מחודש ינואר 2023 יצמח התוצר בשנת 2022 ב-6.3%, מעט מעל לתחזית מחודש אוקטובר (6%) ושיעור גבוה לזה שנחזה בתחזית מחודש יולי (5%). מנגד התעדכנה תחזית הצמיחה לשנת 2023 כלפי מטה מ-3.5% ל-3% בתחזית מאוקטובר ול-2.8% בתחזית מינואר. עם זאת, רמת התוצר בסוף שנת 2023 צפויה להיות גבוהה ממה שהוערך בתחילת המחצית. שיעור האבטלה בגילי העבודה (25-64) צפוי לעמוד בשנת 2023 על 4% בממוצע. יחס החוב לתוצר בשנים 2022 ו-2023 צפוי להיות נמוך יותר משהוערך בתחזיות מיולי ומאוקטובר ולעמוד על 62%. שיעור האינפלציה צפוי בשנת 2023 להיות בגבול העליון של היעד - 3.0%.

2. התוואי הצפוי של האינפלציה והצמיחה

הפעילות הכלכלית נותרה איתנה במהלך המחצית הנסקרת ורמת התוצר המשיכה להיות גבוהה מקו המגמה ארוך הטווח טרום משבר הקורונה. אולם ירידה קלה נרשמה בנתוני הצמיחה ברביע השלישי. נתוני שוק העבודה הצביעו על תמונה דומה – שוק עבודה הדוק עם היחלשות מסוימת בנתוני הקצה. בהביטה קדימה העריכה הוועדה שמתרבים הסימנים להאטה בכלכלה העולמית ובאירופה בפרט וכי אלה עלולים לתת את אותותיהם גם במשק הישראלי, שבתור משק קטן ופתוח הוא חשוף לפעילות הגלובלית.

סביבת האינפלציה נותרה גבוהה בהשוואה לשנים האחרונות ושיעור האינפלציה השנתי היה לאורך המחצית מעל לגבול העליון של היעד. הוועדה העריכה כי עליית האינפלציה בישראל בשנתיים האחרונות נבעה משילוב של גורמים מצד ההיצע וגורמים חיצוניים למשק בפרט, אך גם מזעזועים מצד הביקוש. במרוצת המחצית הנסקרת התחדדה התמונה שנשקפה בפני הוועדה, שעליות המחירים הן רוחביות באופיין ושהאינפלציה בישראל נובעת במידה רבה יותר מעלייה בביקושים מקומיים. הוועדה העריכה כי תהליכי ההידוק המוניטרי בישראל ובעולם במחצית השנייה של השנה, התמתנות רמת הביקוש, ההקלות בשיבושים בשרשראות האספקה וירידת מחירי הסחורות והנפט, פועלים למיתון האינפלציה. עם זאת העריכה הוועדה שלמידת ההרחבה הפיסקלית ולהתפתחות השכר תהיה השפעה ממתנת על קצב ההתכנסות של האינפלציה ליעדה.

תחזית חטיבת המחקר בתחילת שנת 2022 העריכה כי האינפלציה צפויה לחזור לתחום היעד במהלך אותה שנה. לאור ההתפתחויות בישראל ובעולם במהלך המחצית הנסקרת התעדכנו הערכות והתחזיות מהחודשים יולי ואוקטובר וצפו כי מועד החזרה יתרחש במהלך שנת 2023. בהתאם לתחזית חטיבת המחקר המעודכנת מחודש ינואר 2023, חזרתה של האינפלציה לתחום היעד תתרחש רק בסוף שנת 2023. בשל העלייה בסביבת האינפלציה מצד אחד ונתוני הפעילות הגבוהים מצד שני, המשיכה הוועדה המוניטרית בהעלאה שקולה ונחוושה של הריבית. המדיניות המוניטרית התאפיינה במחצית הנסקרת בהאצה של העלאות הריבית ביחס לריבית הצפויה לפי התחזיות באותה העת (Front-Loading).

רמת התוצר במשק המשיכה להיות במחצית הנסקרת גבוהה מקו המגמה ארוך הטווח טרום משבר הקורונה, אך על פי תחזית חטיבת המחקר מחודש ינואר והערכות הוועדה המוניטרית, צפויה צמיחת התוצר בשנת 2023 להאט, כך שרמת התוצר תרד אל מעט מתחת לקו המגמה.

הוועדה נחושה להחזיר את האינפלציה אל תוך תחום יעד יציבות המחירים, דבר שהוא תנאי הכרחי ליציבות כלכלית ולסביבה תומכת צמיחה. הוועדה מדגישה כי קצב העלאות של שיעור הריבית בעתיד ייקבע בהתאם לנתוני הפעילות ולהתפתחות האינפלציה וזאת על מנת להמשיך ולתמוך בהשגת יעדי המדיניות. זאת, כי אינפלציה גבוהה כרוכה באי-ודאות הולכת וגדלה ובקושי בקבלת החלטות ברמת משק הבית ובית העסק ולכן והיא מקשה על ההתנהלות הכלכלית ופוגעת בצמיחה וברווחה, בראש ובראשונה, בשכבות החלשות. יתרה מכך, ככל שהאינפלציה משתרשת, כך גדל הקושי למגרה ונדרשת מדיניות מוניטרית תקיפה יותר כדי לרסנה.

לוח 4

תחזיות חטיבת המחקר

(שיעורי השינוי באחוזים, אלא אם כן צוין אחרת)

2023			2022			התחזית לשנים
01/23	10/22	07/22	01/23	10/22	07/22	תאריך התחזית
2.8	3.0	3.5	6.3	6.0	5.0	התמ"ג
4.0	3.5	4.5	7.0	8.0	7.5	הצריכה הפרטית
3.0	3.0	3.0	9.0	8.0	5.0	ההשקעה בנכסים קבועים (ללא אוניות)
3.5	4.0	3.0	1.0	4.0	4.0	הצריכה הציבורית (ללא יבוא ביטחוני)
2.0	2.5	2.5	10.5	8.0	3.0	היצוא (ללא יהלומים והזנק)
4.0	3.5	3.0	11.5	12.5	7.5	היבוא האזרחי (ללא יהלומים, אוניות)
4.0	3.5	3.5	3.2	3.1	3.3	שיעור אבטלה – ממוצע שנתי (גילאי 25-)
1.8	1.0	1.2	-0.3	0.3	0.7	גירעון הממשלה (אחוזי תוצר)
62.0	63.0	63.9	62.0	65.0	66.0	יחס חוב תוצר
3.0	2.5	2.4	5.2	4.6	4.5	האינפלציה ¹
			01/23	10/22	07/22	תאריך התחזית
			3.0	2.7	3.3	האינפלציה בשנה הקרובה ²
			4.0	3.5	2.75	ריבית בעוד שנה ³

¹ הממוצע של מדד המחירים לצרכן ברביע האחרון בשנה לעומת הממוצע ברביע

² בארבעת הרבעים שמסתיימים ברביע המקביל בשנה הבאה.

³ ברביע המקביל בעוד שנה.

המקור: בנק ישראל.