



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטאריים בבנק ישראל
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2013**

הדיונים התקיימו ב-28 וב-29 ביולי 2013.

דברים כלליים

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הוועדה המוניטארית מתקיימים בבנק ישראל שני דיונים – דיון בפורום רחב ודיון בפורום מצומצם.

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה: ההתפתחויות במשק הישראלי – בצד הריאלי ובצד הפיננסי, המוניטארי והיציבותי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות חברי הוועדה המוניטארית, נציגים בכירים מחטיבות הבנק השונות וכלכלנים מהחטיבות הכלכליות (המחקר והשווקים), המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות, המובאים במסמך זה, הם אלו שהיו קיימים במועד החלטת הריבית.

בדיון בפורום המצומצם, שמשותפים בו חברי הוועדה המוניטארית ושני מנהלי החטיבות הכלכליות, מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו הצבעה על גובה הריבית. לפי חוק בנק ישראל, התש"ע-2010, סעיף 18 (ג') החלטת הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשותפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושב ראש הוועדה (המשנה לנגיד הממלא את מקומו של הנגיד) קול נוסף.

מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

הנתונים שנוספו בחודש האחרון מצביעים על המשך צמיחה של הפעילות הכלכלית בקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות, על רקע קיפאון בביקושים מהעולם המתקזז במידת מה על ידי צמיחת הביקושים המקומיים. באומדן השלישי לנתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון עודכן קצב הצמיחה כלפי מעלה ל-2.9%, מה שמיתן את החששות להאטה נוספת ששררו בחודש הקודם. אינדיקטורים לפעילות ברביע השני מצביעים על המשך הפעילות בקצב דומה לזה של הרביע הראשון; יבוא מוצרי הצריכה עלה במאי ב-4.1%, מדד הייצור התעשייתי עלה במאי ב-0.3%, מדד הפדיון הכלל ענפי עלה ב-2.7% באפריל - מאי לעומת הרביע הראשון של השנה, וכניסות התיירים עלו ברביע השני ב-16% לעומת הרביע הראשון. המדד המשולב למצב המשק עלה ביוני ב-0.1%, קצב נמוך, אך גבוה מזה שנרשם בתחילת השנה. בייצוא התעשייתי נמשך הקיפאון, והוא נתון לתנודות בשל ההשפעה של מספר חברות גדולות על הנתון המצרפי. מדד האקלים המבוסס על סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס מצביע על יציבות בקצב הצמיחה. מדדי אמון הצרכנים של גלובס ובנק הפועלים מצביעים על תיקון חלקי לירידה החדה שנרשמה בהם במאי, ואילו המדד של הלמ"ס המשיך לרדת, כמו גם מדד מנהלי הרכש שהגיע לרמה של 46 נק'.

שוק העבודה

מספר משרות השכיר במגזר העסקי עלה באפריל ב-0.26%, וקיזז חלק ניכר מהירידה שחלה בו בחודשים האחרונים, ונמשך הגידול במשרות השכיר בשירותים הציבוריים. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בפברואר-אפריל לעומת נובמבר-ינואר ב-0.5% ו-0.2% בהתאמה, על פי נתונים מנוכי עונתיות, בהמשך למגמה של מספר חודשים. תקבולי מס בריאות בביטוח הלאומי, המהווים אינדיקציה לסך תשלומי השכר במשק, היו גבוהים במאי-יוני ב-5.1% יחסית לרמתם בחודשיים המקבילים אשתקד, בדומה לשיעור הגידול שנמדד בחודשיים הקודמים.

נתוני התקציב

בחודשים ינואר עד יוני הסתכם הגירעון המצטבר בפעילות המקומית של הממשלה בכ-7.7 מיליארדי ש"ח, והוא נמוך בכ-5.5 מיליארד ש"ח מהתוואי העקבי עם תקרת הגירעון של 4.65% תוצר ב-2013. הגירעון הנמוך מהצפוי מבטא בעיקר רמת הוצאות נמוכה מהתוואי. בהכנסות ממיסים נרשמה התאוששות בחודשים האחרונים והן היו גבוהות משמעותית מהתוואי העונתי, אם כי חלק מהגידול שיקף הכנסות חד פעמיות והקדמת קניות טרם העלאת שיעור המע"מ ביוני. השינויים שהוכנסו לתקציב על ידי ועדת הכספים של הכנסת אינם צפויים להשפיע על הגירעון בשנת 2014, אך בשל הזמניות של חלק מהם, תידרש התאמה בהיקף גדול יותר ב-2015.

2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יוני ב-0.8%, לעומת התחזיות עבורו שעמדו על 0.7%. לעליית המדד תרמו בעיקר עליית המע"מ, עלייה עונתית במחירי ההלבשה וההנעלה ועליות מחירי החשמל והדלק; האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 2%.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הבאים ירד לאחר פרסום מדד יוני ויציאתו מחישוב התחזית, והוא עומד על 1.7%. הציפיות הנגזרות ל-12 החודשים הבאים מהריביות הפנימיות של הבנקים שמרו גם החודש על יציבות והן עומדות על 1.6%, והציפיות משוק ההון על 1.5%. הציפיות פרוורד לטווחים של שנתיים ומעלה (ממוצעים חודשיים) שמרו על יציבות והן נעות בין 2.2% ל-2.5%. מדד יולי צפוי, על פי ממוצע תחזיות החזאים, לעלות ב-0.2%. הציפיות לריבית בנק ישראל בעוד שנה, על פי המקורות השונים, שמרו החודש על יציבות והן עומדות בממוצע על 1.1-1.2%. מרבית החזאים צופים שבנק ישראל יותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי.

המצרפים המוניטאריים

ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-11.7% והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-5.8%.

שוק האשראי

יתרת החוב של המגזר העסקי עלתה במאי ב-1.2%, לרמה של 794 מיליארד ש"ח, גידול שנבע הן מהשפעת פיחות השקל במאי והן מגיוס חוב נטו. המגזר הפרטי הלא פיננסי הנפיק אג"ח בהיקף של 2.3 מיליארדי ש"ח, לעומת ממוצע של 2.6 מיליארד מתחילת השנה. יתרת החוב של משקי הבית עלתה במאי ב-0.9% לרמה של 394 מיליארד ש"ח, בעיקר כתוצאה מגידול של 1.1% ביתרת החוב לדיור עד לרמה של 278.5 מיליארד ש"ח.

בחודש יוני עמדו ביצועי המשכנתאות על 4.2 מיליארדי ש"ח, בדומה לממוצע מתחילת השנה, ולמרות רמה גבוהה שנרשמה בחודש מאי אשר יוחסה להקדמה של נטילת משכנתאות עקב העלאת המע"מ. הריבית הממוצעת על משכנתאות חדשות לא צמודות בריבית משתנה ירדה ביוני בכ-0.15 נק' אחוז, בעקבות הירידה בריבית בנק ישראל. הריבית על משכנתאות חדשות צמודות למדד בריבית קבועה עלתה בכ-0.16 נק' אחוז.

שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (שמתבסס על מחירי שכר הדירה) עלה בחודש יוני ב-0.3%, בהמשך לעלייה של 0.3% בחודש מאי. ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני סעיף זה עלה ב-3.2%, לעומת 3.0% ב-12 החודשים שהסתיימו במאי. במחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, נרשמה באפריל-מאי ירידה של 0.1%, והנתון עודכן כלפי מטה לחודשים קודמים. כתוצאה מכך נמשכה הירידה בקצב השנתי של עליית מחירי הדירות, וב-12 החודשים שהסתיימו במאי הקצב ירד ל-8.4%, לעומת 8.9% ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל. לאחר ירידה מתמשכת במשקל המשקיעים מסך העסקאות בדירות, בחודש מאי עלה משקלם בחדות, מ-20% ל-24%.

התחלות הבנייה ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל עומדות על רמה מצטברת של 39,327, ירידה קלה לעומת הקצב של החודשים האחרונים.

3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק המט"ח

מאז הדין המוניטרי שהתקיים ב-23/6/13, ועד ל-26/7/13, התחזק השקל מול הדולר בכ-1.4% ומול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-0.9%. מול האירו התחזק השקל בכ-0.8%. התחזקות השקל כנגד הדולר הייתה בדומה למגמה העולמית.

שוק ההון

מאז הדין המוניטרי שהתקיים ב-23/6/13, ועד ל-26/7/13, עלה מדד ת"א 25 ב-1.4%. באג"ח הממשלתיות נרשמה ירידת תשואות של כ-15 נ.ב. ברוב הטווחים לאורך העקום השקלי. לאורך העקום הצמוד נרשמה ירידת תשואות מתונה יותר, מלבד בטווח הקצר, שם נרשמה עליית תשואות. המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב המשיך להצטמצם בכ-20 נ.ב. והגיע לרמה של 108 נ.ב. תשואות המק"ם ירדו לאורך כל העקום בכ-10-5 נ.ב., והתשואה לשנה ירדה במהלך התקופה הנסקרת לרמה של 1.16%. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה ב-19 נ.ב. לרמה של 108 נ.ב. מדד התל-בונד 60 רשם עלייה של כ-1.6%, ובמקביל, המרווחים בשוק האג"ח הקונצרני המשיכו להצטמצם, בעיקר באג"ח של חברות בדירוגים הנמוכים.

קרן המטבע הבינלאומית הפחיתה בתחילת החודש את תחזית הצמיחה הגלובלית מ-3.3% ל-3.1% לשנת 2013, ומ-4.0% ל-3.8% ל-2014, ותחזית הגידול של הסחר העולמי הופחתה ב-0.5 נק' אחוז ל-2013 אך הועלתה ב-0.1 נק' אחוז ל-2014. הכלכלה האמריקאית ממשיכה ככל הנראה להתאושש, אך נתוני המאקרו בארה"ב היו מעורבים החודש: נמשך הגידול במספר המשרות במגזר הלא חקלאי, תוך יציבות בשיעור האבטלה בשל עלייה בשיעור ההשתתפות. בענפי הדיור והבנייה נמשכת התאוששות, ופעילות הייצור מתחזקת. מנגד, נרשמה האטה בפעילות מגזר השירותים וצמיחה איטית מהצפוי במכירות הקמעונאיות. באירופה נמשכת ההאטה, ושיעור האבטלה עלה מעט במאי, אם כי פחות מהצפוי. תחזית הצמיחה של קרן המטבע ליפן ל-2013 עלתה ב-0.5 נק' אחוז, ולהערכת בתי השקעות היא משקפת ככל הנראה אמון של המשקיעים בצעדים המרחיבים שננקטו שם. במשקים המתעוררים ההאטה בקצב הצמיחה מחריפה. בסין מתגברים הסימנים להאטת הצמיחה; ברביע השני נרשמה צמיחה של 7.5% במונחים שנתיים, אך בבחינת הרכב התוצר נרשם גידול בחלקן של ההשקעות וירידה בחלקה של הצריכה הפרטית. בכירים ב-Fed הבהירו במהלך החודש שצמצום ההקלה הכמותית יהיה תלוי במצב המשק, והיא עשויה להימשך או אף לגדול במידה והצמיחה תאכזב; מסר זה הפחית את התנודתיות בשווקים הפיננסיים שנרשמה מאז נאום יו"ר ה-Fed בחודש הקודם. הבנק המרכזי של יפן ממשיך בהרחבה כמותית, וה-ECB וה-Bank of England הצהירו על קווים מנחים למדיניות המוניטרית בעתיד, אשר צפויה להיוותר מרחיבה לתקופה ממושכת. המדיניות המוניטרית במשקים המתעוררים אינה אחידה, כאשר חלקם ממשיכים לנקוט במדיניות מרחיבה, אך בהודו וברזיל ננקטה מדיניות מצמצמת על אף ההאטה, בשל חששות מפיחות ואינפלציה. החודש הופחת דירוג האשראי של איטליה וצרפת, ואי ודאות פוליטית בפורטוגל וספרד מקשה על ההתאוששות בגוש האירו. מחירי האנרגיה עלו החודש ותרמו להאצה מסוימת באינפלציה במשקים המתעוררים, אך למרות זאת ההערכות לגבי האינפלציה הגלובלית פחתו החודש.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2013

עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2013 התקבלה ההחלטה להותיר את הריבית ברמה של 1.25%. כל חמשת חברי הוועדה תמכו בהחלטה זו.

הדיון התמקד במספר סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה; (2) רמת הפעילות במשק; (3) השווקים העולמיים והשפעתם על שער החליפין; (4) שוק הדיור.

הוועדה דנה בסביבת האינפלציה – האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים עלתה אל מרכז היעד (2%) והציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מהמקורות השונים נמצאות מתחת למרכז היעד. הוועדה הסכימה שתמונת המצב האינפלציונית אינה מצריכה תגובה מצד המדיניות המוניטרית בשלב זה.

הנתונים שנוספו בחודש האחרון מצביעים על המשך צמיחה של הפעילות הכלכלית בקצב המתון יחסית שאפיין אותה בשנתיים האחרונות. הוועדה דנה בנתונים לרביע הראשון שעודכנו כלפי מעלה ובהתרחבות של פעילות המשק ברביע השני שלפי המידע שהצטבר עד כה, נמשכה בקצב דומה לזה של הרביע הראשון. הוועדה הסכימה שהנתונים שנוספו החודש מיתנו את החששות להאטה נוספת בצמיחה.

הוועדה הסכימה שגורם משמעותי הממתן את קצב הצמיחה בתקופה האחרונה הוא החלשות הייצוא, וזאת כתוצאה מהרמה הממותנת של הסחר העולמי. צוין שקרן המטבע הבינלאומית עדכנה כלפי מטה את תחזיות הצמיחה הגלובליות, ובכלל זה את תחזיות הסחר העולמי, והמשק העולמי ממשיך להציג תמונה מעורבת: ביפן ובבריטניה מסתמנת התאוששות; בארה"ב נתוני המאקרו מעורבים ובאירופה נמשכת סביבת המיתון. בנוסף נידונה השפעת המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה במשקים העיקריים על ייסוף השקל בחודש האחרון.

חברי הוועדה דנו בסיכונים הגלומים בהמשך ביצועי המשכנתאות בהיקפים הגבוהים שנמשכו גם החודש. עם זאת חברי הוועדה ציינו את העדכון כלפי מטה של עליית מחירי הדירות בחודשים הקודמים וכן את שני הנתונים האחרונים – הנתון שהלמ"ס פרסמה לחודשים אפריל-מאי והנתון שלפניו – שהצביעו כל אחד על ירידה של 0.1%, וזאת לאחר 9 חודשים של עלייה רצופה. חברי הוועדה העירו עם זאת כי קצב העלייה השנתי גבוה ומוקדם עדיין לקבוע שמדובר בשינוי מגמה.

חברי הוועדה דנו בדילמה שעמדה במרכז ההחלטה החודש: מחד, החלשות הייצוא ומגמת הייסוף של השקל קוראות להפחתת הריבית כדי לתמוך בפעילות. מאידך, המשך הגידול במשכנתאות ועליית מחירי הדירות, הגם שהנתונים האחרונים מצביעים על התמתנות בקצב עליית המחירים, תומכים בהשאת הריבית על כנה משיקולי יציבות.

בהינתן הפחתת הריבית ב- 0.5% לפני מספר חודשים, הצמצום בפערי הריביות בין ריבית בנק ישראל והריביות במשקים המערביים העיקריים, ההערכה שהפחתות הריבית בעולם מתקרבות למיזוי והפחתת ההקלה הכמותית בארה"ב הנראית באופן, החליטה הוועדה להותיר את הריבית החודש ללא שינוי.

לאחר הדיון הצביעו חמשת חברי הוועדה המוניתארית על גובה ריבית בנק ישראל לחודש אוגוסט 2013. כל חברי הוועדה תמכו בהותרת ריבית בנק ישראל ללא שינוי ברמה של 1.25%.

בהודעה על החלטת הריבית הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן, שהכריעו בעד ההחלטה להותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי:

- הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מהמקורות השונים נמצאות מתחת למרכז היעד. האינפלציה בפועל ב- 12 החודשים האחרונים עלתה אל מרכז היעד.
- הנתונים שנוספו בחודש האחרון מצביעים על המשך צמיחה של הפעילות הכלכלית בקצב המתון יחסית שאפיין אותה בשנתיים האחרונות. הנתונים שנוספו החודש מיתנו את החששות להאטה נוספת בצמיחה.
- קרן המטבע הבינלאומית עדכנה כלפי מטה את תחזיות הצמיחה הגלובליות. המשק העולמי ממשיך להציג תמונה מעורבת, כאשר ביפן ובבריטניה מסתמנת התאוששות, בארה"ב נתוני המאקרו היו מעורבים, באירופה נמשכת סביבת המיתון ובמשקים המתעוררים ממשיכה להסתמן חולשה. בכירים ב-Fed הבהירו במהלך החודש שצמצום ההקלה הכמותית יהיה תלוי במצב המשק. הבנק המרכזי של יפן ממשיך בהרחבה כמותית, וה-ECB וה-Bank of England הצהירו על קווים מנחים למדיניות המוניטרית בעתיד, אשר צפויה להיוותר מרחיבה לתקופה ממושכת.
- על רקע המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה במשקים העיקריים נמשך ייסוף השקל מול שער החליפין האפקטיבי, והסתכם החודש ב-0.9%.
- בחודשים האחרונים נמשכה נטילת משכנתאות בהיקפים גבוהים. במחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, נרשמה באפריל-מאי ירידה של 0.1%, ועודכנו כלפי מטה נתוני חודשים קודמים. עם זאת, מוקדם לקבוע אם מדובר בשינוי מגמה.

על רקע אלה, ועל רקע הפחתות הריבית שבוצעו בחודשים האחרונים, החליטה הוועדה המוניתרית להותיר החודש את הריבית ללא שינוי.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים ובפרט נוכח האי ודאות הנמשכת במשק העולמי. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכלל זה שוק הדיור.

.....
ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-29 ביולי 2013.

השתתפו

חברי הוועדה המוניטארית:

ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד הבנק, אשר במסגרת סמכותה כממלאת מקום הנגיד
מכהנת כיו"ר הוועדה המוניטארית
פרופ' ראובן גרונאו
מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניטארית
פרופ' רפי מלניק
פרופ' אלכס צוקרמן

משתתפים נוספים:

מר אנדרו אביר - מנהל חטיבת השווקים
מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגיד
פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר
מר יואב סופר – סגן דובר הבנק
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק
גב' דנה פליקר – כלכלנית בחטיבת המחקר
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטארית