



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

הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 באוגוסט 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 והיצריות – 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, שמשתתפים 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, התשי"ע-2010, סעיף 18 (ג') החלטת הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשתתפים 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

ההערכות לגבי הפעילות הכלכלית, הן שהפעילות בניכוי השפעת תחילת הפקת הגז הטבעי ממשיכה להתרחב בקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות, כאשר הגידול בביקוש המקומי, ובפרט בצריכה הפרטית, מקזז את הירידה ביצוא. האומדן הראשון לנתוני החשבונאות הלאומית של הרביע השני (נתונים מנוכי עונתיות במונחים שנתיים) הושפע מתחילת הפקת הגז: התוצר צמח ב-5.1% והתוצר העסקי צמח ב-5.9%. הצריכה הפרטית צמחה ב-6.7%, שיעור גבוה מעבר למה שניתן לייחס להקדמת רכישות לקראת עליית המע"מ. גידול ניכר נרשם גם בהוצאה הציבורית (8.8%, ללא יבוא בטחוני), זאת לעומת ירידות של היצוא (-8.2%, ללא יהלומים וחברות הזנק) וההשקעות (-2.6%). המדד המשולב למצב המשק עלה ביולי ב-0.2%, ונתונים קודמים עודכנו כלפי מעלה. יצוא הסחורות ללא יהלומים ירד ביולי ב-7.6%, אולם היצוא התעשייתי נתון לתנודות בשל ההשפעה של מספר חברות גדולות על הנתון המצרפי; לאורך זמן תמונת יצוא הסחורות מצביעה על קיפאון ברמה ששררה ב-2011, בדומה להתפתחויות בסחר העולמי. יבוא מוצרי הצריכה התרחב בחודשים האחרונים ונרשם תיקון חלקי של הירידה ביבוא מוצרי השקעה וחומרי הגלם. הציפיות לגבי הפעילות העתידית במשק עקביות עם המשך צמיחה מתונה בקצב דומה לזה של התקופה האחרונה: מדד האקלים, המבוסס על סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס, התמתן באוגוסט, תוך התמתנות גם ברכיב הציפיות לשלושת החודשים הקרובים. מדדי אמון הצרכנים השונים עלו החודש, אך הם ממשיכים להצביע על אמון צרכנים נמוך יחסית.

שוק העבודה

שיעור האבטלה עלה ברביע השני מ-6.6% ל-6.9%. הנתונים החודשיים מלמדים על יציבות בשיעור האבטלה בין אפריל ליוני, ושיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים ירד במהלך הרביע השני מ-6.1% ל-5.9%. סקר כוח האדם ונתוני משרות השכיר מצביעים על קיפאון במספר המועסקים, אך זאת תוך גידול במספר שעות העבודה למועסק. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו במאָרס-מאי – לעומת דצמבר-פברואר – ב-0.3% ו-0.15%, בהתאמה, על פי נתונים מנוכי עונתיות. תקבולי מס בריאות בביטוח הלאומי, המהווים אינדיקציה לסך תשלומי השכר במשק, היו ביוני-יולי גבוהים נומינלית ב-4.2% יחסית לרמתם בחודשיים המקבילים אשתקד, לעומת גידול של 5.7% שנמדד בחודשיים הקודמים.

נתוני התקציב

בחודשים ינואר-יולי היה הגירעון המצטבר של הממשלה נמוך ב-7 מיליארדי ש"ח (כ-0.7 אחוז תוצר) מהתוואי העונתי העקבי עם תקרת הגירעון ל-2013, כתוצאה מהוצאות נמוכות יחסית לתוואי התקציב שאישרה הכנסת ב-30 ליולי. תקבולי המיסים בחודשים האחרונים גבוהים מהתוואי העונתי גם בניכוי ההשפעה של הקדמת הקניות לקראת העלאת המע"מ וההכנסות החד פעמיות של הממשלה, ודבר זה עשוי להצביע על שיפור בפעילות הכלכלית. סך ההכנסות לחודשים ינואר-יולי דומה לתוואי העונתי.

2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי ב-0.3%, בדומה לתחזיות. לעליית המדד תרמו בעיקר סעיפי הפירות והירקות, הדיור, והחינוך, התרבות והבידור, בעוד שבסעיף ההלבשה וההנעלה נרשמה ירידה עונתית. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 2.2%.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הבאים עלה מעט החודש והוא עומד על 1.9%. הציפיות הנגזרות ל-12 החודשים הבאים מהריביות הפנימיות של הבנקים ירדו מעט – לרמה של 1.5% והציפיות משוק ההון נותרו ברמה ממוצעת של 1.4%. הציפיות פורוורד לטווחים של שנתיים ומעלה (ממוצעים חודשיים) שמרו על יציבות והן נעות בין 2.3% ל-2.6%. מדד אוגוסט צפוי, על פי ממוצע תחזיות החזאים, לעלות ב-0.4%. בריבית בנק ישראל הצפויה לעוד שנה על פי שוק התלבור נרשמה עלייה, והיא עומדת על 1.3%.

המצרפים המוניטאריים

ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-14.6% והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-5.2%.

שוק האשראי

יתרת החוב של המגזר העסקי ירדה ביוני ב-1.6%, לרמה של 776 מיליארד ש"ח, בעיקר כתוצאה מפירעון נטו של חוב בנקאי ומייסוף השקל ביוני. המגזר הפרטי הלא פיננסי הנפיק אג"ח בהיקף של 1.8 מיליארדי ש"ח, לעומת ממוצע של 2.5 מיליארדים מתחילת השנה. אומדן כמותי לאשראי העסקי, מנוכה השפעות שער חליפין והצמדה, מצביע על כך שלא חל שינוי ביתרת האשראי מתחילת השנה. יתרת החוב של משקי הבית עלתה ביוני ב-0.8%, לרמה של 397 מיליארד ש"ח, תוך גידול של 0.3% ביתרת החוב לדיור עד לרמה של 279.4 מיליארד ש"ח. בחודש יוני ניטלו משכנתאות בהיקף של 5 מיליארדי ש"ח, לעומת ממוצע חודשי של 4.4 מיליארדי ש"ח מתחילת השנה. הריבית על משכנתאות חדשות עלתה מעט בחודש יולי, בעיקר במסלול הצמוד למדד בריבית משתנה, ובמסלולים האחרים היא נותרה ללא שינוי. על רקע הגידול בהיקף האשראי לדיור ומאפייניו, ועל מנת להפחית את הסיכון לציבור נוטלי המשכנתאות ולמערכת הבנקאית, פרסם המפקח על הבנקים טיוטת הנחיות המגבילות את שיעור החוזר מן ההכנסה, את חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה ואת התקופה הסופית לפירעון ההלוואה.

שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (שמתבסס על מחירי שכר הדירה) עלה בחודש יולי ב-1%, בהמשך לעלייה של 0.3% בחודש יוני. ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי עלה סעיף זה ב-3.1%, בדומה לעלייה ב-

12 החודשים שהסתיימו ביוני. במחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, נרשמה במאי-יולי עלייה של 0.5%, והנתון עודכן כלפי מעלה לחודשים קודמים; על פי הנתונים המעודכנים נבלמה הירידה בקצב השנתי של עליית מחירי הדירות, וב-12 החודשים שהסתיימו ביוני הקצב עלה ל-9.3%, לעומת 8.7% ב-12 החודשים שהסתיימו במאי. מספר העסקאות בשוק הדיור ממשיך לגדול.

3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-28/7/13, ועד ל-23/8/13, נותר השקל כמעט ללא שינוי ביחס לדולר ולשער החליפין הנומינלי אפקטיבי, וביחס לאירו הוא נחלש בכ-0.8%. מתחילת השנה התחזק השקל ב-5.7% ביחס לשער האפקטיבי.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-28/7/13, ועד ל-23/8/13, ירד מדד ת"א 25 ב-2.5%. באג"ח הממשלתיות נרשמה עליית תשואות של עד כ-50 נ.ב. לאורך העקום השקלי. לאורך העקום הצמוד נרשמה עליית תשואות מתונה יותר של עד כ-30 נ.ב. המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב עלה מעט אך נותר ברמות נמוכות של 118 נ.ב. תשואות המק"ם עלו לאורך כל העקום עד 8 נ.ב., והתשואה לשנה עלתה במהלך התקופה הנסקרת לרמה של 1.3%. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, עלתה ב-19 נ.ב. לרמה של 130 נ.ב. מדד התל-בונד 60 רשם ירידה קלה של כ-0.3%, ובמקביל לכך המרווחים בשוק האג"ח הקונצרני נותרו ברמות נמוכות.

4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

התמונה העולמית מצביעה על שיפור איטי במשקים המפותחים, לעומת התמתנות – ובחלק מהמקרים אף החרפה – במשקים המתעוררים. מספר נתונים שהתפרסמו החודש בארה"ב הצביעו על שיפור במשק האמריקאי, וביניהם ניתן למנות את ההתכווצות בגירעון המסחרי והשיפור במדדי הרכש. רוב האינדיקטורים משוק הדיור ממשיכים להפגין עוצמה. באשר לגוש האירו, לאחר שישה רבעים רצופים של צמיחה שלילית נרשמה צמיחה חיובית, והציפיות לעתיד הן שהשיפור יימשך. מצד שני, שיעור האבטלה בגוש נמצא ברמות שיא, ובנוגע למצב הפיננסי נשמעו הערכות שיוון תזדקק לחילוץ נוסף. חלק מהמשקים המתעוררים סבלו מיציאת הון כתוצאה מהערכות שבקרוב יאטו את קצב ההרחבה הכמותית בארה"ב: בהודו נאלץ הבנק המרכזי להעלות חלק מהריביות ולהטיל מגבלות על תנועות הון, והוא הודיע על תחילת תכנית לרכישת אג"ח; בברזיל גבר חוסר האמון בהתנהלות התקציבית של הממשלה ותחזית הצמיחה הופחתה שוב; ובסין, למרות נתונים שהתפרסמו והיו חזקים מהצפוי, עלו חששות מההתפתחויות בשוקי האשראי ומהרכב צמיחה שאיננו מתבסס על צריכה מקומית. שוקי

ההון העולמיים התנהלו בצל החששות מתהליך הצמצום ההדרגתי (ה-tapering) ועדיין שוררת אי ודאות לגבי מועד התחלת התהליך ועוצמתו. תשואות האג"ח עלו ברוב המשקים, גם על רקע השיפור באירופה. מחירי הנפט עלו החודש ב-3% על רקע המצב במצרים, ועלייה חדה נרשמה גם במחירי המתכות התעשייתיות. עם זאת, לא ניכר איום אינפלציוני במשקים המפותחים. הבנקים המרכזיים בכל המשקים המפותחים לא שינו החודש את הריבית, למעט הפחתת ריבית באוסטרליה. נשיא ה-ECB חזר והדגיש שהריבית בגוש האירו תישאר נמוכה לפרק זמן ארוך מאוד.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2013

עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש ספטמבר 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 הפיננסיים העולמיים והשפעתם על שער החליפין; ו- (4) שוק הדיור.

הוועדה דנה בסביבת האינפלציה – האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים מצויה סמוך למרכז היעד, והציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, מהמקורות השונים, נמצאות מתחת למרכז היעד. הוועדה הסכימה כי גם החודש תמונת המצב האינפלציונית אינה מצריכה תגובה מצד קובעי המדיניות המוניתרית.

הוועדה דנה באומדנים הראשונים של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני המצביעים על האצה בקצב הצמיחה. צוין כי האצה זו נובעת בעיקרה, ככל הנראה, מכך שברביע השני החלו בהפקת הגז; בניכוי השפעת ההפקה המשק עדיין נמצא בסביבת הצמיחה שאפיינה אותו בשנתיים האחרונות. צוין שלפי נתוני הלמ"ס מקור הצמיחה העיקרי של המשק הוא הגידול בצריכה, ובמקביל חלה ירידה ביצוא - זו קשורה ברמות הביקושים הנמוכות בשוק העולמי. בחודש האחרון פורסמו נתונים המצביעים על מעבר לצמיחה חיובית מתונה באירופה והמשך הצמיחה בארה"ב; במידה וסימנים אלה יתמידו, הם עשויים לתמוך בייצוא.

נושא נוסף שעלה בוועדה הינו התנודתיות הרבה הנצפית בשווקים הפיננסיים העולמיים בתקופה האחרונה. בין היתר הוזכרו עליית התשואות באיגרות החוב הממשלתיות באירופה ובארה"ב ויציאת הון בחלק מן השווקים המתעוררים, תופעות המתרחשות על רקע ההערכות שהבנק המרכזי האמריקאי (הפדרל ריזרב) יתחיל לצמצם בהדרגה את ההרחבה הכמותית (tapering) עוד השנה. חברי הוועדה ציינו כי אי הוודאות לגבי העיתוי המדויק של תחילת התהליך, עוצמתו והשלכותיו צפויים להגביר את התנודתיות בשווקים הפיננסיים. כמו כן הוזכר כי שער החליפין

האפקטיבי נותר בסיכום החודש האחרון ללא שינוי, לאחר שבחודשים הקודמים אפיינה אותו מגמת ייסוף.

חברי הוועדה דנו גם החודש בהשלכות הגידול המהיר במשכנתאות. צוין כי מחירי הדירות עלו בחודשים מאי-יוני ב-0.5 אחוז, ובמקביל עודכנו שלושת התצפיות החודשיות הקודמות כלפי מעלה. חברי הוועדה סברו כי הצעדים האחרונים שנקט המפקח על הבנקים – ההנחיות המגבילות את שיעור ההחזר מן ההכנסה, את חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה ואת התקופה המרבית לפירעון ההלוואה – ממתנים את הסיכון היציבותי הנובע מהגידול וההרכב של המשכנתאות.

הוועדה דנה בקצרה בשני נושאים נוספים. (1) המדיניות הפיסקלית: הגירעון הצפוי נמוך יותר מהיעד, והוועדה הסכימה כי הדבר אינו מהווה שיקול הנוגע להחלטת הריבית הנוכחית. (2) השלכות המצב הגיאופוליטי על המשק.

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

בהודעה על החלטת הריבית הדגישה הוועדה את התנאים להלן, שהכריעו בעד ההחלטה להותיר את הריבית לחודש ספטמבר ללא שינוי:

- הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה מהמקורות השונים נמצאות מתחת למרכז היעד. האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת מעט מעל מרכז היעד.
- האומדן הראשון לנתוני החשבונאות הלאומית לרביעי השני הושפע מתחילת הפקת הגז, והצביע על צמיחה של 5.1% בתוצר. ההערכות לגבי הפעילות הכלכלית, הן שבניכוי השפעת תחילת הפקת הגז הטבעי, הפעילות ממשיכה להתרחב בקצב שאפיין אותה בשנתיים האחרונות, כאשר הגידול בביקוש המקומי, ובפרט בצריכה הפרטית, מקזז את הירידה ביצוא; בשוק העבודה נמשכת יציבות.
- ניכר שיפור איטי בפעילות הריאלית במשקים המפותחים, והמשך התמתנות בחלק מהמשקים המתעוררים.
- שער החליפין האפקטיבי נותר בסיכום החודש האחרון ללא שינוי, לאחר מגמת ייסוף שאפיינה אותו בחודשים האחרונים.
- הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים לא שינו החודש את הריבית (למעט הפחתת הריבית באוסטרליה). הבנקים המרכזיים בארה"ב, יפן וגוש האירו ממשיכים במדיניות ההרחבה הכמותית. לגבי ה-FED רווחת ההערכה שצמצום ההרחבה הכמותית (tapering) יתחיל עוד השנה. אי הוודאות לגבי העיתוי המדויק של תחילת התהליך, עוצמתו והשלכותיו צפויים להגביר את התנודתיות בשווקים הפיננסיים.

- מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, שבו לעלות, ונתונים קודמים עודכנו כלפי מעלה. נטילת משכנתאות בהיקפים גבוהים נמשכת. על מנת להפחית את הסיכון לציבור נוטלי המשכנתאות ולמערכת הבנקאית, פרסם המפקח על הבנקים טיוטת הנחיות המגבילות את שיעור ההחזר מן ההכנסה, את חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה ואת התקופה הסופית לפירעון ההלוואה.

על רקע אלה סברה הועדה המוניתרית שרמת הריבית הנוכחית תואמת את תנאי המשק, והחליטה להותיר 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 הדירור.

.....
ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-26 באוגוסט 2013.

השתתפו

חברי הוועדה המוניתארית:

ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד הבנק, אשר במסגרת סמכותה כממלאת מקום הנגיד
מכהנת כיו"ר הוועדה המוניתארית
פרופ' ראובן גרונאו
מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניתארית
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 דניאל נתן – כלכלן בחטיבת המחקר
מר יואב סופר – סגן דובר הבנק
מר אילן סוציאנו – עוזר למזכירת הוועדה המוניתארית