



יוני 2006

## **דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש יוני 2006**

**הדיון בפורום הרחב התקיים בבנק ישראל ב-24 במאי ואילו הדיונים בפורום המצומצם התקיימו ב-24 וב-28 במאי**

### **כללי**

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

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה – במישרין או בעקיפין. כך, מוצגות ההתפתחויות במשק הישראלי - בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, ראשי המחלקות הכלכליות בבנק (מחלקת המחקר, המחלקה המוניטרית, מחלקת מט"ח והמחלקה לפעילות המשק במט"ח) וכלכלנים מהמחלקות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון.

בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי המחלקות הכלכליות את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

### **א. מצב המשק**

#### **1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי**

##### **כללי**

הנתונים האחרונים מעידים על המשך הצמיחה המהירה במשק בקצב המהיר מזה שהיה בשנת 2005 ומהצפוי על פי האינדיקטורים שהיו. יתכן, על כן, שהשנה נמצא המשק בתוואי צמיחה מואץ יחסית לאשתקד. ההערכות להמשך ההתרחבות המהירה בפעילות הכלכלית במשק המבוססות על נתוני החשבונאות הלאומית נתמכות גם על ידי הנתונים החודשיים של מדד היצור התעשייתי, מדד פדיון המסחר והשירותים, מכירות של רשתות שיווק, רכישות בכרטיסי אשראי, לינות תיירים נתוני מספר משרות השכיר במשק, ונתוני היצוא. הגידול הניכר בהכנסות ממיסים עקבי גם הוא עם ההתרחבות המהירה של הפעילות במשק.

#### **נתוני החשבונאות הלאומית**

מנתוני החשבונאות הלאומית שהתקבלו החודש עולה כי התוצר המקומי הגולמי עלה ברביע הראשון בשיעור שנתי של 6.6 אחוזים והתוצר העסקי עלה בשיעור של 10.6 אחוזים. הצריכה הציבורית המקומית הצטמצמה ברביע הראשון בשיעור של 2.5

אחוזים, כאשר הצריכה הציבורית האזרחית נותרה ללא שינוי. היצוא התרחב ב-9.4 אחוזים (ללא יהלומים אוניות ומטוסים). הצריכה הפרטית עלתה ב-9.0 אחוזים (ללא בני קיימא). העלייה בצריכה הפרטית הינה סימן לצמיחה המהירה כאשר העלייה בצריכת מוצרים בני קיימא (16 אחוזים) מעידה על כך שהציבור מרגיש יותר ביטחון כלכלי ואמון ביציבות הצמיחה. ההשקעה בנכסים קבועים עלתה ב-16 אחוזים, עלייה המבטאת עלייה חדה בהשקעה במכונות וציוד מיובאים. ההשקעה במבנים ובמכונות וציוד מייצור מקומי דווקא ירדה. היבוא האזרחי ללא יהלומים אוניות ומטוסים עלה בשיעור מתון בלבד של 2.7 אחוזים.

### מדדי פעילות במשק

נתוני המגמה של האינדיקטורים החודשיים ממשיכים להצביע גם הם על המשך והתבססות של תהליך הצמיחה במשק. מדד היצור התעשייתי עלה ברביע הראשון של 2006 ב-8%. עלייתו נבעה בעיקר מהתרחבות היצור בתעשיות טכנולוגיה עילית. מדד המכירות ברשתות שיווק המשיך לעלות בחודש אפריל בקצב הדומה לזה של החודשיים האחרונים (1.0%-0.9% לחודש<sup>1</sup>). במדד פדיון ענפי המסחר והשירותים של חודש מרץ נמשכה מגמת עלייה, אומנם מתונה בלבד. בכניסות התיירים בדרך האוויר נרשמה בחודש מרץ עלייה מתונה יחסית, בהמשך לחודש פברואר, וזה לאחר עלייה מהירה יותר בחודשים נובמבר-ינואר<sup>2</sup>. בנתוני המגמה של יצוא הסחורות בחודש אפריל משתקפת עלייה, ובחודש אפריל עודכנו באופן חד כלפי מעלה הנתונים לחודשים הקודמים. המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש אפריל ב-0.7 אחוזים, בעיקר עקב העלייה במדד היצור התעשייתי, יצוא השרותים ויבוא הסחורות.

### נתוני שוק העבודה

סקר כח אדם לרביע הראשון של 2006 (שהתפרסם ב-24 במאי, לאחר קיום הדיון בפורום הרחב) מצביע על המשך הירידה בשיעור האבטלה, ל-8.7 אחוזים מכח העבודה האזרחי (בהשוואה ל-8.8 ברביע הקודם), תוך ירידה בשיעור ההשתתפות בכח העבודה מ-55.6 ל-55.4 אחוזים. שיעור התעסוקה ירד מעט והגיע ל-50.6 אחוזים מהאוכלוסייה בגיל העבודה, לאחר עלייה החל מתחילת שנת 2005. מספר המועסקים גדל ברביע הראשון של 2006 ב-6.8 אלף איש, ומספר הבלתי מועסקים הצטמצם ב-3.3 אלף איש. בסקטור העסקי נרשמה עלייה של 1.4 אחוזים במספר המועסקים בהשוואה לרביע הקודם (כ-25 אלף מועסקים), ואילו בשירותים הציבוריים נרשמה ירידה בת 3.1 אחוזים במספר המועסקים (ירידה של 23 אלף מועסקים).

<sup>1</sup> נתוני המגמה שדווחו בחודש הקודם עודכנו. לפי הדיווח הקודם עלה המדד בחודשים ינואר-מרץ ב-0.4% בלבד, בעוד שלאחר התיקון נרשמה עלייה משמעותית יותר.

<sup>2</sup> לפי נתוני המגמה שפורסמו ב-26/3/06, הייתה ירידה במספר לינות התיירים בחודשים אוגוסט-אוקטובר 2005, אולם לאחר העדכון האחרון נשקפת עלייה מתמשכת בנתון זה.

ב-12 החודשים עד לפברואר 2006 נרשמה עלייה של 5.4 אחוזים בשכר הנומינלי הממוצע למשרת שכיר במגזר העסקי ועלייה של 1.5 אחוזים בשכר הנומינלי של העובדים במגזר הציבורי (ממוצע של שלושה חודשים אחרונים עד לפברואר 2006 לעומת תקופה מקבילה בשנה קודמת). מחלוקה ענפית של עליית השכר הנומינלי בסקטור העסקי עולה כי בשלושה ענפים עלה השכר באופן בולט במיוחד ב-12 החודשים עד לפברואר 2006: ענף הבנקאות, ביטוח ומוסדות פיננסיים (26 אחוזים), שרותים עסקיים (7.9 אחוזים), וחשמל ומים (9 אחוזים). השכר הנומינלי בסקטור העסקי, ללא ענף הבנקאות והביטוח וללא ענף השרותים העסקיים, עלה ב-12 החודשים שקדמו לפברואר 2006 בכ-2 אחוזים (ממוצע של שלושת החודשים דצמבר-פברואר לעומת תקופה מקבילה בשנה קודמת).

נתוני סוף שנת 2005 מלמדים על המשך הירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר, הנובעת מעלייה מהירה בפריון העבודה.

סקר המעסיקים במגזר העסקי, שנערך על ידי התמ"ת, מצביע על עלייה בקושי לאייש משרות פנויות במספר גדל של ענפים, והתארכות משך הזמן הממוצע בו המשרה הפנויה לא אוישה.

## 2. נתוני התקציב

בחודשים ינואר-אפריל נרשם עודף מצטבר של 7.7 מיליארדי שקלים בתקציב המדינה (ללא אשראי). עודף זה משקף האצה בהכנסות ממיסים ורמת הוצאות נמוכה. ההערכות בבנק ישראל הן שהגרעון התקציבי של הממשלה בשנת 2006 צפוי להיות בין אפס לאחוז אחד של התוצר.

בהנחה שהכנסות המדינה ממיסים בעקבות ממכירת "ישקר", בסך כ-4.5 מיליארדי שקלים יתקבלו במהלך השנה, ההערכה היא כי סך ההכנסות צפוי להיות גבוה משמעותית מתחזית התקציב.

ההכנסות ממיסים ישירים בחודשים ינואר-אפריל (בניכוי תיקוני חקיקה והכנסות חד פעמיות) עלו ריאלית בכ-15 אחוזים בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

## 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן לחודש אפריל עלה ב-0.9 אחוזים, בתוך טווח הערכות החזאים, ובהתאם לתואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.5 אחוזים, קצב המהיר יחסית ליעד יציבות המחירים. קצב האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים עמד באפריל על 3.8 אחוזים, גבוה משמעותית מהגבול העליון של היעד. מחירי האנרגיה והפירות והירקות תרמו במיוחד לעליית המדד בשנה האחרונה, ובניכוי גורמים אלה עלה המדד ב-3.1 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה משוק ההון נותרו ללא שינוי מהותי במהלך החודשים האחרונים והן עומדות בחודש מאי על אמצע תחום היעד – 2 אחוזים. היציבות בציפיות אלו בולטת במיוחד על רקע הצמיחה במשק הגבוהה מהצפוי ועל רקע השינויים בשער החליפין של השקל.

הערכות החזאים לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים ירדו ב-0.3 נקודות האחוז אחרי פרסום מדד המחירים לחודש אפריל, והן עומדות במוצע על 1.8 אחוזים, בטווח רחב יחסית בין 1.2 לבין 2.3 אחוזים.

הציפיות לאינפלציה לטווחים ארוכים ירדו מעט במהלך החודשים האחרונים והן נמצאות בתוך תחום היעד: בטווחים של 2-3 שנים הן עומדות על 2.2 אחוזים ובטווחים של 7-10 שנים על 2.6 אחוזים. מדידה זו מגלמת בתוכה פרמיית סיכון אינפלציונית שעולה עם טווח הזמן של אגרות החוב, ולכן הן מוטות כלפי מעלה.

התחזיות והציפיות לאינפלציה תלויות גם בהערכות השונות לגבי הריבית במשק. כמחצית מהחזאים צופים עליית ריבית בחודש יוני וכמחציתם צופים אי שינוי בריבית. הממוצע של ציפיות החזאים הוא שבמהלך 12 החודשים הקרובים תעלה ריבית בנק ישראל ב-0.6 נקודות אחוז<sup>3</sup>. מעקום המק"ם נגזרת במהלך השנה הבאה עליית ריבית מתונה יותר, בשיעור של 0.4 נקודת אחוז<sup>4</sup>.

#### הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית של בנקים מרכזיים בחו"ל

הפער בין ריבית בנק ישראל לריבית הפד הצטמצם אחרי העלאת הריבית בארה"ב ועומד כיום על 0.25 נקודת אחוז.

#### הריבית הריאלית הצפויה

הריבית הריאלית הצפויה בטווח הקצר נמצאת במגמת עלייה מאז חודש פברואר 2006. עליית הריבית הריאלית בחודשים האחרונים נובעת בעיקרה מהעלייה בריבית בנק ישראל.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בחודש מאי עלתה תשואת המק"ם ל-12 חודשים ל-5.8 אחוזים, לעומת 5.7 אחוזים בחודש אפריל. בשוק אגרות החוב הממשלתיות נסחרו ללא שינוי מחיר משמעותי, כאשר באגרות הגליל הצמודות למדד, ל-5 שנים, התשואה בחודש מאי היא של 3.7 אחוזים, בדומה לזו בחודש אפריל. באגרות השחר, שאינן צמודות, התשואה ל-5 שנים ירדה מ-6.2 אחוזים באפריל ל-6.0 אחוזים בחודש מאי.

#### פער התשואות בין הארץ לחו"ל

פערי התשואות הנומינליות והריאליות לטווחים ארוכים בין ישראל לארה"ב נמצאים במגמת ירידה בחודשים האחרונים עקב עלייה של התשואות בארה"ב, והמרווח בין

<sup>3</sup> ממוצע של חזאים בעלי תחזיות שונות.

<sup>4</sup> כפי שנגזר משיפוע עקום המק"ם.

התשואות השקליות לדולריות בחלק הארוך של העקום הצטמצם מ-160 נקודות בסיס לרמות שפל של 130 נקודות בסיס.

### אמצעי התשלום

קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום הגיע בחודש אפריל לשיעור הנמוך מזה כ-8 חודשים (17.9 אחוזים), והוא עדיין גבוה יחסית לשיעור צמיחת התוצר בתוספת קצב האינפלציה.

### המודלים האקונומטריים<sup>5</sup>

תרחישים שונים שנבחנו באמצעות המודלים מדדו את השפעת התחזקות השקל על ריסון האינפלציה, כאשר מנגד צמצום פער התוצר (התחזקות הביקושים והירידה בשיעור האבטלה) יחד עם עלייה במחירי היבוא הדולריים מהווים גורמים ללחץ אינפלציוני. על פי מודל של מחלקת המחקר צפויה האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים לחזור לתחום יעד האינפלציה עם פרסום מדד יוני או יולי. באמצעות מודלים, יחד עם התאמות שיפוטיות, נבחנו מספר תרחישים כדי להעריך את השפעתם של גורמים שונים. למשל, במודל של המחלקה המוניטרית, באחת הסימולציות בה ריבית בנק ישראל תעלה ל-5.5 אחוזים במחצית השנייה של השנה ובה שער החליפין של השקל לעומת הדולר ינוע עד סוף השנה סביב 4.5 שקלים, תסתיים שנת 2006 באינפלציה של 2.4 אחוזים.

## **4. ההתפתחויות בתנועות הון, שוק המט"ח, ושוק המניות**

### תנועות הון

בחודש אפריל נמשך יבוא ההון ארוך הטווח של תושבי חוץ, שהתבטא בעיקר בהשקעות ישירות בסך של כ-0.5 מיליארד דולר. בחודש אפריל המשיכה מגמת יצוא ההון של תושבי ישראל, אם כי בכמויות מצומצמות יותר בהשוואה לחודשים הקודמים. פרסום עסקת מכירת "ישקר" במהלך החודש תרמה לאווירה החיובית ולהתחזקות השקל.

### שוק מט"ח

מאז העדכון המוניטרי האחרון (24.4) ועד ה-24.5 התחזק השקל מול הדולר ב-0.9%, נחלש מול הסל ב-0.7% ונחלש מול היורו ב-3.3%. במהלך התקופה מאז העדכון המוניטרי האחרון, המשיכו השווקים הפיננסיים בישראל להפגין עוצמה ונתמכו בעיקר ע"י גורמים מקומיים. התחזקותו של השקל הושפעה מהיחלשותו הגלובלית של הדולר במרבית התקופה. העוצמה שהפגין השקל נבעה כאמור מאירועים מקומיים חיוביים למשק הישראלי, ובראשם עסקת קניית "ישקר" בתחילת החודש שבעקבותיה השקל התחזק ב-1%. בנוסף, העלאת תשקיף הדירוג של ישראל

<sup>5</sup> בנק ישראל מפעיל מודלים אקונומטריים המשמשים לבחינת תרחישים שונים. משום אופיים של תרחישים אלו, בין היתר על רקע העובדה שתוצאותיהם מותנות באופן טבעי במספר הנחות לגבי משתנים רלבנטיים, יש לראות בתרחישים אלו כתשומה אחת לדיון מתוך מכלול התשומות.

ל"חיובי" על ידי חברת מודיס ופרסום נתוני הצמיחה בישראל לרבעון הראשון שהפתיעו לטובה, תרמו להמשך המגמה.

עמידותם של השווקים הפיננסיים בישראל בלטה בעיקר לאור החולשה שהפגינו השווקים המתעוררים. החל מהשבוע השני של מאי, נחלשו רוב מטבעות השווקים המתפתחים באופן משמעותי כשבמקביל נרשמה ירידה חדה בשוקי המניות במדינות אלו. באותה העת השווקים הפיננסיים בישראל נותרו יציבים יחסית והתנהגותו של השקל דמתה לזו של המטבעות השווקים המפותחים. השקל נשאר יציב, התשואות בשוקי ההון בישראל נותרו כמעט ללא שינוי והמדדים בבורסה בתל אביב נשארו יציבים.

#### שוק המניות

בשוק המניות נרשמה עלייה מסוימת באי הוודאות יחסית לחודשים הקודמים, עם כי בשווקים נמשכה היציבות. ב-28.5 חזר מדד ת"א 100 לרמתו ב-24 באפריל (העדכון המוניטרי הקודם).

#### **5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון, וסקירות בתי השקעות הזרים**

חברת הדירוג מודיס העלתה את תשקיף דירוג האשראי של ישראל במטבע חוץ ובמטבע מקומי מ"יציב" ל"חיובי". בהודעתה ציינה כי ישראל בכלל ומקבלי החלטות בפרט הפגינו גמישות יוצאת דופן לנוכח האתגרים שהתמודדו עימם בשנים האחרונות. מודיס גם ציינה לטובה את הצמיחה המרשימה והירידה המתמשכת ביחס החוב לתוצר. בעקבות השינוי העלתה מודיס גם את תשקיף דירוג האשראי של 5 הבנקים הגדולים בישראל על פיקדונות במטבע חוץ לטווח ארוך מ"יציב" ל"חיובי".

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS, הצטמצמה החודש לרמה של 30 נקודות בסיס, בדומה להצטמצמות שחלה בפרמיות הסיכון בחלק מהשווקים המתעוררים. לעומת זאת, בטורקיה, בברזיל ודרום אפריקה נרשמה התרחבות במרווחי ה-CDS.

ככלל בתי השקעות הזרים מציינים את חוזקה של הכלכלה הישראלית, זאת גם בסקירות שיצאו עוד לפני פרסום נתוני הצמיחה במשק הישראלי.

על פי סקירות בתי השקעות זרים, התדרדרות אפשרית במצב הגיאו-פוליטי מהווה סיכון להיחלשות השקל. אולם, המצב המקרו-כלכלי החיובי של המשק והצפי להמשך החלשות הדולר בעולם תומכים בהתחזקות נוספת של השקל.

#### **6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית**

##### כללי

הצמיחה העולמית, הן בכלכלות המפותחות והן בכלכלות המתפתחות, נותרה חזקה והיא צפויה להגיע לרמה של 4.9% בשנת 2006 ולרמה דומה גם במהלך 2007. גם ארה"ב, גם יפן וגם גוש האירו צומחות ביחד ובקצב יפה, לאחר תקופה ארוכה בה אירופה ויפן פיגרו מאחור. האינפלציה נמצאת ברמה מתונה יחסית ברוב הכלכלות ואף צפויה לרדת

במקצת במהלך 2006 ו-2007. מחירי האנרגיה והסחורות ביחד עם הצטמצמות פער התוצר במדינות המפותחות מציבים סיכון כלפי מעלה לאינפלציה העולמית. מאז השבוע השני של מאי נרשמה עלייה בשנאת הסיכון הגלובלית אצל משקיעים. לאור זאת, החל תהליך של סגירת פוזיציות בנכסים הנתפסים כמסוכנים תוך עלייה בתנודתיות. ירידות חדות יחסית נרשמו בשוקי האג"ח והמטבע בשווקים המתעוררים, ובנוסף נרשמו ירידות במחירי הסחורות ובמדדי המניות בשווקים המפותחים והמתעוררים כאחד.

### ארה"ב

החודש התפרסם הנתון הראשוני של התוצר לרבעון הראשון של 2006 שהצביע על האצה בצמיחה של כלכלת ארה"ב לשיעור שנתי של 4.8%, בהתאם לציפיות. קצב הצמיחה המהיר נתמך בעיקר ע"י עלייה חדה בצריכה הפרטית והשקעות של הסקטור העסקי. מאז פרסום נתון התוצר הראשוני נתונים נוספים המתייחסים לאותה תקופה הפתיעו לטובה. לאור זאת, מעריכים הכלכלנים כי נתון התוצר לרבעון הראשון של 2006 עשוי להתעדכן משמעותית כלפי מעלה עד לרמה של כ-5.8%.

כצפוי, העלה הפד את הריבית בחודש מאי ב-25 נקודות בסיס לרמה של 5%. בהודעתו הותיר הפד פתח להעלאת ריבית נוספת בעתיד, אך שינה את מלל ההודעה כך שהעיתוי ומידת הריסון יהיו תלויים בתחזית האינפלציה והצמיחה כפי שנגזרים מהנתונים המקרו-כלכליים. התייחסותו של הפד בהודעה להשפעה בפיגור של הריסון המוניטארי ושל מחירי הנפט הגבוהים על הכלכלה, מרמזת על כך שהעלאת ריבית בישיבה הקרובה שתתקיים בסוף יוני איננה ודאית. החוזים העתידיים על ריבית הפד, מגלמים העלאה של 25 נקודות בסיס בישיבה שתתקיים ב-29 ביוני והסתברות של כ-40%. עם זאת, רוב בתי ההשקעות צופים כי הריבית תוותר ברמה של 5%.

### אירופה

קצב הצמיחה ברבעון הראשון של 2006 רשם שיפור לעומת זה שנרשם בסוף 2005 ועמד על 0.6% רבעוני בהתאם לציפיות. ה-ECB צופה כי הצמיחה באירופה תתאושש ותהיה רחבת היקף במחצית הראשונה של 2006 תוך שיפור הדרגתי מצד הביקוש המקומי שהיה חלש עד כה. בנוסף, הכלכלה הגלובלית החזקה תמשיך לספק תמיכה לסקטור היצוא והשקעות הפירמות צפויות להישאר גבוהות על רקע תנאי המימון החיוביים. בתי ההשקעות צופים צמיחה של 2.3% בממוצע לרבעון השני של השנה בדומה לצמיחה של ברבעון הראשון. בתי ההשקעות צופים בממוצע צמיחה של כ-2.2% בשנת 2006 כולה. האינפלציה עלתה בחודש אפריל לרמה של 2.4% שנתית. ה-ECB צופה כי האינפלציה תיוותר בטווח הקרוב ברמה שמעל ל-2%, והסיכון לתחזית זו נותר כלפי מעלה על רקע התפתחות מחירי הנפט והצפי להעלאת המיסים העקיפים באירופה. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי האינפלציה תרד אל מתחת לרמת 2% רק ברבעון השלישי של 2006. כצפוי, ה-ECB הותיר את הריבית החודש ללא שינוי ברמה של 2.5%. בתי ההשקעות מתמחרים בממוצע עליית ריבית לרמה של כ-3% עד סוף 2006. לעומת זאת, החוזים

עתידיים מתמחרים עליית ריבית עד לרמה של 3.25%. נציין כי התחזקות שע"ח של האירו בתקופה האחרונה מציבה סימן שאלה לגבי מידת הריסון שבו ינקוט ה- ECB.

### יפן

נתון התוצר לרבעון הראשון של 2006 הצביע על האטה בקצב הצמיחה של כלכלת יפן לשיעור שנתי של 1.9%. למרות נתון התוצר החלש הנתונים הכלכליים שהתפרסמו לאחרונה מעידים על המשך התאוששות כלכלית רחבת היקף. בתי ההשקעות צופים עלייה בקצב הצמיחה לרמה של 3.1% ברבעון השני של 2006 בממוצע, וצמיחה של כ- 3.1% בשנת 2006 כולה.

מדד אינפלציה הגרעין לחודש מרץ רשם עלייה של 0.5% בשיעור שנתי לאחר עלייה דומה בחודש פברואר. בתי ההשקעות צופים כי האינפלציה ביפן תשמר ברמה חיובית גם בהמשך השנה.

בתי ההשקעות צופים כי הבנק המרכזי יעלה את הריבית כבר בתחילת המחצית השנייה של 2006. השווקים מתמחרים כעת עלייה של 0.38% כבר ברבעון השלישי של 2006.

### שווקים מתעוררים

לאחר תקופה ארוכה של עליות שערים בשוקי המניות במדינות המתעוררות, ביחד עם ירידות תשואות האג"ח והתחזקות שערי המטבע, ניכר שינוי מגמה שחל בשבוע השני של מאי, שהתבטא בעלייה בשנאת הסיכון הגלובלית אצל משקיעים. לאור זאת, החל תהליך של סגירת פוזיציות בנכסים הנתפסים כמסוכנים תוך עלייה בתנודתיות. ירידות חדות יחסית נרשמו בשוקי האג"ח, המניות והמטבע בשווקים המתעוררים, ובנוסף שוקי המניות והסחורות בעולם. המטבעות של השווקים המתעוררים נחלשו באופן משמעותי. במקביל, התרחבו המרווחים בין תשואות אג"ח ארה"ב לבין אג"ח של השווקים המתעוררים בלמעלה מ-20 נקודות בסיס - כפי שנמדד ע"י מדד ה-EMBI+. גם מחירי הסחורות, ובראשם המתכות והאנרגיה, רשמו ירידות של כ-7%. אומנם חלה רגיעה בשווקים בימים האחרונים תוך התמתנות של הירידות אך, לעת עתה לא ברור האם העלייה בשנאת הסיכון תמשך או האם תופעה זו הינה זמנית בלבד.

### ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש יוני 2006

הרקע לדיון החודש הן עליות המחירים הגבוהות ב-12 החודשים האחרונים, מעבר לגבול העליון של יעד האינפלציה, ועליית המחירים המהירה מתחילת השנה. ההערכות של המשתתפים בדיון היו שמדדי המחירים הצפויים בחודשים הקרובים יביאו בהסתברות גבוהה לחזרה לתחום היעד תוך מספר חודשים, בהסתכלות ל-12 החודשים האחרונים. המשתתפים בדיון ציינו שהערכות אלו לגבי מועד חזרת קצב האינפלציה לתחום היעד תלויות במידה רבה בהתפתחותו של שער החליפין, שהשפעתו על המחירים מהירה יחסית. הערכות לאינפלציה משוק ההון והערכות החזאים הם שבמהלך 12 החודשים הבאים יהיה קצב



האינפלציה כ-2 אחוזים, ונתוני שוק ההון ותחזיות הריבית של החזאים מצביעים על כך שעל מנת להשיג קצב אינפלציה זה צפויה ריבית בנק ישראל לעלות בכחצי נקודת האחוז.

הדיון התמקד בבחינת הכוחות העיקריים הפועלים בכיוונים מנוגדים על התפתחות המחירים בעתיד: מחד, ההשלכות האינפלציוניות של תהליך סגירת פער התוצר. מאידך, התחזקות השקל מול הדולר המפחיתה את הלחצים האינפלציוניים.

המשתתפים בדיון ניתחו את הכוחות האינפלציוניים הנובעים מתהליך סגירת פער התוצר, וזאת במיוחד לנוכח הנתונים החדשים של החשבונות הלאומית, המצביעים על קצב צמיחה המהיר מזה שהיה צפוי קודם לכן. מחלקת המחקר ציינה שהמחלקה נמצאת בתהליך עדכון תחזית הצמיחה לשנת 2006, ועל פי ההערכות המעודכנות צפוי התוצר בשנת 2006 להתרחב בכ-5.0 אחוזים והתוצר העסקי צפוי להתרחב בכ-6.5 אחוזים. משתתפים בדיון ציינו כי תהליך זה של צמצום פער התוצר פועל להגברת הלחצים לעליות מחירים באמצעות השפעה ישירה של הביקושים על מחירי המוצרים ובאמצעות השפעה עקיפה דרך לחצי שכר.

בדיון צוין שמשום שהגידול בפריון העבודה מהיר מעליות השכר, נמשכת הירידה בעלות השכר ליחידת תוצר. אולם, בענפים מסוימים, בפרט אלה הנשענים על עובדים משכילים, גדל המחסור בעובדים מקצועיים ועליות השכר הנומינליות גבוהות יחסית.

בנוסף להתרחבות הביקושים הפועלת ללחץ כלפי מעלה על המחירים במשק, קיימים אינדיקטורים המצביעים על עלייה במחירי היבוא בדולרים, בין היתר בתחום האנרגיה.

לאור חשיבותם של השינויים בשער החליפין להתפתחויות האינפלציה, חלק ניכר מהדיון הוקדש לניתוח השפעת הייסוף שכבר התרחש על מדדי המחירים בחודשים הקרובים ולהתפתחויות הצפויות בשוק מט"ח. ברקע קיימת אפשרות לעלייה מתונה בריבית הפד.

ההערכות שהועלו בדיון הם כי התחזקות השקל מחודש מרץ ועד מחצית מאי מהווה גורם המרכזי הפועל לריסון הכוחות האינפלציוניים בתקופה הקרובה. השקל התחזק ביחס לדולר בשיעור מצטבר של 5 אחוזים בחודש וחצי האחרונים, ייסוף שמחקר למעשה את הפיחות שהתרחש במהלך המחצית השנייה של 2005 ותחילת 2006. ההתפתחויות בשוק מטבע חוץ הושפעו מגורמים גלובליים, ובעיקר החלשות הדולר בעולם, אך גם מהערכות חיוביות לגבי מצב המשק ולגבי המדיניות הכלכלית הננקטת על ידי הממשלה. חלק מהמשתתפים העריכו שיבוא ההון למשק מתחזק, תהליך התומך ביציבות בשער החליפין ואף באפשרות להמשך הייסוף, וזאת בעיקר נוכח ההערכות החיוביות של מוסדות פיננסיים פרטיים בחו"ל לגבי המשק הישראלי. משתתפים אחרים העלו מספר תסריטים אפשריים, וביניהם חוסר יציבות מתמשך בשווקים הפיננסיים של המשקים המתעוררים, היכולים לפעול בכיוון של היחלשות המטבע הישראלי בשוק מטבע חוץ.

תקציב הממשלה ממשיך להוות גורם מרסן על הביקוש המצרפי והמשתתפים העריכו שהמסגרת התקציבית תישאר מרסנת יחסית בשנה זו.

בהערכת המשקלות של הגורמים העיקריים המשפיעים על האינפלציה במשק, הדגישו מספר משתתפים בדיון שהתחזקות שער החליפין של השקל בתקופה האחרונה מהווה גורם שלו השפעה חזקה יחסית על ריסון הלחצים האינפלציוניים בתקופה הקרובה. משתתפים אחרים הדגישו שאין זה רצוי לתת משקל גבוה להתחזקות השקל מול הדולר בתקופה האחרונה מאחר ששער החליפין יכול להשתנות במהירות גבוהה כתגובה לשינויים המשפיעים על שוק מטבע חוץ ושההשפעה של השינויים בשער החליפין על האינפלציה הינה מהירה. בניתוח עוצמתם של הכוחות המנוגדים המשפיעים על האינפלציה, המודלים האקונומטריים כיוונו ותמכו בהערכות שהשפעת הייסוף בשער החליפין של השקל על ריסון האינפלציה הינה חזקה ומהירה יחסית בהשוואה ללחץ על המחירים הנובע מהצמצום בפער התוצר.

בסיכומו של דבר, העריכו מנהלי המחלקות המשתתפים בדיון כי התחזקותו של שער החליפין של השקל מול הדולר, מחודש מרץ ועד מחצית מאי, מהווה גורם שלו השפעה חזקה על ריסון הלחצים האינפלציוניים בתקופה הקרובה, וזאת בהשוואה ללחצים האינפלציוניים הנובעים מתהליך סגירת פער התוצר. בנוסף, המשתתפים ציינו שהעלאת ריבית בנק ישראל שכבר בוצעה בחודשים האחרונים, ובעקבותיה עליית הריבית הריאלית הקצרה, תמשיך למתן במידה מסוימת את הביקושים, מאחר שהשפעת העלייה בריבית עדיין לא באה לידי מיצוי מלא.

למרות הדגשים השונים שנתנו המשתתפים בדיון לכוחות המנוגדים הפועלים על התפתחות האינפלציה, בהערכתם את מכלול השיקולים להחלטת הריבית המליצו כל מנהלי המחלקות שהשתתפו בדיון להשאיר את הריבית לחודש יוני ללא שינוי. הנגיד החליט לא לשנות את ריבית בנק ישראל וזו תישאר בחודש יוני ברמה של 5.25 נקודות האחוז.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-28 במאי 2006.

#### בפורום המצומצם נכחו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק  
ד"ר עקיבא אופנבכר – מנהל המחלקה המוניטרית  
מר בארי טאף – מנהל מחלקת מט"ח  
מר בלפור עוזר – מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח  
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר  
ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על הקשרים עם המוסדות הבינלאומיים  
מר גבי פישמן – יועץ לנגיד וראש המטה לנגיד  
מר אמנון יעקובי – יועץ לנגיד  
גבי שרית גלעדי דור – יועצת תקשורת ודוברת הבנק  
גבי רימונה לייבוביץ, סגנית דוברת הבנק