



11 יוני 2007

## **דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש יוני 2007**

**הדיונים התקיימו ב-27 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. כך, מוצגות ההתפתחויות במשק הישראלי - בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, ראשי המחלקות הכלכליות בבנק (מחלקת המחקר, המחלקה המוניתרית, 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**

##### **הערכה כללית**

מהנתונים שפורסמו החודש עולה כי ברביע הראשון של 2007 נמשכה מגמת הצמיחה המהירה של המשק. כפי שעולה מנתוני החשבונאות הלאומית, ברביע הראשון של 2007 נמשך הגידול המהיר ביצוא, בהשקעות בענפי המשק נרשמה עלייה חדה, ונמשך הגידול בצריכה הפרטית. מנתוני שוק העבודה עולה כי ברביע הראשון של 2007 נרשמה עלייה בשיעור ההשתתפות בכח העבודה הנובעת מגידול מתמשך במספר המועסקים במשק וירידה קלה בשיעור האבטלה. הגידול המהיר בהשקעות בענפי המשק יחד עם העלייה בשיעור ההשתתפות בכח העבודה מגדילים את כושר הייצור של המשק.

##### **נתוני החשבונאות הלאומית**

צמיחת התמ"ג ברביע הראשון של 2007 הסתכמה בשיעור גבוה של 6.3 אחוזים (נתונים מנוכי עונתיות, שיעור שינוי לעומת רביע קודם במונחים שנתיים). היצוא (ללא יהלומים) עלה ברביע הראשון של 2007 ב-14.9 אחוזים, ההשקעות בענפי המשק התרחבו ב-32.9 אחוזים, והצריכה הפרטית (ללא בני קיימא) התרחבה ב-5.5 אחוזים.

### המדד המשולב למצב המשק ואינדיקטורים לפעילות עסקית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש אפריל ב-0.1 אחוזים בלבד, לאחר עלייה של 0.3 אחוזים בחודש מרץ. ההערכות הן שבשלב זה יש לעקוב אחרי נתוני העלייה המתונה במדד המשולב בחודשיים האחרונים, אך מוקדם להסיק שישנה האטה בקצב ההתרחבות של הפעילות הכלכלית, וזאת במיוחד לאור נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של השנה.

### שוק העבודה

מנתוני סקר כח אדם לרביע הראשון של 2007 עולה כי בשיעור ההשתתפות בכח העבודה נרשמה ברביע הראשון של 2007 עלייה של 0.5 נקודות האחוז לרמה של 56.1 אחוזים. מספר המועסקים עלה ברביע זה בכ-33 אלף איש, ומספר הבלתי מועסקים עלה בכאלף איש. שיעור האבטלה ברביע הראשון של 2007 הוא 7.7 אחוזים מכח העבודה, ירידה של 0.1 אחוז לעומת הרביע הקודם.

מנתוני הביטוח הלאומי עולה כי בשלושת החודשים, מדצמבר 2006 ועד פברואר 2007, נרשם גידול (לעומת התקופה המקבילה אשתקד) של 4.4 אחוזים במספר משרות השכיר בסקטור העסקי, תוך עליית שכר (נומינלי) ממוצעת למשרת שכיר של 2.6 אחוזים (שהתבטאה בעלייה בשכר הריאלי של 2.9 אחוזים).

מסקר המעסיקים (שמפרסם משרד התמ"ת) לרבעון הראשון של שנת 2007 עולה כי הביקוש לעובדים במגזר העסקי, כפי שנמדד על פי פרסום מספר המשרות הפנויות, המשיך לעלות ברבעון הראשון של השנה והוא נמצא ברמה הגבוהה ביותר שנרשמה בעשר השנים האחרונות. כמו כן, מצביעים הנתונים על עלייה בביקוש לעובדים בעלי כושר השתכרות נמוך.

במחצית השנייה של 2006, לאחר כארבע שנים של עלייה, הסתמנה בלימה בעליית פריון העבודה וכתוצאה מכך מסתמנת עלייה מסוימת בעלות העבודה ליחידת תוצר.

### סחר חוץ

נתוני סחר חוץ לגבי יצוא הסחורות בחודש אפריל מעידים על המשך הפעילות ברמה גבוהה תוך התמתנות מסוימת, המשקפת במידה רבה ירידה ביצוא תרופות (המסווגת כטכנולוגיית עלית). בחודש אפריל ירד יצוא הסחורות (ללא יהלומים, אניות ומטוסים, ומנוכה עונתיות) בכ-9 אחוזים לעומת חודש מרץ, לאחר שבחודש מרץ עלה יצוא זה בכ-8 אחוזים לעומת חודש פברואר (מנוכה עונתיות). בהשוואה לחודש אפריל אשתקד התרחב יצוא הסחורות בכ-14 אחוזים.

יבוא הסחורות עלה בחודש אפריל ב-2.7 אחוזים לעומת חודש מרץ (ללא יהלומים, אניות ומטוסים, ומנוכה עונתיות), לאחר ירידה של כ-1.1 אחוזים בחודש מרץ לעומת פברואר (מנוכה עונתיות). בהשוואה לחודש אפריל אשתקד התרחב יבוא הסחורות בכ-10 אחוזים.

## **2. נתוני התקציב**

למרות שאנו מצויים בשלב מוקדם של השנה, ההתפתחויות עד כה מצביעות על גירעון תקציבי שנתי נמוך משמעותית מתקרת הגרעון שקבעה הממשלה לשנת 2007 – של 2.9 אחוזי תוצר. ההערכות הן שהגרעון התקציבי השנה יסתכם בין אחוז אחד ל-1.5 אחוזים. מקור התחזית לגירעון הנמוך משמעותית מהמתוכנן בעת הכנת התקציב נעוץ בתוספת ההכנסות מגביית מסים, בעקבות הצמיחה המהירה מהצפוי.

### 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אפריל ב-0.5 אחוזים, בהתאם לציפיות החזאים הפרטיים. בניכוי גורמי עונתיות, עלה המדד לחודש אפריל בשיעור של 0.2 אחוז.

בשנים עשר החודשים האחרונים ירד מדד המחירים לצרכן ב-1.3%, כך ששיעור האינפלציה בהסתכלות אחורה נמוך משמעותית מהיעד. ללא רכיב הדיור, בשנים עשר החודשים האחרונים נותר מדד המחירים לצרכן ללא שינוי. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.3 אחוז.

חלוקת מדד המחירים לצרכן למרכיב מחירי מוצרים שהושפעו ישירות משער החליפין ולמרכיב מחירי אנרגיה, לעומת מרכיב מחירים "מקומיים" שלא הושפע ישירות מגורמים אילו, מצביע על הפער הניכר בהתפתחויות בשנה האחרונה. ברביע הראשון של 2007 המשיכה מגמת העלייה ברכיב המחירים המקומיים. מנגד, מחירי היבוא המשיכו לרדת ברביע הראשון של 2007, בהמשך לירידות במהלך השנה האחרונה. לפי אחד המודלים האקונומטריים של בנק ישראל, שיעור האינפלציה במרכיב המקומי של מדד המחירים לצרכן היה 4 אחוזים (בין הרביע הראשון של 2007 לתקופה המקבילה ב-2006), בעוד שמרכיב מדד המחירים לצרכן שהושפע ישירות משער החליפין ירד ב-4.6 אחוזים באותה תקופה.<sup>1</sup>

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עומדות בחודש מאי ברמה של כ-0.5 אחוזים, בדומה לרמתן הממוצעת בחודש אפריל, נמוך משמעותית מהגבול התחתון של היעד.

הערכות החזאים המקומיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה קדימה נמצאות מתחת לאמצע יעד האינפלציה, ברמה של כ-1.2 אחוזים, לעומת כ-1.4 אחוזים בממוצע בחודש אפריל, ולאחר ירידה של כאחוז במחצית השנייה של חודש מרץ. בממוצע צופים החזאים המקומיים שהאינפלציה בשנת 2007 תסתכם ב-0.7 אחוז ובשנת 2008 ב-2.1 אחוזים. החזאים המקומיים צופים כי בשלושת המדדים הקרובים, מאי עד יולי, צפויה ירידת מדד מצטברת שתסתכם בכ-0.3 אחוז.

<sup>1</sup> לדיון מורחב בנושא זה ראה דו"ח בנק ישראל לשנת 2006, עמודים 94-95 ועמודים 113-115.

מרבית החזאים הפרטיים מעריכים שריבית בנק ישראל תרד בחודשים הקרובים, וממוצע ההערכות של חזאים אלו הוא שריבית בנק ישראל תגיע ל-3.4 אחוזים עד סוף השנה. לפני החלטת הריבית לחודש יוני, שיפוע עקום המק"ם מבטא ציפיות בשווקים הפיננסיים שריבית בנק ישראל תרד בכ-0.3 נקודות האחוז במהלך השנה הקרובה.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

הריבית הצמודה למדד ל-10 שנים ירדה מרמה של 3.3 אחוזים בחודש אפריל ל-3 אחוזים בחודש מאי. התשואה הנומינלית של אגרות חוב לא צמודות ("שחר") לטווח של 10 שנים ירדה בחודש האחרון ב-0.2 נקודות האחוז, לרמה של 4.8 אחוזים. תשואת המק"ם לשנה ירדה בחודש האחרון מרמה של 3.9 אחוזים לרמה של 3.7 אחוזים.

#### פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל נמוכה ב-1.5 נקודות האחוז מריבית הפד ושווה לריבית הבנק המרכזי באירופה. במועד הפגישה, על פי שוקי ההון קיימת הסתברות גבוהה להורדת ריבית הפד ב-0.25 נקודות האחוז במחצית השנייה של 2007, ולעליית ריבית הבנק המרכזי באירופה בחודש הקרוב.

המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים ירד במהלך החודש האחרון בכ-35 נקודות בסיס, ירידה שהביאה לסגירתו של המרווח, כלומר שוויון בתשואות.

#### הריבית הריאלית הצפויה

הריבית הריאלית הצפויה לשנה קדימה ירדה בחודש מאי ב-0.2 נקודות האחוז, בעקבות הורדת הריבית הנומינלית, והיא עומדת על 3.3 אחוזים.

#### אמצעי התשלום

שיעור השינוי באמצעי התשלום (M1) ב-12 החודשים האחרונים עמד בחודש אפריל על ב-10.8 אחוזים: רכיב פיקדונות העובר ושב עלה ב-17.4 אחוזים ורכיב המזומן עלה ב-2.2 אחוזים.

#### המודלים האקונומטריים<sup>2</sup>

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. על פי המודל של מחלקת המחקר, בתרחיש בו שער החליפין ינוע סביב רמה של 4 ₪ לדולר (מהרביע השני של 2007 ועד סוף 2008), וכאשר ריבית בנק ישראל תעלה ל-4 אחוזים ברביע האחרון של 2007, עולה האינפלציה (בשנים עשר החודשים האחרונים) ל-2.3 אחוזים ברביע השני של 2008. על פי המודל הרבעוני של המחלקה המוניטרית, בתסריט בו נגזרת לרביע

<sup>2</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.

השלישי של 2007 ריבית של 3.7 אחוזים, חל פיחות הדרגתי לרמה של 4.14 שם לדולר במחצית השנייה של 2008, שיעור האינפלציה (בארבעת הרביעים האחרונים) יגיע ל-1.3 אחוזים במחצית הראשונה של שנת 2008. תוצאות המודלים רגישות לשינויים בשער החליפין.

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

##### תנועות הון

מאז החלטת הריבית הקודמת (22.4) ועד מועד דיון זה (25.5) התחזק השקל בכאחוז מול הדולר והתחזק בכ-2 אחוזים מול היורו. כלומר, התחזקות השקל בחודש האחרון מוסברת בעיקרה על ידי גורמים מקומיים. על רקע זה יש לציין את העלייה שנרשמה בחודש האחרון בסיכון שע"ח, כפי שהיא באה לידי ביטוי בסטיית התקן הגלומה באופציות, אשר הגיעה לרמה בה הייתה בתקופת מלחמת לבנון השנייה. פער הריביות השלילי בין השקל לדולר היווה גם בחודש האחרון גורם ליצוא הון קצר טווח של המגזר העסקי. מנגד, נמשך הלחץ לייסוף השקל הנובע מהעודף בחשבון השוטף ומהשקעות תושבי חוץ במשק.

##### שוק מט"ח ושוק המניות

כאמור, ממועד החלטת הריבית בחודש שעבר עד לימים שקדמו להחלטת ריבית זו השקל התחזק לעומת הדולר, מרמה של כ-4.07 שם לדולר ב-22 באפריל לרמה של 4.03 שם לדולר ב-25 במאי. השקל התחזק מול האירו בחודש האחרון, משער של 5.52 שם לאירו ב-22 באפריל לשער של 5.41 שם לאירו ב-25 במאי. מדדי המניות המובילים בבורסה של תל-אביב עלו בחודש האחרון בהמשך לעליות ניכרות מתחילת השנה. מדד ת"א 100 עלה מאז מועד החלטת הריבית הקודמת (22.4) ועד ה-27 במאי בכ-3.8 אחוזים, ומתחילת השנה עלה מדד זה בכ-19 אחוזים.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, שמרה בחודש מאי על יציבות ברמה של כ-17 נקודות בסיס. פער התשואות בין אגרות חוב השחר ל-10 שנים לבין אג"ח ממשלת ארה"ב לטווח דומה ירד ממועד החלטת הריבית האחרונה למועד החלטת הריבית החודש בכ-35 נקודות בסיס. בסקירותיהם, בתי השקעות הזרים ממשיכים לצייר את הכלכלה הישראלית באור חיובי ומציינים לחיוב את הנתונים המקרו כלכליים החזקים.

#### **6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)**

הצמיחה העולמית החזקה צפויה להימשך גם בשנים 2007 ו-2008. על אף ההאטה בצמיחה בארה"ב בחודשים האחרונים, הנתונים הכלכליים משאר אזורי העולם נותרו חזקים ומעידים על השפעה מוגבלת של ההאטה בארה"ב על קצב הצמיחה הגלובלי. בתי

ההשקעות צופים (בממוצע) צמיחה גלובלית דומה בשנת 2007 ובשנת 2008 בקצב של כ-4.4 אחוזים. בין גורמי הסיכון העיקריים להתפתחויות הגלובליות העתידיות ניתן למנות אפשרות להאטה גדולה מהצפוי בכלכלת ארה"ב, עליות אפשריות במחירי האנרגיה והסחורות, וסיכונים גיאופוליטיים.

החוזים העתידיים על ריבית הפד מתמחרים הורדה של ריבית הפד במחצית השנייה של 2007 ב-0.25 נקודות האחוז (מרמתה הנוכחית של 5.25 אחוזים), וריבית היורו, שקובע הבנק המרכזי האירופי, צפויה לעלות בחודש יוני ב-0.25 לרמה של 4 אחוזים, ולאחריה (עד סוף השנה) צפויה העלאת ריבית נוספת באירופה. גם הבנק המרכזי ביפן צפוי להעלות את הריבית בשנת 2007.

## **ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש יוני 2007**

קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמוך משמעותית מתחום היעד -- ירידה של 1.3 אחוזים. גם הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה קדימה נמוכות משמעותית מתחום היעד, והן כ-0.5 אחוזים בלבד. ממוצע תחזיות החזאים המקומיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה קדימה עומד על כ-1.2 אחוזים.

לפני החלטת ריבית זו, מרבית החזאים הפרטיים צפו שריבית בנק ישראל תרד לחודש יוני ב-0.25 נקודות האחוז, ובממוצע צופים החזאים המקומיים שריבית בנק ישראל תגיע ל-3.4 אחוזים עד סוף השנה. הצפי משוק ההון, על פי עקום המק"מ, הוא שבעוד שנה תהיה ריבית בנק ישראל נמוכה בכ-0.3 נקודת האחוז מרמתה הנוכחית.

בממוצע, החזאים המקומיים מעריכים כי מדד המחירים לצרכן לחודשים מאי, יוני ויולי ירד במצטבר בכ-0.3 נקודת האחוז.

מתרחישים שנבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים, עולה כי בתרחישים בהם נרשם פחות מסוים בשער השקל, הוא מהווה גורם מזרז להחזרת האינפלציה לתחום היעד. על פי אחד המודלים, גם אם יפסיק השקל להתחזק בשוק מטבע חוץ, ושער החליפין יתייצב סביב רמה של 4 ש"ח לדולר, עליית רכיב המחירים המקומיים (שאינם מושפעים ישירות משער החליפין וממחירי חו"ל) תביא להתכנסות האינפלציה בתחום היעד במחצית הראשונה של שנת 2008. רמת הריבית הנדרשת להשגת יעד האינפלציה תלויה לא מעט בהתפתחויות העתידיות בשער החליפין. הירידה בשיעור האבטלה שכבר ארעה מהווה אף היא גורם הפועל באופן הדרגתי להחזרת האינפלציה לתחום היעד.

בחודש האחרון שקדם להחלטת ריבית זו, פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS ל-5 שנים שמרה על יציבות. פער התשואות בין אג"ח "שחר" ל-10 שנים לבין אג"ח של ממשלת ארה"ב נסגר בחודש האחרון לאחר שירד ירידה נוספת של כ-35 נקודות בסיס.

בדיון הועלתה סוגיית היציבות הפיננסית במשק ונדונו מספר אינדיקטורים ליציבות פיננסית, כגון שיעור עליית מחירי המניות, ערך שוק המניות יחסית לרווחי הפירמות ויחסית לתוצר, קצב הגידול של האשראי במשק ובמיוחד גידולו של האשראי החוץ בנקאי, כמו גם מספר ואיכות ההנפקות של מניות ואגרות חוב קונצרניות והמרווחים בשוק אגרות החוב. בהסתכלות כוללת על ההתפתחויות בשוק ההון לא ניכרת חריגה בעת זו מתנאי היסוד במשק, אולם בנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי האינדיקטורים השונים ליציבות פיננסית, במטרה להעריך את ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים ואופן תפקודם, וזאת במיוחד על רקע הריבית הנמוכה יחסית.

המשק הישראלי ממשיך ליהנות ממספר התפתחויות חיוביות, כאשר במיוחד בולט העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים שהגיע בשנת 2006 לכ-5 אחוזי תוצר, וצפוי להמשיך להיות גבוה גם בשנת 2007. כמו כן, בולטת המשמעת הפיסקלית. מתחילת השנה ממשיכות ההכנסות ממיסים להיות גבוהות מהמתוכנן על פי תוואי התקציב, ונתוני רמת ההוצאות נמוכים מהתוואי התקציבי העונתי. בשנת 2007, הגירעון התקציבי של הממשלה צפוי להסתכם באחוז עד 1.5 אחוזי תוצר.

הגורמים העיקריים התומכים בייסוף ריאלי של השקל הם המשך העודף הצפוי בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וזרם ההשקעות הזרות למשק. הייסוף הריאלי, נובע משילוב של התחזקות שער החליפין הנומינלי של השקל ושל עליות מחירים מקומיים הגבוהות בהשוואה לעליות במחירי חו"ל.<sup>3</sup>

בדיון הודגש כי התפתחות המחירים במשק אינה אחידה. באמצעות שימוש במודלים שפותחו בבנק ישראל מחולק מדד המחירים לצרכן (למעט דיור ודלקים) לרכיב מוצרים ושירותים המיוצרים בשוק המקומי ולרכיב מיובא.<sup>4</sup> מניתוח זה עולה כי ממשכים לפעול כוחות מנוגדים: מחד ירידת מחירים ברכיב היבוא, הנובעת ברובה מהתחזקות השקל מול הדולר, ומאידך עלייה במחירי הרכיב המקומי התואמת את גידול הביקוש לתוצר. לאור זאת, ניתן לראות בהתפתחות המחירים המקומיים את ההשפעה של תהליך סגירת פער התוצר על האינפלציה. ההתפתחויות המנוגדות בין רכיב המחירים המקומיים ורכיב מחירי היבוא בשקלים מבליטות את תרומתה הגבוהה של התחזקות השקל לשיעור האינפלציה הנמוך.

---

<sup>3</sup> השינוי בשער החליפין הריאלי האפקטיבי של השקל נמדד על פי השינוי ביחס בין שער החליפין הנומינלי של השקל (מול המטבעות של המדינות איתן סוחרת ישראל) להתפתחות המחירים בישראל לעומת אותן מדינות שאיתן סוחרת ישראל, וזאת בהתאם למשקלן היחסי של המדינות השונות ע"פ נתוני סחר.

<sup>4</sup> לדיון בנושא המרכיב המקומי והמרכיב המיובא במדד המחירים לצרכן ראה דו"ח בנק ישראל לשנת 2006, עמודים 94-95 ועמודים 113-115.

הנתונים אודות הפעילות הריאלית שפורסמו החודש, ובמיוחד נתוני החשבונאות הלאומית, ממשיכים להצביע על המשך הצמיחה המהירה. עד כה לא ניכרים לחצים אינפלציוניים משוק העבודה עקב הגידול המהיר שנרשם בפריזן בשנים האחרונות ושהביא לירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר. אולם במחצית השנייה של 2006, לאחר כארבע שנים של עליה בפריזן העבודה, נרשמה עלייה מסוימת בעלות העבודה ליחידת תוצר, שנבעה מבלימת העלייה בפריזן העבודה. בנוסף, ישנם סימנים גוברים לקשיים של מעסיקים בגיוס עובדים במשק.

שני מנהלי מחלקות שהשתתפו בדיון המליצו לא לשנות את הריבית לחודש יוני. זאת מתוך השיקול שהפחתת הריבית בעת זו פועלת להגברת ביקושים, וזאת כאשר המשק נמצא בגאות כלכלית, הצפויה להתבטא בלחצים אינפלציוניים בטווח הארוך יותר. אותם מנהלים ציינו שהפחתת ריבית בעת זו עלולה לחייב בהמשך שינוי חד יותר בגובה הריבית, ועל כן רצוי להמתין ולא להפחית ריבית בחודש זה. מנהלים אלו סברו שרצוי לא לשנות את הריבית לחודש יוני גם מתוך שיקולים של הצורך לתמוך ביציבות הפיננסית. בהקשר זה ציינו גם הציפיות להעלאת ריבית באירופה וחשיבותו של פער הריביות בין השקל למטבעות הזרים העיקריים.

מרבית המשתתפים בדיון סברו שיש להפחית את הריבית לחודש יוני ב-0.25 נקודות האחוז. מנהלים אלו הדגישו את החשיבות של הפחתת ריבית בעת זו על מנת לפעול להחזרת האינפלציה לתחום היעד. חזרת האינפלציה לתחום היעד צפויה להתרחש ככל הנראה במחצית הראשונה של 2008. מנהלים אלו ציינו שהמינון המומלץ להפחתת הריבית בחודש זה מתחשב בצמיחה המהירה במשק ובמטרת הבנק לתמוך בשמירה על יציבות פיננסית. משתתפים אילו הדגישו מספר נימוקים להמלצתם לגבי ההורדה המומלצת:

- הורדת הריבית בחודש זה נועדה להגביר את הסיכויים שהאינפלציה תתכנס לתחום היעד בחודשים הראשונים של 2008. הורדת הריבית הנוספת בחודש זה תפעל יחד עם הצמיחה המהירה במשק (והמשך תהליך סגירת פער התוצר), כגורם להחזרה הדרגתית של האינפלציה לתחום היעד. האינפלציה ברכיב המחירים המקומיים (הרכיב שאינו מושפע ישירות מהתפתחות שער החליפין ומשינויים במחירי חו"ל) מצביעה על השפעת כוחות הביקושים במשק על האינפלציה. אולם, כוחות אילו מקוזזים כרגע על ידי התחזקות השקל, ואינם באים לידי ביטוי באינפלציה בפועל ובציפיות לאינפלציה.

- ההערכות הן כי העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ימשיך להיות בהיקפים הקרובים לרמתו כיום גם בהמשך שנת 2007. העודף בחשבון השוטף מהווה גורם התומך בהתחזקותו של השקל בשוק מטבע חוץ, ובכך תומך ברמת ריבית נמוכה יותר. עם זאת, צוין שהשינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר מושפע הן מגורמים מקומיים והן מהיחלשות הדולר בעולם, וייתכן שמגמות אילו ישתנו.



• נראה כי לא ניכרת בעת זו התפתחות חריגה בתפקודם של השווקים הפיננסיים יחסית לתנאי היסוד במשק. בנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי אינדיקטורים ליציבות הפיננסית במטרה להמשיך ולתמוך בשמירה על יציבות זו, ובמיוחד על רקע שיעור הריבית הנמוך.

בהינתן הצורך לאזן בין שיקולים אלו – שיעור האינפלציה הנמוך משמעותית מהיעד, אבל יחד עם מחירים מקומיים העולים בקצב הגבוה מיעד האינפלציה הכולל, והצורך לתמוך ביציבות הפיננסית -- החליט הנגיד להוריד את ריבית בנק ישראל לחודש יוני ב-0.25 נקודות האחוז לרמה של 3.50 אחוזים.

צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי ההתפתחויות במשק מתוך מטרה להשיג את יעד יציבות המחירים. בכפוף לכך, הבנק ימשיך לתמוך במכלול המטרות של המדיניות המקרו-כלכלית, במיוחד בעידוד התעסוקה והצמיחה. כמו כן, ימשיך הבנק לתמוך ביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-28 במאי 2007.

**בפורום המצומצם השתתפו:**

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק  
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק  
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר  
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 אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על הקשרים עם המוסדות הבינלאומיים  
מר גבי פישמן – ראש המטה לנגיד  
ד"ר יוסי סעדון – דובר הבנק

## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### ארה"ב

הצמיחה הכלכלית בארה"ב הואטה ברבעון הראשון של 2007, במיוחד על רקע האטה בשוק הדיור, ובעיקר לירידה החדה שנרשמה ברכיב ההשקעה במגורים. הנתונים לתחילת הרבעון הנוכחי הינם מעורבים. הצריכה הפרטית, שהחלה להתמתן כבר ברבעון הראשון, ממשיכה להאט גם בתחילת הרבעון הנוכחי. ההאטה שנרשמה בשוק הדיור בחודשים האחרונים ממשיכה להעיב על הצמיחה בארה"ב כאשר אי הוודאות לגבי ההתפתחויות בשוק הדיור בטווח הקרוב נותרה בעינה. מנגד, מדדי מנהלי הרכש הן בסקטור היצור והן בסקטור השירותים הפתיעו לטובה, ורשמו עלייה גבוהה מהצפוי, ובמיוחד הנתונים המצביעים על עליה בהזמנות ממפעלים, עלייה ביצור התעשייתי וצפי לגידול בהשקעות הפירמות. סקטור היצוא נתמך בפחות בשער החליפין של הדולר במהלך השנה האחרונה. החודש פורסם דו"ח תעסוקה שהצביע על עלייה קלה בשיעור האבטלה לרמה של 4.5 אחוזים. כצפוי, הפד הותיר את הריבית החודש ללא שינוי ברמה של 5.25 אחוזים. ההתפתחויות בשוק העבודה יהוו גורם משמעותי בקבלת ההחלטות של הפד בחודשים הקרובים. הפד מעריך כי הסיכון לעלייה באינפלציה נובע בעיקר מהרמה הגבוהה של ניצולת כושר הייצור. החוזים העתידיים על ריבית הפד מתמחרים הורדה של ריבית הפד ב- 0.25% בהסתברות של כ-80% עד סוף השנה. בתי ההשקעות צופים התפתחות דומה.

### אירופה

הצמיחה בגוש האירו נותרה חזקה ורחבת היקף, כשהביקוש המקומי נותר מנוע הצמיחה העיקרי. בתי ההשקעות צופים בממוצע צמיחה באירופה של 2.6% בשנת 2007. מדדי אמון העסקים והצרכן עדיין נמצאים ברמות גבוהות מאד ומורים על צמיחה איתנה. הצריכה הפרטית ממשיכה לצבור תאוצה על רקע המשך הירידה בשיעור האבטלה. נתונים הצמיחה החיוביים מגוש האירו מעידים כי ההשפעות הממתנות של ההאטה בצמיחה בארה"ב, יחד עם העלייה בשע"ח של האירו והעלאת המיסוי העקיף (VAT) בגרמניה הן לעת עתה מוגבלות. נציין כי גרמניה עדיין בולטת מאד באיתנותה לעומת שאר מדינות הגוש והיא אף צפויה להמשיך ולהוביל את הצמיחה באירופה. הבנק המרכזי האירופי צופה כי האינפלציה תתמתן במקצת בחודשים הקרובים ותשוב לעלות לקראת סוף השנה לרמה של כ-2%, יעד האינפלציה של הבנק. בתי ההשקעות צופים בממוצע התפתחות דומה. הסיכון לתחזית זו נותר כלפי מעלה בעיקר על רקע העלייה שנרשמה לאחרונה בניצולת כושר הייצור, המומנטום החיובי בשוק העבודה ולחצי השכר הצפויים בעקבות זאת, וכן המשך הגידול המהיר בכמות הכסף ובאשראי לסקטור הפרטי. כצפוי, הבנק המרכזי האירופי הותיר את הריבית החודש ללא שינוי ברמה של 3.75%. עם זאת, הבנק המרכזי אותת לשוק על כוונתו להעלות את הריבית בישיבה הקרובה שתתקיים בחודש יוני. בעקבות זאת, השוק מתמחר העלאת ריבית וודאית של 0.25 נקודת האחוז ביוני ולאחריה העלאת ריבית נוספת עד סוף השנה. בתי ההשקעות צופים התפתחות דומה בריבית הבנק המרכזי.

## יפן

קצב הצמיחה של כלכלת יפן הואט ברבעון הראשון של 2007. עם זאת, כלכלת יפן צפויה להמשיך ולצמוח באופן מתון כשהיא מונעת בעיקר ע"י הפעילות בסקטור החברות והמשך הגידול ביצוא. הכנסת משקי הבית ממשיכה אף היא לגדול באופן מתון ומספקת תמיכה לצריכה הפרטית, שמראה עליה זה שני רבעונים ברציפות. נתוני הייצור התעשייתי שאכזבו במקצת החודש צפויים להראות מגמת עליה הן על רקע הגידול בביקושים המקומיים והן על רקע הגידול בביקושים מחו"ל. בתי ההשקעות צופים במוצע כי הצמיחה לשנת 2007 תסתכם ב- 2.4%.

להערכת הבנק המרכזי, האינפלציה תיוותר סביב רמה של אפס בטווח הקרוב. הבנק המרכזי הותיר החודש כצפוי את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.5%, וזאת בשל העדר לחצים אינפלציוניים ונתוני צמיחה מתונה.

## השווקים המתעוררים

השווקים המתעוררים המשיכו להציג תמונה חיובית. הצמיחה בשווקים המתעוררים של אסיה הגיעה לרמה של 8.3% בשנת 2006, כ-70% ממנה מיוחסת לצמיחה המהירה בסין ובהודו. בסין, נתון הגידול בתוצר לרבעון הראשון של 2007 הפתיע כלפי מעלה, כשנרשמה עלייה של 11.1% בשיעור שנתי לעומת 10.4% ברבעון האחרון של 2006. אולם, הצמיחה בסין נותרה בלתי מאוזנת ומונעת ברובה מהגידול המהיר ביצוא ובהשקעה. הנתונים האחרונים אמנם מעידים כי הצריכה הפרטית צוברת תאוצה אך עדיין מהווה חלק קטן מהתוצר.

על רקע נתוני הצמיחה החזקים, הבנק המרכזי בסין ממשיך לנקוט בצעדים מרסנים לצינון הכלכלה. בשבוע שעבר הודיע הבנק המרכזי על שלושה צעדים בו זמנית: העלאת הריבית ב-18 נקודות בסיס לרמה של 6.57%, הגדלת יחס הרזרבות בבנקים ב-50 נקודות בסיס לרמה של 11.5% והרחבת רצועת הניוד היומית של המטבע כנגד הדולר שתאפשר תזוזה של ה-0.5% לכל כיוון משער ה-Fixing לעומת 0.3% לכל כיוון עד כה.

בסין, לצד הצמיחה המהירה, בולטת הגאות בשוק המניות, שרשם עליה של יותר מ-50% מאז תחילת 2007 וגידול של כ-130% בשנת 2006. העליות החדות בשוק המניות נמשכו גם החודש ומעוררות חששות כבדים מפני בועה פיננסית בסין בפרט ובאסיה בכלל.