



23/7/2007

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

**הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 ביולי.**

**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 המוניטרית, מחלטת 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**

ברביע השני נמשך הגידול בפעילות הכלכלית כך עולה מסקר החברות, נתוני סחר החוץ והמדד המשולב. הגידול בפעילות מלווה בגידול במספר המועסקים במרבית ענפי המשק. תחזית הצמיחה של בנק ישראל לשנת 2008 היא להאטה מסוימת בקצב ההתרחבות ל-1.4%.

**סקר החברות של בנק ישראל**

מדווחי החברות והעסקים לרביע השני של 2007, שפורסמו ב-23/7/07 בסקר החברות, עולה כי נמשכת העליה בפעילות הכלכלית במשק והצפיות בכל הענפים מצביעות על המשך עליה בפעילות גם ברביע השלישי. העליה בפעילות ברביע השני הקיפה את ענפי התעשייה, המסחר, התחבורה, התקשורת והשירותים. מענף הבניה עולה תמונה של התאוששות מתונה בפעילות.

**המדד המשולב למצב המשק**

המדד המשולב לחודש יוני עלה ב-0.7%, תוך תיקון כלפי מעלה של המדדים בשלושת החודשים הקודמים, מה שמעיד על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית. עליית המדד בחודש זה השתקפה בעליה במדד הייצור התעשייתי וכן עלייה במדד הפדיון בענפי המסחר

והשירותים. עליות אלה קוזזו על ידי ירידות במדדי סחר החוץ – הן מדדי יצוא הסחורות והשירותים והן מדד היבוא רשמו ירידות בחודש יוני.

### שוק העבודה

על פי נתוני המגמה, קצב הגידול של השכר הממוצע למשרת שכיר של ישראלים בחודשים פברואר אפריל היה 5.8% בחישוב שנתי – גבוה מזה שנרשם במהלך 12 החודשים שחלפו. בחודשים אלה, עלה מספר משרות השכיר ב-1.5% - נמוך מהקצב שנרשם במהלך 12 החודשים שחלפו. עליית השכר הממוצע הנומינלי בפברואר-אפריל הייתה גבוהה מעליית הפריזון בסקטור העסקי. התפתחות זו גורמת לעליה בעלות היצור ליחידת עבודה. נתוני סקר החברות מצביעים אף הם על התרחבות התעסוקה בענפי התעשייה ואף על האצה ניכרת בענפי השירותים.

### סחר חוץ

בחודשים האחרונים גדל היבוא בקצב מהיר. על פי נתונים מנוכי עונתיות גדל היבוא (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים וחומרי אנרגיה) ברביע השני בשיעור שנתי של 20%. הגידול ביבוא במחצית הראשונה השנה דומה לקצב במחצית האחרונה של השנה הקודמת. הנתונים הרבעוניים מנוכי עונתיות מצביעים על ירידה של 2.2% ביצוא ברבעון האחרון (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) לאחר עליה של 34% ברבעון שקדם לו. בחודש יוני עלה הגירעון המסחרי למיליארד דולר, כפול בגודלו מהגירעון החודשי הממוצע במחצית השנה הראשונה של 2007. בתום המחצית הראשונה של השנה מסתכם הגירעון המסחרי של המשק בכ-3.5 מיליארד דולר. העליה בגירעון המסחרי בחודש זה נובעת מירידה בהיקפי היצוא, בהמשך לתנודתיות הגבוהה בנתוני היצוא מאז תחילת השנה.

### **2. נתוני התקציב**

ביצוע התקציב במחצית הראשונה של השנה עקבי עם גרעון נמוך משמעותית מהתקרה שקבעה הממשלה. כתוצאה מההכנסות הגבוהות ממסים וההוצאות הנמוכות מהתוואי העונתי, הגיע העודף המצטבר בתקציב הכולל ללא אשראי ל-5.6 מיליארדי ש"ח. על סמך התפתחויות אלו הגירעון לשנת 2007 צפוי להסתכם בטווח שבין 1% ל-1.5% תוצר.

### **3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי**

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יוני ב-0.7%, גבוה מהערכות החזאים ערב פרסומו. על אף המדד הגבוה יחסית, פחתו המחירים בפועל ב-12 החודשים האחרונים ב-0.7%. אולם, עליית המחירים מתחילת השנה היא 1%, ובמונחים שנתיים 2% - שיעור עקבי עם יעד האינפלציה. פירוק המדד לרכיב מחירי מוצרים שהושפעו ישירות משער החליפין וממחירי האנרגיה ולמרכיב מחירים מקומיים שלא הושפעו מגורמים אלה, מצביע על פער משמעותי בין

ההתפתחות בשני הרכיבים הללו בשנה האחרונה. לפי אחד המודלים האקונומטריים<sup>1</sup> של בנק ישראל, בשנה האחרונה, עלו המחירים המקומיים בשיעור הגבוה מהגבול העליון של יעד האינפלציה. במקביל, המחירים המיובאים ירדו יותר מהירידה במדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים.

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

אחרי פרסום מדד יוני, עדכנו החזאים המקומיים את תחזיותיהם כלפי מעלה והם צופים במוצע כי האינפלציה תגיע ל-2.7% בשנת 2007 וב-12 החודשים הקרובים. במקביל, הם צופים במוצע כי ריבית בנק ישראל תועלה עוד השנה, ובעוד שנה תעמוד על 4.2%. האינפלציה הצפויה משוק ההון, המתקבלת כהפרש בין התשואה לפדיון של אג"ח לא צמודות לתשואה לפדיון של אג"ח צמודות ל-12 חודשים עומדת על 1.9% – במרכז תחום היעד. במקביל צופים בשוק ההון כי הריבית תועלה ב-12 החודשים הקרובים ב-0.4 נקודות אחוז. גם המודלים האקונומטריים של בנק ישראל צופים עמידה ביעד האינפלציה בשנים 2007-2008, תוך העלאת ריבית עד סוף השנה.

#### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

מאז הדיון המוניטרי האחרון (25/6) ועד ה-22/7, עלתה תשואת המק"מ לשנה ב-0.2 נקודות אחוז. בתקופה זו, שמרו התשואות לפדיון על אג"ח לא צמודות ("שחרר") וצמודות ("גלילי") ל-10 שנים על יציבות ונותרו ברמה של 5.5% וברמה של 3.2% בהתאמה.

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

בעת הדיון, ריבית בנק ישראל נמוכה ב-1.75 נקודות אחוז מריבית ה-Fed. על פי עקום התשואות בארה"ב, ריבית ה-Fed תישאר ללא שינוי עד סוף השנה. במרבית המדינות בעולם קימת מגמה של עלית ריבית. כמו כן, המרווח בין התשואה על אג"ח לא צמודה ל-10 שנים בישראל ובארה"ב הגיע ל-0.6 נקודות אחוז לעומת פער של 0.5 נקודות אחוז ערב החלטת הריבית הקודמת.

#### ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (הריבית הריאלית הצפויה) עומדת על 1.6%, בדומה לרמתה בחודש יוני. זאת לאחר שבחודש יוני נרשמה בה ירידה חדה בעקבות העליה בציפיות לאינפלציה.

#### אמצעי התשלום

ב-12 החודשים האחרונים עלו אמצעי התשלום (M1) ב-16.2%, רכיב פקדונות העו"ש עלה ב-22.8% ורכיב המזומן עלה ב-7.1%.

<sup>1</sup> לדיון בנושא המרכיב המקומי והמרכיב המיובא במדד המחירים לצרכן ראה דו"ח בנק ישראל לשנת 2006, עמודים 94-95 ועמודים 113-115.

## המודלים האקונומטריים

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. לפי מודלים אלה, בתרחיש בו שער החליפין ינוע סביב רמה של 4.24 ש"ח, האינפלציה בשנת 2007 צפויה להיות במרכז יעד האינפלציה וב-12 החודשים הבאים צפויה להתקרב לגבול העליון של היעד. כמו כן המודלים הראו שכדי לעמוד ביעד האינפלציה יש להעלות את הריבית כבר ברבעון השלישי.

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

#### שוק המט"ח ותנועות הון

מאז הדיון המוניטרי האחרון (25/6) ועד ה-22/7, התחזק השקל ב-0.6% מול הדולר ונחלש מול האירו ב-1.9% כאשר ברקע התחזקו המטבעות האחרים מול הדולר בשיעורים של למעלה מ-2%. פער הריביות השלילי בין השקל לדולר היווה גם בחודש האחרון גורם ליצוא הון קצר טווח של המגזר העסקי. על אף התפתחויות אלו, ממשיכים הכוחות הבסיסיים שתומכים בערך השקל – בעיקר, העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וההשקעות הזרות למשק.

#### שוק המניות

מדדי המניות המובילים בבורסה של תל-אביב עלו בחודש האחרון, בהמשך לעליות ניכרות מתחילת השנה. מאז הדיון המוניטרי האחרון (25/6) ועד ה-22/7, עלה מדד ת"א 100 ב-3.2%, זאת כאשר הבורסות במרבית השווקים המפותחים רשמו יציבות ובבורסות בשווקים המתפתחים נרשמו עליות שערים של למעלה מ-2%. יחד עם זה, רמת מכפילי הרווח של החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב מראה על כך ששוק זה אינו גבוה יחסית למכפילים בעבר.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, המשיכה לשמור על יציבות גם בחודש יוני ועמדה על 17 נקודות בסיס. בסקירותיהם, ממשיכים בתי השקעות הזרים לצייר את הכלכלה הישראלית באור חיובי. להערכתם, הנתונים המאקרו כלכליים של ישראל נותרו חיוביים. חברת דירוג האשראי Moody's מציינת כי הנתונים המקרו כלכליים של ישראל הם החזקים ביותר מזה שנים רבות, תוך הדגשת החשיבות בהקטנת שיעור החוב בתוצר.

### **6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית**

הפעילות הכלכלית העולמית נותרה חזקה, על רקע הצמיחה הכלכלית המואצת בשוקי העולם. השווקים המתעוררים של אסיה נותרו מנוע צמיחה חשוב לכלכלה העולמית, בעוד השפעת ההאטה הכלכלית בארה"ב על הכלכלה העולמית נותרה מוגבלת יחסית. האינפלציה העולמית נותרה מתונה יחסית אך עלית מחירי הנפט ומוצרי המזון הבסיסיים יחד עם הצטמצמות פער התוצר במדינות המפותחות מעלים את הסיכוי לעליה בקצב

האינפלציה העולמית. על רקע זה גדל הסיכוי שבנקים מרכזיים במדינות רבות בעולם ימשיכו במגמת העלאות הריבית. (פירוט בנספח)

## ב. הדיון המצומצם – החלטת הריבית לחודש יולי 2007

על רקע מכלול ההתפתחויות מאז החלטת הריבית האחרונה (25/6/07), הדיון התרכז בשתי אפשרויות: העלאת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז והשארתה ללא שינוי.

הנימוקים העיקריים בעד העלאת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.75%:

- הצמיחה המהירה הצפויה בשנה זו ובשנה הבאה ועימה הצמצום בפער התוצר (הפער בין שיעור הצמיחה בפועל לשיעור הצמיחה הפוטנציאלי של המשק). נותנים את אותותיהם על המחירים המקומיים, כפי שנאמדים במודלים האקונומטריים בבנק ישראל, אשר ממשיכים לעלות בקצב גבוה מ-3%. עד אמצע מאי השנה, עליה זו במחירים המקומיים התקזזה על ידי הירידה במחירי המוצרים המיובאים והמוצרים שמחיריהם מושפעים באופן ישיר משער החליפין שנבעה ברובה מהתחזקות השקל. כעת, בהעדר גורם מקזז זה, עולה מדד המחירים לצרכן בקצב גבוה יותר.
- כוחות לעליית האינפלציה הפועלים בחודשים האחרונים, צפויים להחזירה לתחום היעד במהלך 2007, ולהעלותה לקרבת הגבול העליון של תחום היעד במהלך 2008. כוחות אלה מחזקים את הצורך בהעלאת ריבית בהינתן הפיגורים בהשפעת מדיניות הריבית.
- לאחרונה, גובר הסיכוי לעליה בקצב האינפלציה העולמית עקב העליה החדה במחירי הנפט ובמחירי מוצרי המזון הבסיסיים, מה שעלול להעלות את המחירים המיובאים ובכך להוות גורם נוסף הפועל לעליית המחירים במשק.
- בהינתן מגמת העליה בריביות בעולם על רקע התגברות הסיכוי לעליה בקצב האינפלציה, פער הריביות החיובי בין מדינות העולם לבין ישראל עשוי להוביל להחלשות השקל ולכן לעליה באינפלציה ובנוסף, להחליש את רמת היציבות פיננסית.

בדיון הועלו נימוקים בעד השארת הריבית ללא שינוי:

- בהנחה ששער החליפין ישאר בסביבת רמתו סמוך לדיון זה, רמת הריבית ערב הדיון עקבית עם חזרת האינפלציה לתוך יעד האינפלציה. בנוסף, סברו כי עדיין קיימים גורמים בסיסיים הפועלים להתחזקות השקל למשל, העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. לפיכך, הועלתה האפשרות להמתין עם העלאת הריבית

המשתתפים בדיון התייחסו להמשך היציבות הפיננסית במשק והדגישו בהקשר זה את החשיבות שבהמשך השמירה על המסגרת התקציבית.

שלושה חברי הנהלה המליצו להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז ושני חברי הנהלה המליצו להותיר את הריבית ללא שינוי. הנגיד החליט להעלות את הריבית לחודש אוגוסט 2007 ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.75%.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 ליולי 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 יוסי סעדון – דובר הבנק

## נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### ארה"ב

הנתונים המקרו כלכליים שהתפרסמו בתקופה האחרונה מעידים על כך שקצב הצמיחה ברביע השני של 2007 הוא, ועל פי הערכות של בתי השקעות הוא צפוי להגיע ל-2.9% בקצב שנתי כאשר רמת הצמיחה הפוטנציאלית עבור כלכלת ארה"ב מוערכת ב-3% לשנה. מדדי מנהלי הרכש בסקטור היצור והשירותים הגיעו לרמה הגבוהה ביותר מזה שנה. סקטור היצור נתמך על ידי הגידול שנרשם בהזמנות היצוא על רקע איתנות הכלכלה הגלובלית והפיחות בדולר בשנה האחרונה. נתוני המכירות הקמעונאיות לחודש יוני מצביעים על כך שהצריכה הפרטית, שהחלה להתמתן כבר ברבעון הראשון, ממשיכה להאט. גם ההזמנות של מוצרים ברי קיימא רשמו ירידה חדה יחסית. מדד אמון הצרכן לחודש יולי רשם עליה חדה יחסית שעשויה להעיד על התאוששות עתידית בצריכה הפרטית. האינדיקטורים השונים לפעילות בשוק הדיור מצביעים על המשך מגמת החלשות ורוב בתי השקעות מעריכים כי ההאטה בשוק הדיור תימשך.

מנגד, נתוני שוק העבודה לחודש יוני הצביעו על המשך המגמה החיובית שנרשמה בחודשים האחרונים. שיעור האבטלה נותר ברמה של 4.5%, במקביל, חלה עליה במספר המועסקים וברמת השכר.

בחודשים האחרונים נרשמה התמתנות באינפלציה הליבה אך היא עדיין קרובה לגבול העליון של טווח הנוחות של ה-Fed אשר מגדיר את סיכון האינפלציה כמוטה כלפי מעלה בעיקר נוכח הרמה הגבוהה של ניצולת כוש היצור, הלחצים מכיוון שוק העבודה והעליה שנרשמה במחירי האנרגיה. כצפוי, ה-Fed הותיר את הריבית החודש ללא שינוי ברמה של 5.25%. בתי השקעות ושוקי ההון מעריכים כי ריבית ה-Fed תיוותר ללא שינוי עד לסוף השנה. התשואות על אג"ח ל-10 שנים של ארה"ב ל-10 שנים עמדו, ערב החלטת הריבית, 22/7/07, על 4.95%.

### אירופה

הנתונים הכלכליים שהתפרסמו באירופה בתקופה האחרונה מעידים כי קצב הצמיחה נותר גבוה גם ברבעון השני של השנה. מדדי מנהלי הרכש לסקטור השירותים ולסקטור היצור הצביעו על פעילות איתנה בגוש האירו בכלל ובשלושת הכלכלות העיקריות בגוש בפרט. נתוני אמון הצרכן האירופאי נותרו חיוביים וצפויים להמשיך ולתמוך בצריכה הפרטית הנמצאת במגמת עליה על רקע השיפור הנמשך בשוק העבודה והמשך הירידה בשיעור האבטלה שהגיע החודש ל-7% - רמתו הנמוכה ביותר ב-25 השנים האחרונות. הצמיחה העולמית החזקה ממשיכה לספק תמיכה ליצוא האירופי והשקעות החברות צפויות להיות גבוהות על רקע התנאים הפיננסיים החיוביים, הרווחיות הגבוהה הנמשכת, שינויים מבניים במאזנים ועליה ביעילות החברות. בתי השקעות צופים בממוצע המשך צמיחה גבוהה גם במחצית השניה של השנה ומעריכים כי הצמיחה בשנת 2007 תסתכם ב-2.7%.

בחודש יוני נותרה האינפלציה לשנה אחורנית ברמה של 1.9% כאשר תקרת יעד האינפלציה עומדת על 2%. ה-ECB ציינו כי קיים סיכון ליציבות המחירים בטווח הבינוני על רקע העליה הנמשכת בכושר ניצולת היצור, השיפור בשוק העבודה, החשש שייווצרו לחצים להעלאת שכר והעליה שנרשמה במחירי הנפט. בתי השקעות צופים ששנת 2007 תסתיים באינפלציה גבוהה

מתקרת היעד. כצפוי, הותיר ה-ECB את הריבית ללא שינוי ברמה של 4% תוך שהוא מאותת על כוונתו להעלות את הריבית בישיבה שתתקיים בחודש ספטמבר.

## יפן

קצב הצמיחה של כלכלת יפן צפוי להיחלש ברבעון השני של 2007 אחרי שבמהלך הרבעון הראשון של השנה עמד קצב הצמיחה על 3.3% במונחים שנתיים. עם זאת, כלכלת יפן צפויה להמשיך ולצמוח באופן מתון כשהיא מונעת בעיקר על ידי הפעילות בסקטור החברות והמשך הגידול ביצוא. הכנסות משקי הבית ממשיכות לגדול באופן מתון ומספקות תמיכה לצריכה הפרטית. נתוני היצור התעשייתי צפויים להראות שיפור, זאת על רקע הגידול בביקושים המקומיים והביקושים מחו"ל הנתמכים באיתנות הכלכלה הגלובלית. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי הצמיחה לשנת 2007 תסתכם ב-2.6%.

מדד מחירי הליבה ל-12 החודשים האחרונים פחת בחודש מאי בעשירית האחוז בהמשך לשיעור ירידה דומה בשלושת החודשים שקדמו לכך. להערכת הבנק המרכזי של יפן, בטווח הקרוב תיוותר האינפלציה סביב רמה של 0% ובטווח הרחוק צפויה לעבור למגמה חיובית. כצפוי, הותיר הבנק המרכזי של יפן את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.5%. נגיד הבנק היפני ציין כי כוונתו להמתין עם העלאת הריבית עד לקבלת מידע נוסף על ההתפתחויות במשק. בתי ההשקעות והשווקים הפיננסיים צופים העלאת ריבית של 0.25 נקודות אחוז עד לסוף השנה.

## השווקים המתעוררים

גם במהלך החודש האחרון המשיכו השווקים המתעוררים להציג תמונה חיובית, זאת על רקע הנתונים המקומיים החיוביים המעידים על התבססות הולכת וגדלה על ביקושים מקומיים, הסביבה הגלובלית החיובית, הגידול בסחר העולמי, וכן על רקע הנזילות הגבוהה בשווקים. האטה גבוהה מהצפוי בצמיחה בארה"ב, התפתחות מחירי האנרגיה והסחורות, הסיכונים הגיאופוליטיים והפוזיציות הגדולות של המשקיעים בשווקים המתעוררים, נותרו גורמי הסיכון העיקריים להתפתחויות הגלובליות העתידיות.

בסין עודכן החודש קצב הצמיחה לשנת 2006 מ-10.7% ל-11.1%. במהלך הרבעון הראשון של השנה נותר קצב הצמיחה גבוה ועמד על 11.1%. בנוסף, מתחילת השנה, גדלו יתרות מט"ח של הבנק המרכזי ב-266 מיליארד דולר ביתרות והן מסתכמות כעת ב-1.33 טריליון דולר. גידול זה נרשם בעקבות ההתרחבות החדה שנרשמה בעודף המאזן המסחרי מאז תחילת השנה והגידול בהשקעות ישירות של תושבי חוץ. כתוצאה מכך, קצב התיסוף של היואן הואץ ויתכן כי רצועת הניוד היומית של המטבע כנגד הדולר תורחב. על רקע מכלול ההתפתחויות, גוברות הצפיות להעלאת ריבית בסין.