



הודעה לעיתונות-

## **דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל** **לקבלת החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2010**

הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 ביולי.

### **כללי**

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד,<sup>1</sup> מתקיימים בבנק ישראל שני דיונים – דיון בפורום רחב ודיון בפורום מצומצם.

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה. מוצגות ההתפתחויות במשק הישראלי - בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, ראשי החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר והשווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות המופיעים במסמך זה הם אלו שהיו קיימים במועד החלטת הריבית. בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים, ושני חברי הנהלה נוספים המשתתפים בדיון, את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

### **א. מצב המשק**

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

##### הערכה כללית

מרבית האינדיקטורים שנוספו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש יולי ב-28 ביוני לבין מועד החלטת הריבית לחודש אוגוסט ב-26 ביולי) תומכים בהערכה שברביע השני נמשך הגידול בפעילות הכלכלית ובקצב דומה לזה שבשני הרביעים הקודמים. הצמיחה ברביע השני צפויה להתבסס על גידול הצריכה הפרטית ועל ההשקעה המקומית הגולמית – הודות לתחילת מגמה של התאוששות ההשקעה בענפי המשק. מנגד, צפוי היצוא לרדת ברביע השני. בד בבד שוק העבודה המשיך להתאושש והאבטלה המשיכה לרדת. כנגד התמונה החיובית ברביע השני, ישנן מספר אינדיקציות המצביעות על האפשרות שבמהלך הרביע השני חלה התייצבות או אף ירידה בפעילות של חלק מהמגזרים, כך שעלתה ההסתברות

<sup>1</sup> עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק בנק ישראל החדש, יתקבלו החלטות הריבית במסגרתה.

לירידת קצב גידולה של הפעילות ברביע השלישי. בין האינדיקטורים המצביעים על כך נמנים הגידול המתון במדד המשולב (פירוט בהמשך), הקיפאון בייצוא וירידת ההזמנות ליצוא כפי שעולה מסקר החברות של בנק ישראל, הירידה במדד מנהלי הרכש, הירידה במדדי אמון הצרכנים וההאטה בגביית המסים.

#### המדד המשולב למצב המשק

בחודש יולי פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש יוני עלה ב-0.1 אחוז בלבד. במקביל, נתוני המדד המשולב לחודשים אפריל ומאי עודכנו כלפי מטה מ-0.1 לאי-שינוי. קצב הגידול המתון של המדד המשולב בחודשים האחרונים מחזק את ההערכות בדבר ההתמתנות בקצב ההתאוששות של הפעילות במשק.

העלייה במדד לחודש זה משקפת, בין היתר, שילוב של עליה בנתוני הייצור התעשייתי ב-0.6 אחוז בחודש מאי, בהמשך לעלייה של 1.9 אחוזים באפריל; עלייה של 2.5 אחוזים במדדי יצוא הסחורות ביוני; עליה של 1.4 ביבוא תשומות ליצור בחודש יוני; ירידה של 1.3 אחוזים במדד היבוא של מוצרי צריכה ביוני; וירידה במדד הפדיון של הסחורות והשירותים ב-0.6 אחוזים במאי.

#### שוק העבודה

מרבית המקורות מלמדים שברביע השני חזר קצב ההתאוששות המהיר בשוק העבודה (אחרי שברביע הראשון חלה האטה בקצב ההתאוששות): בפרט סקר החברות של בנק ישראל וסקר הציפיות של התאחדות התעשיינים מצביעים על עלייה משמעותית בתעסוקה; סקר המשרות הפנויות של הלמ"ס מצביע על עלייה במספר המועסקים ובמספר המשרות הפנויות בחודשים אפריל-יוני; נתוני שירות התעסוקה מעידים על ירידה במספר התביעות לדמי אבטלה בחודשים אפריל ומאי; על פי מדד מנפאואר עלה הביקוש לעובדים ברביע השני ונתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי עומדים על 6.5 אחוזים בחודש מאי 2010, נמוך בכ-0.5 נקודת אחוז ממוצע הרביע הראשון של 2010 (נתון חודשי זה מבוסס על מדגם קטן יחסית ולכן קיימת אי וודאות לגבי מידת הדיוק של אומדן זה).

בחודש אפריל עלה מספר משרות השכיר של ישראלים במשק ב-0.6 אחוז לעומת חודש קודם (בניכוי עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (פברואר-אפריל) עלה מספר משרות השכיר ב-1.7 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים).

בחודש אפריל ירד השכר הנומינלי למשרת שכיר בסקטור העסקי (ישראלים בלבד) ב-1.9 אחוזים לעומת חודש מרץ. בשלושת החודשים האחרונים (פברואר-אפריל) עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר בסקטור העסקי ב-6.7 אחוזים, והשכר הריאלי ב-5.9 אחוזים, (לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים, מנוכה עונתיות, מונחים שנתיים).

## סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) עלה בחודש יוני בכ-0.7 אחוזים לעומת חודש מאי (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (אפריל-יוני) ירד יצוא זה ב-19.2 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי). עם זאת, בחינת היצוא של ישראל תוך התחשבות בשינויים בשער החליפין הנומינאלי האפקטיבי מעלה כי היקף היצוא ברביע השני דומה (כמותית) לזה של הרביע הקודם. יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) ירד בחודש יוני ב-0.2 אחוזים לעומת חודש מאי (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (אפריל-יוני) עלה יבוא זה ב-6.5 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

## סקר החברות של בנק ישראל

מנתוני סקר החברות עולה כי ברביע השני של השנה נמשכת ההתרחבות בסך הפעילות במשק. אולם, הנתונים מצביעים על ירידה בהזמנות ליצוא ולשוק המקומי ברביע השלישי של השנה, בפרט של ענפי התעשייה.

## **2. נתוני התקציב**

על פי ניתוח של חטיבת המחקר בבנק ישראל עבור שנת 2010, בהנחה כי התוצר יצמח ב-3.7 אחוזים, הגרעון בתקציב צפוי להיות נמוך באופן ניכר מהתקרה שנקבעה של 5.5 אחוזי תוצר ולהיות בסביבת 4.0 אחוזי תמ"ג. עיקר הסיבה לכך שהגרעון צפוי להיות נמוך מהתקרה שנקבעה היא כי סך ההכנסות ממסים בתחילת השנה היו גבוהות מההערכה בעת הכנת התקציב. עם זאת, בחודשים האחרונים הואט קצב הגידול של תקבולי המסים: גביית המע"מ המקומי ירד בשלושת החודשים האחרונים (אפריל-יוני) ב-5 אחוזים בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים (בניכוי עונתיות).

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

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יוני 2010 ב-0.3 אחוז – בדומה לתחזית חטיבת המחקר ובטווח הערכות החזאים הפרטיים. בניכוי גורמי עונתיות (על פי שיטת הניכוי של חטיבת המחקר) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.2 אחוז. מדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים עלה ב-2.4 אחוזים. עלייה שנתית זו של האינפלציה היא הנמוכה ביותר מאז דצמבר 2007. מדד הדיור עלה בחודש יוני ב-0.6 אחוז, וב-12 החודשים האחרונים עלה מדד הדיור ב-4.9 אחוזים במצטבר (ראה הרחבה בהמשך על שוק הדיור).

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עלו בחודש יולי לכ-3.0 אחוזים (ממוצע עד ה-25 ביולי) לעומת ממוצע של כ-2.9 אחוזים ביוני. החזאים המקומיים מעריכים בממוצע כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד יולי 2010 ועד מדד יוני 2011) תעמוד על כ-3.2 אחוזים, מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. בשלושת החודשים יולי עד ספטמבר של 2010, לפי ממוצע הערכות החזאים, מדדי המחירים צפויים לעלות בשיעור מצטבר של 1.1 אחוזים. על פי הערכות החזאים המקומיים, בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים, האינפלציה תסתכם בשנת 2010 ב-2.2 אחוזים ובשנת 2011 היא תסתכם ב-2.7 אחוזים. שבעה מתוך עשרה חזאים אשר עדכנו את דיווחיהם לבנק ישראל לאחר פרסום מדד המחירים לחודש יוני העריכו כי ריבית בנק ישראל תועלה בחודש אוגוסט, האחרים העריכו כי העלאת הריבית תועלה בחודש ספטמבר. בממוצע הם מעריכים כי בעוד 12 חודשים תהיה ריבית בנק ישראל ברמה של 2.7 אחוזים. מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה כי בעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של כ-2.5 אחוזים.

### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-10 שנים ירדה בחודש יולי (עד ה-25 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-2.1 אחוז, בהשוואה לתשואה ממוצעת של כ-2.2 אחוזים בחודש יוני. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 10 שנים ירדה בחודש יולי לרמה ממוצעת של כ-4.85 אחוזים, בהשוואה ל-5.0 אחוזים ביוני. התשואה לפדיון של המק"מ לשנה נשארה יציבה בחודש יולי ברמה של כ-2.1 אחוזים.

### פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.25 עד 1.50 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה ב-0.50 נקודות אחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ל-10 שנים ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים עלה מעט לעומת החודש הקודם -- רמה של 156 נקודות בסיס ב-22 ביולי לעומת רמה של 151 נקודות בסיס ב-25 ביוני.

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

ריבית בנק ישראל הנוכחית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה עומדת בממוצע בחודש יולי (עד למועד הדיונים) על כמינוס 1.4 אחוזים. זאת בהשוואה לרמה של מינוס 1.3 אחוזים בחודש יוני.

### מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש יוני (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-8.9 אחוזים – בחודש יוני ירד מצרף זה ב-1.9 אחוזים. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-2.3 אחוזים, ובחודש יוני הוא ירד ב-1.6 אחוזים.

### שוק האשראי

מלאי האשראי הבנקאי למגזר העסקי ירד בחודש מאי ב-0.6 אחוזים, לאחר עליה של 1.1 אחוזים באפריל. מלאי האשראי הבנקאי למשקי בית עלה בחודש מאי ב-1.8 אחוזים לאחר עלייה של 0.5 אחוזים באפריל.

### שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (הנמדד באמצעות שכר דירה) עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-4.9 אחוזים. בדיונים הוצגה תוצאה של משוואה אקונומטרית לחיזוי מחירי הדיור על פי גורמים כגון מחירי הדירות, הריבית על משכנתאות, שיעור האבטלה, היקף התחלות הבנייה, יחס האוכלוסיה למלאי הדירות ושער החליפין. ממשוואה זו עולה כי סעיף הדיור במדד צפוי לעלות ב-12 החודשים הבאים בשיעור גבוה ממה שהוערך לפני כן. על פי סקר מחירי הדירות (מחירים אלו אינם נכללים במדד המחירים לצרכן המודד עלות שכר דירה), עלו מחירי הדירות באפריל ב-1.2 אחוז ובשנים עשר החודשים האחרונים (עד אפריל) ב-21 אחוזים – זאת, בין היתר על רקע הריבית הנמוכה ואיטיות התגובה של היצע הדירות לעליית מחירי הדירות. על פי משוואה אקונומטרית לחיזוי השינויים במחירי הדירות עולה כי צפויה בשנה הקרובה התמתנות בקצב העלייה של מחירי הדירות. בחינה עדכנית של שאלת מחירי הדירות מעלה כי רמתם של מחירי הדירות אינה סוטה במידה ניכרת מהמחיר התואם את תנאי היסוד הכלכליים. עם זאת, קצב עלייתם של המחירים, גם באפריל, ממשיך להיות מהיר מאוד והמשך עלייתם בקצב זה גם בעתיד צפוי להרחיק אותם מהרמה התואמת את גורמי היסוד הכלכליים. סך המשכנתאות שניתנו במהלך המחצית הראשונה של השנה גבוה ב-52% מסך המשכנתאות שניתנו בתקופה המקבילה אשתקד (ניתן לייחס עלייה זו גם לעלייה הניכרת במחירי הדירות). בהמשך לחודש מאי, גם בחודש יוני, חלה ירידה בחלקן של המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה שניתנו במהלך החודש. עם זאת, משקלן במשכנתאות החדשות עדין גבוה – כ-50 אחוזים.

### הערכת חטיבת המחקר

במסגרת דיוני הריבית מציגה חטיבת המחקר תחזית רבעונית המחברת אינדיקטורים ממספר מודלים לחיזוי האינפלציה ולחיזוי ההתפתחויות הריאליות והערכות שיפוטיות; מידע זה שולב באמצעות מודל חדש (DSGE מורחב) ושיפוט לכדי תחזית צוות (staff forecast).

בתחזית הרבעונית האחרונה של חטיבת המחקר שהוכנה והובאה לפורום המוניטרי הבכיר בחודש יוני היה צפוי כי האינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים תהיה בסמוך למרכז תחום היעד. במקביל, נגזרה עלייה הדרגתית בריבית בנק ישראל לרמה ממוצעת של 2.8 אחוזים בעוד שנה (ממוצע הרביע השלישי של 2011). מאז הוכנה תחזית זו חלו מספר התפתחויות שצפויות להעלות את האינפלציה מעבר למה שהוערך אז: בשער החליפין האפקטיבי חל פיחות מסויים, גברו הערכות שתחול בשנה הקרובה האצה מסוימת בקצב עליית מחירי הדיור (שכר דירה) והממשלה החליטה להעלות מספר מסים עקיפים. התפתחויות אלה צפויות להביא את האינפלציה לחלק העליון של תחום היעד (ב-12 החודשים הבאים), ולהקדמה מסוימת של העלאות הריבית.

#### 4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

##### שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון (27 ביוני) ועד הדיון בהחלטת ריבית זו (ה-25 ביולי) שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, המחושב כממוצע של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו, נחלש ב-2.1 אחוזים<sup>2</sup>. זאת בעיקר לאור היחלשות השקל מול האירו בכ-4.6 אחוזים - מרמה של 4.76 ₪ לאירו לרמה של 4.98 ₪ לאירו. לעומת זאת, השקל שמר על יציבות מול הדולר ועמד בסוף התקופה על 3.85 שקלים לדולר.

##### שוק המניות

מדדי המניות, בישראל ובעולם, עלו מאז החלטת הריבית הקודמת. מדד ת"א 25 היה ב-25 ביולי ברמה הגבוהה בכ-2.9 אחוזים לעומת רמתו ב-27 ביוני. מדד הדאו ג'ונס עלה ב-2.8 אחוזים באותה תקופה.

#### 5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים נשארה ללא שינוי ממועד דיוני הריבית בחודש שעבר ברמה של כ-1.15 נקודת האחוז. גם בעולם נשמרה יציבות במרווחי ה-CDS.

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

מתרבים הסימנים המצביעים על האטה בקצב התאוששות הכלכלה העולמית. האטה זו בצמיחה באה על רקע נתוני מקרו חלשים מהצפוי בארה"ב, הריסון הפיסקאלי בארה"ב ואירופה, צעדי הריסון בכלכלה הסינית, ואי-הוודאות הנמשכת סביב המשבר הפיסקאלי באירופה והצעדים להקטנת הגירעונות שם.

<sup>2</sup> משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-25 אחוזים ומשקל האירו כ-33 אחוזים.

קרן המטבע הבין-לאומית עדכנה את תחזית הצמיחה העולמית לשנת 2010 מ-4.2% ל-4.6%, אך זאת רק על רקע הצמיחה הגבוהה שהייתה ברביע הראשון של השנה; תחזית הקרן לשנת 2011 נותרה ללא שינוי תוך הדגשה שהיתממותה תלויה בנקיטת צעדי מדיניות פיסקאליים בעיקר באירופה. לעומתה החלו בתי ההשקעות הזרים להוריד דווקא את תחזיות הצמיחה של המשקים השונים. אולם בחודשים הקרובים צמיחתה של הכלכלה העולמית צפויה להימשך, כשהיא נשענת בעיקר על סביבת הריבית הנמוכה מאוד ועל המשך הצמיחה המהירה במדינות מזרח אסיה.

המסחר בשוק המניות אופיין החודש בעלייה מסוימת במחירים על רקע הרגיעה סביב משבר החוב באירופה – הודות לצעדי מדיניות פיסקאליים שנקטו במדינות שמצבן הפיסקאלי קשה – ודוחות כספיים טובים לרביע השני. הערכות בתי ההשקעות הן להמשך האווירה החיובית בשוקי ההון בטווח הקצר. עם זאת, התנודתיות הרבה בשוקי ההון העולמיים כמו גם רמת החששות ואי הוודאות נותרו גבוהים גם החודש: מדד ה-VIX ניצב ברמות גבוהות יחסית והמדד למידת הלחץ הפיננסי העולמי של Bloomberg המשיך להידרדר. האינפלציה העולמית נותרה מרוסנת, על רקע ההאטה המסתמנת בקצב הצמיחה העולמי, היציבות הכללית במחירי הסחורות ופערי התוצר בכלכלות המפותחות. ריביות הבנקים המרכזיים העיקריים צפויות להישאר נמוכות לאורך זמן ולהוות תחליף לתוכניות ההמרצה הפיסקאליות המגיעות לכדי סיום. לעומתם בנקים מרכזיים של כמה מדינות אחרות העלו החודש את הריביות, ועליות נוספות צפויות בחודשים הקרובים.

## **ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש יולי 2010**

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש אוגוסט, כל חברי הנהלה המליצו להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 1.75 אחוזים.

כפי שצוין בהחלטות הריבית הקודמות, בנק ישראל מנהל מדיניות העקבית עם תהליך הדרגתי של החזרת רמת הריבית לרמה "נורמאלית" שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתרום להמשך ההתאוששות בפעילות במשק, תוך שמירה על היציבות הפיננסית. קצב עליית הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, הצמיחה במשק הישראלי והעולמי, המדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל.

המשתתפים דנו בעדכון הערכת האינפלציה של חטיבת המחקר כלפי מעלה, ובעלייה של הציפיות לאינפלציה מהשוק, ושל הערכות האינפלציה של החוזאים הפרטיים לסביבות הגבול העליון של תחום היעד. הוזכר כי העדכון כלפי מעלה בתחזית האינפלציה של חטיבת המחקר

נבע בעיקר מפיחות שער החליפין האפקטיבי, הצפי להמשך עליית מחירי הדיור וכוונת הממשלה להעלות מסים עקיפים.

המשתתפים דנו במצב המשק הריאלי. צויין כי הצמיחה ברביע השני ככל הנראה היתה גבוהה, על אף ירידה בייצוא שנבעה מהתמתנות מסוימת בפעילות העולמית. יתרה מזאת, המשתתפים הדגישו כי שוק העבודה ממשיך להתאושש – השכר עולה והאבטלה ממשיכה לרדת. עם זאת, צויין כי אינדיקטורים כגון המדד המשולב למצב המשק, סקר החברות של בנק ישראל, מדד מנהלי הרכש ונתוני סחר החוץ מעידים כי במהלך הרביע השני חלה התמתנות בצמיחה שצפויה להשתקף בנתוני הרביע השלישי. חלק מהמשתתפים הביעו הערכה כי על אף הנתונים הפחות חיוביים עבור הרביע השלישי, נראה כי אי-הוודאות והסיכונים הריאליים דווקא פחתו החודש לאור הירידה בסיכון להחרפה משמעותית במשבר החוב באירופה. ניתוח של מכלול הנתונים הוביל להערכה לפיה תימשך הצמיחה החיובית בהתאם לתחזיות המוקדמות של בנק ישראל – צמיחה בשיעור של 3.7 אחוזים ב-2010--תוך צמצום הדרגתי של פער התוצר.

המשתתפים דנו בהתפתחויות בשוק הדיור על רקע עליית מחירי הדירות ב-21 אחוזים במהלך השנה האחרונה (עד חודש מאי) לצד המשך ההתרחבות באשראי למשכנתאות. המשתתפים דנו במידת נחיצותם של צעדים מקרו-ייציבותיים לאור הגידול ברכישת דירות לצורך השקעה והיקף הנרחב של האשראי למשכנתאות במסלול של ריבית משתנה. הוזכר כי בתחילת חודש יולי נכנסה לתוקף הוראת המפקח על הבנקים בדבר הפרשה נוספת בגין הלוואות לדיור שניתנו ביחס מימון גבוה. הועלתה הסברה שהעלייה במתן אשראי למשכנתאות בחודשים האחרונים נועדה להקדים את כניסת ההוראה לתוקף. רוב המשתתפים סברו כי לפני ביצוע צעדים מקרו-ייציבותיים נוספים יש להמתין וללמוד את השפעת הצעדים שנעשו.

לבסוף, המשתתפים הדגישו שגם אחרי העלאת ריבית המומלצת ב-0.25 נקודות אחוז, המדיניות המוניטרית תישאר מרחיבה.

בסיכום, לאור מכלול הגורמים, החליט הנגיד להעלות את הריבית לחודש אוגוסט ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 1.75 אחוזים.

בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד העלאת הריבית בחודש אוגוסט:

- תחזיות האינפלציה של בנק ישראל ושל החזאים והצפיות משוק ההון לשנה קדימה נמצאות בסביבת הגבול העליון של יעד האינפלציה.



- מחירי הדירות ומדד הדיור (שכר הדירה) ממשיכים לעלות בקצב מהיר לצד המשך התרחבות מהירה באשראי לדיור.

- ניתוח של מכלול הנתונים ביחס לפעילות הריאלית ולשוק העבודה מוביל להערכה לפיה תימשך הצמיחה החיובית בהתאם לתחזיות המוקדמות של בנק ישראל תוך צמצום הדרגתי של פער התוצר.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות מאוד ובעקבות ההתפתחויות האחרונות צפויות להישאר נמוכות למשך זמן רב. יחד עם זאת מספר בנקים מרכזיים במשקים שכבר צומחים מהר יחסית, המשיכו בתהליך של העלאה בריבית גם בחודש האחרון וצפויים להמשיך לעשות זאת בזמן הקרוב.

צוין שבנק ישראל ימשיך לפעול על מנת להשיג את מטרותיו : יציבות המחירים, תמיכה בעידוד התעסוקה והצמיחה וביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-26 ביולי 2010.

**בפורום המצומצם השתתפו :**

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק

פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק

ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר

ד"ר עקיבא אופנבך – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטארי-פיננסי בחטיבת המחקר

מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים

מר רוני חיזקיהו – המפקח על הבנקים

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

איל ארגוב – כלכלן, חטיבת המחקר

## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### ארה"ב

נתוני המקרו המתפרסמים בשבועות האחרונים בארה"ב מצביעים על הרעה כללית במשק ועל סיכוי גובר להאטה בקצב הצמיחה ברבעונים הקרובים (אך לא על מיתון), בין היתר על רקע סיומן של תוכניות פסקאליות והחולשה הנמשכת בשוק העבודה והנדל"ן. החשש הוא שמנועי הצמיחה כגון השקעות הסקטור העסקי והצריכה הפרטית אינם חזקים דיו על מנת להחליף את ההמרצות הפסקאליות. על רקע זה ה-FED הנמיך את תחזית הצמיחה ב-0.2 נקודות אחוז ל-3.0 עד 3.5 אחוזים בשנת 2010.

שוק העבודה ממשיך להוות את הבעיה המרכזית. שיעור האבטלה ירד רק בזכות ירידה בשיעור ההשתתפות, מספר המועסקים החדשים היה נמוך מהתחזיות המוקדמות ושיעור הבלתי מועסקים מעל 27 שבועות נשאר ברמה גבוהה של 45%.

מצבו של סקטור הנדל"ן עדין חלש: התחלות הבניה ירדו בחודש יוני ב-5% לשפל של 8 חודשים; הבנקים החלו להגדיל את כמות הבתים המעוקלים והמכירות בחסר (בה מוכרים בתים במחיר הנמוך ב-30% מגובה המשכנתה) התגברו מתחילת השנה. יש לציין כי החולשה בשוק הנדל"ן נובעת גם מסיומה של תוכנית הסיוע ברכישת בתים.

על רקע אלה נדחו התחזיות למועד תחילת העלאות הריבית בארה"ב. חלק מהחזאים אף צופים כי ההעלאה הראשונה תהיה רק במהלך 2012. בנוסף, התרבו ההערכות כי ה-FED ינקוט גם בצעדים נוספים וכי תוכניות הסיוע יוארכו. פעילות מרחיבה זו תמשיך ככל הנראה להוות בסיס מרכזי בהתאוששות הכלכלה האמריקאית.

### אירופה

נקיטת הצעדים הפיסקאליים בכלכלות אירופה הבעייתיות, התוצאות טובות במבחני הלחץ של הבנקים האירופאיים ונתוני המקרו החיוביים בכלכלות האיחוד הצליחו למתן את החשש ממשבר החוב האירופאי. הצעדים הפיסקאליים שנקטו במהלך החודשים האחרונים (צמצום ההוצאה הציבורית והעלאת מסים) הרגיעו את חששות המשקיעים מחדלות פירעון של מדינות מסויימות, כך שהנפקת איגרות חוב במדינות כספרד, פורטוגל ויוון היו מוצלחות. יתר על כן, גם שאר המדינות באיחוד עומדות בצרכי המימון שלהן, כשעד כה גוייסו כ-60% עד 70% מסך צרכי המימון לשנה הנוכחית.

תוצאות המוצלחות במבחני הלחץ של הבנקים הפחיתו את החשש למערכת הבנקאית האירופאית. בתסריט שנבחן, מתוך 91 בנקים (המהווים כ-65% מהשוק הבנקאי באירופה) רק 7 נכשלו והשלמות ההון שנדרשו הסתכמו ב-4.5 מיליארד דולר בלבד.

כלל הנתונים על אירופה שהתפרסמו במהלך החודש יצאו חיוביים ומעל הציפיות, בעיקר בגרמניה הממשיכה להוות את מנוע הצמיחה העיקרי של הגוש. זאת, בין היתר על רקע היחלשות שחלה באירופה במהלך המשבר – התפתחות התומכת בתחרויות סקטור הייצוא הדומיננטי בכלכלתה.

על אף הירידה במידת החשש באירופה, ה-ECB צפוי להשאיר את הריבית ברמתה הנוכחית גם במהלך החודשים הקרובים להמשיך ברכישת האג"ח (אם כי בקצב נמוך יותר).

### **שווקים מתעוררים**

צעדי הריסון הננקטים בסין על מנת למנוע התחממות יתר של הכלכלה מצליחים: הצמיחה ברבעון השני של 2010 עמודה 10.3% - נמוך מתחזיות השוק. בנוסף קצב הגידול באשראי ממשיך לקטון ומחירי הדירות חזרו לרדת מהלך חודש יוני. גם נתוני ה-PMI השונים ממשיכים להצביע על האטה במשק הסיני. על רקע אלה האינפלציה החודש האטה, וחזרה לעמוד על מתחת ל-3%. בשאר השווקים המתעוררים, ובפרט במזרח אסיה, נמשכה הצמיחה המהירה ברבעון השני של 2010. שווקים אלו ממשיכים ליהנות מסחר תוך-אזורי גובר ומהמשך זרימת הון של משקיעים זרים המעדיפים כלכלות אלה על פני המפותחות.