

הודעה לעיתונות-

## **דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש יולי 2011**

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 ביוני 2011.

### **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. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

### **א. הדיון בפורום הרחב – מצב המשק**

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

#### **הערכה כללית**

מרבית האינדיקטורים שנוספו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש יוני 2011, ב-23 במאי 2011, לבין מועד החלטת הריבית לחודש יולי 2011, ב-27 ביוני 2011) מחזקים את ההערכה שהצמיחה בפעילות הכלכלית תמשך גם ברביע השני של השנה, אם כי בקצב מתון יותר מזה של הרבעון הראשון. זאת, לאחר שנתיים של צמיחה מואצת שבמהלכה פער התוצר הצטמצם מאוד ואף נראים סימנים לסגירתו. בין סימנים אלו – שיעור בלתי מועסקים הנמוך אף מרמתו ערב המשבר העולמי (בפרט ששיעור ההשתתפות עלה מאז), אם כי נתוני השכר הריאלי עדיין מראים על עלייה מתונה בלבד.

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

### החשבונאות הלאומית

האומדן השני של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2011 מצביע על המשך הגידול המהיר בפעילות הכלכלית: התוצר גדל ב-4.8 אחוזים, הצריכה הפרטית ללא בני קיימא ב-4.7 אחוזים, ההשקעה בנכסים קבועים ב-25.1 אחוזים, היצוא (ללא יהלומים) ב-12.8 אחוזים והיבוא (ללא יהלומים) ב-18 אחוזים. הצריכה הציבורית המקומית, עלתה ב-2.9 אחוזים והתוצר של הסקטור העסקי גדל ב-5.5 אחוזים.

### אינדיקטורים לפעילות הריאלית

אינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על המשך הצמיחה של הפעילות הכלכלית גם ברביע השני של השנה, אמנם בקצב מתון יותר מאשר ברביע הראשון. המדד המשולב לחודש מאי עלה ב-0.3%, והרמה הממוצעת של השינויים בו בשלושת החודשים האחרונים (0.25%) נמוכה מרמתם הממוצעת בשנה ומחצית השנה שקדמו להם (0.5%); נתונים חלקיים לרביע השני (אפריל – מאי) מצביעים על ירידה של היצוא התעשייתי ב-1.5 אחוזים לעומת הרביע הראשון, במקביל לירידת היקפו של הסחר העולמי בחודש אפריל. לעומת אלו, בתחילת יוני עדכן בנק ישראל את תחזית הצמיחה לשנת 2011 כלפי מעלה בעקבות נתוני החשבונאות לרביע הראשון המצביעים על גידול בפעילות הכלכלית, לרמה של 5.2% (לעומת 4.5% בתחזית הקודמת). כמו כן, סקר המגמות של הלמ"ס משקף ציפיות אופטימיות לגבי פעילותם של ענפי המשק בחודשים הקרובים. כנגד זאת, מדדי אמון הצרכנים ירדו מעט החודש, אך רמתם עדיין גבוהה - ביטוי לאופטימיות לגבי הפעילות.

### שוק העבודה

נתוני שוק העבודה מצביעים על המשך מגמת ההתרחבות של התעסוקה והירידה באבטלה, עם עלייה מתונה בשכר. על פי נתוני המגמה לחודש אפריל, שיעור הבלתי מועסקים המשיך לרדת, והגיע ל-5.8% מכוח העבודה האזרחי. השכר הנומינלי עלה בחודשים ינואר-מארכ ב-0.8% לעומת שלושת החודשים שקדמו להם, בעוד שהשכר הריאלי ירד ב-0.9% (נתונים מנוכי עונתיות). תקבולי מס הבריאות לחודש מאי, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר בחודש זה, גבוהים נומינלית ב-7.6% מאשר במאי אשתקד. בתחילת יולי שכר המינימום אמור לעלות מ-3,900 ש"ח ל-4,100 ש"ח.

### סחר חוץ

היצוא התעשייתי ללא יהלומים ירד בחודש מאי ב-4 אחוזים, בעיקר ביטוי לירידה ביצוא ענפי האלקטרוניקה. את ירידת היצוא ניתן להסביר בירידה שנרשמה באומדנים לסחר העולמי בחודש אפריל (ירידה נומינלית של 2.3% ו-3.8% ריאלית בסחר המשולש – של יפן, גרמניה וארה"ב – לעומת חודש מרץ), יחד עם הייסוף המתמשך בשע"ח הריאלי והשפעותיו בפיגור. מנגד, יבוא הסחורות ממשך לעלות במאי, בשיעור מהיר של כ-7 אחוזים, בכל רכיביו. עליית היבוא מתבססת על המשך הצמיחה במשק הישראלי ועל הגידול בביקושים המקומיים. כתוצאה מההתפתחויות ביבוא וביצוא גדל הגירעון בחשבון הסחורות מתחילת השנה ל-6.2 מיליארד ש"ח (נכון למאי) והתפתחות זו בעיקר, צפויה להוסיף ולהקטין את העודף בחשבון השוטר, בהמשך לירידות בשני הרבועים האחרונים.

## 2. נתוני התקציב

ההכנסות ממסים מתחילת השנה ועד מאי גבוהות ריאלית ב-7.4% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד. בתקופה זו הסתכמה פעילות הממשלה בעודף מצטבר של 0.1% תוצר, לעומת גירעון של 0.5% תוצר בתקופה המקבילה אשתקד. גביית המסים צפויה להיות השנה גבוהה מהתחזיות שבבסיס התקציב, והגירעון צפוי להיות נמוך מהתקרה הקבועה בחוק (3 אחוזי תוצר) גם בהנחת ביצוע מלא של התקציב.

## 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 4.1%, מעל הגבול העליון של היעד. מדד מאי עלה ב-0.5% - בהתאם לתחזיות לגביו ובגבול העליון של התוואי העונתי העקבי עם עמידה ביעד האינפלציה. לעליית מדד מאי תרמה עלייה מהירה במחירי הדיור והמזון שנמשכה גם החודש. המדד ללא דיור עלה במאי ב-0.2%. בחינת ההתפתחות החודשית של קצב האינפלציה בניכוי עונתיות, ובפרט ללא סעיף הדיור בבעלות הדיירים, מצביעה על האטה משמעותית בשלושת המדדים האחרונים יחסית לששת החודשים הקודמים.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לשנים עשר החודשים הבאים, על פי מדידתן משוק ההון ועל פי תחזיות החזאים, נכנסו בחודש האחרון לתוך תחום יעד האינפלציה, והן עומדות כעת על 2.9%, מעט מתחת לגבול העליון של היעד. הירידה בצפיות נובעת ככל הנראה על רקע מספר התפתחויות ממתנות באינפלציה: התיסוף שחל בשקל בחודשים האחרונים, הירידה שנרשמה במחירי הסחורות ושלושת המדדים שהתפרסמו לאחרונה שעקביים עם עמידה ביעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים הן בתוך היעד. ריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור צפויה לעמוד על 4%, ולפי ממוצע תחזיות החזאים - על 4.3%. כל החזאים שעדכנו את תחזיותיהם לאחר פרסום מדד מאי צופים כי בנק ישראל יותיר את הריבית ליולי ללא שינוי.

### מצרפים מוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו במאי עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) בשיעור של 4.5%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-8.5%.

### שוק האשראי

בחודש אפריל נרשמה עליה של 0.5% ביתרת האשראי למגזר העסקי, לרמה של 771 מיליארדי ש"ח. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה באפריל בשיעור של 0.3%, והסתכמה ב-347 מיליארדי ש"ח. יתרת האשראי לדיור עלתה ב-12 החודשים המסתיימים באפריל ב-14.1% לרמה של 243 מיליארדי ש"ח.

בחדש מארס עמד נתון זה על 13.2%. חלקן של המשכנתאות הלא צמודות בריבית משתנה המשיך לרדת והגיע במאי לשיעור של 43.3%, לעומת כ-47% באפריל. ב-5/5/2011 נכנסה לתוקפה הוראת בנק ישראל בדבר הגבלת חלקן של האשראי לדיור בריבית משתנה, אולם השפעת ההוראה עדיין לא התבטאה במלואה במשכנתאות שניתנו בחדש מאי, שכן חלקן מבטאות עסקאות שנחתמו בין הבנקים ללקוחות לפני מתן ההוראה. שיעורי הריבית על המשכנתאות עלו במאי בכל האפיקים.

#### שוק הדיור

בשוק הדירות נמשכו עליות המחירים. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים מארס-אפריל בקצב חודשי של 1.5%, המשך לעלייה של 0.8% בחודשים פברואר-מארס. הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה, וב-12 החודשים שהסתיימו במאי עלו מחיריהן ב-15.3%, לעומת עלייה של 13.9% בנתון זה בחודש הקודם. מדד מחירי הדיור, המתבסס בעיקר על חוזי שכירות, ונכלל במדד המחירים לצרכן, המשיך לעלות: בחודש מאי הוא עלה ב-1.1%, וב-12 החודשים האחרונים - ב-6.4%. בחודש מאי החליט משרד האוצר לבטל, החל מתחילת 2013, את הפטור ממס שבח על מכירת דירה לבעלי שתי דירות ומעלה. צעד זה צפוי להאט את עליית מחירי הדירות בשנה הקרובה.

#### הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל היא כי האינפלציה במהלך 2011 תהיה מעל הגבול העליון של היעד, ותרד לתוך תחום היעד ברביע הראשון של 2012. חטיבת המחקר חוזה העלאה הדרגתית של ריבית בנק ישראל לכ-4.1% בעוד שנה (ממוצע ברביע השני 2012). מאזן הסיכונים: הגורמים העיקריים שיש בהם כדי להשפיע על התחזית לגבי הפעילות הריאלית והאינפלציה בישראל הם התרחשויות בכלכלה העולמית, בפרט החמרה אפשרית של משבר החוב באירופה, הסיכונים הגיאוגרפיים ומחירי הסחורות והנפט.

#### **4. ההתפתחויות בשוקי ההון**

##### שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-19/5/2011, ועד 24/6/2011 יוסף השקל לעומת הדולר ב-1.3%, בדומה למגמה בקרב רוב המטבעות העיקריים בעולם, ומול האירו יוסף השקל בכ-1.6%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל ב-1.2%.

##### שוק המניות ושוק אג"ח החברות

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-19/5/2011, ועד 24/6/2011 נרשמו ירידות שערים של רוב מדדי המניות בת"א, בדומה להתפתחות במרבית שוקי המניות בעולם. מדד ת"א 100 ירד במהלך התקופה הנסקרת ב-6.6%. הנפקות האג"ח של המגזר העסקי הסתכמו בחודש מאי ב-2.5 מיליארדי ש"ח ברוטו, ומראשית השנה - בכ-18 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-13 מיליארדים בתקופה המקבילה

אשתקד. מגמת ירידת השערים במדדי התל-בונד הצמודים מאז תחילת השנה נמשכת: התל בונד 40 ירד ב-0.6%.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בתקופה הנסקרת נרשמה באג"ח הממשלתיות באפיק השקלי ירידת תשואות של 5-12 נ"ב, בעיקר בטווח הבינוני. בעקום הממשלתי הצמוד המגמה בתקופה הנסקרת הייתה מעורבת - עליית תשואות של 5-35 נ"ב בטווח הקצר לעומת יציבות ואף ירידות קלות בטווח הבינוני-ארוך; זאת על רקע החולשה העולמית והירידה בציפיות האינפלציה בישראל. במק"מ נרשמה בתקופה הנסקרת עליית תשואות של 5-15 נקודות בסיס בטווח הקצר לעומת יציבות בשאר הטווחים.

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

כתוצאה מהעלאת הריבית לחודש יוני ולפני החלטת הריבית לחודש יולי, עלה פער הריביות בין ישראל לבין ריבית הפד והריבית של הבנק המרכזי האירופאי לרמה של 3% ושל 2% בהתאמה. המירווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב התרחב במהלך התקופה הנסקרת, ועמד בסופה על 235 נ"ב.

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

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווחי ה-CDS, נותרה בסיכומה של התקופה ללא שינוי ברמה של 144 נ"ב.

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

רוב נתוני המקור שהתפרסמו החודש המשיכו להצביע על האטה בקצב ההתאוששות של הכלכלה העולמית. עיקר החולשה מתרכזת בארה"ב, באירופה (ללא גרמניה) ובמספר משקים במזרח אסיה. כתוצאה מכך עדכנו בתי השקעות את תחזיותיהם לגבי הצמיחה של משקים בעולם כלפי מטה. יחד עם זאת מדגישים ב-OECD וב-IMF כי לחולשה של העת האחרונה אופי זמני, והתרחיש המרכזי שמוסדות אלו צופים למחצית השנייה של השנה הוא האצה קלה של הצמיחה. משבר החוב באירופה החמיר, בעיקר על רקע המשבר ביוון. ואולם המוסדות הבין-לאומיים אישרו, לפני ימים אחדים, את תוכנית ההתאמה שמציעה ממשלת יוון, ובכך נסללה הדרך לסיוע נוסף למדינה זו. אף על פי כן, הסיכון למשבר חוב בנקאי באירופה התגבר. מחירי הסחורות ממשיכים להתייצב ואף לרדת, ואף על פי כן נתוני האינפלציה בכמה משקים חשובים ממשיכים להפתיע כלפי מעלה, ומציבים אתגר משמעותי בפני בנקים מרכזיים: אלה צריכים להתמודד עם החולשה בפעילות הריאלית מחד גיסא ועם עליית האינפלציה מאידך. על רקע מצב הפעילות הריאלית והאינפלציה, ההערכות הרווחות הן שבנקים מרכזיים בעולם ימשיכו להעלות את הריבית, אך קצב ההעלאות, ככל הנראה, ימותן.

## **ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש יולי 2011**

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש יולי 2011, חבר הנהלה אחד המליץ להעלות את הריבית ב-0.25 נקודת האחוז ושלושה חברי הנהלה המליצו להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 3.25% אחוזים.

כפי שצוין בהחלטות הריבית הקודמות, בנק ישראל מנהל מדיניות העקבית עם תהליך הדרגתי של החזרת הריבית לסביבה "נורמאלית"; תהליך שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתמוך בהמשך הצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. קצב העלאת הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, בצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. השארת רמת ריבית בנק ישראל לחודש יולי ללא שינוי ברמה של 3.25 אחוזים עקבית עם תהליך זה. ברמת הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן: הערכת סביבת הפעילות הריאלית תוך התייחסות לנעשה בעולם וכן לסיכונים גיאופוליטיים; התפתחות באינפלציה ובציפיות לאינפלציה; צעדי המדיניות בתחום הדיור שנקטו בחודשים קודמים והשפעתם על מחירי הדיור, על רקע המשך עליית מחירי הדירות המואצת; והאם קיים צורך בנקיטת צעד מקרו-יציבותי נוסף בתחום הדיור.

בדיון על הערכת סביבת הפעילות הריאלית, המשתתפים ציינו כי ההאטה בצמיחה העולמית וההשלכות של משבר החוב באירופה, מחזקים את החשש להרעה במצב הריאלי בעולם, ולדחיית העלאות הריבית במדינות המרכזיות לרמתה הנורמלית או למיתון קצב העלאות הריבית בהן בעתיד. כתוצאה מכך יהיה צורך להתמודד מול הלחצים לייסוף השקל שעלולים להתגבר דרך פערי הריביות הצפויים. השפעת ההאטה בעולם שבאה לידי ביטוי בנתונים המראים התמתנות ביצוא מישראל בחודשים אפריל מאי ביחס לנתוני היצוא ברביע הראשון, מגדילה את האפשרות להאטה בצמיחת התוצר ברביע השני יחסית לצמיחה המהירה ברביע הראשון. בהקשר זה, צוין כי ההאטה בעולם עלולה לגרום האטה בקצב צמיחת התוצר בישראל, וזו תמתן את קצב עליית האינפלציה. עוד צוין כי למרות העלייה באינפלציה בעולם, נרשמת ירידה בציפיות לאינפלציה בעולם (על רקע ירידת מחירי הסחורות והנפט, הורדת תחזיות הצמיחה, והקטנת ההרחבה המוניטארית במדינות שונות) אשר צפויה לפעול למיתון קצב האינפלציה גם בישראל.

בדיון אודות התפתחויות באינפלציה ובציפיות לה צוין כי רמת האינפלציה בשנים-עשר החודשים האחרונים נותרה מעל הגבול העליון של טווח יעד האינפלציה (גם לאחר פרסום מדד חודש מאי) ברמה של 4.1 אחוזים. בנוגע לקצב עליית המחירים בשלושת החודשים האחרונים (מנוכה עונתיות) אשר נראה כי התמתן ביחס לקצב עלייתם בחצי השנה הקודמת להם, חלק מן המשתתפים בדיון סבר

כי עברנו לסביבת אינפלציה נמוכה יותר, ואחרים הביעו חשש כי טרם ניתן לקבוע זאת בביטחון מספק. לעומת זאת, הייתה תמימות דעים כי חל שיפור ברמת הציפיות לאינפלציה אשר ירדו בכל הטווחים, כאשר הציפיות לשנה משוק ההון ולפי ממוצע הערכות החזאים הפרטיים אף ירדו מעט מתחת לגבול העליון של טווח יעד האינפלציה. יחד עם זאת, הודגש שעדיין מדובר בסביבת ציפיות גבוהה מהרצוי. כמו כן צוין כי הפער בין רמת ריבית בנק ישראל הנוכחית ובין רמת הריבית הנחשבת "נורמלית" מאפשר לבנק ישראל דרגות חופש בקצב העלאות הריבית כך שניתן יהיה להגביר את הקצב במידת הצורך גם ללא העלאה של הריבית לחודש יולי.

נושא מרכזי שנידון הוא השפעת צעדי המדיניות שנקטו עד כה על ידי בנק ישראל ומשרד האוצר בתחום הדיור, על רקע התחדשות עלית מחירי הדירות בהסתכלות שנתית בחודש האחרון. כל חברי הפורום הביעו את דעתם כי מוקדם מדי מלאות בנתונים הזמינים את השפעת צעדי המדיניות השונים. אלו צפויים להתבטא בנתונים, לכל המוקדם, בחודשים הקרובים, והשפעתם צפויה להימשך על פני השנתיים הבאות, ויש להמתין פרק זמן נוסף על מנת להעריך את מידת השפעתם על מחירי הדיור. עוד נטען כי השפעת רמת הריביות על שיעור הדירות להשקעה איטית מאוד והשפעתה מתחילה רק כעת. בהקשר זה חבר הנהלה שהמליץ להעלות את הריבית הוסיף, כי לדעתו הבעיה במחירי הדיור מצריכה לפעול החודש, אם באמצעות הריבית ואם באמצעי מדיניות אחרים.

בהקשר זה נידונה שאלת הצורך בנקיטת צעד מקרו יציבותי נוסף בתחום הדיור למרות ההעלאה המצטברת בריבית בנק ישראל והצעדים שנקטו לאחרונה, שכאמור צפויים לבוא לידי ביטוי בהמשך. זאת על רקע התגבשות סיכונים בצד היזמים על רקע נטילת אשראי לרכישת קרקעות במחירים גבוהים מול אפשרות של ירידה בעתיד של מחירי הנכסים. מנגד, מתהווים סיכונים בצד הרוכשים אשר יתכן ויתקשו לעמוד בתשלומי המשכנתאות. בהקשר זה עלה חשש מנקיטת מספר רב מדי של צעדי מדיניות, בנוסף להעלאות הריבית, אשר יגרמו לירידה חדה מדי במחירי הדירות במקום ל"נחיתה רכה".

בהתחשב בהאטה במשק העולמי והשפעתה השלילית הצפויה כבר ברבעון השני על המשק בישראל, בפערי הריביות בינינו למשקים החשובים בעולם, ובהתמתנות באינפלציה בפועל ובצפויה, המליצו שלושה מחברי הפורום על הותרת ריבית בנק ישראל ללא שינוי בחודש יולי. זאת מתוך כוונה להמתין מעט לבחינת השפעת העלאות הריבית שבוצעו עד כה, ולהשפעת צעדי המדיניות שנקטו בתחום הדיור על מחירי הדירות והאשראי לדיור. צעד זה עקבי עם חזרה הדרגתית לריבית נורמלית לאור העלאות הריבית בחודשים האחרונים ועולה בקנה אחד עם חתירה להשגה הדרגתית של יעד האינפלציה המביאה בחשבון את השיקולים הנוספים שצוינו.

לעומתם, חבר הנהלה אחד המליץ להעלות את ריבית בנק ישראל ב-0.25 נקודת אחוז, כשהוא רואה חשיבות בנקיטת מדיניות נוקשה יותר בנושא מחירי הדיור, כל עוד אין עדות מוצקה שהצעדים שנקטו עד כה משפיעים בצורה משמעותית. זאת, על רקע המחיר הכבד שעלול המשק לשלם במקרה של הערכה מוטעית כי מחירי הדיור יתמתנו בעקבות הצעדים לעיל.

לאור מכלול הגורמים החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש יולי ללא שינוי ברמה של 3.25%. בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד הותרת הריבית לחודש יולי 2011 ללא שינוי:

- האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחורנית מוסיפה להיות גבוהה, 4.1%. מאידך, בצפיות לאינפלציה של החזאים ואלו הנמדדות משוק ההון נרשמו בחודש האחרון ירידות והן כעת נמוכות במעט מהגבול העליון של יעד האינפלציה. שלושת המדדים האחרונים שהתפרסמו אינם גבוהים מהתוואי העונתי העקבי עם עמידה ביעד האינפלציה.
- אינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על המשך העלייה בפעילות הכלכלית והציפייה היא כי העלייה בפעילות תימשך גם ברביע השני אם כי בקצב מתון יותר. יחד עם זאת, גובר החשש מפני התמתנות בצמיחה בארה"ב והחרפת סיכוני החוב באירופה וההשלכות שיש לכך על המשק הישראלי.
- הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה; ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-15.3%. יחד עם זאת, השפעת העלאת הריבית, הצעדים של בנק ישראל בתחום המשכנתאות והצעדים שנקט משרד האוצר במיסוי על נדל"ן, יחד עם המשך הגידול במספר התחלות הבניה, צפויים להאט את קצב עליית מחירי הדירות במהלך השנה הקרובה.
- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים עדיין נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך גם בחודשים הקרובים. על רקע האצת האינפלציה במשקים מהירי צמיחה, מספר בנקים מרכזיים המשיכו גם החודש בהעלאות ריבית. אולם, החשש מפני התמתנות בצמיחה בארה"ב והחרפת סיכוני החוב באירופה הובילו לצפיות להאטה בקצב העלאות הריבית במשקים אחרים.

צוין שבמחצית הראשונה של השנה הועלתה ריבית בנק ישראל בצורה משמעותית. במקביל ננקטו צעדים על ידי בנק ישראל ומשרד האוצר בשוק הדיור ובנוסף, בחודשים האחרונים חל תיסוף בשקל ונרשמה ירידה במחירי הסחורות. השפעתם של אלה על האינפלציה צפויה לבוא לידי ביטוי בהמשך. על רקע זאת ולאור התגברות ניכרת של הסיכונים במשק העולמי, הוחלט בשלב זה להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית.

עוד צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים. 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 ובכללם בשוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 ביוני 2011.



בפורום המצומצם השתתפו :

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק  
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק  
ד"ר מישל סטרבצינסקי – ראש אגף מקרו-כלכלה ומדיניות וממלא מקום מנהל חטיבת המחקר  
ד"ר עקיבא אופנבכר – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטרי-פיננסי בחטיבת המחקר  
מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים  
מר דודו זקן – המפקח על הבנקים  
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד  
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק  
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית  
מר ינון גמרסני – כלכלן, חטיבת המחקר

## נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### גלובלי

רוב נתוני המקרו המתפרסמים החודש ממשיכים להצביע על איבוד מומנטום בכלכלה העולמית. עיקר החולשה מתרכזת בארה"ב ובאירופה (ללא גרמניה) אך גם בשווקים אחרים (מזרח אסיה ודרום אמריקה), איבוד המומנטום ניכר. מגמה זו הובילה את בתי ההשקעות לעדכן את תחזיות הצמיחה בעולם לשנת 2011 כלפי מטה.<sup>1</sup> חלק מהסיבות להאטה הנוכחית הינן זמניות, ובראשן הזינוק במחירי הסחורות ובעיקר בנפט במהלך חמשת החודשים הראשונים של השנה, אשר פגע בעיקר במשקי הבית. סיבה נוספת היא הצונאמי ביפן (ופגעי טבע אחרים) אשר פגע בשרשרת הייצור העולמי בעוצמה רבה משהוערך בתחילה. הכלכלה היפנית התכווצה ב-1.3% ברבעון הראשון (רביע מול רביע) ובינתיים אינה מראה סימני התאוששות משמעותיים מרעידת האדמה. השפעת הצונאמי ניכרת בעיקר בתעשיית הרכב בעולם שנאלצה לצמצם פעילות וכוח עבודה. גם הגידול המאסיבי במלאים במהלך שנת 2010 על רקע תחזיות אופטימיות מדי לגבי קצב ההתאוששות של הכלכלה העולמית ב-2011 גורם לפגיעה בייצור ובצמיחה.

חשוב להדגיש, אמנם רוב הנתונים מפתיעים לרעה אולם הם עדיין מצביעים על צמיחה, חלקה בת קיימא. כך עולה גם מהסקירות האחרונות של ה-OECD, של ה-IMF ושל הבנק העולמי אשר הדגישו את האופי הזמני של החולשה האחרונה<sup>2</sup> ואת השיפור שחל במהלך השנה האחרונה בתוואי ההתאוששות של הכלכלה העולמית. כך, הכלכלה העולמית נמצאת במגמת התרחבות בעיקר על רקע השיפור שחל בצריכה הפרטית ובסחר העולמי במהלך השנה האחרונה, כשהתסריט המרכזי צופה עדיין האצה קלה במהלך המחצית השנייה של השנה.

### ארה"ב

רוב הנתונים המתפרסמים החודש הפתיעו שוב לרעה, כשלארשונה מאז תחילת השנה ובניגוד למגמה בחודשים האחרונים, גם הנתון משוק התעסוקה היה נמוך משמעותית מהתחזיות. נתון זה יחד עם נתונים חלשים אחרים הובילו גם את נגיד ה-FED, Bernanke, להתייחס לחולשה בארה"ב ולהגדירה כ"מתסכלת" ולמעשה לא לפסול באופן נחרץ תוכנית ה-QE-3.<sup>3</sup>

שוק העבודה בארה"ב נמצא עדיין בגרעון של כ-11 מיליון משרות (מאז ההתאוששות יצר שוק העבודה בארה"ב כ-1.7 מיליון משרות מתוך כ-8.7 מיליון שאבדו במהלך המשבר).<sup>4</sup> בנוסף, שוק הנדל"ן בארה"ב אשר איבד מתחילת המשבר ב-2008 כ-60% משווי וירד מרמה של כ-15 טריליון דולרים

<sup>1</sup> ה-IMF עדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה בארה"ב לשנים 2011-12 ל 2.5% ו 2.7% ירידה של 0.3% ושל 0.2% בהתאמה. גם ה-FED עדכן את תחזיתו כלפי מטה בפעם השנייה מתחילת השנה.

<sup>2</sup> יש לציין שסקירות מגיבות בד"כ באיחור לשינויים המתרחשים בכלכלה העולמית והן בעלות אופי מאוד כללי.

<sup>3</sup> ההסתברות ל-QE-3 הינו אפסי כיום אולם עצם האזכור בחודש האחרון מהווה אינדיקציה להרעה הכללית בעולם.

<sup>4</sup> לכך יש להוסיף את תוספת המשרות הטבעית של כ-150 אלף בחודש הנדרשת על מנת לשמור על שיעור האבטלה ללא שינוי תוספת זו לכשעצמה מצריכה גידול של כ-4 מיליון משרות מאז המשבר ב-2008.

לרמה של קצת מעל ל-6 טריליון, שב להיחלש בתקופה האחרונה. בעיה דחופה העומדת על הפרק היא תקרת החוב שטרם נפתרה כשהערכה היא שכמות המזומנים בידי הממשל אמורה לאזול בתחילת אוגוסט השנה. חוסר היכולת של הממשל להגיע להסכמה עם בית הנבחרים מהווה איום חמור על דירוג החוב של ארה"ב ונושא זה זכה החודש להתייחסות גוברת מצד חברות הדירוג השונות וגם מצידה של סין, מחזיקת אג"ח של ארה"ב הגדולה מחוץ לארה"ב אשר הגדירה את המצב כ"משחק באש" (גם ה-IMF הצטרף לאזהרה זו).

הממשל גם טרם הציג תוכנית קיצוצים אמינה אשר תחזיר את תוואי החוב המדאיג בארה"ב לרמות סבירות. רמת החוב הנוכחית (ברוטו) נושקת ל-100 אחוזי תוצר וצפויה לעלות לרמות גבוהות יותר בשנים הקרובות (לפי הסקירה השנתית של האוצר האמריקאי בפני הקונגרס, יחס החוב תוצר יעבור בסוף השנה את קו ה-100% – 3 שנים לפני המועד בתחזית הקודמת).

### **אירופה**

אי ההסכמה בין גרמניה ל-ECB לגבי חלקם של הנושים הפרטיים בעלות החילוץ ליוון, יחד עם קשיים פוליטיים ביוון על רקע צעדי ההתאמה הנדרשים הגבירו את החשש ממשבר חוב בנקאי חמור. גם הדיווחים על קשיים של בנקים בגיוס כספים בשוק והורדת הדירוג לבנקים צרפתיים ע"י Moody's (שגם הזהירה את איטליה לגבי הורדת דירוג אפשרית) הגבירו את הלחץ בשוק האג"ח הממשלתיות, והקפיצו את התשואות על אג"ח יווניות בטווח של שנתיים לרמות של כ-30% (גם התשואות של אירלנד ופורטוגל הגיעו לרמות שיא חדשות). בהמשך, הלחץ הוקל במעט לאחר שגרמניה ישרה קו עם העמדה של ה-ECB להשתתפות ביחס לחלקם של המשקיעים הפרטיים ולאחר שהצבעת אי האמון ביוון, נכשלה. למרות זאת, הערכת השוק היא שגם תוכנית הסיוע הנוכחית לא תמנע כנראה, הסדר חוב עתידי ביוון ואולי אף בכלכלות אחרות (Moody's מעריכה את ההסתברות להסדר חוב ביוון בכ-70%).

צרפת הצטרפה החודש למדינות הפריפריה עם ייצור תעשייתי שלילי ועלייה בשיעור האבטלה ל-9.2%. מצבן של שאר הכלכלות ממשיך להיות קשה אף הוא, כשבספרד נתון ה-PMI ירד ל-48.2% (רמה המצביעה על התכווצות בפעילות העסקית). כל זאת כשמשבר החוב היווני/אירופאי מאיים להפוך למשבר חוב בנקאי עולמי נוסף.

כחלק מהצעדים הננקטים במטרה לשפר את עמידות המערכת הבנקאית האירופאית התבצעו החודש מבחני הלחץ. פרסום תוצאות המבחנים נדחה ליולי וההערכות הן שבנקים אירופאים יאלצו לגייס סכומים עצומים על מנת להגיע ליחס הלימות הון של כ-10% ובכך להגדיל משמעותית את הלחץ על שוק ההון באירופה.

## שוקי ההון

מגמת ה-Risk-Off בשוקי ההון בעולם נמשכה גם החודש. רוב מדדי המניות העיקריים הגיבו בירידות משמעותיות של כ-3% עד 7% בתגובה לנתוני מקרו חלשים, הידרדרות במשבר החוב באירופה וסיום תוכנית ה-QE-2.<sup>5</sup> גם השיפור המתמשך ברווחיות החברות ומכפילים יחסית נמוכים (בעיקר בסקטור הבנקאות באירופה) לא מצליח לאושש את הסנטימנט השלילי הכללי. הירידה בתיאבון לסיכון באה לידי ביטוי גם בעלייה ההדרגתית במדד ה-VIX ובהתרחבות של המרווחים השונים בעולם (EMBI) ואג"ח קונצרניות).

כאמור, תוכנית ה-QE2 הסתיימה החודש. סיום המהלך, במקום להוביל לעליית תשואות פעל הפוך והתשואות בשווקים המפותחים הוסיפו לרדת. בארה"ב התשואה על אג"ח ל-10 שנים אף ירדה לראשונה מאז סוף 2010 לכ-3%. ירידת תשואות זאת מבטאת את החשש מפני האטה חריפה יותר כתוצאה מסיום התוכנית. סיום תוכנית הרכישות מוציא שחקן מרכזי (כמעט יחיד) משוק האג"ח הממשלתי וזאת לאור העובדה שבמהלך תקופת התוכנית רכש ה-FED כ-85% מהנפקות האג"ח של ממשלת ארה"ב.

באירופה, התשואות בכלכלות ה-PIG זינקו החודש לרמות שיא חדשות, האג"ח היווני ל-2 שנים נגע ברמת ה-30%, בעוד תשואות אג"ח דומות באירלנד ובפורטוגל מוסיפות לעלות כששתיהן מתקרבות ל-12.5%. מן הצד השני, שוק ההנפקות (אג"ח ומניות) ממשיך לפרוח בכל הדירוגים. מתחילת השנה הונפקו בשוק אג"ח ה-High Yield העולמי כ-230 מיליארדי דולרים לעומת כ-370 מיליארד ב-2010 כולה. בארה"ב הונפקו מתחילת השנה כ-180 מיליארדי דולרים באג"ח בדירוג ספקולטיבי לעומת כ-280 מיליארדים דולרים ב-2010 כולה.

---

<sup>5</sup> סיום התוכנית כשלעצמה אינה אמורה להוביל לירידות שערים אך העיתוי שלה בתקופה של האטה מגביר את החששות.