



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל  
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש אפריל 2012**

**הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 במרץ 2012.**

**דברים כלליים**

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

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה: ההתפתחויות במשק הישראלי – בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, היועץ הבכיר לנגיד ושלושת חברי הוועדה המוניטרית שמקרב הציבור. נוסף על אלה משתתפים בפורום הרחב ראשי החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר והשווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות, המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות, המובאים במסמך זה, הם אלו שהיו קיימים במועד החלטת הריבית.

בדיון בפורום המצומצם, שמשותפים בו חברי הוועדה המוניטרית ושני מנהלי החטיבות הכלכליות, מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו הצבעה על גובה הריבית. לפי החוק בנק ישראל התשי"ע (2010) (סעיף 18 ג') החלטת הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשותפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושב ראש הוועדה (נגיד בנק ישראל) קול נוסף.

**א. מצב המשק**

**1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי**

**הערכה כללית**

הנתונים שנוספו החודש (בין מועד החלטת הריבית לחודש מרץ 2012, ב-27 בפברואר 2012, לבין מועד החלטת הריבית לחודש אפריל 2012, ב-26 במרץ 2012) תומכים בהערכה כי קצב הצמיחה מתייצב ברמות שאפיינו את הרביע האחרון של 2011, וכך פחת החשש לירידה נוספת בקצב גידולו של התוצר. המגמה השלילית שאפיינה את יצוא הסחורות במחצית השנייה של 2011 מתמתנת ומנגד נרשמו החודש התפתחויות חיוביות בנתוני היבוא, ובפרט ביבוא מוצרי הצריכה. חטיבת המחקר ערכה

החודש את התחזית המקרו כלכלית הרבעונית. תחזית צמיחת התוצר ל-2012 עודכנה מעט כלפי מעלה כך שהתוצר צפוי לצמוח בשנה זו ב-3.1%, ובשנת 2013 – ב-3.5%.

#### אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

המדד המשולב לחודשים ינואר ופברואר הצביע על התייצבות של קצב הצמיחה ברמה דומה לזו שנרשמה ברביע הרביעי של 2011. רכיבי המדד המשולב שתורמו לעליית המדד הם הייצור התעשייתי, יבוא הסחורות ויצוא השירותים, שקוזזו חלקית בשל ירידה בנתוני יצוא הסחורות ופדיון הסחורות והשירותים. סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס מצביע גם הוא על בלימת ההאטה, עם פוטנציאל להאצה מסוימת של הפעילות בחודשים הקרובים. גם מדד החיפושים בגוגל, המחושב בחטיבת המחקר של בנק ישראל, אשר משמש אינדיקציה לביקושים במשק בחודשים הקרובים, הוא חיובי. עם כי גם הוא אינו צופה האצה משמעותית בצמיחה. מדד מנהלי הרכש של "בנק הפועלים" ושל ארגון מנהלי הרכש עלה בפברואר ב-8 נקודות אחוז לרמה של 44 נקודות, לאחר ירידה חדה בחודש הקודם - תוך שינוי חיובי במרבית רכיביו. על אף שרמה זו היא עדיין נמוכה מהרמות שרשם המדד לאורך מרבית שנת 2011 וכן מהרמה של 50 נקודות (הנחשבת לרמה המפרידה בין התכווצות להתרחבות הפעילות), העלייה בו עשויה להעיד על שיפור האווירה בסקטור העסקי.

#### שוק העבודה

שוק העבודה ממשיך להתאפיין ברמת תעסוקה גבוהה ואבטלה נמוכה. סקר כוח האדם לרביע הרביעי של 2011 מצביע על אבטלה נמוכה בשיעור של 5.4%, תוך התייצבות של שיעור ההשתתפות\*. למרות נתוני האבטלה הטובים ניתן לזהות האטה מסוימת בשוק העבודה: קצב הגידול של מספר משרות השכיר הוא במגמת ירידה החל מהרביע השני של שנת 2011. בחודש דצמבר 2011 עמד קצב גידולן של משרות השכיר על שיעור שנתי נמוך מ-1.5%, לעומת יותר מ-4 אחוזים בראשית 2011. סקר המשרות הפנויות של הלמ"ס מצביע על ירידה מסוימת של מספר המשרות הפנויות בחודש פברואר. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בחודשים אוקטובר עד דצמבר לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-1.0% וב-0.6%, בהתאמה. תקבולי מס הבראות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש פברואר גבוהים נומינלית בכ-5% מאשר בפברואר אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה).

#### סחר החוץ

על פי נתוני סחר החוץ, היצוא התעשייתי ללא יהלומים המשיך לרדת בחודשיים הראשונים של השנה ובכך ממשיך את המגמה המסתמנת בנתוני החשבונאות הלאומית למחצית השנייה של 2011. יחד עם זאת, על פי ניתוח ענפי נראה שבמרבית הענפים במשק (פרט לענף הכימיה) נבלמו הירידות ואף נרשמו עליות קלות. בניגוד לנתוני יצוא הסחורות החלשים בחודשים האחרונים, נתוני היבוא

\* לאחר החלטת הריבית בתאריך 26.03.2012 פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (למ"ס) סקר כ"א חודשי במתכונת חדשה, בהתאם לדרישות ה-OECD, תוך שימוש בהגדרות שונות של האוכלוסייה, ושינוי במדגם על פיו נאמד שיעור ההשתתפות וכן שיעור האבטלה בישראל.

הינם חיוביים. כך בחודשים ינואר-פברואר היו נתוני היבוא גבוהים יותר מאשר ברביע האחרון של שנת 2011 והם ביטאו עלייה בכל אחד מרכיביו: חומרי גלם, מוצרי השקעה ומוצרי צריכה. יבוא מוצרי צריכה בחודשים ינואר-פברואר עלה ב-3.6 אחוזים בהשוואה לרביע האחרון של 2011 לאחר ירידה בשיעור של 6 אחוזים ברביע הקודם. לאור הגידול ביבוא, עלה במקצת הגרעון בחשבון הסחורות (למעט אוניות, מטוסים ויהלומים) בחודשיים הראשונים של השנה לעומת אשתקד והוא הגיע לכ-2 מיליארד דולר.

## 2. נתוני התקציב

סך גביית המסים בחודשיים הראשונים של השנה היה גבוה בכ-1.3 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי המתאים לתחזית השנתית של ההכנסות ממסים, שעדכן האוצר בראשית השנה ומתיישבת עם גירעון של 3.4 אחוזי תוצר. זאת בזכות הכנסה חד-פעמית חריגה בחודש ינואר. בניכוי הכנסה זו תקבולי המסים תואמים את התחזית המעודכנת. מנתוני המגמה (בניכוי גורמי עונתיות ובמחירים קבועים) נראה כי גביית המסים העקיפים בחודש פברואר נותרה ללא שינוי משמעותי לעומת החודש הקודם. העודף התקציבי של הממשלה מראשית השנה הסתכם בכ-3.3 מיליארדי ש"ח, ובניכוי ההכנסות החד-פעמיות החריגות גודלו תואם בקירוב את תחזית הגירעון המעודכנת מראשית השנה.

## 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן נותר בפברואר ללא שינוי, מעט מתחת לממוצע התחזיות המוקדמות (הן של החזאיים הפרטיים והן הנגזרים מהמודלים המיושמים בחטיבת המחקר), שהצביעו על עלייה של 0.1%. בניכוי עונתיות עלה המדד ב-0.3% - גבוה מהתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. מדד פברואר הושפע מירידת מחירי הלבשה והנעלה. ירידה עונתית זו (שתרמה כ-0.18 אחוז למדד) קוזה החודש בעיקר על ידי עליה במחירי האנרגיה ובמחירי הפו"י שתרומתם למדד הסתכמה ב-0.15 אחוז וב-0.1 אחוזים בהתאמה. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.7 אחוזים – נמוך ממרכז טווח יעד האינפלציה.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הקרובים עלה החודש ל-2.5%, לעומת 2.3% בחודש הקודם. האינפלציה הצפויה ל-12 המדדים הקרובים על פי החוזים העתידיים על מדד המחירים לצרכן המוצעים על ידי הבנקים מעבר לדלפק עמדה החודש בממוצע על 2.5%, לעומת 2% בחודש שעבר. העלייה בציפיות נובעת ככל הנראה מגורמים מצד ההיצע, בעיקר עליית מחירי האנרגיה בעולם. הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה על פי שוק ההון (break even inflation) היו בחודש מארס, בממוצע, 2.9%, עלייה של 0.3 נקודת אחוז ביחס לחודש הקודם. ואולם סדרה זו מושפעת מעונתיות, בשל העדר רצף סדרות אג"ח צמודות (העדר סדרת אג"ח צמודות לשנה בפרט), ולכן אומדן הציפיות מוטה גם החודש כלפי מעלה. הציפיות לטווחים הבינוניים שמרו על יציבות ברמה של 2.6%, והציפיות לטווחים הארוכים ירדו בכ-0.2%, לרמה של 2.4%. שיעורה הצפוי של ריבית בנק ישראל לפי

שוק התלבור ולפי עקום המק"מ מגלם ריבית של 2.7% ו-2.6% בעוד שנה, בהתאמה. שיעור הריבית הצפוי בעוד שנה לפי תחזיות החזאים, הוא, בממוצע, 2.6%, לעומת שיעור של 2.4% שהם חזו, בממוצע, בחודש שעבר. מרבית החזאים צופים שריבית בנק ישראל לשלושת החודשים הקרובים תישאר ללא שינוי.

#### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

בשוק האג"ח הממשלתי, במהלך התקופה הנסקרת, נרשמה עליית תשואות בכל האפיקים. באפיק השקלי, בעיקר בטווחים הבינוניים, נרשמה עליית תשואות של 7-20 נ.ב, ובאפיק הממשלתי הצמוד נרשמה עליית תשואות של 5-15 נ.ב לאורך העקום כולו. כל זה על רקע המגמה בעולם. באפיק המק"מ נרשמה עליית תשואות של 10-20 נ.ב לכל אורך העקום, כאשר התשואה לשנה עלתה קלות לרמה של 2.56%, כך שלמעשה השוק לא צופה הורדת ריבית בשנה הקרובה.

#### פערי הריביות והתשואות בין הארץ לחו"ל

פער הריביות בין ישראל לארה"ב עומד על 2.25%, ובין ישראל לגוש האירו - על 1.5%. זאת לאחר שריבית בנק ישראל לחודש מרץ והריביות המוניטריות בארה"ב ובאירופה נותרו ללא שינוי. המירווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב הצטמצם ב-21 נ"ב וירד ל-246 נ"ב, לעומת כ-267 נ"ב ערב הדיון המוניטרי הקודם; זאת עקב עליית תשואות חדה יותר בארה"ב.

#### המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-0.7%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-9.1%.

#### שוק האשראי

בחודש ינואר ירדה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.2%, לרמה של 771 מיליארדי ש"ח. הירידה בהיקף החוב נבעה בעיקר מייסוף השקל מול הדולר, שהקטין את שווי החוב במט"ח במונחי שקלים. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה ב-0.1%, ל-365 מיליארדי ש"ח. מתוך האשראי למשקי הבית עלתה יתרת האשראי לדיוור בחודש ינואר ב-0.2%, לרמה של 259 מיליארדי ש"ח. סך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים אשר הסתיימו בפברואר היה נמוך ב-2.3% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו בינואר – המשך של ירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחודש מאי. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות שניתנו בריבית משתנה עמד בפברואר על 27.3%. שיעורי הריבית על המשכנתאות הצמודות והלא צמודות בריבית משתנה ירדו ואילו הריבית על המשכנתאות הצמודות למדד בריבית קבועה נותרה ללא שינוי.

## שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן נותר בחודש פברואר ללא שינוי. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה סעיף זה ב-4.6%. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס, ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים דצמבר-ינואר ב-0.1%, עלייה שניה ברציפות לאחר ירידות בשיעור מצטבר של 1.4% בשלושת החודשים הקודמים. ב-12 החודשים שהסתיימו בינואר הסתכמה עליית מחירי הדירות ב-4.5%, המשך של האטה משמעותית מהקצבים שנרשמו בחודשים הקודמים. נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים עמדו בחודש נובמבר על 43,648 ו-33,917, בהתאמה, לעומת 43,537 ו-34,775 בחודש הקודם. עם זאת, ברביע הרביעי של השנה נרשמה ירידה מסוימת בהתחלות הבנייה, וקצב ההתחלות ברביע הרביעי של 2011 הוא כ-40 אלף דירות בשנה. הגידול החד בהתחלות הבנייה החל מסוף 2009 הביא לעלייה של מספר הדירות למכירה, ובחודשים האחרונים הוא הגיע לרמה שהייתה בשנים 2003–2007.

## הערכת חטיבת המחקר

חטיבת המחקר ערכה החודש את התחזית המקרו כלכלית הרבעונית. תחזית צמיחת התוצר ל-2012 עודכנה מעט כלפי מעלה: התוצר צפוי לצמוח בשנה זו ב-3.1%, ובשנת 2013 – ב-3.5%. כמו כן צופה החטיבה עליה של שיעור האבטלה לרמה של 5.9% בסוף שנת 2012. התחזית צופה בארבעת הרביעים הבאים אינפלציה של 2.6%, ושיעור הריבית הממוצע הצפוי לרביע הראשון של 2013 הוא 2.5%. חטיבת המחקר ציינה בהערכתה שהסיכונים העיקריים לתחזית הם החרפת המצב הגיאוגרפי-פוליטי ועליית מחירי האנרגיה, שצפויה להביא לעלייה באינפלציה ולהאטה בפעילות, והחרפה של משבר החוב באירופה, שצפויה להביא לירידה באינפלציה ולהאטה בפעילות.

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

### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/2/12, ועד 23/3/12 התחזק השקל כנגד הדולר בכ-0.9%, בעוד שיתר המטבעות העיקריים נחלשו מול הדולר בשיעור של עד 3.25%. השקל התחזק מול האירו ב-2.4%, בעוד האירו נסחר במגמה מעורבת מול המטבעות העיקריים. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי יוסף השקל בכ-1.3%. התחזקות השקל החודש באה לאחר מספר חודשים של מגמת פיחות בשקל.

### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/2/12, ועד 23/3/12 עלה מדד ת"א 25 ב-4%, על רקע הודעת המפקח על הבנקים על העלאת יחסי הליבה במערכת הבנקאות, שתיושם בשנים הבאות. המתווה שפורסם מתון מזה שהיה צפוי על ידי הבנקים ובשוק. לאחר פרסום הודעת המפקח עלה מדד הבנקים ב-8%. העלייה במדד ת"א 25 באה על רקע מגמה מעורבת שנרשמה החודש במדדי המניות

המובילים בעולם, שהמדדים בתל אביב הפגינו לעומתם ביצועי חסר בחודשים האחרונים. שוק האג"ח הקונצרני נהנה החודש מעליות שערים, כאשר מדדי התל בונד הצמודים עלו בכ-1% ואילו השקלי עלה ב-0.2% בלבד על רקע העלייה בציפיות האינפלציוניות. מרווחי התשואות של מדדי התל-בונד הצטמצמו בכ-30 נ.ב ושל האג"ח לא מדורגות ב-80-120 נ.ב.. הסנטימנט החיובי בשוק זה הושפע בין היתר מהנחיית הפיקוח על הבנקים שהתפרסמה החודש, מהציפיות להמשך עליית תשואות באפיק הממשלתי, ממספר מכירות של חברות ישראליות בתקופה הנסקרת ומהצטמצמות משמעותית של המרווחים של האג"ח הקונצרניות בארה"ב ובאירופה על רקע ההרחבות הכמותיות. בקרנות הנאמנות המתמחות בהשקעה באג"ח קונצרניות נרשמו מתחילת מרץ ועד ל-20 לחודש צבירה בהיקף של כ-110 מיליון ₪ ומתחילת 2012 צבירה בהיקף כולל של כ-200 מיליון ש"ח. לעומת זאת, בקרנות הכספיות השקליות נרשמו מתחילת חודש מרץ ועד ל-20 לחודש פדיונות בהיקף של 423 מיליון ₪, ומתחילת השנה פדיונות בהיקף של כ-1.4 מיליארד ₪.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, התרחבה מעט החודש, ל-195 נ"ב, לעומת כ-190 נ"ב ערב החלטת הריבית הקודמת.

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

נתוני המקרו בארה"ב המשיכו בד"כ להפתיע לטובה, ונראים טוב יותר בהשוואה לכלכלת גוש האירו. כלכלת ארה"ב צמחה ברביע הרביעי ב-3%, שיעור הצמיחה הגבוה ביותר מאז הרביע השני של 2010 לעומת התכווצות של 0.3% בגוש האירו. גם נתוני התעסוקה, אמוץ הצרכנים, המכירות הקמעוניות והייצור בארה"ב מצביעים על התרחבות. הערכות בתי ההשקעות הן שהאמנה להידוק המשמעת התקציבית באירופה צפויה להכביד על המעבר לצמיחה עתידית באירופה. נתוני המקרו במשקים המתעוררים מעורבים, אך ממשיכים להעיד על האטה בצמיחתם, כאשר הודו וברזיל דיווחו כי שיעור הצמיחה ברביע הרביעי של 2011 היה הנמוך ביותר בשנתיים האחרונות, וסין הורידה את יעד הצמיחה ל-7.5% "בלבד". האינפלציה בארה"ב ובגוש האירו נותרה בפברואר ללא שינוי, ובהסתכלות על 12 חודשים אחורנית היא עומדת על 2.9%-ו-2.7%, בהתאמה. יחד עם זאת, ישנם חששות לעלייה של מחירי האנרגיה, שתעלה את שיעורי האינפלציה, מצב שהתבטא בחודשים האחרונים בעלייה של ציפיות האינפלציה בארה"ב ובגרמניה. ה-Fed וה-ECB הותירו החודש את הריבית ללא שינוי. ה-Fed הצהיר כי בכוונתו לשמור על רמת הריבית האפסית לפחות עד סוף 2014, אף כי בשוק מגולמת העלאת ריבית כבר באוגוסט 2013. ה-ECB הפעיל תוכנית הרחבה נוספת, הכוללת הזרמת נזילות משמעותית לבנקים בגוש האירו.

## ג. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש אפריל 2012

ששת חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה ריבית בנק ישראל הרצוי למשק. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש אפריל 2012 המליצו כל חברי הוועדה להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2.5%.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן: התפתחות האינפלציה והציפיות לאינפלציה; הערכת סביבת הפעילות הריאלית תוך התייחסות לנעשה בשוק הדיור; ההתפתחויות בסביבה העולמית והסיכונים הנשקפים ממנה למשק הישראלי.

בנוגע להתפתחויות באינפלציה והציפיות לה, המשתתפים ציינו כי ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד במצטבר ב-1.7% - מתחת למרכז תחום היעד, כאשר התורמים העיקריים לאינפלציה הם מחירי הדיור ומחירי האנרגיה. בבחינה של המדדים המנוכים עולה שבשנים עשר החודשים האחרונים מדד המחירים בניכוי סעיפי האנרגיה והדיור יחד נותר ללא שינוי, לאחר שרשם שיעורי עלייה נמוכים בחודשים הקודמים. חברי הוועדה התייחסו לעובדה שנמשכת העלייה בציפיות לאינפלציה וכי אלה נעות בתחום העליון של היעד - תוך התמתנות הציפיות להורדת ריבית בחודשים הקרובים והיווצרות ציפיות להעלאת הריבית בטווח של שנה קדימה. בקרב חברי הוועדה קיימת ההערכה כי מקורה של מרבית העלייה בציפיות היא בהתייכרות של מחירי הדלקים והאנרגיה בעולם. בנוסף חברי הוועדה ערים לכך כי העלייה הגבוהה בציפיות הנגזרות משוק ההון (עלייה של 0.3 נקודות אחוז ביחס לחודש הקודם) נובעת בחלקה מהטיה כלפי מעלה באומדן וכי ייתכן והשיעורים בפועל נמוכים מאלו הנאמדים על ידי הנתון משוק ההון. לאור זאת הוועדה דנה במכלול האינדיקטורים לציפיות לאינפלציה לרבות באלו הנגזרות מהחוזים העתידיים על מדד המחירים לצרכן שעמדו החודש על 2.5% בממוצע.

חברי הוועדה דנו גם ברמת הפעילות הכלכלית במשק. ראשית הוזכר כי החודש עודכנה תחזית בנק ישראל לצמיחה כלפי מעלה והיא עומדת כרגע על 3.1% לשנה הנוכחית ועל 3.5% לשנת 2013. בקרב המשתתפים נרשמה הסכמה כי מרבית האינדיקטורים שנוספו החודש תומכים בהערכה לפיה קצב הצמיחה של המשק נשאר מתון ודומה לזה שאפיין את הרביע האחרון של 2011; זאת תוך עליה בסעיפי יצוא השירותים וביבוא הסחורות. חברי הוועדה ציינו כי לאור הנתונים החדשים החשש לירידה נוספת בקצב גידולו של התוצר פחת. יתרה מזאת, צוין כי מרבית האינדיקטורים הצופים את פעילות המשק בעתיד, וביניהם מדדי גוגל ומנהלי רכש, וכן אלה הנגזרים מסקר החברות של בנק ישראל ומסקר המגמות של הלמ"ס, מצביעים על התייצבות ואף על פוטנציאל להאצה מסוימת בפעילות המשקית בחודשים הקרובים. אינדיקטורים אלה, כאמור, מתיישבים עם התחזית החדשה של בנק ישראל.

במסגרת הפורום נדונו גם מחירי הדירות. הודגש כי על אף העובדה שמחירי הדירות עלו בחודשים דצמבר-ינואר ב-0.1% - עלייה שניה ברציפות לאחר ירידות בשיעור מצטבר של 1.4% בשלושת החודשים הקודמים – קצב עלייתם ב-12 החודשים האחרונים התמתן ל-4.5%. ההתמתנות של שיעור העליה במחירי הדירות בחודשים האחרונים באה על רקע המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה, ההשפעה-בפיגור של העלאת הריבית, צעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות וצעדי משרד האוצר במיסוי על נדל"ן. לדעת חברי הוועדה צעדים אלה, יחד עם מאמצי שיווק הקרקעות מצד משרד הבינוי והשיכון ומינהל מקרקעי ישראל, צפויים להוסיף ולהשפיע בהמשך. יחד עם זאת, הועלתה האפשרות לשקול בעתיד נקיטת צעדים מאקרו-יציבותיים (Macro-Prudential) נוספים ככל שיידרשו.

יצוין כי במסגרת הדיון בפורום המצומצם בחודש מרץ עודכנו חברי הוועדה על ידי המפקח על הבנקים בסוגיית זמינות האשראי במשק ובמגמת התפתחותו בחודשים האחרונים. בסקירה שהוצגה בפני משתתפי הפורום התייחס המפקח לדרישות הלימות ההון החדשות ולהשפעתן הצפויה על פעילות מערכת הבנקאות וכן על הקצאת האשראי במשק. צוין, בין היתר, כי קיים פוטנציאל להגדלת האשראי במשק וכי על פי סקר החברות, יש אינדיקציה לזמינות האשראי כיום נמוכה בעיקר במגזר של העסקים הקטנים ובענף הבנייה והנדל"ן. לגבי העסקים הקטנים ישנם מיזמים, הן של האוצר והן של בנקים, שנועדו להגדיל את זמינות האשראי לסקטור זה. לגבי ענף הבנייה והנדל"ן, נאמר כי עליית הסיכונים הביאה להקשחת התנאים במתן האשראי. לדבריו המפקח, לפחות בחלק מהבנקים הקשחה זו קשורה למגבלה הענפית האפקטיבית במתן האשראי לענף הנדל"ן בפניה הם ניצבים.

נושא נוסף בדיון היה רמת הפעילות של המשק העולמי. הוועדה הייתה מאוחדת בדעה שהסיכונים הנשקפים בעטייה למשק הישראלי – בעיקר אלה הקשורים למשבר החוב באירופה – והשלכותיהם הפוטנציאליות על תפקודו פחתו לעת עתה. נראה כי גוש האירו אינו ניצב בפני קריסה אלא בפני מיתון מתמשך וכי האמנה להידוק המשמעת התקציבית צפויה להכביד על המעבר לצמיחה עתידית באירופה. מנגד צוין כי נתוני המאקרו בארה"ב המשיכו להפתיע לטובה, ונראים טוב יותר בהשוואה לכלכלת גוש האירו. זאת כאשר גם נתוני התעסוקה, אמוץ הצרכנים, המכירות הקמעוניות והייצור בארה"ב מצביעים על התרחבות. אומנם ההתאוששות בפעילות אינה מלווה בהתאוששות ניכרת בשוק הדיר, אך נראה כי סוגיה זו הופכת להיות אזורית יותר מאשר כלל ארצות. בשונה מהתפתחויות בשוק האמריקאי, שצפוי להשפיע לטובה על רמת הפעילות העולמית, לדעת חברי הוועדה קיים סימן שאלה בקשר לרמת הפעילות בשווקים המתעוררים. כך נתוני המאקרו בכלכלות המתעוררות מעורבים, אך ממשיכים להעיד על האטה בצמיחתן - כאשר הודו וברזיל דיווחו כי שיעור צמיחתן ברבעון הרביעי של 2011 היה הנמוך מזה כשנתיים וסין דיווחה על הגרעון המסחרי הגבוה ביותר מזה 22 שנה והורידה את יעד הצמיחה ל-7.5% "בלבד". מכאן שנדרש מעקב צמוד למתרחש בשווקים אלה.

בנוסף הדגישו המשתתפים כי רמות הריבית במשקים המובילים נותרו נמוכות והשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה זו באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות.



לאור מכלול הגורמים החליטה הועדה המוניתרית להותיר את הריבית לחודש אפריל בעינה ברמה של 2.5%. בהודעה על החלטת הריבית הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן שהכריעו בעד אי השינוי בגובה הריבית לחודש אפריל 2012:

- מדד פברואר נשאר ללא שינוי, והאינפלציה בפועל בהסתכלות על 12 חודשים האחרונים ממשיכה להתבסס בתוך תחום יעד האינפלציה והיא עומדת כעת על 1.7%. הצפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים של גורמים שונים (החזאים, בנק ישראל, החוזים על המדד) נמצאות בתוך תחום יעד האינפלציה, אולם בחודשיים האחרונים חלה בהן עליה והן בטווח שבין 2.4% ל-2.6%, בעיקר בשל עליית מחירי האנרגיה בעולם, והאפשרות לעליות נוספות בחודשים הבאים.
- הנתונים שהתווספו החודש מצביעים על התייצבות קצב התרחבות הפעילות ברמות שאפיינו את הרביע האחרון של 2011. באומדני הציפיות השונים לגבי הפעילות הכלכלית חל שיפור והם מצביעים על שיפור מסוים בשיעור הצמיחה. על רקע זה, עדכנה חטיבת המחקר את תחזיותיה לצמיחה בשנת 2012 לרמה של 3.1% לעומת התחזית שפורסמה לפני 3 חודשים שעמדה על 2.8%; התחזית ל-2013 היא לצמיחה של 3.5%.
- ההתפתחויות בכלכלה העולמית ובשוקי ההון העולמיים החודש הפחיתו את הסיכונים להידרדרות משמעותית בפעילות הכלכלית באירופה ובארה"ב בזמן הקרוב. נתוני המאקרו בארה"ב הפתיעו ברובם לטובה; כלכלת ארה"ב צמחה ברביע הרביעי ב-3%. בגוש האירו, לעומת זאת, נרשמה התכווצות בשיעור של 0.3%. נתוני המאקרו במשקים המתעוררים מעורבים אך ממשיכים להעיד על האטה מתונה בצמיחתם.
- רמות הריבית במשקים המובילים נותרו נמוכות והשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה זו באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. ה-Fed וה-ECB הותירו החודש, כצפוי, את הריבית ללא שינוי. ה-Fed הצהיר כי בכוונתו לשמור על רמת הריבית האפסית לכל הפחות עד לסוף 2014. ה-ECB הפעיל תוכנית הרחבה נוספת הכוללת הזרמת נזילות משמעותית לבנקים בגוש.

צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו כדי להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ולאורך ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים, ובכללם בשוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-26 במרץ 2012 .  
השתתפו חברי הועדה המוניתרית:  
פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק ויו"ר הועדה המוניתרית  
פרופ', ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניתרית  
מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניתרית, חבר בוועדה המוניתרית  
פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניתרית  
ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד הבנק, חברה בוועדה המוניתרית  
פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניתרית  
משתתפים נוספים:  
מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים  
פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר  
ד"ר עקיבא אופנבר – ממונה על האגף המוניתרית-פיננסי בחטיבת המחקר  
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד  
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק  
מר' יואב סופר – סגן דובר הבנק  
מר' קונסטנטין קוסנקו – כלכלן בחטיבת המחקר  
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניתרית

#### נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

##### אירופה

באירופה, נתוני המאקרו שהתפרסמו החודש ממשיכים להצביע על התכווצות, כאשר מדדי PMI השונים (שכבר נמצאים מתחת ל-50) ירדו החודש, המכירות הקמעונאיות לא גדלו והייצור התעשייתי ירד ב-1.2%. כלכלת גוש האירו התכווצה ברבעון הרביעי של 2011 ב-0.3% ותחזית הצמיחה ל-2012 הורדה ע"י ה-ECB מ-0.3% + ל-0.1% -, כאשר ממוצע תחזיות בתי ההשקעות עדין נמוך יותר ועומד על התכווצות של 0.5%. על אף הורדת התחזיות, ECB הותיר את הריבית ברמה של 1%, וציין כי האינפלציה צפויה להיוותר מעל 2% במהלך שנת 2012 בשל עליית מחירי האנרגיה. גם ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק עלו חדות כפי שבא לידי ביטוי ב- Breakeven של גרמניה לשנתיים וחמש שנים שרשמו בתקופה הנסקרת עליה חדה של 55 נ.ב. ו-20 נ.ב. בהתאמה. עם זאת עדין מדובר ברמות נמוכות של 1.6%-1.55%, בלבד.  
גם חתימת מנהיגי האיחוד האירופאי (למעט אנגליה והרפובליקה הצ'כית) על אמנה פיסקאלית צפויה להכביד על כלכלות אירופה שכבר סובלות מצמיחה שלילית ושיעורי אבטלה מאמירים. זאת כאשר שיעור האבטלה בגוש האירו הגיע החודש לרמת שיא של 10.7%.

גם בריטניה, שנמצאת מחוץ לגוש האירו, התכווצה ברבעון הרביעי של 2012 ב-0.2% ושיעור האבטלה שלה זינק ל-8.4%, הרמה הגבוהה מאז 1995, בין היתר על רקע פיטורין של 270 אלף עובדי המגזר הציבורי במהלך 2011. חברת הדירוג Fitch אשררה את הדירוג של בריטניה ברמה של AAA, בין היתר בזכות גמישות כלכלית ופיננסית הנובעות מעצמאותן המוניטארית, אך הציבה תחזית שלילית לדירוג על רקע המרחב הפיסקאלי המוגבל לספיגת זעזועים כלכליים עתידיים, רמות החוב הגבוהות, תחזית להתאוששות חלשה של הכלכלה והעובדה כי שיעור הגירעון של בריטניה הוא שני לארה"ב בקרב המדינות בעלות דרוג האשראי המושלם (מבחינת Fitch).

## **ארה"ב**

בארה"ב, נתוני המאקרו ממשיכים לעודד כשהחשובים והבולטים ביניהם הם שיעורי הצמיחה והאבטלה. שיעור הצמיחה ברבעון הרביעי עודכן כלפי מעלה ל-3%, השיעור החד ביותר מאז הרבעון השני של 2010, לאור עדכון חיובי של הצריכה הפרטית. כמות העובדים המצטרפים לשוק התעסוקה מידי חודש (Non Farm Payrolls) עומדת בחצי שנה האחרונה על ממוצע של יותר מ-200 אלף, הגידול המשמעותי ביותר מאז 2006. שיעור האבטלה נותר אמנם ברמה של 8.3%, אך הסיבה החיובית לכך ששיעור זה לא ירד היא שלראשונה מזה זמן רב שיעור ההשתתפות עלה (מ-63.7% ל-63.9%) בשל מובטלים שחזרו לחפש עבודה לאור המצב המשתפר.

גם מרבית יתר נתוני המאקרו שהתפרסמו בתקופה הנסקרת נוסכים תקווה כי הכלכלה האמריקאית צועדת בכיוון השיפור בפעילות העסקית: מדד אמון הצרכנים ומנהלי הרכש של שיקאגו נמצאים ברמה הגבוהה מזה כשנה, האשראי הצרכני נמצא ב-3 החודשים האחרונים ברמה הגבוהה ביותר מאז אוגוסט 2007, המכירות הקמעונאיות גדלו בקצב הגבוה מזה 5 חודשים, הייצוא והייבוא ברמות שיא היסטוריות וגידול נרשם גם בצריכה הפרטית. מנגד, כדאי לציין כי נרשמה ירידה בהזמנות מוצרים ברי קיימא ובהזמנות ממפעלים ועלות הייצור עלתה מעבר למצופה. שוק הדיור לא מתאושש בקצב המיוחל, בין היתר על רקע העובדה כי בניגוד למשברים קודמים, בהם הריבית על המשכנתאות ירדה באופן ניכר, במשבר הנוכחי היא ירדה באופן יחסית מתון. דבר זה מעיד על כך שהנזילות, בדומה לזו שבאירופה, מגיעה לבנקים אך לא מספיק מחלחלת אל משקי הבית. נגיד הבנק המרכזי הזכיר בנאומו החצי שנתי בקונגרס, ובהודעה הנלווית להחלטת הריבית, כי רמת האבטלה נותרה גבוהה על אף שירדה לאחרונה בצורה ניכרת, כי האינפלציה עדין מתונה, כי הריבית תישאר ברמה אפסית עד 2014 וכי צעדי ההרחבה הכמותית תואמים את המצב בשוק. לאור דבריו של Bernanke, השוק לא צופה הרחבה כמותית נוספת בשלב זה ואף אופטימי יותר לגבי העלאת ריבית המתומחרת כבר לאוגוסט 2013.

נראה כי הסיכון המרכזי לכלכלת ארה"ב הינו מחיר הנפט המאמיר והחשש כי לחץ צבאי או כלכלי על איראן עלול להביא לזינוק נוסף במחיר אשר ישחק את הצריכה הריאלית ויצנן את המומנטום החיובי בו האמריקנים נמצאים. קרן המטבע הבינ"ל הזהירה כי פגיעה באספקת הנפט מהמזרח התיכון עשויה להביא לעלייה של עד 30% במחיר הנפט הגולמי. מחיר חבית נפט שעלה

מתחילת פברואר בכ-12% הביא לעליה משמעותית במחירי הדלק בתחנות ובציפיות האינפלציה הגלומות בשוק ובעיקר בטווחים הקצרים, כאשר ב-Breakeven לשנתיים, חמש ועשר שנים נרשמו מתחילת השנה עלייה של 85, 60 ו-50 נ.ב. לרמה של 2.2%, 2.15% ו-2.4%, בהתאמה, (אם כי נותרו ללא שינוי במהלך התקופה הנסקרת).

### **המשקים המתעוררים**

בסין, נתוני המאקרו שהתפרסמו החודש ממשיכים להצביע על האטת הצמיחה, על אף ששיעור הגידול של מדדי הליבה עדין דו-ספרתיים. סין דיווחה החודש על הגירעון המסחרי הגדול ביותר מזה 22 שנה לאור פגיעת המשבר באירופה, יעד הייצוא העיקרי שלה, שהביא לעלייה שנתית בייצוא בשיעור של 18.4% בלבד, לעומת עלייה חדה של 39.6% בייבוא (שתרמה לייצוא האמריקני). מדד הייצור התעשייתי עלה בשיעור שנתי של 11.4%, הנמוך מזה שנתיים והמכירות הקמעונאיות עלו ב-14.7%, הנתון החלש ביותר מזה שנה. בנוסף, מכירות הרכב ירדו מתחילת השנה ב-3%, הירידה החדה ביותר מאז 2005, ומחירי הבתים ממשיכים לרדת. ביטוי משמעותי לירידת הביקושים נמצא החודש באינפלציה ב-12 החודשים האחרונים שהפגיעה עם ירידה חדה מ-4.5% בחודש שעבר ל-3.2% בלבד, הנתון הנמוך מזה 20 חודשים, ומתחת ליעד האינפלציה של 4%. האטת הצמיחה והירידה החדה בשיעור האינפלציה עשויה לרמוז על כך שהבנק המרכזי של סין ינקוט בגישה מוניטארית מרחיבה יותר בעתיד.

ממשלת סין הודיעה על הורדת יעד הצמיחה שעמד מאז 2005 על 8% ל-7.5% בלבד, וכי היא רואה כיעד אסטרטגי את צמצום הפערים החברתיים, התקדמות לכוון של צמיחה מבוססת צריכה פנימית והידוק הפיקוח על (בועת) הנדל"ן והרשויות המקומיות (השקועות בחובות כבדים). ההערכות הן כי סין תצמצם את תלותה בייצוא, (צעד שעשוי לסייע לייצוא מתחרותיה בכלל ושל ארה"ב בפרט) לטובת עידוד צריכה פרטית. התחזיות לגבי סין עדיין מדברות על Soft Landing בלבד, כאשר ניתוב הצמיחה לצריכה פרטית, ירידה בייצוא והמשך גידול הייבוא יכולים אף לתמוך בכלכלה הגלובאלית. גם בהודו ניכרת האטה, עם פרסום הצמיחה של הרבעון הרביעי שעמד על 6.1% בלבד, קצב הצמיחה האיטי ביותר מזה יותר משנתיים, על רקע המשבר הגלובאלי והירידה בביקושים המקומיים. גורם נוסף להאטה היא העלאת הריבית בהודו בסוף 2011 ל-8.5% (הרמה הגבוהה מאז 2008) שנועדה לרסן את האינפלציה שעמדה במהלך השנה סביב 9%. מאז רמת האינפלציה ירדה חדות ל-6.5% בלבד בינואר, אך, כאמור במחיר של האטה כלכלית. הריבית נותרה החודש ללא שינוי ברמה של 8.5%, אך בהודעה הנלווית נרמז כי הריבית תורד בקרוב. ברזיל רשמה ברבעון הרביעי צמיחה שנתית של 1.4% בלבד, זאת לעומת 9.3% ברבעון הראשון של 2010, מאז צמיחתה דועכת. חולשת הכלכלה מוסברת בין היתר בשערו החזק של המטבע במושגים היסטוריים, עובדה שהביאה לכך שברזיל חזרה לנקוט מספר צעדים שנועדו להחליש את המטבע.

### **שוקי ההון**

בשווקים הפיננסיים שרר החודש סנטימנט חיובי המלווה בעליות שערים ותשואות על רקע מכרזי ה-LTRO, חדלות הפירעון המבוקרת של יוון ונתוני המאקרו החזקים בארה"ב. מדדי המניות בארה"ב ובאירופה עלו במהלך התקופה הנסקרת ב-2.9% ו-2.1%, בהתאמה, ואילו מדדי המניות בסין ירדו ב-2.5%. מדד MSCI העולמי עלה ב-1.2% ואילו מדד MSCI לשווקים המתעוררים ומדד MSCI למדינות ה-BRIC רשמו ירידה של 1.7% ו-4.6%, בהתאמה. בשוק האג"ח הממשלתיות, התשואה על אג"ח ל-10 שנים של ארה"ב וגרמניה עלו חדות ב-37 נב. ו-16 נב., לרמה של 2.36% ו-2.05%, בהתאמה. ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק (Breakeven) ל-5 שנים עלו מתחילת השנה ב-60 נב. ו-32 נב. בהתאמה.