



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטרניים בבנק ישראל  
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש מאי 2012**

**הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 באפריל 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 חוק בנק ישראל התש"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. הדיון בפורום הרחב – מצב המשק**

**1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי**

**הערכה כללית**

הנתונים שנוספו החודש (בין מועד החלטת הריבית לחודש אפריל 2012, ב-26 במארס 2012, לבין מועד החלטת הריבית לחודש מאי 2012, ב-23 באפריל 2012) עקביים עם תחזית הצמיחה האחרונה שפרסם בנק ישראל אשר חוזה צמיחה של 3.1% ברבעון הראשון של 2012. גם עדכון נתוני החשבונאות הלאומית לרביעי הרביעי של 2011 מצביעים כי המצב הריאלי של המשק טוב משהצטייר בעדכונים הקודמים. מדיווחי החברות עולה תמונה דומה לפיה, ההערכות כיום למצב בסוף 2011 ובתחילת 2012 חיוביות יותר, לעומת ההערכות לאותן התקופות בעבר.

## אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

הנתונים על הפעילות הריאלית שנוספו החודש עקביים עם תחזית הצמיחה שפורסמה בחודש שעבר על ידי בנק ישראל, לפיה הצמיחה ב-2012 תעמוד על 3.1%, ולפי הסקרים פחת החשש לירידה נוספת בקצב גידולו של התוצר. נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הרביעי של 2011 עודכנו כלפי מעלה. שיעור צמיחתו של התוצר לאחר העדכון היה 3.4%, בדומה לשיעורו ברביע השלישי. סקר החברות והעסקים של בנק ישראל מצביע על האצה של פעילות המגזר העסקי ברביע הראשון של 2012, והציפיות לגבי הפעילות ברביע השני הן חיוביות, בעיקר בענפי המסחר והשירותים העסקיים. סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס לרביע הראשון של השנה מצביע על בלימת ההאטה ועל שיפור משמעותי בחודש מארס בציפיות לגבי הפעילות העתידית. מדד החיפושים ב"גוגל", המחושב בחטיבת המחקר של בנק ישראל, אשר משמש אינדיקציה לביקושים במשק בחודשים הקרובים, צופה צמיחה של הביקושים מעבר למגמתם עד כה. מדד מנהלי הרכש עלה בחודש מארס לרמה של 46.3 נקודות, המשך לעלייתו בחודש הקודם, תוך שינוי חיובי במרבית רכיביו, אך הוא עדיין נמוך מ-50 נקודות, הרמה המבדילה בין התכווצות להתרחבות של הפעילות. המדד המשולב לחודש מארס עלה ב-0.2%. באשר לרכיבי המדד: מדד הייצור התעשייתי ירד בפברואר בשיעור של 2.2%, לאחר עליה בו של 0.7% בינואר. מדד הפדיון של המסחר והשירותים נותר ללא שינוי בפברואר לאחר ירידה בו של 1.8% בחודש ינואר. נמשכת החולשה בייצוא הסחורות ובחודש מארס ירד הייצוא ב-1.2%, בהמשך לירידה של 0.6% בחודש פברואר.

## שוק העבודה

החודש פורסם סקר כוח האדם לחודשים ינואר ופברואר, במתכונת חדשה. לפי סקר זה שיעור האבטלה עמד בפברואר על 6.5%, לעומת 6.6% בינואר ו-6.7% ברביע האחרון של 2011 בנתונים המשורשים. זאת לעומת אבטלה של 5.4% ברביע האחרון של 2011, שנמצאה בסקר במתכונתו הקודמת. שיעור ההשתתפות בפברואר ירד ל-62.2%, מ-62.6% בינואר. שיעור התעסוקה ירד ל-58.2% בפברואר מ-58.4% בינואר. שיעור האבטלה המתקבל מהסקר במתכונתו החדשה נמוך אף הוא יחסית לזה השורר ברבות מהמדינות המפותחות. תקבולי מס הבראות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש מארס גבוהים נומינלית בכ-4.5% מאשר במארס אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה) לעומת 5.5% בחודש פברואר. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בחודשים נובמבר עד ינואר לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-0.6% וב-0.1%, בהתאמה.

## **2. נתוני התקציב**

ברביע הראשון של השנה הסתכם הגירעון המקומי בכ-0.4 מיליארדי ש"ח, לעומת עודף של כ-2.4 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. גירעון זה גבוה במקצת ביחס לתוואי העונתי המתנייב עם הגירעון השנתי החזוי, 3.3%, ועולה בהרבה על התוואי התואם את יעד הגירעון הקבוע בחוק – 2%. עיקר החריגה מהתוואי נובע מתקבולי מסים נמוכים מהצפוי בחודשים פברואר ומארס. כמו כן, התחייבויות הממשלה לשנה הזו (הסכמי שכר, הוצאות ביטחוניות ועוד) גבוהות בכ-6 מיליארדי ש"ח

מתקרת ההוצאה בתקציב. עם זאת, ראוי לציין שבעבר הממשלה לא סתתה ממסגרת ההוצאות בתקציב ולפיכך, הסיכון לעליה נוספת בגרעון הנובעת מפריצת מסגרת התקציב קטן בהרבה מזה של ירידה אפשרית נוספת בתקבולי הממשלה.

### 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש מארס ב-0.4%, בגבול העליון של התחזיות המוקדמות ומעל לתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה. באינפלציה של 12 החודשים האחרונים נשמרה בחודשים האחרונים יציבות סביב מרכז היעד, ושיעורה בחודש מארס היה 1.9%.

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים ואלו הנמדדות על פי החוזים העתידיים על מדד המחירים לצרכן שהבנקים מציעים מעבר לדלפק על 12 המדדים הקרובים שמרו על יציבות ברמה של 2.5%. ציפיות האינפלציה לטווח של שנה על פי שוק ההון (break even inflation) ירדו מכ-3% בתחילת החודש ל-2.5% בימים האחרונים, הירידה בצפיות משוק ההון היא בעיקר בעקבות התפוגגות ההטיה העונתית בחודשים האחרונים. לחודשים אפריל ומאי צופים החזאים עליות של 0.9% ו-0.4%, בהתאמה – שיעורים גבוהים יחסית, בעיקר בגלל גורמי עונתיות. בציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים נשמרה יציבות ברמות של 2.6% ו-2.4%, בהתאמה. שיעורה הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור ולפי עקום המק"ם מגלם ריבית של 2.7% ו-2.6%, בהתאמה. לפי תחזיות החזאים יהיה שיעור הריבית בעוד שנה, בממוצע, 2.6%, לעומת שיעור 2.5% שהם חזו, בממוצע, בחודש שעבר. החזאים צופים שריבית בנק ישראל לשלושת החודשים הקרובים תישאר ללא שינוי.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בשוק האג"ח הממשלתיות ירדו התשואות – בעיקר באפיק השקלי, תוך ירידה בציפיות האינפלציה למרבית הטווחים. תשואות המק"ם נותרו ללא שינוי לאורך כל העקום סביב רמה ממוצעת של 2.6%; זאת למרות יציאה משמעותית של זרים בתחילת החודש עקב פדיון סדרה וירידה בציפיות השוק לגבי הורדות ריבית נוספות על ידי בנק ישראל.

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

פערי הריביות בין ישראל לארה"ב עומד על 2.25%, ובין ישראל לגוש האירו - על 1.5%. זאת לאחר שריבית בנק ישראל לחודש מארס והריביות המוניטריות בארה"ב ובאירופה נותרו ללא שינוי. המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב שב להתרחב החודש, בכ-25 נ"ב, והגיע ל-270 נ"ב; זאת עקב ירידת תשואות חדה יותר בארה"ב.

## המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו במאוס עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-0.9%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-0.9%.

## שוק האשראי

בחודש פברואר עלתה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.6%, לרמה של 771 מיליארדי ש"ח. העלייה בחוב נבעה בעיקרה מגידולה של יתרת האשראי ממערכת הבנקאות. יתרת האשראי למשקי הבית ירדה בחודש פברואר ב-0.3%, ל-365 מיליארדי ש"ח, אך מתוכה עלתה יתרת האשראי לדיור ב-0.3%, לרמה של 260 מיליארדי ש"ח. למרות עלייה של כ-14% בביצועי המשכנתאות במאוס (חלקה ככל הנראה מסיבות עונתיות), היה סך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים אשר הסתיימו במאוס נמוך ב-3% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר – המשך של ירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחודש מאי 2011. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות שניתנו בריבית משתנה נותר במאוס ברמה של כ-27%. שיעורי הריבית על המשכנתאות בכל המסלולים ירדו החודש.

## שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה בחודש מאוס ב-0.4%. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה סעיף זה ב-4.4%. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס, ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים ינואר פברואר ב-0.3%, לאחר שירדו ב-0.1% בדצמבר 2011 וינואר. נמשכת הירידה בשיעור השינוי של מחירי הדירות בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים; זה עמד במאוס על 3.2% לעומת 4.1% בחודש הקודם. היחס בין מחירי הדירות לשכר הדירה עלה ב-0.1% בינואר, אך נותר נמוך ב-3.1% מהשיא שנרשם במאוס 2011.

נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים עמדו בחודש ינואר על 44,587 ו-33,712, בהתאמה, לעומת 44,575 ו-33,994 בחודש הקודם. אמנם בפברואר ירד מספר הדירות למכירה ביוזמה פרטית ב-3%, אולם ירידה זו באה לאחר גידול משמעותי מאז הרביע השני של 2011, תוצאת עלייה חדה בהתחלות הבנייה החל מסוף 2009; לפיכך מספר הדירות למכירה הוא עדיין ברמת השנים 2003–2007.

ההתמתנות של מחירי הדירות בחודשים האחרונים באה על רקע המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה, ההשפעה-בפיגור של השינויים בריבית, צעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות וצעדי משרד האוצר במיסוי על נדל"ן. צעדים אלה, יחד עם מאמצי שיווק הקרקעות מצד משרד הבינוי והשיכון ומינהל מקרקעי ישראל, צפויים להמשיך ולמתן את עליית מחירי הדיור.

## הערכת חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בחודש שעבר את התחזית המקרו-כלכלית הרבעונית, על פיה התוצר צפוי לצמוח בשנת 2012 ב-3.1%, ובשנת 2013 – ב-3.5%. התחזית צופה לארבעת הרבעים הבאים

אינפלציה של 2.6%, ושיעור הריבית הממוצע הצפוי לרביע הראשון של 2013 הוא 2.5%. הריבית צפויה להתחיל לעלות באמצע 2013; זאת בהנחה שתהיה התאוששות בכלכלה העולמית.

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

##### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-25/3/12, ועד 20/4/12 נחלש השקל כנגד הדולר בכ-0.6%. מול האירו התחזק השקל ב-0.45%, וזאת בדומה למגמה העולמית של מרבית המטבעות העיקריים. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחת השקל בכ-0.25%.

##### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-25/3/12, ועד 20/4/12 עלה מדד ת"א 25 ב-2.2%. עלייה זו מקוזזת חלק מביצועי החסר מתחילת השנה, כהמשך למגמה החיובית מהחודש הקודם ובניגוד למגמה העולמית הכללית. ירידת חלקם של תושבי חוץ במק"ם נמשכה, והחודש ירד סך החזקותיהם אל מתחת ל-4%. מגמת הפדיונות מהקרנות הכספיות נעצרה החודש, ונרשם מעבר לצבירה חיובית של כ-500 מיליון ש"ח. צבירה חיובית נרשמה גם בקרנות הקונצרניות, וזאת בהיקף של כ-800 מיליון ש"ח. מדדי התל-בונד 20 ו-40 עלו בכ-1.6 ובכ-0.8%, בהתאמה; זאת כחלק מהמגמה המקומית החיובית, וגם על רקע עדכון מדדי התל-בונד בתחילת החודש, אשר הגדיל את משקל הבנקים במדדים אלו. מרווחי התשואות של התל-בונד הצטמצמו החודש.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה מעט החודש, ל-191 נ"ב, לעומת כ-195 נ"ב בחודש הקודם.

#### **6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית**

לאחר תקופה של רגיעה יחסית בחששות מפני משבר החוב באירופה, שבו ועלו החששות בעיקר כתוצאה מהמצב בספרד ובמידה מסוימת באיטליה. נתוני המקרו בעולם המשיכו גם החודש להצביע על קצב התאוששות איטי של הכלכלה העולמית, תוך האטה מסוימת של הצמיחה בארה"ב. בשווקים המתעוררים נמשכה המגמה המעורבת, ונתון הצמיחה בסין היה נמוך מהצפוי. החודש עדכנה קרן המטבע הבין-לאומית כלפי מעלה את התחזית לגבי הצמיחה והיקפי הסחר העולמיים – ביטוי לשיפור שחל בשווקים מאז החמרת משבר החוב באירופה בסוף 2011. תחזיות הצמיחה לשנים 2012 ו-2013 הועלו ב-0.2% ו-0.1%, לרמות של 3.5% ו-4.1%, בהתאמה, ותחזיות הגידול של הסחר העולמי הועלו ל-4% ו-5.6%, שיפור של 0.2% לעומת התחזית הקודמת. עם זאת, הדגישה הקרן את הסיכונים בתהליך ההתאוששות. האינפלציה בעולם נותרה מרוסנת, ומחירי הסחורות ירדו החודש. מרבית הבנקים המרכזיים הותירו את הריבית החודש ללא שינוי.

## **ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש מאי 2012**

ששת חברי הוועדה המונית הריבית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה ריבית בנק ישראל הרצוי למשק. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש מאי 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; המדיניות הפיסקאלית והתפתחות הגירעון הממשלתי; ההתפתחויות בסביבה העולמית והסיכונים הנשקפים ממנה למשק הישראלי.

בנוגע להתפתחות האינפלציה והציפיות לאינפלציה, חברי הוועדה התייחסו למדד חודש מארס אשר עלה מעל ממוצע התחזיות עבורו בעוד ש ב-12 החודשים האחרונים השינוי במדד נותר מתחת לאמצע טווח יעד האינפלציה. בדיון ניתן משקל נמוך יחסית למדד מארס הגבוה כשבין היתר הועלתה הסברה שהעונתיות הגבוהה של אפריל הוקדמה בחלקה לחודש מארס בשל חג הפסח המוקדם יחסית השנה. כמו כן, צוין כי מחירי האנרגיה והדיור שמשכו את מדד מארס כלפי מעלה ממשיכים להוות את הגורם הדומיננטי בעליית המדד השנתי; בחודשים האחרונים המדד ללא אנרגיה ודיור בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים רשם שיעורי שינוי אפסי. כלומר, לבד מסעיפי הדיור והאנרגיה לא ניכרים לחצים אינפלציוניים. במבט קדימה, במידה וירידות מחירי הנפט בעולם ומחירי הסחורות החקלאיות והמתכות שחלו בחודש האחרון יתמידו, הן עשויות למתן הן את האינפלציה בפועל והן את התחזיות לאינפלציה.

בנושא סביבת הפעילות הריאלית התייחסו חברי הוועדה לנתונים החדשים שהתפרסמו בחודש האחרון. להערכתם התמונה המצטיירת ממכלול הנתונים מעורבת ולצד אינדיקציות חיוביות בעיקר מסקרים של חברות ביחס לציפיות לפעילות בעתיד נרשמו מספר נתונים שליליים. עם זאת, חברי הוועדה עדיין מעריכים כי מכלול הנתונים שהתווספו עקביים עם תחזית הצמיחה האחרונה שפרסם בנק ישראל לפיה הצמיחה בישראל ב-2012 תעמוד על 3.1%. הפורום עסק גם בנתוני סקר כוח אדם אשר מבוססים כעת על מתודולוגיה חדשה ומצביעים על שיעור אבטלה של כ-6.5 אחוזים בפברואר, ירידה קלה לעומת ינואר והרביע האחרון של 2011, וכן על ירידה בשיעור ההשתתפות ובשיעור התעסוקה. חברי הוועדה הדגישו כי יש צורך ללמוד את הממצאים והמתודולוגיה של הסקר החדש ושאיננותו טרם התבססה.

לגבי שוק הדיור חברי הוועדה ציינו כי בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים חלה התמתנות בעליית סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (המבוסס על שכר דירה) ובמחירי הדירות (סקר) ועלייתם של האחרונים אף נבלמה. עם זאת, בחודשים האחרונים נרשמה התאוששות מסוימת בהיקף

המשכנתאות שניתנו ובמספר העסקאות בשוק הדיור. הוועדה ערה לשינויים ולהתפתחויות בשוק הדיור והיא תמשיך לעקוב אחרי התפתחויות בשוק ותשקול נקיטת צעדים אם יהיה צורך.

נושא נוסף שעלה לדיון עסק במדיניות הפיסקאלית ובהתפתחות הגירעון הממשלתי. חברי הוועדה ציינו את החשיבות של שמירה על המשמעת הפיסקאלית ושל המשך תהליך הפחתת יחס החוב-תוצר של ישראל; צוין כי בשלב זה לא ניכרת השפעה של ההתפתחויות בתחום המדיניות הפיסקאלית והגרעון, על האינפלציה.

נושא נוסף שנדון היה הסביבה העולמית והסיכונים הנשקפים ממנה למשק הישראלי. חברי הוועדה התייחסו לחששות ששבו לעלות הן בנוגע למשבר החוב באירופה, ובפרט בספרד, והן לאיבוד המומנטום בארה"ב והנתונים המעורבים לגבי השווקים המתעוררים וזאת, לאחר תקופה של רגיעה יחסית וציפייה להתאוששות. חברי הוועדה ציינו כי המשך ההתפתחויות החדשות יקשה על היצוא ולכן על צמיחת המשק הישראלי. חברי הפורום ציינו כי מדובר בנתוני הקצה ועדיין מוקדם לקבוע האם מדובר בשינוי מגמה.

לאור מכלול הגורמים החליטה הוועדה המוניתרית, על דעת כל חבריה, להותיר את הריבית לחודש מאי בעינה ברמה של 2.5%. בהודעה על החלטת הריבית ציין בנק ישראל כי הותרת הריבית לחודש מאי ללא שינוי ברמה של 2.5% עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל, בכלכלה העולמית, במדיניות המוניתרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.





ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 באפריל 2012 .

#### השתתפו :

חברי הועדה המוניטרית :

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק ויו"ר הועדה המוניטרית  
פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית  
מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניטרית, חבר בוועדה המוניטרית  
פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית  
ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד הבנק, חברה בוועדה המוניטרית  
פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

משתתפים נוספים :

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים  
פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר  
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד  
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק  
מר' ינון גמרסני – כלכלן בחטיבת המחקר  
גב' צילה בילט – עוזרת מזכירת הועדה המוניטרית