



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

**הדיונים התקיימו ב-24 וב-28 במאי 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, המכניסים 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**

לפי נתונים על הפעילות הריאלית שנוספו החודש ונתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2012 נמשכה צמיחתו של התוצר ברביע הראשון של השנה בשיעור דומה לזה של המחצית השנייה של 2011, שיעור העולה בקנה אחד עם תחזית הצמיחה של בנק ישראל ל-2012 – 3.1%. לפי אומדן ראשוני של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של השנה (במונחים שנתיים): התמ"ג צמח ב-3%, לעומת 3.2% ברביע הקודם; התוצר העסקי צמח ב-2.8%, לעומת 3.5% ברביע הקודם; הצריכה הפרטית צמחה ב-4.2%, לעומת 0.2% ברביע הקודם; ההשקעות בנכסים קבועים צמחו ב-6.2%,

לעומת 6.7% ברביע הקודם; היצוא (ללא יהלומים) עלה ב-17.7%, לעומת ירידה של 3.9% ברביע הקודם. (נציין כי האומדנים הרבעוניים הראשונים של החשבונאות הלאומית הם תנודתיים, ונתונים לעדכונים משמעותיים)

#### אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

המדד המשולב לחודש אפריל עלה ב-0.2%, ושני המדדים הקודמים עודכנו כלפי מטה. סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס מצביע על בלימה מסוימת של השיפור בפעילות בחודש אפריל. לעומת זאת, ציפיות החברות בסקר ו"מדדי האקלים" הנגזרים ממנו לחודשים מאי ויוני לגבי הפעילות והתעסוקה חיוביים בהשוואה לערכיהם בחודשים הקודמים. מדד מנהלי הרכש רשם באפריל עלייה, המשך לעלייתו בחודש הקודם. מדד החיפושים ב"גוגל", המחושב בחטיבת המחקר של בנק ישראל, אשר משמש אינדיקציה לביקושים במשק בחודשים הקרובים, צופה האצה בפדיון המסחר והשירותים ביחס לחודשים קודמים. תקבולי המע"מ ברטו מלמדים על התייצבות מסוימת של הפעילות באפריל ביחס לחודש הקודם. ההאטה בפעילות משתקפת במיוחד בירידות של יצוא הסחורות ויבוא הסחורות באפריל, המשך לירידתם בחודשים הקודמים. לעומת זאת גדלו יצוא השירותים ויבוא השירותים וחומרי הגלם מתחילת השנה בשיעורים גבוהים יחסית לרביע האחרון של 2011.

#### שוק העבודה

נתוני סקר כוח האדם במתכונתו החדשה לחודשים מארס ולרביע הראשון של 2012 מצביעים על יציבות. שיעור האבטלה עלה במארס ל-6.9%, לעומת 6.5% בפברואר, אך העלייה של שיעור האבטלה במארס משקפת עלייה של 0.8 נקודת אחוז בשיעור ההשתתפות, לרמה של 63%, תוך עלייה של שיעור התעסוקה לרמה של 58.7% במארס לעומת 58.1% בפברואר. הנתונים הרבעוניים של הסקר מצביעים על ירידה באבטלה – מ-6.8% ברביע האחרון של 2011 ל-6.7% ברביע הראשון השנה, תוך עליות של שיעורי ההשתתפות והתעסוקה. לפי סקר "הערכת המגמות בעסקים" ותחזית המועסקים הנגזרת מנתוני סקר זה צפויה התאוששות בגיוס עובדים בחודשים הקרובים. תקבולי מס הבראות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש אפריל גבוהים נומינלית ב-6.5% מאשר באפריל אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה) לעומת 5.3% בחודש הקודם. השכר הנומינלי עלה בחודשים דצמבר עד פברואר לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-0.3%, והשכר הריאלי ירד באותה תקופה ב-0.6%.

#### **2. נתוני התקציב**

נתוני הביצוע בפועל מראים שהגירעון המקומי מתחילת השנה ועד אפריל מסתכם ב-2.8 מיליארדי ש"ח, לעומת עודף של 1.1 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון מתחילת השנה גבוה ב-2.4 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי המתיישב עם תחזית הגירעון של האוצר, העומדת על 3.4% תוצר, אך על בסיס תחזית הצמיחה צפויות ההכנסות בהמשך השנה להיות גבוהות במקצת מהתוואי העונתי. הפער עד כה נובע מתקבולי מסים נמוכים מהתוואי והוצאות גבוהות מהתוואי. התחייבויות הממשלה לשנה זו (הסכמי שכר, הוצאות ביטחוניות ועוד) גבוהות בכ-6 מיליארדי ש"ח מתקרת

ההוצאה בתקציב. אולם ראוי לציין שבעבר הממשלה לא סטתה ממסגרת ההוצאות בתקציב. סביר להניח כי אם יחול גידול נוסף בגרעון הוא ינבע מירידה נוספת בתקבולי המסים.

### 3 . ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אפריל ב-0.9%, בהתאם להערכות המוקדמות, וכן לתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה. הגורמים העיקריים לעלייתו הם מחירי הדיור והאנרגיה, ובפרט עליית מחירי החשמל. באינפלציה של 12 החודשים האחרונים נשמרה בארבעת החודשים האחרונים יציבות סביב מרכז היעד, שיעורה בחודש אפריל היה 2.1% ובניכוי מחירי האנרגיה והדיור שיעורה הוא 0.1%.

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים מבוססות על ממוצע תחזיות החזאים, על הציפיות הנמדדות משוק ההון (break even inflation) ועל אלו הנמדדות על פי החוזים העתידיים על מדד המחירים לצרכן שהבנקים מציעים מעבר לדלפק. התחזיות ירדו החודש, בעיקר אחרי פרסום מדד אפריל, והגיעו לטווח שבין 2.2% ל-2.3% – לעומת כ-2.5% בחודש הקודם. ציפיות האינפלציה לטווחים של שנתיים-שלוש ירדו מעט, ובציפיות לטווחים ארוכים יותר נשמרה היציבות. הציפיות לטווחים של שנתיים ומעלה הן עתה בטווח שבין 2.4% ל-2.6%. שיעורה הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור, לפי עקום המק"ם ולפי ממוצע תחזיות החזאים הוא בין 2.4% ל-2.6%. מרבית החזאים צופים שריבית בנק ישראל לשלושת החודשים הקרובים תישאר ללא שינוי.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בעקום השקלי נרשמה ירידת תשואות של 10-20 נ"ב לאורך כל העקום, ואילו בעקום הצמוד נרשמה השתטחות, עם עליית תשואות ניכרת בטווחים הקצרים. תשואות המק"ם ירדו לאורך כל העקום, ותשואת המק"ם לשנה ירדה ל-2.41%.

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

המירווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב התרחב מעט החודש, בכ-5 נ"ב, והגיע ל-275 נ"ב, עקב ירידת תשואות חדה יותר בארה"ב.

#### המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-4.2%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-10.6%.

### שוק האשראי

בחודש מארס ירדה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.7%, לרמה של 777 מיליארדי ש"ח. הירידה בחוב נבעה בעיקרה מירידה של יתרת האשראי ממערכת הבנקאות. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה בחודש מארס ב-0.7%, ל-367 מיליארדי ש"ח, אך מתוכה עלתה יתרת האשראי לדיור ב-0.3%, לרמה של 261 מיליארדי ש"ח. סך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים אשר הסתיימו באפריל נמוך ב-2% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו במארס – המשך של ירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחודש מאי 2011. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות שניתנו בריבית משתנה נותר בחודש אפריל כ-30%. שיעורי הריבית על המשכנתאות בכל המסלולים ירדו החודש.

### שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה בחודש אפריל ב-0.8%, המשך לעלייה של 0.4% בחודש מארס. 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 פברואר ומארס ב-0.3%, לאחר עלייה של 0.1% בחודשים ינואר ופברואר. יחד עם זאת, ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות בשיעור של 2.2%, נתון שעמד בחודש הקודם על 2.8%. נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. מספר התחלות הבנייה ב-12 החודשים האחרונים עמד בחודש פברואר על 44,800, לעומת 44,916 בחודש הקודם. בחודש מארס עלה מספר הדירות למכירה ביוזמה פרטית ב-4.7%, המשך למגמת העלייה מאז הרביע השני של 2011, תוצאת עלייה חדה בהתחלות הבנייה החל מסוף 2009; לפיכך מספר הדירות למכירה הוא ברמת השנים 2003–2007. ההתמתנות של מחירי 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. צעדים אלה, יחד עם מאמצי שיווק הקרקעות מצד משרד הבינוי והשיכון ומינהל מקרקעי ישראל, צפויים להמשיך ולמתן את עליית מחירי הדיור.

### הערכת חטיבת המחקר

התחזית האחרונה של חטיבת המחקר הוכנה בחודש מארס ולא עודכנה, משום שלא היו התפתחויות חריגות ביחס לתחזיות. על פי תחזית זו התוצר צפוי לצמוח בשנת 2012 ב-3.1%, ובשנת 2013 – ב-3.5%. לארבעת הרביעים המסתיימים ברביע הראשון של 2013, התחזית צופה 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-22/4/12, ועד 23/5/12 נחלש השקל כנגד הדולר בכ-2.7%, בדומה למגמה העולמית, והתחזק מול האירו (שנסחר בעולם במגמה מעורבת מול המטבעות העיקריים) ב-1.5%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פחת השקל ב-0.3%.

##### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-22/4/12, ועד 23/5/12 ירד מדד ת"א 25 בשיעור חד של 9.7%, בדומה למגמה העולמית. מדדי התל-בונד 20 ו-40 ירדו בכ-1.3%, וזאת כחלק מהמגמה המקומית השלילית, שהתבטאה בין היתר בעליית התשואות של קבוצות ההחזקה.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווח ה-CDS ל-5 שנים, נותרה החודש כמעט ללא שינוי סביב רמה של 191 נ"ב.

#### **6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית**

החודש גברה האי ודאות באירופה ובעקבות זאת גברו החששות ממצבה של מערכת הפיננסית האירופאית ומעליית תשואות נוספת באג"ח הממשלתיות בשווקים מוכי החוב של אירופה. נתוני המקרו בעולם ממשיכים להצביע על האטה, והחודש בלטו לרעה גם נתוני המקרו של המשקים המתעוררים הגדולים. על רקע זה נרשמו ירידות שערים חדות בשוקי המניות בעולם, והתרחב הפער בין מרווחי התשואות של המדינות הנתונות במשבר החוב למרווחים בארה"ב וגרמניה. האינפלציה בעולם ירדה גם החודש, ומחירי הסחורות, בעיקר הנפט, ירדו ירידה חדה. על רקע התפתחויות אלה גוברות ההערכות בשווקים שכמה מהבנקים המרכזיים ינקטו פעולות הרחבה נוספות.

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

ששת חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה ריבית בנק ישראל הרצוי למשק. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש יוני 2012 המליצו חמישה מחברי הוועדה להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2.5% וחבר וועדה אחד המליץ להוריד את הריבית בשיעור של 0.25%.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן: הערכת סביבת הפעילות הריאלית; ההתפתחויות בסביבה העולמית והסיכונים הנשקפים ממנה למשק הישראלי; שוק הדיור; המדיניות הפיסקאלית והתפתחות הגירעון הממשלתי.

בנושא הפעילות הריאלית התייחסו חברי הוועדה לנתונים החדשים שהתפרסמו בחודש האחרון. בתוך כך, התפתח דיון בנוגע לסביבה הריאלית בו המשק נמצא. חבר וועדה אחד ציין כי האינדיקטורים החודשיים האחרונים אינם מעודדים, וכי לדעתו חלה תפנית לרעה במצב הריאלי של המשק. מנגד, חברי וועדה נוספים ציינו, בין היתר, את הציפיות של החברות מסקר המגמות לפעילות ברביע השני אשר הינם חיוביות יותר לעומת החודשים הקודמים, וכן את האומדן הראשוני של נתוני החשבונאות הלאומית המצביעים על המשך קצב גידול התוצר ברמה של כ-3%, תוך אזכור שהאומדן הראשוני חשוף לעדכון לעתים קרובות.

נושא נוסף שנדון הוא הסביבה העולמית והסיכונים הנשקפים ממנה למשק הישראלי. חברי הוועדה ציינו את התגברות אי הוודאות סביב המשבר באירופה. כמו כן, נדונו תרחישים שונים לגבי אופן התפתחות אפשרית של משבר באירופה, והעיתוי האופטימאלי לתגובת המדיניות במידה ויתרחש. בהקשר זה, צוין כי במקרה של תרחיש בעל השפעה שלילית על המשק הישראלי, הוועדה המוניטרית תהיה נכונה לקבל החלטות לפי הנדרש גם במהלך החודש.

בנושא השפעת המדיניות המוניטרית על שוק הדיור הוזכרה, בין היתר, ההתייצבות במחירי הדירות על רקע הרמה השנתית הגבוהה יחסית של התחלות הבנייה. צוין כי נתונים אלה, וכן הצעדים המאקרו-יציבותיים שננקטו בעבר, יתכן וצפויים להרחיק את הצורך בצעדים מאקרו-יציבותיים נוספים. יחד עם זאת, הוועדה ערה לשינויים ולהתפתחויות בשוק הדיור והיא תמשיך לעקוב אחרי התפתחויות בשוק זה.

נושא נוסף שעלה לדיון היה המצב הפיסקאלי והתפתחות 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.

לאור מכלול הגורמים החליטה הוועדה המוניתרית, להותיר את הריבית לחודש יוני בעינה ברמה של 2.5%. בהודעה על החלטת הריבית ציין בנק ישראל כי הותרת הריבית לחודש יוני 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, ולתמיכה 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.

בנק ישראל הדגיש בהודעתו את התנאים להלן שהכריעו בעד אי השינוי בגובה הריבית לחודש יוני 2012:

- האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת במרכז היעד כבר ארבעה חודשים. הצפיות לאינפלציה משוק ההון ושל החוזאים ירדו החודש ונמצאות בקרבת מרכז יעד האינפלציה ונעו בטווח שבין 2.2% ל-2.3%. מחירי הסחורות, בעיקר הנפט, ירדו ירידה חדה – המשך לירידות שנרשמו בהם בחודשיים האחרונים.
- נמשכה צמיחתו של התוצר ברביע הראשון של השנה בשיעור דומה לזה של המחצית השנייה של 2011, יחד עם הנתונים הנוספים שהתפרסמו החודש עולים בקנה אחד עם תחזית הצמיחה של בנק ישראל ל-2012 – 3.1%.
- החודש גברה אי הודאות לגבי ההתפתחויות הכלכליות העתידיות באירופה. בנוסף, נתוני המקרו בעולם ממשיכים להצביע על האטה בצמיחה, והחודש בלטו לרעה גם נתוני המקרו של המשקים המתעוררים הגדולים.
- רמות הריבית במשקים המובילים נותרו נמוכות והשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה זו באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. על רקע ההתפתחויות האחרונות גוברות ההערכות בשווקים שכמה מהבנקים המרכזיים ינקטו פעולות הרחבה כמותיות נוספות.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים ובפרט נוכח האי ודאות הגוברת במשק העולמי. 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.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-28 במאי 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' דניאל נתן – כלכלן בחטיבת המחקר  
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית