



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

**הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 באוגוסט 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**

האינדיקטורים שנוספו החודש תומכים בהערכה שהמשק צומח בשיעור דומה לזה של הרבעים האחרונים, שיעור העולה בקנה אחד עם תחזית הצמיחה של בנק ישראל לשנת 2012 – 3.1%. לפי אומדן ראשוני של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני של השנה: התמ"ג צמח ב-3.2%, לעומת 2.8% ברביע הקודם; התוצר העסקי צמח ב-3.7%, לעומת 2.2% ברביע הקודם; הצריכה הפרטית צמחה ב-5.4%, לעומת 6.2% ברביע הקודם; ההשקעות בנכסים קבועים פחתו ב-1.1%, לעומת צמיחה של 3% ברביע הקודם; היצוא (ללא יהלומים) עלה ב-9.8%, לעומת 4.9% ברביע הקודם (מונחים שנתיים מנוכי עונתיות).

## אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

המדד המשולב לחודש יולי עלה ב-0.2%, אך התחזית לפעילות הריאלית העולה ממספר סקרים היא להאטה בפעילות המשק.

### שוק העבודה

נתוני סקר כוח אדם במתכונתו החדשה לרביע השני מצביעים על המשך גידול התעסוקה ועל עלייה חריגה בשיעור ההשתתפות (של 0.8 נקודות אחוז) שהתבטאה בעליה בשיעור התעסוקה (59.1% ברביע השני לעומת 58.5% ברביע הקודם), ובמקביל בעליית שיעור האבטלה ל-7%. במקביל, חלה עלייה בשיעור המועסקים במשרה מלאה. מנגד, נתוני סקר כוח אדם לחודש יוני מצביעים על ירידה קלה בשיעור התעסוקה יחסית למאי, ולפי נתוני הביטוח הלאומי, נרשמה בחודש יולי עליה של מעל 10% במספר התביעות החדשות לדמי אבטלה (בניכוי גורמים עונתיים) בהשוואה לחודש הקודם. בהשוואה ליולי אשתקד, העליה היא בכ-17%. השכר הנומינלי של ישראלים עלה בחודשים מארס עד מאי לעומת שלושת החודשים הקודמים בכאחוז על פי נתונים מנוכי עונתיות, והשכר הריאלי עלה באותה תקופה ב-0.3%. תקבולי מס הבריאות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש יולי גבוהים נומינלית ב-6% מאשר ביולי אשתקד בדומה לחודשים הקודמים.

### נתוני התקציב

נתוני הביצוע בפועל מראים שהגירעון המקומי ללא מתן אשראי נטו בחודשים ינואר – יולי הסתכם ב-9.3 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון של 3.6 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון ב-2012 צפוי להיות בין 3.5 ל-4 אחוזי תוצר - בעיקר בגלל הכנסות נמוכות מהצפוי במחצית הראשונה של השנה.

במטרה להקטין את הגירעון הצפוי ב-2012 ולעמוד ביעד הגרעון שקבעה הממשלה ל-2013, 3 אחוזי תוצר, החליטו החודש הממשלה והכנסת על מספר צעדים להעלאת שיעורי המס, חלקם כבר בשנת 2012 והיתר מינואר 2013. עדיין לא התקבלו ההחלטות באשר להוצאה הממשלתית בשנה הבאה: האם יועבר בתקופה הקרובה תקציב לשנת 2013, תקציב שיחייב קיצוצים משמעותיים ביחס ל"טייס האוטומטי" כדי לעמוד בכלל ההוצאה, או –אם הכנסת לא תאשר תקציב לשנת 2013 לפני תחילת השנה הבאה--ינוהל תקציב מעבר עם הוצאות של 1/12 מתקציב 2012, תקציב שמשמעותו ריסון משמעותי.

## 2. ההתפתחויות במשק –הצד הנומינאלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן לחודש יולי עלה ב-0.1%, בדומה לתחזיות המוקדמות, ומתחת לתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. הרכיבים העיקריים שבלטו במדד החודש הם העליה במדד הדיור והירידה בסעיפי האנרגיה והמזון. האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים עומדת על 1.4%, לעומת 1% בחודש הקודם. בניכוי עונתיות עומדת האינפלציה מתחילת השנה על 0.9% במונחים שנתיים.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים המבוססות 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, עלו החודש והן נמצאות בטווח שבין 2.3%-2.6% לעומת טווח של 2%-1.6% בחודש שעבר. העליה החודש באה לאחר כמה חודשים של ירידה בצפיות לאינפלציה ונובעת, ככל הנראה, מעליות מתוכננות במיסים העקיפים, מעליית מחירי הסחורות בעולם שצפויה להשפיע גם על המחירים המקומיים, ומפחות השקל. לפי החזאים, בשלושת החודשים הקרובים צפויים המחירים לעלות ב-1.3%. ציפיות האינפלציה לטווחים של שנתיים ומעלה עלו במעט והן כעת בטווח שבין 2.3%-2.4%. שיעורה הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור, ולפי ממוצע תחזיות החזאים הוא בין 1.9%-2.1%. מחצית החזאים צופים שהריבית בחודש ספטמבר תשאר בלא שינוי, אך תרד ב-0.25% במרוצת שלושת החודשים הבאים, בעוד מחציתם צופים שהריבית תרד ב-0.25% כבר החודש.

### שוק הדיור

סעיף הדיור (שמתבסס על מחירי שכר הדירה) במדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי ב-1%. ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי עלה סעיף זה ב-4%, לעומת 3.4% ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס, ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים מאי - יוני ב-0.1%, לאחר עליה של 0.4% בחודשים אפריל - מאי. ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני עלו מחירי הדירות ב-1.2%, לעומת 1.7% ב-12 החודשים שהסתיימו במאי. הפעילות בענף הבנייה מצויה ברמה גבוהה ביחס לרמות בעשור האחרון. אמנם רמת התחלות הבנייה מצויה מתחת לשיא שנרשם בה באמצע 2011, אולם רמתן עדיין גבוהה וצפויה להמשיך לבוא לידי ביטוי בגידול בהיצע הדירות; מספר התחלות הבנייה ב-12 החודשים האחרונים עמד בחודש מאי על 42,319 לעומת 43,927 בחודש הקודם. בחודש יוני עמד מלאי הדירות הפנויות למכירה על רמה של 20.6 אלף דירות. מלאי זה שמר על יציבות בשנה האחרונה. לפי פרסום של משרד האוצר, נתונים ראשוניים לחודש יולי מצביעים על גידול חריג במספר העסקאות לרכישת דירה. יחד עם זאת, יתכן וגידול זה נובע, בין היתר מהצפיות לעליה בשיעור המע"מ.

### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

באג"ח הממשלתיות השקליות נרשמה עליית תשואות בדומה למגמה העולמית, עם עלייה של עד 40 נ.ב. ובעיקר בטווחים הקצרים-בינוניים, זאת על רקע מעבר המשקיעים במהלך החודש לאפיק הצמוד בשל העלייה בציפיות האינפלציה. בעקום הצמוד, כאמור, נרשמה ירידת תשואות של עד 20 נ.ב., בטווחים הקצרים-בינוניים. גם תשואות המק"ם עלו לאורך מרבית העקום, בכ-10-25 נ.ב., כאשר התשואה לשנה עלתה במהלך התקופה לרמה של 1.97%.

### פערי הריביות והתשואות בין הארץ לחו"ל

המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב הצטמצם ב-20 נ.ב. לרמה של כ-245 נ.ב.

## המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-6.3%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-8.7%.

## שוק האשראי

בחודש יוני עלתה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.2%, לרמה של 792 מיליארדי ש"ח. הגידול נבע בעיקר מפיחות השקל, שהעלה את הערך השקלי של החוב במט"ח. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה בחודש יוני ב-0.4%, ל-375 מיליארדי ש"ח, ומתוכה, יתרת האשראי לדיור עמדה על 267 מיליארדי ש"ח. בחודש יולי הסתכמו ביצועי המשכנתאות (נטילות של משכנתאות) ב-4.9 מיליארדי ש"ח, לעומת 3.9 מיליארדי ש"ח בחודש יוני. יש לציין כי חודשים יוני-יולי מתאפיינים בדרך כלל בעלייה בהיקף נטילת המשכנתאות, וייתכן שנטילת המשכנתאות ביולי הושפעה גם מהקדמת רכישות לפני העלאת המע"מ הצפויה. בסך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים אשר הסתיימו ביולי נרשמה עליה של 2% לעומת החודש הקודם, ונבלמה הירידה בנתון זה שהחלה במאי אשתקד. שיעורי הריבית על המשכנתאות הוסיפו לרדת בכל מסלולי ההצמדה, ובעיקר במסלול הלא צמוד בריבית משתנה, בהמשך לירידתם גם בחודשים האחרונים.

## הערכת חטיבת המחקר

התחזית האחרונה של חטיבת המחקר הוכנה בחודש יוני. על פי תחזית זו התוצר צפוי לצמוח בשנת 2012 ב-3.1%, ובשנת 2013 – ב-3.4%. לארבעת הרבועים המסתיימים ברביע השני של 2013, התחזית צופה אינפלציה של 2.4%. על סמך ההתפתחויות מאז סוף חודש יוני ניתן להעריך שבעדכון שיערך בסוף ספטמבר תעודכן תחזית הצמיחה לשנת 2013 כלפי מטה..

## 3. התפתחויות בשוק המט"ח ובשוק המניות

### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-22/7/12, ועד 24/8/12 נחלש השקל כנגד הדולר ב-0.7%. נגד האירו נחלש השקל ב-2.9%. היחלשות השקל למול הדולר בלטה נוכח ההתחזקות של מרבית המטבעות העיקריים. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחת השקל בכ-1.6%.

### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-22/7/12 ועד 24/8/12, עלה מדד ת"א 25 בכ-3.4%, בהתאם למגמה העולמית, על רקע הציפיות להמשך הרחבות מוניטאריות בשווקים המובילים בעולם. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, עלתה החודש ב-7 נ.ב. לרמה של 163 נ.ב., זאת בניגוד למגמה העולמית של ירידה במרווחי ה-CDS. מדדי התל-בונד 20 ו-40 נותרו כמעט ללא שינוי בסיכום התקופה, עם עלייה של כ-0.1% וכ-0.2%, בהתאמה, בלבד.

## 4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

החודש הורגשה הקלה מסוימת בשווקים, שבאה על רקע הודעת נגיד ה- ECB על התוכנית החדשה להתערבות הבנק המרכזי בשוק האג"ח הממשלתיות של מדינות המוכנות לאמץ את תוכניות ההבראה, ציפיות לתוכניות הרחבה נוספות בעולם, וכן על רקע שיפור בחלק מנתוני הפעילות הכלכלית בארה"ב

במהלך החודש האחרון. הקלה זו באה לידי ביטוי בירידות התשואות באג"ח הממשלתיות של ספרד ואיטליה ובעליה שנרשמה במדדי מניות בעולם. עם זאת, נתוני הצמיחה לרביע השני שהתפרסמו החודש מעידים על התכווצות הפעילות הכלכלית בגוש האירו ועל האטה ניכרת גם בכלכלת גרמניה. נתונים חלשים של הפעילות הריאלית נרשמו גם בבריטניה וביפן. בשווקים המתעוררים, בייחוד בסין, נתוני המקרו המשיכו להצביע החודש על האטה בקצב הצמיחה. לעומת זאת, בארה"ב נרשם החודש שיפור קל בפעילות הכלכלית. בתי השקעות עדכנו כלפי מטה את תחזיות הצמיחה לשנת 2013 עבור הצמיחה העולמית והצמיחה בארה"ב ובאירופה מ-3.4% ל-3.3%, מ-2.2% ל-2.1%, ומ-0.3% ל-0.1% בהתאמה. בשוק הסחורות, מחירי הנפט המשיכו לעלות, ומדד הסחורות החקלאיות נותר החודש ללא שינוי ברמה הגבוהה אליה הגיע בחודשיים האחרונים. שיעורי האינפלציה במרבית המשקים המובילים המשיכו להתמתן. לאחר סדרה של צעדי הרחבה מוניטריים שננקטו על ידי בנקים מרכזיים בחלק מהמשקים בתקופה האחרונה, במהלך החודש האחרון לא נרשמו שינויים במדיניות המוניטרית של אותם משקים.

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

עיקרי הדיון:

ששת חברי הועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה ריבית בנק ישראל הרצוי למשק. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2012 הסכימו חברי הועדה פה אחד להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2.25%.

חברי הועדה הרחיבו את הדיון בחמישה נושאים עיקריים שעמדו ברקע להחלטת הריבית לחודש ספטמבר: (1) הסביבה הריאלית של המשק (2) סביבת האינפלציה (3) הסביבה העולמית והמצב הגיאופוליטי (4) תקציב הממשלה ו-(5) שוק הדיור.

חברי הועדה הסכימו כי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני (שהושפעו מפתיחת מפעל גדול) עקביים עם המשך הצמיחה בקצב של כ-3 אחוזים. זאת, תוך ציון הגידול בצריכה הפרטית וייצוא הסחורות והשירותים. מנגד, צוין כי על פי נתוני הסקרים השונים (סקר מגמות של הלמ"ס, מדד מנהלי הרכש), צפויה האטה נוספת בקצב הצמיחה ברביעים הבאים.

חברי הועדה ציינו כי למרות שהאינפלציה בפועל בחודשים האחרונים הינה נמוכה, הציפיות לאינפלציה עלו החודש באופן ניכר, כאשר עיקרון הן ציפיות לעליות מחירים שמקורם בגורמי היצע: עליית מחירי האנרגיה, המזון ועלית המע"מ.

קיימת אי וודאות גבוהה סביב אופן התפתחות המשבר באירופה, ואין לפסול את האפשרות שלא ימצא פתרון למשבר. יחד עם זאת, העריכו חברי הועדה כי ישנה מחויבות גבוהה למציאת פתרון למשבר, הערכה המשתקפת גם בביצועים החיוביים בשווקים הפיננסיים בעולם בתקופה האחרונה. המצב הגיאופוליטי במזרח התיכון מוסיף נדבך נוסף לאי הוודאות במשק.

נושא נוסף שנידון בוועדה היה השלכות המדיניות הפיסקאלית על ההתפתחויות במשק בתקופה הקרובה. הוועדה הייתה בדעה שעד שלא תתבהר התמונה התקציבית המלאה לא ניתן לקבוע כיצד תושפע המדיניות המוניטרית מההתפתחויות הפיסקאליות.

בדיון בנושא שוק הדירות, צוין שיעור השינוי השנתי הנמוך במחירי הדירות שעמד על 1.2 אחוזים. יחד עם זאת, לאור העלייה במספר המשכנתאות החדשות שניתנו, חברי הוועדה הסכימו כי עדיין קיים סיכון להתחדשות מגמת עליית המחירים.

בנק ישראל פירט בהודעה את הגורמים העיקריים שהביאו לאי שינוי גובה הריבית לחודש ספטמבר:

- האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 1.4% ובניכוי עונתיות האינפלציה מתחילת השנה נמצאת מתחת לגבול התחתון של היעד. מאידך, הצפיות לאינפלציה שרשמו ירידה בחודשים האחרונים, עלו החודש באופן משמעותי כתוצאה מהעליה במחירי הסחורות, האנרגיה ומשינויים במיסים העקיפים.
- האינדיקטורים שנוספו החודש תומכים בהערכה שהמשק צומח בשיעור דומה לזה של הרביעים האחרונים, כ-3%. יחד עם זאת, נתוני סקרים על הפעילות הכלכלית מצביעים על צפיות להאטה בקצב הצמיחה. כמו כן, המשך מגמת ההתמתנות בסחר העולמי עלולה לגרום לירידה בקצב הצמיחה של המשק. מנגד, החלשות השקל בתקופה האחרונה צפויה לסייע למשק להתמודד עם ההתפתחויות השליליות בחו"ל הבאות לידי ביטוי בירידה בביקושים לייצוא הישראלי.
- בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים, חלה התמתנות ואף בלימה בעליית המחירי הדירות. יחד עם זאת, החודש נרשמה עליה בביצועי המשכנתאות אך מוקדם לקבוע האם מדובר בשינוי מגמה בשוק הדיור.
- רמת הסיכונים הכלכליים מהעולם עקב ההתפתחויות באירופה נותרה גבוהה, ועימה החשש מפני השפעות שליליות על הכלכלה המקומית. נתוני מקרו לרביע השני שהתפרסמו החודש מעידים על המשך ההרעה במצב הכלכלה בגוש האירו, בריטניה, יפן והשווקים המתעוררים. לעומת זאת, בארה"ב נרשם החודש שיפור קל בפעילות הכלכלית.
- במהלך החודש האחרון לא נרשמו שינויים במדיניות המוניטרית של מרבית המשקים ושיעורי הריבית במשקים המובילים נותרו נמוכים. בנוסף, השווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה זו על ידי אף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. החודש הכריז נגיד ה-ECB על תוכנית חדשה להתערבות הבנק המרכזי בשוק האג"ח הממשלתיות אם כי עדיין לא ננקטו צעדים ממשיים ליישומה.

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 ובכלל זה שוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 באוגוסט 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

גבי אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית