



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

הדיונים התקיימו ב-23 וב-24 בספטמבר 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) וככלכלנים 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 מתון, בדומה לזה של הרביעים האחרונים, וכי הצמיחה המתונה מקיפה את מרבית ענפי המשק. במקביל, על רקע התמתנות הביקושים העולמיים, ירד גם היקף ייצוא הסחורות. הציפיות מסקרים שונים משקפות פסימיות לגבי היקף הפעילות בחודשים הקרובים.

אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

המדד המשולב לחודש אוגוסט עלה ב- 0.1%. עלייה זו משקפת את המשך התרחבות הפעילות במשק בקצב מתון. בגביית המסים נרשמה הרעה באוגוסט, לעומת החודשיים הקודמים, כתוצאה מירידה

במסים הישירים; בגביית המע"מ המקומי לעומת זאת נרשמה עלייה. מסקר מגמות בעסקים של הלמ"ס לאוגוסט עולה, כי ירידת קצב הצמיחה הקיפה את כל הענפים, פרט לענף המלונאות שפעילותו התייצבה. עוד עולה מהסקר כי צפויה ירידה בפעילות של מרבית המגזר העסקי בשלושת החודשים הבאים, ירידה שמוביל צפי נמוך להזמנות מיצוא; בנוסף, סקרי אמון הצרכנים (גלובס, בנק הפועלים והלמ"ס) משקפים פסימיות. מדד מנהלי הרכש של בנק הפועלים לאוגוסט מצביע על ירידה חדה, מ-41.9 נקודות ל-35.2 נקודות, המשקפת ירידה בכל רכיביו (למעט מחירי חומרי הגלם), ובפרט בביקושים ליצוא.

שוק העבודה

הנתונים משוק העבודה שנוספו החודש מצביעים על המשך הגידול בתעסוקה אם כי בקצב מתון יותר; עיקר העליה התרחשה במגזר הציבורי. נתוני התעסוקה מעידים על רמת פעילות גבוהה. בנתוני תביעות לדמי אבטלה, הכוללים נתונים עד אוגוסט, נרשם גידול של 3 אחוזים בשלושת החודשים האחרונים. מספר המשרות הפנויות באוגוסט, נמוך ב-4.5% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מנגד, האיוש נטו של משרות פנויות עלה ברביע השני, אם כי רמתו נמוכה מזו שאפיינה את השנתיים הקודמות. תקבולי מס הבריאות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודשים יולי - אוגוסט גבוהים נומינלית ב-6.9% מהתקופה המקבילה אשתקד, בהשוואה ל-6.5% עבור נתון זה בחודשים מאי-יוני. על פי סקר המעסיקים, וכן על פי סקר המגמות של הלמ"ס, צפוי המשך התרחבות התעסוקה אך בקצב מתון מאשר בעבר. השכר הנומינלי עלה בחודשים אפריל - יוני, לעומת שלושת החודשים הקודמים, ב-1.8% על פי נתונים מנוכי עונתיות, והשכר הריאלי עלה באותה תקופה ב-1.1%.

נתוני התקציב

נתוני פעילות הממשלה מינואר עד אוגוסט מצביעים על כך שההכנסות ממיסים נמוכות באופן משמעותי מההכנסות הנגזרות מהתוואי העונתי, ועל פי ההתפתחויות עד כה צפוי הגרעון השנה להיות כ-3.5 עד 4 אחוזי תוצר. העלאת המע"מ בנקודת אחוז, החל מספטמבר, צפויה להגדיל את הכנסות הממשלה לשנת 2012 בכ-1.2 מיליארדי ש"ח. החלטות הממשלה על העלאת המסים העקיפים והישירים (החל מ-2013) צפויות להגדיל את הכנסותיה בכ-9 מיליארדי ש"ח ב-2013 ולתרום לצמצום הגרעון ב-0.8 נקודת אחוז. בנוסף, הוחלט על פעילות להעמקת הגביה ומסלול לגביית המיסים הכלואים; יחד עם זאת, קיימת אי ודאות לגבי היקף הגביה בגין שני הצעדים הללו. אם לא יאושר התקציב ל-2013, תפעל הממשלה עד לאישור תקציב חדש על פי 1/12 של תקציב 2012, שמשמעותו צמצום ריאלי בהוצאות לעומת הגידול שהיה מתוכנן ל-2013.

2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינאלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט עלה ב-1%, שיעור גבוה מטווח התחזיות המוקדמות שעמדו על 0.6% בממוצע, ושיעור הנמצא מעל לתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. הרכיבים העיקריים שבלטו במדד החודש הם הדיור (1.1%), התחבורה (1.8% - על רקע עליית מחירי הדלק) והפירות והירקות (7.9%). בחודש אוגוסט עלה סעיף המזון במדד ב-0.9%, אך ב-12 החודשים האחרונים סעיף

זה דווקא רשם ירידה של 0.6%. המדד ללא דיור עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-1.4%, ובהסתכלות על 12 החודשים האחרונים האינפלציה עומדת על 1.9%, לעומת 1.4% בחודש הקודם. בניכוי עונתיות עומדת האינפלציה מתחילת השנה על 2.2% 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 – שמרו החודש על יציבות, לאחר שבחודש שעבר נרשמה בהן עלייה, והן נמצאות בטווח שבין 2.2%-2.5%. לפי החזאים, בשלושת החודשים הקרובים צפויים המחירים לעלות ב-0.8%. המדדים הקרובים יושפעו, ככל הנראה, מעלויות במיסים העקיפים כמו גם מהרמה הגבוהה של מחירי הסחורות בעולם, שצפויה להשפיע גם על המחירים המקומיים. ציפיות האינפלציה לטווחים של שנתיים ומעלה עלו במעט, והן נעות כעת סביב 2.5%. שיעורה הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה הוא 2.3% ו-2.1%, לפי שוק התלבור ולפי ממוצע תחזיות החזאים, בהתאמה. כל החזאים המספקים תחזיות לבנק ישראל צופים שהריבית לחודש אוקטובר תישאר ללא שינוי.

שוק הדיור

סעיף הדיור (שמתבסס על מחירי שכר הדירה) במדד המחירים לצרכן עלה בחודש אוגוסט ב-1.1%. ב-12 החודשים שהסתיימו באוגוסט עלה סעיף זה ב-3.8%, לעומת 4% ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים יוני - יולי ב-0.8%, לאחר שלא נרשם בהם שינוי במאי - יוני. ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי עלו מחירי הדירות ב-1%, לעומת 1.2% ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני. הפעילות בענף הבנייה מצויה ברמה גבוהה ביחס לרמות בעשור האחרון. רמת התחלות הבנייה עדיין גבוהה, והיא צפויה להמשיך לבוא לידי ביטוי בגידול בהיצע הדירות. יחד עם זאת, רמת התחלות הבנייה מצויה מתחת לשיא שנרשם בה באמצע 2011, וניכרת ירידה בקצב שיווק הקרקעות על ידי מנהל מקרקעי ישראל. מספר התחלות הבנייה ב-12 החודשים האחרונים עמד בחודש יוני על 41,735, לעומת 42,764 בחודש הקודם. בחודש יולי עמד מלאי הדירות הפנויות למכירה על רמה של 20,390 דירות. מלאי זה שמר על יציבות בשנה האחרונה. בחודש יולי נרכשו כ-10,300 דירות, גידול של 29% בהשוואה ליולי אשתקד. הערכה ראשונית של מינהל הכנסות המדינה לגבי חודש אוגוסט מצביעה על ירידה מתונה בהשוואה ליולי, אך עדיין מדובר בגידול בהשוואה לאוגוסט אשתקד. שיעור הדירות להשקעה, מתוך סך הדירות שנמכרו ביולי, נותר דומה לרמתו בחודשים קודמים, כ-23%. חשוב לציין כי ייתכן שהעסקאות בחודשים יולי ואוגוסט הושפעו מהציפיות לעלייה בשיעור המע"מ.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

באג"ח הממשלתיות נרשמה עליית תשואות בדומה למגמה העולמית, עם עלייה של 20 עד 40 נ.ב. באפיק השקלי, לעומת עליות של עד 20 נ.ב. באפיק הממשלתי הצמוד, בשל העלייה בציפיות

האינפלציה. גם תשואות המק"ם עלו לאורך מרבית העקום, בכ-20 נ.ב., כאשר התשואה לשנה עלתה במהלך התקופה לרמה של 2.24%.

פערי הריביות והתשואות בין הארץ לחו"ל

המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב עלה בכ-10 נ.ב., לרמה של כ-280 נ.ב.

המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באוגוסט עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-6.5%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-7.4%.

שוק האשראי

בחודש יולי עלתה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.3%, לרמה של 791 מיליארדי ש"ח, ומתחילת השנה עלתה יתרה זו ב-1.3%. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה בחודש יולי ב-0.8%, ל-378 מיליארדי ש"ח, ומתוכה יתרת האשראי לדיור עמדה על 269 מיליארדי ש"ח. בחודש אוגוסט הסתכמו ביצועי המשכנתאות (נטילות של משכנתאות) ב-5.8 מיליארדי ש"ח, לעומת 4.9 מיליארדי ש"ח בחודש יולי. ייתכן שנטילת המשכנתאות ביולי – אוגוסט הושפעה מהקדמת רכישות לפני העלאת המע"מ הצפויה. בסך המשכנתאות שניתנו ב-12 החודשים אשר הסתיימו באוגוסט נרשמה עלייה של 4.6%. שיעורי הריבית על המשכנתאות הוסיפו לרדת בכל מסלולי ההצמדה, למעט במסלול הלא צמוד בריבית משתנה, בו נרשמה עלייה של כ-0.1% לאחר שנה של ירידה רצופה.

הערכת חטיבת המחקר

חטיבת המחקר עדכנה החודש את התחזית המאקרו כלכלית לשנים 2012-2013. תחזית הצמיחה בתמ"ג לשנת 2012 עודכנה ל-3.3% (לעומת 3.1% בתחזית שפורסמה בסוף יוני), בעיקר כתוצאה מהנתונים המקומיים שהתקבלו לגבי המחצית הראשונה של השנה. התחזית לשנת 2013 עודכנה ל-3% (לעומת 3.4% בתחזית הקודמת), בעיקר כתוצאה מההרעה הכלכלית באירופה. לפי תחזית זאת, ריבית בנק ישראל צפויה להישאר ללא שינוי עד סוף 2013, וקצב האינפלציה צפוי להאיץ במעט במשך השנה הקרובה בשל העלאת המסים העקיפים, עליית מחירי הסחורות והפיחות שכבר התרחשו. האינפלציה בארבעת הרבעים המסתיימים ברביע השלישי של 2013 צפויה להסתכם ב-2.6%.

3. התפתחויות בשוק המט"ח ובשוק המניות

שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/8/12, ועד 21/9/12 התחזק השקל כנגד הדולר ב-3.43%, בדומה למגמה העולמית ועל רקע תוכניות ההרחבה השונות של הבנקים המרכזיים. מול האירו נחלש השקל ב-0.5%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל בכ-1.5%.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/8/12, ועד 21/9/12 עלה מדד ת"א בכ-2.34%, עלייה מתונה יותר ממגמת העלייה העולמית. עליות אלו באו על רקע המשך ההרחבות המוניטריות בשווקים המובילים בעולם. במדדי התל-בונד 20 ו-40 נרשמו עליות של 1.2% ו-1.5% בהתאמה. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה החודש ב-16 נ.ב. לרמה של 146 נ.ב., זאת בדומה למגמה העולמית של ירידה במרווחי ה-CDS.

4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

החודש הכריזו בנקים מרכזיים על צעדי הרחבה כמותית. ה-ECB הודיע על תוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות במטרה לייצב את שוקי האג"ח בכלכלות מוכות החוב בגוש האירו; ה-FED החל ביישום תוכנית רכישות נוספת בשוק ה-MBS; צעדי הרחבה נוספים ננקטו גם על ידי יפן, סין ודרום קוריה. תוכניות אלה צפויות לתמוך בצמיחת המשק העולמי ברביעים הקרובים. יחד עם זאת, ההערכות הן שבטווח הרחוק יותר משבר החוב ימשיך להוות סיכון מרכזי. שוקי המניות בעולם הגיבו לתוכניות הללו בעליות שערים משמעותיות. במקביל נרשמו ירידות חדות בתשואות האג"ח הממשלתיות של מדינות באירופה שסובלות ממשבר החוב. נתוני הכלכלה הריאלית בעולם ממשיכים להצביע על חולשה. להערכת בתי השקעות, קצב הצמיחה בארה"ב יישאר נמוך גם ברבעונים הקרובים, וממוצע תחזיותיהם לשיעורי הצמיחה בכמה מהמשקים המובילים עודכן כלפי מטה, בעיקר לגבי סין ויפן. באירופה המיתון מעמיק, והוא בא לידי ביטוי בנתונים חלשים על הפעילות הריאלית. בשווקים מתעוררים נמשכים סימני ההאטה, כשבסין נראה שההאטה הכלכלית משקפת חולשה משמעותית. החודש נרשמה מגמה מעורבת במחירי הסחורות; במחירי המתכות נרשמה עלייה חדה של כ-10%, בשעה שבמחיר חבית נפט מסוג ברנט נרשמה ירידה של כ-2%. סביבת האינפלציה במשקים המובילים בעולם נותרה יציבה בתוך טווח שבין 1% ל-3%. ה-FED הודיע כי הריבית צפויה להישאר ללא שינוי עד 2015. בברזיל, שבדיה והונגריה הורידו החודש הבנקים המרכזיים את הריבית, אך ברוסיה הריבית עלתה ב-0.25% בשל האצה בקצב האינפלציה.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש אוקטובר 2012

עיקרי הדיון:

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

חברי הועדה הרחיבו את הדיון בארבעה נושאים עיקריים שעמדו ברקע להחלטת הריבית לחודש אוקטובר: (1) קצב האינפלציה; (2) הפעילות הריאלית; (3) המדיניות הפיסקאלית; ו-(4) שוק הדיור.

בדיון על האינפלציה הסכימו חברי הועדה כי ברקע לעלייה האחרונה במדד ולזו הצפויה בחודש הקרוב עומדים גורמי היצע (אנרגיה, סחורות, מע"מ). היציבות בציפיות הארוכות לאינפלציה מעידה על כך שגם בשווקים מעריכים כי לא מדובר בעלייה מתמשכת באינפלציה אלא בשינויים חד פעמיים ברמת

המחירים, אולם בדיון צוין כי יתכן והשפעתם של השינויים האחרונים בגורמי ההיצע על האינפלציה טרם מוצתה במלואה. הפעילות הריאלית, שעל פי הציפיות עלולה להתמתן, תומכת בהערכה כי צד הביקושים לא יהווה מקור ללחץ על המחירים.

בהיבט של הפעילות הריאלית, חברי הוועדה דנו בפער בין הפעילות במחצית הראשונה של השנה, שנתונה עודכנו כלפי מעלה, לציפיות הפסימיות להמשך הפעילות. בהקשר זה צוינו העדכונים כלפי מטה של תחזיות הצמיחה העולמיות כעומדות, בין היתר, ברקע לציפיות הפסימיות. עוד עלה בדיון מרכזיותם של ענף הבנייה והייצוא כמקורות פוטנציאליים לצמיחה. לגבי הייצוא ההערכה הייתה כי שער החליפין האפקטיבי כיום מהווה סביבה נוחה להמשך התפתחות הייצוא אולם האטה נוספת בפעילות העולמית עלולה להקשות על התפתחותו.

בדיון על המדיניות הפיסקאלית והשלכותיה על ההתפתחויות במשק בתקופה הקרובה הוסכם כי תמונת המצב התקציבית עדיין לא התבהרה ועל כן מוקדם לקבוע כיצד תושפע המדיניות המוניטרית מההתפתחויות הפיסקאליות.

בדיון על שוק הדיור חברי הוועדה הביעו את דאגתם מהירידה בקצב שיווק הקרקעות על ידי מינהל מקרקעי ישראל ומהשפעה אפשרית של ירידה זו על מחירי הדירות. על אף שב-12 החודשים האחרונים מחירי הדירות נותרו יציבים בקירוב, הועלה החשש שהירידה בהיצע הקרקעות במקביל להתעוררות הביקושים, המקבלת ביטוי במספר הגדל של העסקאות והמשכנתאות החדשות, תוביל לעלייה מחודשת של המחירים.

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

- בעקבות מדד אוגוסט, שהפגיע כלפי מעלה, האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים עלתה מ-1.4% ל-1.9%. גורמים בצד ההיצע – מסים, מחירי הסחורות והנפט – השפיעו על מדד אוגוסט וצפויים לבוא לידי ביטוי במדדים גבוהים יחסית גם בחודשים הקרובים. יחד עם זאת, בצפיות לאינפלציה מהמקורות השונים ל-12 החודשים הקרובים נרשמה יציבות לאחר עליה שנרשמה בהן בחודש הקודם.
- החודש עדכנה חטיבת המחקר את תחזית הצמיחה של המשק, 3.3% ו-3% לשנים 2012 ו-2013 בהתאמה. תחזיות אלה יחד עם האינדיקטורים שנוספו החודש מציגים המשך צמיחה בקצב דומה לזה של המחצית הראשונה השנה. יחד עם זאת, הצפיות העולות מסקרי הצרכנים ומסקר מגמות בעסקים הן להתמתנות נוספת בפעילות.
- מחירי הדירות בהסתכלות על 12 חודשים אחורנית נותרו יציבים גם החודש. אולם, השינוי במחירי הדירות בחודש האחרון, מספר עסקאות רכישת דירה וביצועי המשכנתאות מעלים את החשש מפני התחדשות העליה במחירי הדירות.
- החודש הכריזו הבנקים המרכזיים המובילים על צעדי הרחבה כמותית שצפויים לתמוך בצמיחת המשק העולמי ברבעונים הקרובים. ה-FED הודיע כי הריבית צפויה להישאר ברמתה הנמוכה עד אמצע 2015. שוקי המניות והאג"ח הגיבו באופטימיות. יחד עם זאת, רמת הסיכונים הכלכליים

מהעולם נותרה גבוהה, ועימה החשש מפני השפעות שליליות על הכלכלה המקומית. נתוני הכלכלה הריאלית בעולם ממשיכים להצביע על חולשה. ההערכות הן שמשבר החוב ימשיך להוות סיכון מרכזי.

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-24 בספטמבר 2012 .

השתתפו :

חברי הוועדה המוניתרית :

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק ויו"ר הוועדה 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

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

מר נועם מיכלסון – כלכלן בחטיבת המחקר

גבי אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניתרית