



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטאריים בבנק ישראל
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש דצמבר 2012**

הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 בנומבר 2012.

דברים כלליים

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הוועדה המוניטארית 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-מוניטארי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, היועץ הבכיר לנגיד ושלושת חברי הוועדה המוניטארית 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 המוניטארית 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. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

מרבית האינדיקטורים שנוספו בחודש האחרון תומכים בהערכה שהצמיחה המתונה בפעילות נמשכת וצפויה להימשך גם בחודשים הקרובים. עם זאת חלה ירידה בביקושים, המתבטאת בירידה ביבוא הסחורות והשירותים. כמו כן, חלה האטה בחודשים האחרונים בקצב עלייתו של המדד המשולב למצב המשק. הסקרים השונים ביחס לפעילות הכלכלית ולצפי לעתיד מלמדים אף הם על האטה בחודשים האחרונים. תחזית הצמיחה של חטיבת המחקר לפיהן צמיחת התוצר בשנת 2012 תסתכם ב-3.3% נותרה ללא שינוי. על פי הערכות ראשוניות, השפעתו של מבצע "עמוד ענן" על המשק צפויה להיות נמוכה.

אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

לפי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי גדל התוצר המקומי הגולמי ב-2.9% והתוצר העסקי ב-2.7% (במונחים שנתיים). לגידול התוצר תרמו גידול של 3.5% בצריכה (ללא מוצרים בני קיימא) וגידול של 4.6% ביצוא (ללא הזנק ויהלומים). עם זאת חלה ירידה בביקושים לצריכת מוצרים בני קיימא, להשקעות במכונות וציוד ולהשקעות בכלי תחבורה, המתבטאת בירידה ביבוא הסחורות והשירותים (ללא יבוא בטחוני) של 1.2%. באופן דומה, חלה האטה בחודשים האחרונים בקצב עלייתו של המדד המשולב למצב המשק, מקצב חודשי ממוצע של 0.21% (2.5% במונחים שנתיים) בחודשים ינואר-יולי לקצב חודשי ממוצע של 0.15% (1.8% במונחים שנתיים) בחודשים אוגוסט-אוקטובר. הסקרים השונים ביחס לפעילות הכלכלית ולצפי לעתיד (סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס, מדדי אמון ומדד מנהלי הרכש) מלמדים אף הם על האטה ברביע השלישי של 2012 ועל הערכות שההאטה תימשך ברביע הרביעי של השנה. סקרי אמון הצרכנים מלמדים כי באוקטובר לא השתפרה התמונה הכלכלית המצביעה על עלייה בפסימיות של הצרכנים ביחס להתפתחויות בעתיד הקרוב.

שוק העבודה

נתוני סקר כוח אדם ממשיכים להצביע על המשך השיפור בתעסוקה, אם כי בקצב ממותן, המשך הגידול בשיעור ההשתתפות והמשך הירידה באבטלה. בשיעור ההשתתפות נרשמה ברביע השלישי עלייה של 0.6 נקודות אחוז ביחס לרביע השני, לרמה של 64.2 אחוזים, ושיעור האבטלה ירד מ-6.9% ל-6.7%. עיקר השיפור שיקף התרחבות התעסוקה בשירותים הציבוריים: מספר משרות השכיר בשירותים הציבוריים עלה בחודשים יולי-אוגוסט ב-0.9%, בעוד מספר משרות השכיר במגזר העסקי רושם ירידה של 0.4%. לצד העלייה בתעסוקה נרשמה ירידה במספר שעות העבודה למועסק, שהשתקפה גם בעלייה בשיעור המועסקים חלקית מתוך כלל המועסקים. לעומת שלושת החודשים הקודמים, השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו ב-1.1% ו-1% בהתאמה, בחודשים יוני – אוגוסט, על פי נתונים מנוכי עונתיות. סך תשלומי מס הבריאיות, המהווים אינדיקציה לתשלומי השכר הנומינלי, היו גבוהים בחודשים ספטמבר-אוקטובר ב-6.5% יחסית לחודשים המקבילים אשתקד. זאת בהשוואה ל-7.1% בנתון זה ביולי – אוגוסט.

נתוני התקציב

הגירעון בפעילות המקומית של הממשלה הסתכם בחודשים ינואר-אוקטובר בכ-17.9 מיליארדי ש"ח - גבוה בכ-6.1 מיליארדים מהתוואי העונתי התואם את תחזית הגירעון של האוצר (3.4 אחוזי תוצר). הפער משקף בעיקר חוסר בגביית המסים וגם הוצאות גבוהות. על פי ההתפתחויות עד כה צפוי הגירעון השנתי להסתכם בכ-4 אחוזי תוצר, בהנחה שהוצאות הממשלה לא יעלו על התקציב המקורי. ניתוח צפי תשלומי החובות של הממשלה לשנת 2013 מראה על ירידה בהיקף ההחזרים ביחס ל-2012. לפיכך, למעבר למסגרת תקציב של 1/12, בעקבות אי אישור תקציב 2013, תהיה השפעה קטנה יחסית על ההוצאות הממשלתיות האחרות. בעקבות מבצע "עמוד ענן" צפויה תוספת חד פעמית להוצאות הביטחון אך מוקדם להעריך אם תהיה לכך השפעה על התקציב הכולל.

2 . ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר ירד ב- 0.2%, בעוד שממוצע תחזיות החזאים עמד על עלייה של 0.2%. עיקר הפער נבע מירידה חדה מהצפוי בסעיף הדיור ובסעיף הפירות והירקות. התפתחות המחירים בפועל מצביעה על המשך התמתנות סביבת האינפלציה, ובהסתכלות על 12 החודשים האחרונים האינפלציה עומדת על 1.8%.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים – המבוססות על ממוצע תחזיות החזאים ועל הציפיות הנמדדות על פי החוזים העתידיים על מדד המחירים לצרכן שהבנקים מציעים מעבר לדלפק – שמרו על יציבות יחסית במרכז יעד האינפלציה. בציפיות הנמדדות משוק ההון (breakeven inflation) נרשמה החודש ירידה מרמה של 2.5% ל- 2.2%. הציפיות לאינפלציה לטווחים של שנתיים ומעלה ירדו בטווחים הקצרים לסביבה של בין 2.3% ל- 2.4%, ובטווחים הארוכים הן שמרו על יציבות בסביבה של 2.5%. שיעור הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה, לפי שוק התלבור וממוצע תחזיות החזאים, הוא 1.8%. כל החזאים המספקים תחזיות לבנק ישראל צופים שבנק ישראל יותיר את ריבית דצמבר ללא שינוי.

פערי הריביות והתשואות בין הארץ לחו"ל

המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב ירד ב-7 נ.ב., לרמה של 249 נ.ב. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה מעט בסיכום התקופה לרמה של 145 נ.ב., תוך עלייה בתנודתיות במהלך מבצע "עמוד ענן".

המצרפים המוניטאריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-4.4%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-4.8%.

שוק האשראי

בחודש ספטמבר ירדה ב-0.7% יתרת החוב של המגזר העסקי, בהמשך לירידה של 0.2% באוגוסט. ב-12 החודשים האחרונים עלתה יתרה זו ב-2.1%. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה בחודש ספטמבר ב-0.6%, ל-383 מיליארדי ש"ח. בחודש אוקטובר הסתכמו ביצועי המשכנתאות (נטילות של משכנתאות) ב-3.4 מיליארדי ש"ח, לעומת 3.2 מיליארדי ש"ח בחודש ספטמבר. יתרת החוב לדיוור בחודש ספטמבר עמדה על 274 מיליארדי ש"ח, גידול של 6.6% ביחס לרמה בחודש ספטמבר אשתקד. שיעורי הריבית על משכנתאות חדשות, שנלקחו בחודש אוקטובר, נותרו כמעט ללא שינוי. בחודש הקודם הודיע המפקח על הבנקים על הגבלת שיעור המימון (LTV) בהלוואות לדיוור.

שוק הדיוור

סעיף הדיוור (שמתבסס על מחירי שכר הדירה) במדד המחירים לצרכן ירד בחודש אוקטובר ב-0.8%. ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר עלה סעיף זה ב-2.2%, לעומת 2.8% ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים אוגוסט - ספטמבר ב-0.5%, לעומת עלייה של 0.6% בחודשים יולי - אוגוסט. ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר עלו מחירי הדירות ב-2.2%, לעומת 1.4% ב-12 החודשים שהסתיימו באוגוסט. הפעילות בענף הבנייה מצויה ברמה גבוהה ביחס לרמותיה 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.

הערכת חטיבת המחקר

חטיבת המחקר פרסמה בחודש ספטמבר את התחזית המאקרו כלכלית לשנים 2012-2013. לפי תחזית זאת (שפורסמה יחד עם הודעת הריבית לחודש אוקטובר), הצמיחה בתמ"ג בשנים 2012 ו-2013 צפויה לעמוד על 3.3% ו-3%, בהתאמה. האינפלציה בשנת 2013 צפויה להסתכם ב-2.2%. ירידה מסוימת בסביבת האינפלציה בחודשים האחרונים, התמתנות הביקושים ברביע השלישי וציפיות השוק להתמתנות של הפעילות ברביעים הבאים עשויים לתמוך בעדכון כלפי מטה של תחזית האינפלציה לשנה הקרובה, במסגרת התחזית שתפורסם במקביל להודעת הריבית לחודש ינואר.

3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-28/10/12, ועד 23/11/12 השקל נותר ללא שינוי מול הדולר תוך תנודתיות במהלך התקופה של מבצע "עמוד ענן". זאת לעומת רבים מהטבעות החשובים בעולם, שנחלשו מול הדולר. מול האירו נחלש השקל ב-0.2%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל ב-0.2%.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-28/10/12, ועד 23/11/12 עלה מדד ת"א 25 ב-0.2%, לעומת ירידות שערים ברוב שוקי המניות בעולם, ועל רקע מבצע "עמוד ענן". במדדי התל-בוניד 20 ו-40 נרשמו עליות של 0.7% בשני המדדים.

4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

הגורם המרכזי שהשפיע על השווקים הפיננסיים העולמיים במהלך החודש האחרון היה התגברות החששות מפני בעיותיה התקציביות של ארה"ב ("הצוק הפיסקלי"). האינדיקטורים הכלכליים מצביעים על שיפור מתון בכלכלות ארה"ב וסין, לעומת המשך מיתון באירופה, ועל החמרה במצב הכלכלי ביפן. באירופה נראה כי המיתון מחלחל גם לכלכלות הליבה של הגוש, ובגרמניה נרשמת האטה בפעילות הריאלית. תחזיות הצמיחה המעודכנות של הנציבות האירופאית למדינות גוש האירו מחזקות את ההערכות הפסימיות לגבי המשך האטה במדינות הגוש גם בשנה הבאה. חששות סביב משבר החוב של יוון שבו ועלו החודש כאשר קרן המטבע והרשויות האירופאיות טרם אישרו את התשלום הבא של חבילת הסיוע ליוון. במדדי המניות בעולם נרשמו החודש בדרך כלל ירידות. בשוקי האג"ח הממשלתיות העיקריים נרשמו ירידות תשואות. שיעורי האינפלציה במרבית הכלכלות המובילות המשיכו להתמתן. מחירי הסחורות נותרו כמעט ללא שינוי ובמחירי הנפט נרשמה עלייה קלה.

ג. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש דצמבר 2012

עיקרי הדיון:

ששת חברי הוועדה המוניתארית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה ריבית בנק ישראל הרצוי במשק. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש דצמבר 2012 שררה הסכמה בקרב חברי הוועדה להותיר את הריבית על כנה ברמה של 2%.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) רמת הפעילות של המשק ושוק העבודה; (2) השפעות מבצע "עמוד ענן"; (3) סביבת האינפלציה ושוק הדיור; ו-(4) שוק האשראי.

בנושא הפעילות הריאלית, חלק מחברי הוועדה העריכו כי האינדיקטורים שנוספו החודש ובפרט התמונה העולה מהסקרים השונים ממשיכים להצביע על ירידה קלה בקצב ההתרחבות של הפעילות, בעוד שחברי ועדה אחרים העריכו כי קצב הגידול בתוצר נותר באותה הרמה מאז הרביע השני של 2011. הנתונים משוק העבודה מצביעים על תמונה מעורבת; אמנם קיים המשך שיפור בתעסוקה, אולם שיפור זה ניכר בעיקר בסקטור הציבורי, בעוד בסקטור העסקי קיים קיפאון. בנוסף, נראה כי חלה ירידה בניצולת גורמי הייצור לצד ירידה ברמת הפרייון (העולה בקנה אחד עם עלייה בשיעור ההשתתפות). חברי הוועדה הסכימו כי ככל הנראה לא צפוי ריסון פיסקאלי משמעותי כתוצאה מדחיית אישור התקציב עד אחרי הבחירות ומעבר להתנהלות תחת מגבלת ההוצאה החודשית של 1/12 מתקציב 2012 עד אז, בשל העובדה שהוצאות החוזר החוב הצפויות ב-2013 נמוכות מאלה של 2012.

שררה הסכמה בקרב חברי הוועדה כי למבצע הצבאי האחרון בעזה לא היו השפעות משמעותיות על קצב הצמיחה הנוכחי והעתידי במשק, וכי גם ההשפעות על שוק המט"ח וההון היו מתונות בלבד. חברי הוועדה צופים תוספת חד פעמית להוצאות הביטחון לשם חידוש המלאים, אך מוקדם להעריך אם תהיה לכך השפעה על התקציב הכולל.

הוועדה דנה בסביבת האינפלציה הממותנת כפי שהיא משתקפת במדדי המחירים הנמוכים של החודשיים האחרונים, לרבות הירידה במדד הדיור בחודש אוקטובר. חלק מחברי הוועדה ציינו כי הדבר עקבי עם ההערכה בדבר האטה מסוימת בצמיחה. ביחס לשוק הדירות סברו חברי הוועדה כי מוקדם מדי להעריך את ההשפעה של הצעד שנקט בחודש האחרון ע"י המפקח על הבנקים המגביל את שיעור המימון ממחיר הדירה.

כמו כן עסק הדיון בנושא האשראי במשק: חברי הוועדה עמדו על התרחבות הפער שבין הריבית על האשראי לבין ריבית בנק ישראל, והקיפאון הנמשך ביתרת האשראי למגזר העסקי. יחד עם זאת,

נתוני סקר המגמות בעסקים, שאינם מראים עלייה בחומרת מגבלת האשראי, עקביים עם הסברה שהדבר נובע בעיקר מירידת הביקוש לאשראי יחד עם עלייה בפרמיית הסיכון, ולא ממגבלת היצע.

על רקע הורדת הריבית בחודש שעבר, חברי הוועדה סברו כי השארת הריבית ללא שינוי עקבית עם רמת הפעילות במשק וסביבת האינפלציה כפי שהן מצטיירות מהאינדיקטורים שהצטברו החודש.

לאחר הדיון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניטארית על גובה ריבית בנק ישראל לקראת חודש דצמבר 2012. ששת חברי הוועדה הסכימו על אי שינוי הריבית.

בהודעה על החלטת הריבית, הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן שהכריעו בעד ההחלטה להשאיר את הריבית לחודש דצמבר ברמה של 2% :

- האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת במרכז היעד ולא ניכרים לחצים אינפלציוניים. הצפיות של הגורמים השונים לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים נמצאות אף הן בסביבת מרכז היעד.
- מרבית האינדיקטורים שנוספו בחודש האחרון, תומכים בהערכה לפיה נמשך גידול מתון בפעילות, וכי גידול מתון זה צפוי להמשיך גם בחודשים הקרובים. האינדיקטורים הללו עקביים עם תחזית הצמיחה של חטיבת המחקר: 3.3%, 3% לשנים 2012 ו-2013 בהתאמה. הסקרים השונים על הפעילות ממשיכים להצביע על פסימיות ועל צפי להתמתנות בפעילות.
- רמת הסיכונים הכלכליים מהעולם נותרה גבוהה, ועימה החשש מפני השפעות שליליות על הכלכלה המקומית. האינדיקטורים הכלכליים מצביעים על שיפור מתון בכלכלות ארה"ב וסין לעומת המשך מיתון באירופה והחמרה במצב הכלכלי ביפן. האינפלציה בעולם ממשיכה להיות נמוכה ומחירי הסחורות ששמרו החודש על יציבות, צפויים להמשיך לתמוך ברמת האינפלציה הנוכחית.
- 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. מדיניות ההרחבה הכמותית בארה"ב, בריטניה ויפן נמשכת.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים ובפרט נוכח אי הודאות הגבוהה הנמשכת 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-26 בנובמבר 2012 .

השתתפו

חברי הוועדה המוניטארית:

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

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
גב' אנה ססי-ברודסקי – כלכלנית בחטיבת המחקר
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטארית