|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **בנק ישראל**  דוברות והסברה כלכלית | C:\Users\u20m\AppData\Local\Microsoft\Windows\Temporary Internet Files\Content.Outlook\QG6DHDKN\60Y+bank_Color_CMYK_300DPI (2).jpg | ‏ירושלים, ד' בסיון התשע"ד  ‏‏2 ביוני 2014 |

הודעה לעיתונות:

**דברי המשנה לנגידת בנק ישראל, ד"ר נדין בודו טרכטנברג, בוועידת שוק ההון של "גלובס"**

זו ההרצאה הפומבית הראשונה שלי בתפקידי כמשנה לנגידה, ואני שמחה לחזור לדבר בפני הפעילים בשוק ההון. אני רוצה לחזור בהרצאתי אל ישיבת הועדה המוניטרית שנערכה לפני שבוע, בה החלטנו להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית, ולדבר על מה שראינו, וגם על מה שלא ראינו, בהתפתחויות במשק. אזכיר שלבנק ישראל ישנם שלושה יעדים, אשר עומדים ברקע בעת קבלת החלטות המדיניות. היעד הראשון, הקלאסי, והכל כך רלוונטי מבחינה היסטורית למדינת ישראל, הוא כמובן יציבות המחירים. היעד השני עוסק בין השאר בהתפתחויות הריאליות, והשלישי הוא נושא לא חדש, אבל החשיבות שלו חדשה, זו כמובן היציבות הפיננסית. המשמעות היא שכאשר אנחנו מסתכלים על הנתונים, אנחנו מסתכלים כמובן על האינפלציה, ואולי אפילו יותר חשוב ממנה, על הציפיות לאינפלציה. שנית, אנו בוחנים את ההתפתחויות הריאליות, ומפרשים את הנתונים החדשים שהתקבלו בחודש האחרון, ושלישית, אנו עוקבים האחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים, ואחר רמת המינוף במשק, שהיא כמובן אחת מהאינדיקציות החשובות ליציבות פיננסית.

נתחיל עם האינפלציה (שקף 2). האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמצאת בגבול התחתון של היעד, שהוא בין 1-3%. הציפיות, לעומת זאת, יותר קרובות למרכז היעד, אם כי הן ירדו קצת לאחרונה. אנחנו מסתכלים גם על הציפיות לאינפלציה לטווח ארוך שנמצאות גם הן בתוך היעד. (שקף 3). כעת, אם ננתח את האינפלציה היחסית נמוכה שיש אצלנו, ננסה להבין כמה ממנה נובע מאינפלציה נמוכה בארץ וכמה מיובא מחו"ל. ניתן לראות (שקף 4) שהאינפלציה נמוכה גם בחו"ל, ובולט המקרה של שוויץ שמתמודדת כבר מזה זמן עם אינפלציה נמוכה, ואפילו שלילית, וזה כמובן לא המצב בישראל. אם נפרק את מדד המחירים לצרכן ונסתכל בנפרד על האינפלציה של הסעיפים הסחירים ואלו שאינם סחירים, ניתן לראות פער משמעותי (שקף 5) - האינפלציה של המוצרים הסחירים שלילית מזה מספר חודשים – בשנים עשר החודשים האחרונים מחירי המוצרים הסחירים ירדו ב-0.86%. המשמעות היא שאנו למעשה מייבאים אלינו דפלציה מחו"ל – בחלקה מדובר ברמתו המיוספת של שער החליפין, והחלק האחר הוא פשוט האינפלציה הנמוכה שיש בחו"ל. במוצרים הבלתי הסחירים, לעומת זאת, אנחנו עדיין רואים אינפלציה שנמצאת באמצע היעד, כ-2%. כאשר אנו דנים, אם כן, באינפלציה, אנו מסיקים שהן הציפיות והן האינפלציה הנובעת מההתפתחויות המקומיות לא נמצאות באזור המסוכן של הדפלציה, לעומת הרבה מדינות שבהן הבנקים המרכזיים צריכים לתת את דעתם על החשש מכניסה לדפלציה.

לגבי ההתפתחויות בכלכלה הריאלית, אנו רואים שהצמיחה במשק הישראלי ובמשקים המפותחים, שהם שותפי הסחר העיקריים שלנו, מאוד מתואמת (שקף 6). עם זאת, העוצמה של גלי הצמיחה וההתמתנות שונה מאוד. וכמו בהסתכלות על האינפלציה, גם כאן אנו שואלים את עצמנו באיזו מידה ההתפתחויות בארץ נובעות ממה שקורה בחו"ל, וכמה נובע ממה שקורה אצלנו. ב-2013 התוצר צמח בשיעור של 3.3%, אולם אם ננכה את השפעת התחלת הפקת הגז, הצמיחה עמדה על בערך 2.5%. התחזית של חטיבת המחקר של בנק ישראל ל-2014 עומדת על צמיחה של 3.1% - זוהי התחזית מסוף מארס, וכמובן שאנו מעדכנים את התחזית בצורה מסודרת כל שלושה חודשים - ובניכוי השפעת הגז מדובר על צמיחה של 2.8%. כלומר, בניכוי השפעת הגז, התחזית היא להאצה מסוימת בצמיחה ב-2014, ולא להיפך. עם זאת, התפרסמו לאחרונה הנתונים על הרבעון הראשון של 2014 (שקף 7), שהיו מאכזבים. התוצר צמח בשיעור של 2.1%, ומתוך זה הייתה ירידה בצריכה הפרטית, לא רק בצריכת בני קיימא אלא גם בצריכה השוטפת, שזה מאוד נדיר. הפעם האחרונה בה ראינו צמיחה שלילית של הצריכה הפרטית הייתה בעיצומו של המשבר הפיננסי העולמי.

עולה השאלה, האם באמת אלו סימנים רציניים להתמתנות של צמיחת המשק? בהקשר זה צריך לזכור שגם נתוני הרביע הראשון בארה"ב ובאירופה היו מאכזבים, וחלק מזה יוחס למזג האוויר גם בארה"ב וגם באירופה. האמריקאים והאירופאים לא ראו בכך סימן להתמתנות עתידית אלא התפתחות נקודתית, והעדכון של התחזיות שיקף רק את ההפתעה של הרביע הראשון ולא צפי להתמתנות בהמשך. יש להניח שהתפתחות זו השפיעה גם על המשק הישראלי. מעבר לכך, נתוני הרביע הראשון שפורסמו הם הנתונים הראשוניים, ואנו יודעים היטב שנתונים אלו עוברים על פי רוב רביזיות משמעותיות, ולכן עלינו להתייחס אליהם במסגרת מכלול של אינדיקטורים אחרים שאנו מסתכלים עליהם, חלקם היו שליליים וחלקם חיוביים. המדד המשולב (שקף 8) לא השתנה בחודשיים האחרונים, וזה בהחלט אינדיקטור שמצביע על האטה בשיעור הצמיחה. יצוא הסחורות (שקף 9) לא צומח מזה מספר רבעונים, (ללא אניות, מטוסים, ויהלומים, במחירים שוטפים), ואנו רואים שבארבעת החודשים הראשונים של השנה יש אפילו ירידה. היצוא מושפע בוודאי מההתפתחויות בחו"ל שתיארתי, וגם כמובן מרמת שער החליפין. יש להדגיש שבהקשר זה אני מתכוונת לרמה של שער החליפין, ולא לשינוי בו – למעשה, מתחילת השנה בשער החליפין האפקטיבי לא חל שינוי מהותי, לאחר הייסוף שהתרחש בעיקר במחצית הראשונה של 2013 (שקף 10). אולם הייצוא מושפע בפיגור מסוים מרמת שער החליפין, ולכן ייתכן שהיצוא מגיב כעת לייסוף שהתרחש קודם לכן.

בין האינדיקטורים החיוביים ניתן למנות את מדד אמון הצרכנים של בנק הפועלים (שקף 11) שנמצא בתחום החיובי ואף בעלייה. יצוא השירותים, שמהווה כשליש מהיצוא, (שקף 12) צומח בקצב נאה, והרכיב העיקרי שצומח הוא כמובן השירותים העסקיים ובתוכם שירותי התוכנה. ענפים אלו מתאפיינים ביכולת טובה יותר לספוג את התחזקות השקל, וגם ההתפתחויות בחו"ל ככל הנראה פחות פוגעות בצריכת השירותים שהתעשייה שלנו יודעת לייצר היטב. תקבולי מס הבריאות, שנותנים אינדיקציה על סך השכר במשק, נמצאים בעלייה (שקף 13). למעשה, כל הנתונים משוק העבודה מצביעים על המשך הצמיחה, אם כי יש לזכור שהם מגיעים בפיגור מסוים. אנחנו רואים המשך עלייה בשיעור השתתפות (שקף 14), ירידה בשיעור האבטלה, גידול במספר המועסקים. כל הנתונים האלה מצביעים על שוק עבודה יחסית בריא, מה שמאוד שונה ממה שאנחנו מכירים כמובן, גם בארה"ב וגם באירופה. הגידול הזה מתרחש ללא לחץ בשכר (שקף 15). גם בסקטור העסקי וגם בשירותים הציבוריים, השכר די יציב, מה שאומר ששוק העבודה עוד לא מיצה את פוטנציאל הצמיחה שלא תביא ללחצים אינפלציוניים. בסך הכול, אם כן, ההתפתחויות במשק אינן נותנות תמונה ברורה, ואפשר אפילו להגיד שהן מציירות ציור אימפרסיוניסטי, שכל אחד יכול לפרש אותו איך שהוא רוצה. הנתונים שאנחנו ראינו, בכל אופן, לא הביאו למסקנה חדה שהצריכה שינוי של המדיניות לכאן או לכאן.

היעד השלישי של בנק ישראל הנו התמיכה ביציבות הפיננסית. בהקשר זה חשוב במיוחד להסתכל על רמת המינוף במשק, ועל מחירי הנכסים, ולשאול את עצמנו אם אנו רואים סיכונים מכיוון זה. בהרבה מקומות, גם בכנס הזה, ובוודאי בבנקים מרכזיים רבים, עוסקים בסוגיה המאוד מורכבת של סביבת הריבית הנמוכה, גם בארץ וגם בעולם, ובעיוותים שרמת ריבית כזו עשויה ליצור. זו סוגיה שגם אנחנו דנים בה. כשמסתכלים על אינדיקטורים מוקדמים של אי יציבות פיננסית, אנחנו צריכים להסתכל לא רק על הרמות אלא גם על שיעורי הגידול – הן של המחירים והן של רמות המינוף. ופה התמונה שיש לנו בארץ היא די שונה מאשר כמעט בכל משק שאנחנו מכירים. נטל החוב הכולל של המשק - סך כל החוב של הסקטור הציבורי, המגזר העסקי, ומשקי הבית ביחס לתוצר, יורד לאט-לאט בשנים האחרונות (שקף 18). הממשלה נוקטת במדיניות ארוכת טווח של הפחתת נטל החוב, וניתן לראות שבין השנים 2007 ל-2013, נטל החוב של הסקטור הציבורי ירד ב-7.5 נקודות אחוז (שקף 19). לעומת זאת, ברוב המדינות המפותחות, אנחנו ראינו גידול מאוד מהיר בחוב של הסקטור הציבורי – 29 נקודות אחוז באירופה, ו-40 נקודות אחוז בארה"ב. מבחינת הרמה, ישראל נמצאת ברמה של יחס חוב תוצר של 67%, שיפור ניכר לעומת העבר גם מבחינת המיקום היחסי. אם נסתכל על המגזר העסקי באותן שנים (שקף 20), ניתן לראות שבישראל הייתה ירידה של 25 נקודות אחוז ביחס החוב של המגזר העסקי לתוצר, וגם זה מצב מאוד שונה מבכל מקום אחר בעולם. בארה"ב, למרות מספר שנים של מחנק אשראי בעקבות המשבר, היה גידול של 11%, ובאירופה גידול של 14%. יש לשים לב לכך שבחלק מהמדינות החוב לא מאוד השתנה, והגידול ביחס הוא תוצאה של הצטמצמות התמ"ג. מבחינת הרמה, אנו נמצאים ברמה יחסית נמוכה של יחס החוב העסקי לתוצר, 73%, לעומת כ-85% בארה"ב ו-110% באירופה. גם בקרב משקי הבית (שקף 21) אנו רואים תמונה מאוד שונה ממה שאנחנו רואים במדינות אחרות. בחלק מהמדינות המשבר היה תוצאה של עודף המינוף של משקי בית, ולכן הם היו צריכים לעבור תהליך של Deleveraging - זה מתחיל לקרות בארה"ב, עם ירידה של 10%, וגם באירלנד, בספרד, אבל יש עדיין מספר מדינות שבהן תהליך זה עדיין לא התרחש, ואנחנו צריכים לצפות לכך שהוא יתרחש. בארץ, לעומת זאת, סך כול החוב של משקי בית כאחוז מהתמ"ג, נותר די יציב בתקופה זו, וזה למרות הגידול המאוד מהיר ביתרת המשכנתאות. מבחינת הרמה, גם היא יחסית נמוכה, 39%, לעומת 71% באירופה. האמריקאים ידועים כלוקחים אשראי יותר בקלות, ושם היחס הוא 82%, כאמור לאחר ירידה של 10 נקודות אחוז בשנים האחרונות.

אם לסכם את תמונת האשראי (שקף 22), הרי שהאשראי למגזר העסקי מצוי כמעט בקיפאון, והגידול היחיד שראינו הוא באשראי לדיור, שלא הביא לגידול ביחס החוב של משקי הבית, אשר נמצא עדיין ברמה יחסית נמוכה. הירידה באשראי העסקי (שקף 23) אולי מפצה, במידה מסוימת, על הגידול החד יחסית שראינו ערב המשבר, אבל במידה מסוימת זו עדיין תעלומה. משק שממשיך לצמוח צריך אשראי, ואנחנו לא ראינו צמיחה באשראי, לא ממערכת הבנקאות, ולא מהמקורות החוץ בנקאיים. קצב ההנפקות הואט לאחרונה (שקף 24), כאשר מתוך זה ההנפקות בענף הנדל"ן גדלו בצורה משמעותית השנה, וזה משהו שכמובן אנחנו ממשיכים להסתכל עליו, אם כי איכות האשראי, לפי דירוגים, השתפרה השנה. אם כך, הסוגיה שאנו צריכים לחשוב עליה היא שמצד אחד המשק צומח, ומצד שני אין גידול באשראי העסקי. ננסה להסתכל על מחירי האשראי, ולצורך כך נבחן את מרווחי התל בונד (שקף 26). אם היעדר הגידול באשראי היה תוצאה של מחסור בהיצע, היינו מצפים לראות עלייה במחירי האשראי. לעומת זאת, אנו רואים ירידה במרווחים, שמעידה על כך שהסיטואציה היא של היעדר ביקוש לאשראי. תופעה מעניינת נוספת היא המרווח בין הריבית הקצרה לריבית הארוכה (שקף 27), שבישראל הוא גבוה יחסית לאורך זמן. בכל תקופה היה ככל הנראה הסבר אחר למרווח הגבוה יחסית בישראל: בשנת 2000, התקופה הייתה של תחילת ההנפקות הגדולות של השחר ל-10 שנים, ועדיין היו חששות מאינפלציה, מה שיכל להביא למרווח גבוה יותר. לאחר מכן, בשנים 2006-2007, הייתה גאות יוצאת דופן בחו"ל, ופה הרבה פחות, ולכן אולי המרווחים היו יותר גבוהים בישראל. גם אם ההסבר שונה בכל תקופה, הוא ככל הנראה משקף פרמיה גבוהה יותר עבור הטווח הארוך בישראל, כלומר, למרות הירידה בריבית המוניטרית, הסיכון לטווח ארוך בארץ הוא כנראה גבוה יותר מאשר בעולם. בשוק המניות יש עלייה במחירים, לא שונה ממה שרואים במדינות אחרות.

לסיכום, כשאנו מסתכלים על שלושת היעדים של בנק ישראל, האינפלציה הנמוכה היא כנראה בחלקה ייבוא של אינפלציה נמוכה מחו"ל. תמונת הפעילות הריאלית אינה ברורה, כאשר חלק מהאינדיקטורים שליליים וחלק חיוביים, בייחוד ברביע הראשון. מבחינת המינוף, יש רמות גבוהות של אשראי לדיור, אולם אנו לא רואים רמות מאוד גבוהות של מינוף בכלל המשק שעשויות להביא למסלול מסוכן. בסיכום כל המרכיבים האלו, הוועדה המוניטרית השאירה החודש את הריבית ללא שינוי.