



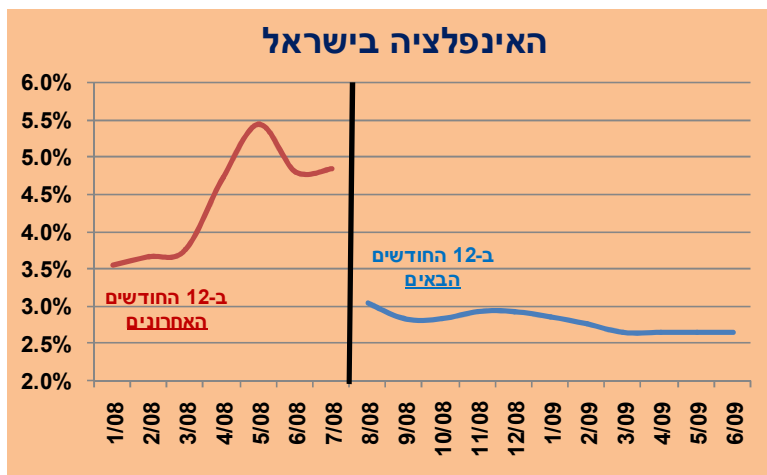
לקראת הכרזת הריבית בישראל לחודש ספטמבר הריבית צפויה לעלות ב-25 נ"ב

עיקרי הדברים:

- ◆ חרף, ניהול משטר אינפלציה גמיש והרצון לעודד צמיחה, מדדי המחירים לצרכן הגבוהים משמעותית מהרצוי, לא מאפשרים לבנק ישראל להיות אדיש, ולהותיר את הריבית ללא שינוי.
- ◆ מדד המחירים לצרכן לחודש יולי עלה בשיעור חד מאוד של 1.1%. גם מדד המחירים לחודש אוגוסט, צפוי להיות גבוה למדי ולהסתכם ב-0.5%. הפעילות הכלכלית הערה, הפיחות שנרשם בשקל כנגד הדולר לאחרונה והגידול המהיר הכמות הכסף תומכים, גם הם, בהמשך לחצים אינפלציוניים, בתקופה הקרובה. כל זאת, למרות הזלזות משמעותיות במחירי הסחורות בעולם בשבועות האחרונים.
- ◆ לפיכך, גם אם בבנק ישראל מעוניינים לעודד את הצמיחה, אין בידם הרבה ברירות אלא להעלות את הריבית.
- ◆ יחד עם זאת, יש לזכור כי ההחלטה היא של אדם אחד, הנגיד, ולפיכך נראה כי ההחלטה תהיה קשה, במיוחד לאור העובדה כי מחויבותו לעידוד הצמיחה היא גבוהה.
- ◆ לפיכך, אנו מעריכים, כי ביום ב', ה-25/8, יעלה בנק ישראל את הריבית המוניטרית בשיעור של 25 נ"ב.

כזכור, בנק ישראל החליט להעלות את הריבית לחודש אוגוסט בשיעור של 25 נ"ב, לרמה של 4.0%. החלטה זו, התקבלה למרות מדד יוני הנמוך (0.1%), ובמיוחד בעקבות ציפיות השוק (חזאים פרטיים, סקר החברות ושל שוק ההון) לכך שהאינפלציה ב-12 החודשים הבאים תהיה גבוהה מ-3%, שהוא הגבול העליון של יעד יציבות המחירים. **ההחלטה להעלות את הריבית, נבעה בעיקר מכך שהערכות השוק לאינפלציה יצאו באופן ברור מתחום יציבות המחירים.** אי תגובה לכך הייתה פוגעת באמינותו של הבנק ולשם כך החליט הנגיד על ריסון של 25 נ"ב.

העלאת הריבית הביאה, לשמחתו של בנק ישראל, לכדי ירידה נאה של הציפיות לאינפלציה במשק, ובמיוחד אלו כפי שנגזרות משוק ההון. כך, למרבית אורכו של עקום הציפיות האינפלציוניות כפי שנגזר משוק ההון (לפי הפער בין איגרת החוב מסוג "שחר" לאיגרת החוב מסוג "גליל"), נמצאות לאחרונה הציפיות ברמה הנמוכה מ-3%



בבנק ישראל אף ציפו כי, מדד נמוך לחודש יוני, המשולב עם ציפיות אינפלציוניות (לפי שוק ההון) הנמוכות מ-3% וירידה חדה במחירי הסחורות, החל בראשית יולי, יביאו לכדי התמתנות של האינפלציה בישראל ב-12 החודשים הבאים.

בדיעבד, לא כך היו פני הדברים. מדד המחירים לצרכן לחודש יולי הפתיע לרעה בעודו עולה בשיעור חד מאוד של 1.1%.

ההפתעה במדד המחירים לצרכן בחודש יולי הגיעה במיוחד מסעיף הדיור אשר עובר בתקופה זו שינוי מבני, לפיו בסיס ההצמדה הדולרי של חוזי שכר הדירה מתבטל, לטובת חוזים שקליים. במסגרת המהלך, גם מעודכן מחיר שכר הדירה כלפי מעלה. שינוי מבני זה, צפוי להשפיע לרעה על מדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט גם כן. לכן, יש להוסיף את העובדה כי התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח צפויה להביא לכדי פיחות של 5% בשער החליפין היומי הממוצע של השקל כנגד הדולר בחודש אוגוסט לעומת יולי.

השפעת הפיחות בערכו של השקל כנגד הדולר, גם אם הפכה מצומצמת בחודשים האחרונים, עדיין צפויה להשפיע לרעה על מדדי המחירים לצרכן של החודשים הקרובים ולפיכך, להקשות על ניהול המדיניות המוניטרית. לשער החליפין כגורם אינפלציוני, בתקופה הנוכחית, יש להוסיף את הצמיחה הנאה במשק, את הריבית הריאלית הנמוכה ואת הגידול המהיר בכמות הכסף, אשר כולם במשולב תומכים בלחצים אינפלציוניים.

כמו כן, חשוב לציין כי לנתוני החשבונאות הלאומית שיפורסמו היום, למחצית הראשונה של השנה, יהיה משקל חשוב בהחלטת הריבית. דיווח על צמיחה חזקה במחצית זו עשוי להקל מאוד על ההחלטה לגבי הריסון. מנגד, דיווח חלש מאוד (סבירות נמוכה מאוד) עלול להטות את הכף להותיר את הריבית ללא שינוי

לאור כל אלו, להערכתנו יבחרו בבנק ישראל, גם החודש, להעלות את הריבית בשיעור של 25 נ"ב וזאת בכדי להתמודד עם הלחצים האינפלציוניים, אשר כבר אינם רק תוצאה של השפעה מיובאת.

מעבר לכך, נזכיר כי ההחלטה להעלות את הריבית היא של אדם אחד, הנגיד, וכפי שבפעם הקודמת פעל שלא לפי

דעת הרוב של חברי ההנהלה המצומצמת של הבנק (כזכור, 3 חברים התנגדו להעלות את הריבית) קשה מאוד לזהות את רחשי ליבו, במיוחד הפעם. אנו מעריכים כי ההחלטה באשר לשיעור הריבית תהיה החודש קשה למדי לנגיד, כאשר גם כך זו תכריע לבסוף לכיוון של העלאה.



אינדיקטורים כלכליים והשפעתם על החלטת הריבית

מס'	גורמים רלוונטיים בהחלטה	התפתחות אחרונה ומצב נוכחי	המגמה
1.	ציפיות שוק ההון לאינפלציה בשנה הקרובה ושנתיים קדימה	על-פי החודש האחרון הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה עמדו על 2.8% בממוצע, והציפיות לשנתיים על 2.6% בממוצע. במבט על השבוע האחרון, ציפיות שוק ההון מבטאת רמות של 2.7% לשנה ולשנתיים. הן הציפיות לשנה והן הציפיות לשנתיים התמתנו. רמת האינפלציה השנתית הצפויה ירדה אל מתחת לגבול העליון של יעד האינפלציה של הממשלה (3%).	אי שינוי
2.	ציפיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה (12 חודשים קדימה)	ציפיות החזאים נותרה בעינה ברמה של 3.2%, בדומה לחודשים האחרונים, מחוץ לגבול העליון של טווח יעד האינפלציה.	העלאה
3.	האינפלציה בפועל: מגמה	מדד המחירים לצרכן בחודש יולי, שעלה ב-1.1%, תרם להמשכה של סביבת רמת המחירים הגבוהה. מדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים עדיין נותר ברמה גבוהה של 4.8%, גבוה מאוד מהגבול העליון של טווח יעד האינפלציה.	העלאה
4.	השינוי באמצעי התשלום	בחודש יולי עלו יתרות אמצעי התשלום ב-4%, לעומת חודש יוני. קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום בחישוב ל-12 החודשים האחרונים עומד על יותר מ-12%.	העלאה
5.	גובה הריבית הריאלית לטווח קצר	בחודש יולי התהפכה מגמת העלייה האופיינית מתחילת השנה באפיק הצמוד. לזה תרמו הן, מדד המחירים ביוני, שעלה רק ב-0.1% והודעת הריבית האחרונה, שהועלתה ב-25 נ"ב. מחיריהן של איגרות החוב הצמודות הקצרות, בסיכום חודשי ירדו ב-0.6%. עם זאת, לאור מדד המחירים לצרכן של חודש יולי, שעלה, בניגוד לציפיות, ב-1.1%, מתחזקים שעריהן של איגרות החוב הצמודות ב-0.5%.	אי שינוי/ העלאה
6.	מגמת הריבית הריאלית לטווח הארוך	מחיריהן של אגרות החוב הצמודות הארוכות המיועדות לפדיון בעוד עשר שנים ירדו בחודש יולי בכ-1.1%. מגמה זו שינתה כיוון בחודש אוגוסט כאשר מחיריהן עלו מתחילת החודש ב-0.4%.	אי שינוי

הפחתה	ביולי הצטבר גרעון תקציבי של 815 מיליון שקל. נתון זה, מגדיל את הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים לרמה של כ-5.4 מיליארד ₪, ומהווה 3.2% תוצר, כפול מתקרת הגרעון השנתי של 1.6% תוצר. עם זאת, מראשית השנה הפעילות היא טובה למדי ושר האוצר מציג מחויבות לשמירה פיסקלית לשנת 2009.	הגרעון בתקציב במונחי תוצר	7.
אי שינוי/ הפחתה	פער הריביות בין ישראל לארה"ב עומד על 2% הערכות השוק לקראת החלטת הריבית הקרובה בארה"ב (16/9), מעניקות משקל גבוה להותרת הריבית על כנה ומשקל נמוך להעלאתה. פער הריביות מול אירופה הצטמצם וירד ל-0.25% לאחר מדיניות מוניטרית מרסנת שננקטה בישראל, בה הועלתה הריבית ב-25 נקודות בסיס, והותרת הריבית על כנה בגוש האירו.	הפרשי הריביות שקל - \$ ומגמת הריבית בארה"ב ובאירופה	8.
העלאה	מאז החלטת הריבית האחרונה (28/7) ועד לכתובת שורות אלה נחלש השקל מול הדולר בשיעור של כ-2.6%.	שער החליפין הנוכחי	9.
אי שינוי	הסיכון הפיננסי של ישראל, כפי שהוא בא לידי ביטוי במרווח ה-CDS ל-5 שנים, התרחב לרמה של 88 נקודות מרמה של 85 נקודות בחודש יוני.	פרמיית הסיכון של ישראל	10.
אי שינוי	בחודש יולי נע הפער בין תשואות אגרות החוב של ישראל המיועדות לפדיון בעוד עשר שנים לבין המקבילות האמריקאיות סביב רמות של 200 נ"ב. בימים אלה, חלה התרחבות נוספת של כ-30 נ"ב בפער התשואות כאשר חלה עלייה בתשואה לפדיון של אגרות החוב של ישראל יחד עם ירידה בתשואותיהן לפדיון של אגרות החוב האמריקאיות.	הפרשי תשואות אג"ח ממשלת ישראל/ארה"ב	11.
הפחתה	בדו"ח האינפלציה האחרון צופה בנק ישראל החרפה בסביבה הכלכלית של ישראל בהמשך השנה ובשנת 2009 זאת, לאור ההאטה בפעילות העולמית, ולראיה נתוני התמ"ג החלשים שהציגו מדינות בגוש האירו לרבעון שני. הבנק צופה קצב צמיחה של 4.2% ב-2008 ו-3.1% ב-2009.	קצב הצמיחה של ישראל	12.

מסמך זה הוכן על-ידי מיטב בית השקעות בע"מ ו/או על-ידי אחת או יותר מהחברות שבשליטתה. מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בתוניהם ובצרכים המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות בכל הנוגע לביצוע פעולה במוצרים פיננסיים ועם יועץ פנסיוני ו/או סוכן שיווק פנסיוני בכל הנוגע להצטרפות או עזיבת מוצרים פנסיוניים. כמו כן, מסמך זה אינו מהווה הצעה או המלצה לרכישת או מכירת מוצר פיננסי, לרבות קרן השתלמות, אופציות, יחידות השתתפות בקרן נאמנות או כל נייר ערך או מוצר פיננסי אחר, ואינו מהווה הצעה להצטרפות או עזיבת מוצר פנסיוני, לרבות קופת גמל, קרן השתלמות, קרן פנסיה או תכנית ביטוח. רכישת מוצר פיננסי בגינו נדרש פרסום תשקיף ודיווחים מיידיים, לרבות יחידות בקרנות נאמנות, תעשה על פי התשקיף והדיווחים המיידיים שבתוקף. כמו כן, מיטב בית השקעות בע"מ, וכן חברות שבשליטתה עוסקות, בין היתר, בניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות השתלמות, ניהול קרנות פנסיה וחיתום, ועשוי להיות למי מהן עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או ביצוע עסקה עבור עצמן ו/או עבור אחרים בניירות ערך ו/או במוצרים פיננסיים אחרים הנזכרים במסמך זה. האמור במסמך זה נאסף ו/או מתבסס על מידע ממקורות שונים ולא בוצעה על-ידי מיטב בית השקעות ו/או כל חברה שבשליטתה בדיקה עצמאית של המידע האמור. האמור במסמך זה כולל הערכות, אומדנים ו/או תחזיות. **מיטב בית השקעות בע"מ וכן כל חברה בשליטתה אינן אחראיות לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ועקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה, כולו או חלקו.** אין בתשואות העבר של המוצרים הפיננסיים כדי להעיד על תשואותיהם בעתיד. כל הזכויות, לרבות זכויות הקניין הרוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות למיטב בית השקעות בע"מ ו/או לאחת או יותר מהחברות אשר בשליטתה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות להפיצו ולהעתיקו, ללא קבלת אישור מראש ובכתב.
