



יולי 2006

**דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל
לקבלת החלטת הריבית לחודש יולי 2006**

**הדיון בפורום הרחב התקיים בבנק ישראל ב-25 ביוני ואילו הדיונים בפורום המצומצם
התקיימו ב-25 וב-26 ביוני**

כללי

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד, מתקיימים בבנק ישראל שני דיונים – דיון בפורום רחב ודיון בפורום מצומצם.

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה – במישרין או בעקיפין. כך, מוצגות ההתפתחויות במשק הישראלי - בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, ראשי המחלקות הכלכליות בבנק (מחלקת המחקר, המחלקה המוניטרית, מחלקת מט"ח והמחלקה לפעילות המשק במט"ח) וכלכלנים מהמחלקות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון. בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי המחלקות הכלכליות את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

כללי

הנתונים ממשיכים להצביע על המשך הצמיחה המהירה במשק, המאפיינת את היצוא, הצריכה הפרטית וההשקעה. זאת ניתן ללמוד החודש ממדדי הפעילות במשק, מנתוני סחר חוץ, ומנתונים משוק העבודה. צמיחה מהירה זו מובילה לצמצום מתמשך בפער התוצר.

מדדי פעילות במשק

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש מאי בחצי אחוז. מגמת מדד היצור התעשייתי ממשיכה להיות חיובית, ונרשמה עלייה במדד הפדיון בענפי המסחר והשירותים. מדד המכירות של רשתות שיווק של חודש מאי עלה (בנתוני המגמה) ב-0.4 אחוזים, בהמשך לעליות דומות בחודשים הקודמים.

נתוני סחר חוץ ומאזן התשלומים

נתוני סחר חוץ לרביע הראשון של 2006 מלמדים על המשך הצמיחה. התרחבות הצריכה הפרטית משתקפת בגידול ביבוא מוצרי הצריכה. הגידול ביצוא מאפיין את כל רמות העוצמה הטכנולוגית. בשלושת החודשים האחרונים, מרץ-מאי, על פי נתוני המגמה (בחישוב שנתני), סך יבוא מוצרי הצריכה עלה ב-11.3.

לאחר עדכון נתוני החשבון השוטף לשנים 2001-2005 שביצעה הלמ"ס, העודף בחשבון השוטף בשנת 2005 מוערך בלמעלה מ-3 אחוזי תוצר. בממוצע, העודף בחשבון השוטף תוקן כלפי מעלה בכ-850 מליון דולר לשנה מאז שנת 2001.

נתוני שוק העבודה

נתוני סקר כוח אדם מלמדים על המשך עליית מספר המועסקים במשק תוך ירידה מתונה בשיעור האבטלה ל-8.7 אחוזים ברביע הראשון של 2006, למרות ירידה מסוימת בשיעור ההשתתפות בכ העבודה.

ב-12 החודשים שעד חודש מרץ הואץ קצב עליית השכר הנומינלי בסקטור העסקי לכ-7 אחוזים. למרות עליות שכר ניכרות אילו נמשכת הירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר, אם כי בקצב מתון מאשר בעבר. עליות השכר המהירות יחד עם המשך הירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר מלמדים על עלייה מהירה בפיריון העבודה, ככל הנראה כתוצאה משימוש אינטנסיבי יותר במלאי ההון. עם זאת, התמתנות הירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר רומזת על כך שהמשק נמצא קרוב למיצוי תהליך זה של עלייה מהירה בפיריון העבודה.

ברבעון האחרון התרחב משקל הסקטור העסקי בסך התעסוקה והגיע ל-71.2 אחוזים. בסקטור העסקי נרשמה עלייה של 1.4 אחוזים במספר המועסקים ברביע הראשון של 2006 בהשוואה לרביע הקודם (תוספת של כ-25 אלפי מועסקים) – בהמשך לעלייה מתחילת שנת 2005. לעומת זאת, בשירותים הציבוריים¹ נרשמה ירידה בת 3.1 אחוזים במספר המועסקים (כ-23 אלפי מועסקים), וזאת בניגוד לעלייה ברביע הקודם².

בניגוד לרביע הקודם, התוספת בסך התעסוקה ברביע זה התרחשה כולה – ויותר מכך – בעקבות גידול בעבודות במשרות מלאות. בעוד שמספר המועסקים במשרה מלאה עלה ב-0.9 אחוזים, מספר המועסקים במשרה חלקית ירד ב-1.3 אחוזים, בהשוואה לרביע הקודם.

2. נתוני התקציב

בחודש מאי נרשם עודף של 1.2 מיליארד ₪ בתקציב הממשלה הכולל (ללא מתן אשראי), המורכב מעודף של כ-1.8 מיליארד ₪ בתקציב המקומי וגירעון של כ-0.7 מיליארד בפעילות הממשלה בחו"ל. מתחילת השנה נצבר עודף של 8.9 מיליארד ₪ בתקציב הכולל. על רקע העודף הגבוה ותחזית להמשך הצמיחה, הגירעון בפועל ב-2006 צפוי להיות נמוך משמעותית מן התקרה של 3 אחוזי תוצר, ככל הנראה בין 0 ל-1 אחוז תוצר. ההיקף הנמוך של גיוסי הלוואות באמצעות השווקים ע"י הממשלה הנובע מכך הינו גורם התורם להורדת תשואות בשוק אגרות החוב.

החודש החליטה הממשלה על הורדה בשיעור מס ערך מוסף מ-16.5 ל-15.5 אחוזים בתחילת יולי. הורדת שיעור המע"מ צפויה לתרום לירידה חד פעמית ברמת המחירים בכ-0.3 נקודת האחוז, ובכך תורמת להפחתה בשיעור האינפלציה בחודשים הקרובים. אולם בטווח הבינוני ירידת מס ערך מוסף זו תתרום להתרחבות הביקושים וללחץ על המחירים.

¹ השירותים הציבוריים כוללים בנוסף למנהל הציבורי גם שירותים שהם "ציבוריים באופיים" כמו שירותי החינוך, הבריאות הרווחה והסעד, גם אם הם מסופקים באופן פרטי.

² הנתונים אינם מסתכמים לסך הגידול בתעסוקה במשק, בשל אופן ניכוי העונתיות על כל סדרה בנפרד.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן נותר בחודש מאי ללא שינוי, בהתאם להערכות החזאים. למדד הנמוך יחסית תרמה ירידת מחירי הדיור ב-2.1 אחוזים אשר גרעה 0.4 אחוזים מן המדד הכללי. מנגד עלייה במחירי האנרגיה ב-5% תרמה 0.25% למדד. מתחילת השנה עלה המדד ב-1.5 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים ב-3.5 אחוזים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים, הנגזרות משוק ההון, נשארות בחודשים האחרונים בסביבת מרכז תחום יעד האינפלציה. בחודש יוני הן עומדות בממוצע על 1.8 אחוזים, ירידה של 0.2 נקודת אחוז מן הממוצע במאי. הערכות החזאים לגבי האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים נעות בטווח רחב בין 1.4 אחוזים ל-2.6 אחוזים ובממוצע הן עומדות על 1.7 אחוזים, לעומת ממוצע של 2.2 אחוזים במרץ-אפריל.

הציפיות לאינפלציה לטווחים הארוכים ירדו בחודש יוני בכ-0.1 נקודת אחוז לכל אורך העקום, בהמשך לירידה דומה של העקום בחודש מאי (בעיקר בטווחים הבינוניים והארוכים). שיעור האינפלציה המשווה תשואות, המחושב ממבנה עקום התשואות של אגרות חוב שאינן צמודות ושל אגרות חוב צמודות, נע בין 2 אחוזים לטווחים של 2-3 שנים ל-2.5 אחוזים לטווחים של 7-10 שנים. מאז חודש מרץ ירדו הציפיות לאינפלציה לטווחים של עד 6 שנים בכ-0.3 נקודת אחוז ולטווחים של 7 עד 10 שנים בכ-0.15 נקודת אחוז. מרבית החזאים המקומיים מעריכים אי שינוי בריבית בנק ישראל ביולי וגם באוגוסט, בעוד שחלק מהחזאים הזרים מעריכים העלאה מסוימת בריבית בנק ישראל בחודשים אלו. רמת הריבית התזויה בעוד 12 חודשים עומדת על 5.8 אחוזים בממוצע.

מעקום המק"מ הממוצע לחודש יוני נגזרת עליית ריבית של כ-0.5 נקודת אחוז במחצית השניה של השנה.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

עקום המק"מ נותר כמעט ללא שינוי ביוני, לאחר עלייה של 0.1 עד 0.2 נקודת אחוז במאי. גם בטווחים הבינוניים והארוכים עקום התשואות הנומינליות נותר ללא שינוי בחודש יוני. התשואות נעות בין 5.9 אחוזים לטווח של שנה ל-6.5 אחוזים לטווח של 10 שנים. עקום התשואות הריאליות בטווחים הבינוניים עלה בחודש יוני בכ-0.1 נקודת אחוז, לאחר שנתר ללא שינוי בחודש מאי. בחודשים האחרונים ניכרה מגמה של השתטחות העקום כאשר העליות בתשואות לטווחים הבינוניים היו גדולות מאלה של הטווחים הארוכים. כך, בחודש יוני העקום כמעט שטוח ברמה של 3.9 אחוזים.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

פער הריביות הקצרות בין ישראל לארה"ב עומד על 0.25 נקודת אחוז. ישנה סבירות גבוהה להעלאת ריבית הפד ב-0.25 נקודת אחוז בישיבתו הקרובה ב-29-28 ביוני. לגבי פערי התשואות, התשואות הנומינליות בארה"ב עומדות ביוני על רמה של כ-5.1 אחוזים הן לטווח של שנה והן לטווח של 10 שנים, כך שפערי התשואות הנומינליות בין ישראל לארה"ב נעים בין 0.7 נקודת אחוז בטווח של שנה ל-1.4 אחוזים בטווחים הארוכים. הפערים הצטמצמו ב-0.3 עד 0.4 נקודות אחוז בהשוואה למרץ, בעיקר – מבחינה מספרית - כתוצאה מעליית התשואות בארה"ב.

הריבית הריאלית הצפויה

הריבית הריאלית הצפויה בטווח הקצר, על מקורות בנק ישראל, נמצאת במגמת עלייה מפברואר, וביוני היא עומדת על 3.5 אחוזים – שיעורה הגבוה ביותר בשנתיים האחרונות. מתחילת השנה עלתה הריבית הריאלית הצפויה ב-0.7 נקודת אחוז, במקביל להעלאת ריבית בנק ישראל ב-0.75 נקודת אחוז.

אמצעי התשלום

שיעור הגידול באמצעי התשלום (M1) ב-12 החודשים האחרונים עמד בחודש מאי על 16.5 אחוזים ונבע הן מרכיב המזומנים (14%) והן מרכיב העו"ש (18%). בחודש מאי סך אמצעי התשלום (M1) ירדו ב-1.5% אחרי עליות במרץ ובאפריל. הירידה במאי היא ככל הנראה עונתית. מצרף הכסף הרחב (M2) עלה במהלך 12 החודשים האחרונים ב-4.4 אחוזים, שיעור הדומה לשיעור הגידול השנתי הממוצע מתחילת השנה. לאחר עלייה בקצב גידולו השנתי של האשראי הבנקאי הכולל (C3) החל מאמצע 2005, קצב הגידול של מצרף זה התחיל לרדת מחודש מרץ השנה, ובמאי הוא עמד על 6.1 אחוזים (לעומת 1.7% ביוני 2005 ו-7.5% בפברואר 2006).

המודלים האקונומטריים³

באמצעות מודלים, יחד עם התאמות שיפוטיות, נבחנו מספר תרחישים כדי להעריך את השפעתם של גורמים שונים על תוואי האינפלציה והריבית. מהתרחיש הבסיסי של המודל של המחלקה המוניטרית (מודל בו הריבית היא משתנה אנדוגני), ריבית בנק ישראל הנגזרת לרביע השלישי של 2006 היא של 5.4% וזו לרביע הרביעי היא של 5.5%. במקביל נגזרת אינפלציה של 2.5% לארבעת הרביעים הקרובים (כולל התחשבות בהורדת שיעור המע"מ). הגורמים העיקריים הפועלים לעליית האינפלציה והריבית במודל הם הצמצום בפער התוצר, ציפיות לעלייה של שיעור הריבית על הדולר, והעלייה שהתרחשה במחירי התשומות המיובאות. מנגד, הייסוף הנומינלי שהתרחש

³ בנק ישראל מפעיל מודלים אקונומטריים המשמשים לבחינת תרחישים שונים. משום אופיים של תרחישים אלו, בין היתר על רקע העובדה שתוצאותיהם מותנות באופן טבעי במספר הנחות לגבי משתנים רלבנטיים, יש לראות בתרחישים אלו כתשומה אחת לדיון מתוך מכלול התשומות.

ברביע השני של 2006 מהווה גורם מרסן על האינפלציה והריבית, אולם השפעה זו מתמתנת עקב עליית המחיר הדולרי של היבוא כתוצאה מהחלשות הדולר בעולם.

4. ההתפתחויות בתנועות הון, שוק המט"ח, ושוק המניות

תנועות הון

בחודש האחרון מימשו נטו תושבי חוץ אג"ח ומניות בבורסה לניירות ערך בת"א. מנגד, ירידות השערים בשווקים המתעוררים הביאו את משקי הבית הישראלים למימוש השקעות בקרנות נאמנות המשקיעות בחו"ל. פעילות זו של משקי הבית התבטאה ביבוא הון נטו למשק של מגזר זה. בנוסף, המשקיעים המוסדיים הקטינו את היקף השקעותיהם בחו"ל בהשוואה לחודשים קודמים.

שוק מט"ח

מאז העדכון המוניטארי האחרון (24.5) ועד ה- 23.6 התחזק השקל בכ-1.0% מול הדולר, ב-2.0% מול הסל ומול היורו ב-3.6%. איתנותו של השקל בתקופה שמאז החלטת הריבית האחרונה בלטה על רקע חולשתם של המטבעות של שווקים מתעוררים אחרים. בנוסף, בתחילת יוני, כאשר מטבעות השווקים המפותחים הצטרפו למגמת ההחלשות מול הדולר, השקל נותר חזק, ולמעשה התחזק מול הדולר. למגמה זו תרמו בעיקר הנתונים הכלכליים הבסיסיים החיוביים של ישראל, וסגירת פוזיציות של משקיעים מקומיים אשר נפגעו מהירידות החדות בשוקי העולם ושבנו להשקיע בנכסים שקליים. עם זאת, מאז חודש אפריל נרשמה עלייה ברמת אי הודאות בשוק המט"ח: סטיית התקן של שער החליפין של השקל, הנגזרת מן המסחר באופציות על שער החליפין שקל-דולר, הגיעה לרמה של 7.6% בממוצע במאי ו-7.7% ביוני – רמות שיא בשנתיים האחרונות, לעומת 6.4% במרץ. גם סטיית התקן הנגזרת ממכרזי האופציות ל-6 חודשים של בנק ישראל עלתה מרמה של 5.5% במרץ ל-6.2% ביוני.

שוק המניות

לאחר עליות במדדי הבורסה בת"א במהלך אפריל ובתחילת מאי, נרשמו ירידות בבורסה במחצית השנייה של מאי והמחצית הראשונה של יוני. זאת במקביל לירידות חדות בבורסות אחרות בעולם, הן במשקים המתעוררים והן במדינות המפותחות. הירידות בשווקים מיוחסות, לפחות בחלקן, לאי ודאות ביחס להתפתחויות במדיניות המוניטרית (בפרט בארה"ב). הירידות בשוק המניות הישראלי מתונות יחסית לאלה שנרשמו בשוקי מניות של שווקים מתעוררים אחרים, בהם הונגריה, פולין, טורקיה, מקסיקו וברזיל, וכן יחסית לאלה שנרשמו בחלק משוקי המניות של שווקים מפותחים, בהם נורווגיה, שבדיה ויפן.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון, וסקירות בתי השקעות הזרים

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS, הצטמצמה החודש במקצת מרמה של 33 נקודות בסיס ב-15 למאי לרמה של 30 נקודות בסיס ב-20 ביוני. זאת לעומת

התרחבות משמעותית שחלה בפרמיות הסיכון של שווקים מתעוררים אחרים, בהם השווקים של מזרח אירופה, תורכיה, דרום אפריקה וברזיל.

בתי ההשקעות ממשיכים לציין את חוזקה של הכלכלה הישראלית ואף העלו את תחזיות הצמיחה של ישראל אל מעל ל-5%. הם ממליצים על השקל והנכסים השקליים כבעלי סיכון נמוך יחסית גם בזמנים בהם רמת הסיכון הכללי בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים עולה.

בתי ההשקעות הזרים מציינים שהתדרדרות אפשרית במצב הגיאו-פוליטי ממשיכה להוות סיכון להיחלשות השקל. מנגד, הם מציינים שהמצב המאקרו-כלכלי החיובי של המשק והמשך חזרת משקיעים מקומיים לנכסים שקליים תומכים בהתחזקות נוספת של השקל.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

כללי

הצמיחה העולמית החזקה, העלייה בלחצים האינפלציוניים והטון הניצי יותר מכיוון הפד, הגבירו את הציפיות כי הבנקים המרכזיים יעלו ריביות יותר מכפי שתומחר עד כה בשווקים.

עם זאת, על רקע הירידה הצפויה בביקוש המקומי האמריקאי צפויה הצמיחה בארה"ב להאט. העלייה באי הוודאות בתקופה האחרונה גרמה לעלייה גלובלית בפרמיית הסיכון והובילה לסגירת פוזיציות בשווקים המתעוררים בכלל ובשוקי המניות של שווקים אלה בפרט. העלייה בשנאת הסיכון והקטנת הפוזיציות לא הייתה מוגבלת לשווקים המתעוררים, והמחירים בשוקי המניות בעולם כולו, כולל מדינות ה-G7, ירדו אף הם.

ארה"ב

לאחר שהצמיחה בארה"ב הגיע לרמה של 5.3% ברביע הראשון של 2006, קצב הצמיחה צפוי להתמתן ברבעונים הבאים של השנה לצמיחה סביב המגמה ברמה של כ-3%. הוצאות הצרכנים ירדו בחודשים האחרונים במיוחד על רקע מחירי האנרגיה הגבוהים, שיעורי הריבית הגבוהים יותר וההתקררות בשוק הדיור. בתי ההשקעה צופים צמיחה של 3.4% בשנת 2006 כולה.

נתוני האינפלציה מצביעים על עלייה בלחצים האינפלציוניים. נרשמה עלייה במדד המחירים לצרכן, במדד המחירים ליצרן ובאינפלציית הגרעין, וכן בנתוני אינפלציה אחרים, כגון במחירי חומרי הגלם המיובאים.

בישיבתו ב-10 במאי החליט הפד להעלות את הריבית ב-0.25% לרמה של 5.0%, ובהודעה שהתלוותה להחלטת הריבית ציין, כי עשוי להידרש ריסון מוניטארי נוסף.

בעקבות זאת, בתי ההשקעות העלו את תחזיתם על ריבית הפד והם צופים במוצע, בהסתברות גבוהה, ריבית של 5.25% בסוף הרבעון השני של השנה וריבית של 5.5% עד סוף השנה. החוזים העתידיים על ריבית הפד מגלמים ריבית של 5.25% עד סוף הרבעון השני בהסתברות מלאה וריבית של כ-5.5% עד סוף השנה בהסתברות של 88%.

אירופה

הבנק האירופאי צופה כי כלכלת אירופה תצמח בשיעור קרוב למגמת שיעור הצמיחה הפוטנציאלי, על אף השפעת העלייה במחירי הנפט. בתי ההשקעות צופים במוצע עלייה בצמיחה לרמה של 2.8% ברבעון השני של השנה.

כמו כן, צופה הבנק האירופאי כי האינפלציה בחודשים הקרובים תהיה ברמה שמעל ל-2%. בתי ההשקעה צופים במוצע עלייה באינפלציה ל-2.4% ברבעון השני של השנה. על רקע זה, בישיבתו החודש העלה הבנק האירופאי את הריבית ב-0.25% לרמה של 2.75%. הבנק האירופאי מסביר כי גם לאחר העלאת ריבית זו, ריבית הבנק המרכזי נותרת עדיין נמוכה בהשוואה היסטורית, הנזילות ממשיכה להיות גבוהה והמדיניות המוניטארית נותרת מרחיבה. כתוצאה, בתי ההשקעות צופים במוצע עליית ריבית לרמה של כ-3% עד סוף הרבעון השלישי של השנה, ועליית ריבית לרמה של 3.25% עד סוף השנה בהסתברות של כ-70%. החוזים העתידיים על ריבית הבנק המרכזי מגלמים עליית ריבית מעט יותר גדולה.

יפן

כלכלת יפן ממשיכה להתאושש כשהיא נתמכת בעיקר ע"י הגידול בביקוש המקומי הפרטי. הבנק המרכזי של יפן צופה כי הכלכלה היפנית תצמח בשיעור של 2%-1.5% במונחים שנתיים בשנת 2006 ובשנת 2007, שיעור התואם לצמיחה הפוטנציאלית ואף מעליה. בתי ההשקעות צופים במוצע צמיחה של 2.4% ברבעון השני של השנה ועלייה בצמיחה בהמשך השנה. האינפלציה ביפן המשיכה לעלות באופן מתון.

בתי ההשקעות צופים במוצע עלייה באינפלציה לשיעור שנתי של 0.5% ברבעון השני של השנה. בישיבתו החודש הותיר הבנק המרכזי את הריבית ללא שינוי. עם זאת, הבנק המרכזי צפוי להתחיל להעלות את הריבית המוניטארית בהמשך השנה. בתי ההשקעות צופים במוצע עליית ריבית כבר ברבעון השלישי של השנה והמשך העלאה עד לרמה של כ-0.5% עד סוף השנה, בהסתברות של 80%.

שווקים מתעוררים

נרשמה עלייה בפרמיית הסיכון של השווקים המתעוררים. אולם, תהליך זה לא הונע על ידי שינוי מהותי בהערכות המשקיעים לגבי נתוני הכלכלה הבסיסיים בשווקים המתעוררים. אלא, בעקבות עליית ריביות במשקים המפותחים, משקיעים זרים העריכו מחדש את הקצאת השקעותיהם ומשכו כספים במיוחד משוקי מניות בשווקים המתעוררים, וזאת לאחר גידול מהיר בהשקעות בשווקים המתעוררים בחודשים האחרונים.

ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש יולי 2006

הרקע לדיון החודש הן עליות המחירים ב-12 החודשים האחרונים שהסתכמו ב-3.5 אחוזים, מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. למרות זאת, המשתתפים בדיון הביעו ביטחון שהאינפלציה תחזור לתחום היעד תוך מספר חודשים, בהסתכלות ל-12 החודשים האחרונים, בעקבות מדד

המחירים לצרכן שנותר בחודש מאי ללא שינוי והיציבות בשוק מטבע החוץ. תהליך הצמיחה המהירה נמשך ועמו הסגירה ההדרגתית של פער התוצר.

מרבית האינדיקטורים לסביבת האינפלציה מהשווקים הפיננסיים מצביעים על המשך יציבות ואף שיפור. הציפיות לאינפלציה בשנה הקרובה, הנגזרות משוק ההון, ירדו מעט והן עומדות בקרבת מרכז תחום היעד ואף מעט מתחתיו. גם החזאים הפרטיים צופים שהאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים תהיה מעט מתחת למרכז תחום יעד יציבות המחירים; זאת במקביל להערכות החזאים להעלאת ריבית של עד כחצי נקודת אחוז במחצית השנייה של השנה וציפיות להעלאת ריבית בשיעור דומה הנגזרות משוק ההון.

הדיון בהחלטת הריבית לחודש זה התמקד בעוצמתו של השקל בחודשים האחרונים ובתוצאת הריסון האינפלציוני הנובע מכך, כאשר לאחרונה נרשמה יציבות בשוק מטבע החוץ. אל מול זה, קיימים לחצים אינפלציוניים הצפויים להשפיע על המשק, הנובעים בעיקר מתהליך צמצום פער התוצר המלווה בעלויות שכר, וכן מצמצום צפוי בפער הריביות בין ריבית בנק ישראל לריבית הפד.

כמו בחודשים האחרונים, האינדיקטורים לגבי הפעילות במשק מצביעים על כך שקצב הצמיחה המהיר נמשך. תהליך זה של צמצום פער התוצר פועל להגברת הלחצים האינפלציוניים באמצעות השפעה ישירה על הביקושים ובאמצעות השפעה עקיפה דרך לחצי שכר. בהקשר להתפתחות השכר במשק, מספר משתתפים הדגישו את עליות השכר הנומינליות שכבר נרשמו במגזר העסקי בשנה האחרונה (כ-7 אחוזים ב-12 החודשים שעד חודש מרץ), כאשר ברקע גובר המחסור במשק בעובדים מקצועיים במספר סקטורים. מאידך, בשלב זה הגידול בפריון מהיר מעליות השכר ולכן נמשכת הירידה בעלות השכר ליחידת תוצר. ההערכה בדיון היתה שהגידול בפריון מלווה בעלייה בניצולת ההון במשק, ושישנם סימנים שתהליך זה מתקרב לסיומו. כמו כן, בדיון הועלה החשש מהאפשרות של לחץ אינפלציוני עתידי העלול לנבוע מעליות שכר במגזר הציבורי, בעקבות חתימתם הצפויה של הסכמי שכר במגזר זה במחצית השנייה של השנה.

בהקשר של השפעת המדיניות הפיסקלית, העריכו המשתתפים בדיון שהשפעת המדיניות הפיסקלית צפויה להיות מרסנת, במיוחד במהלך 2006, ולהמשיך ולפעול במסגרת של יעד גרעון של 2 אחוזי תוצר בשנת 2007, תוך חתירה לאיזון תקציבי עד 2009. מדיניות זו חותרת להמשך חיזוק מסגרת המדיניות המקרו-כלכלית, ובכלל זה באמצעות צמצום נטל החוב הממשלתי.

עוד צויין בדיון כי הורדת שיעור המע"מ ב-1 ביולי צפויה לתרום לירידה חד פעמית ברמת המחירים בכ-0.3 נקודת האחוז בזמן הקרוב. בטווח הבינוני ירידת מס זו תורמת להתרחבות הביקושים וללחץ על המחירים.

העלאת הריבית הצפויה בארה"ב בסוף יוני ובעקבותיה מצב של שוויון בין ריבית בנק ישראל (במצב בו לא יהיה שינוי בריבית בנק ישראל) לריבית הפד, הינה כשלעצמה גורם אינפלציוני, בכך שהוא מגדיל את הכדאיות של יצוא הון לטווח קצר. אולם, המשתתפים בדיון העריכו שבתנאים הנוכחיים במשק הבינלאומי, כולל ההסתברות שהדולר ימשיך להיחלש מול מטבעות אחרים, סגירת פער הריביות בין השקל לדולר אינה צפויה להביא להשפעה מהותית על שער החליפין.

התנודות בשער החליפין של השקל מול הדולר בחודש האחרון היו מתונות יחסית, וזאת תוך התחזקותו של השקל. עוצמתו של השקל בשוק מטבע חוץ מוסברת בהערכות חיוביות לגבי מצב

המשק, כאשר בחודש האחרון נרשם בנתוני הלמ"ס עדכון כלפי מעלה של העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, וכן בהמשך יבוא ההון לטווח הבינוני והארוך. היציבות של השקל בלטה בניגוד לפיחותים משמעותיים בשערי החליפין של חלק ממדינות השווקים המתעוררים, וירידות חדות במחירי המניות במספר מדינות. גם בישראל ירדו המניות בחודש האחרון, אם כי במידה פחותה מזו שברוב השווקים המתעוררים. מרבית המשתתפים בדיון האמינו שהמשך זרימת ההון לטווח בינוני וארוך למשק צפוי להמשיך לתמוך בהמשך עוצמתו היחסית של השקל. אולם, מספר משתתפים הדגישו גורמי סיכון היכולים לפעול להיחלשות השקל, ובכלל זה התפתחויות גיאופוליטיות. ההערכות בדיון היו שבנסיבות הנוכחיות, לאור מצב המשק ויבוא ההון המתמשך, התפתחות שער החליפין מהווה גורם מאזן ללחצים האינפלציוניים הנובעים מתהליך סגירת פער התוצר.

חשיבות ההתפתחויות בשער החליפין לגבי האינפלציה הועלתה בדיון גם באמצעות תסריטים שונים שנבחנו תוך שימוש במודלים שהציגו המחלקות. באחת הסימולציות, מהמודל של המחלקה המוניטרית, סגירת פער התוצר, תואי עולה (צפוי) של הריבית על הדולר והעלייה שהתרחשה במחירי האנרגיה, מובילים לעליית ריבית מתונה במחצית השנייה של השנה ושיעור אינפלציה של 2.5 אחוזים במהלך 12 החודשים הקרובים.

בהסתכלות כוללת, המשתתפים בדיון העריכו שהיציבות בשער החליפין של השקל, העלייה בריבית הריאלית הקצרה, המשך הירידה בעלות העבודה ליחידת תוצר, המדיניות הפיסקלית האחראית, והפחתת שיעור המע"מ, היו גורמים מרכזיים בנימוקים שלא להעלות את הריבית, למרות הכוחות לעליית מחירים הנובעים מצמצום פער התוצר ומההפחתה הצפויה של פער הריביות בין ריבית בנק ישראל לריבית הפד.

מתוך מכלול השיקולים שהועלו, כל מנהלי המחלקות המשתתפים בדיון המליצו לנגיד לא לשנות את ריבית בנק ישראל לחודש יולי. הנגיד החליט לא לשנות את הריבית, וזו תישאר בחודש יולי ברמה של 5.25 נקודות האחוז.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-26 ביוני 2006.

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק
ד"ר עקיבא אופנבכר – מנהל המחלקה המוניטרית
מר בארי טאף – מנהל מחלקת מט"ח
גבי עירית מנדלסון – סגנית מנהל מחלקת מט"ח
מר בלפור עוזר – מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר
ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על הקשרים עם המוסדות הבינלאומיים
מר גבי פישמן – ראש המטה לנגיד
מר אמנון יעקובי – יועץ לנגיד
גבי שרית גלעדי דור – יועצת תקשורת ודוברת הבנק