



אוגוסט 2006

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

הדיון בפורום הרחב התקיים בבנק ישראל ב-23 ביולי ואילו הדיונים בפורום המצומצם התקיימו ב-23 וב-24 ביולי.

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

בהערכת מצב המשק בצד הריאלי קיימת התייחסות לנתונים המשקפים את מצב המשק ערב הלחימה בצפון, והערכות ראשוניות לגבי השפעתה על הפעילות. **מצב המשק ערב הלחימה בצפון**: הנתונים המעודכנים של החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2006, יחד עם הנתונים השוטפים על פעילות המשק, מצביעים על המשך צמיחה מהירה: עלייה של 6 אחוזים בתוצר המקומי הגולמי (במונחים שנתיים) ועלייה של 7.7 אחוזים בתוצר הסקטור העסקי¹. עלייה זו הובלה ע"י גידול בביקושים המקומיים.

¹ בפרסום האחרון של החשבונות הלאומיים, שינתה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את ההגדרות. על-פי ההגדרות הקודמות, עלה התוצר המקומי הגולמי (במונחים שנתיים) ברביע הראשון של השנה ב-6.3 אחוזים.

על פי נתוני סקר החברות של בנק ישראל נמשכה ברביע השני של 2006 העלייה בפעילות של כל ענפי המשק, כאשר בענפי התעשייה, המסחר, השירותים העסקיים והמלונאות קצב העלייה בפעילות מהיר יחסית ואילו בתחבורה ותקשורת ובניה קצב העלייה בפעילות מתון יותר. "המדד המוביל" של סקר החברות הצביע על הסתברות גבוהה להמשך התרחבות בפעילות ברביע השלישי של 2006. יצוין כי "המדד המוביל" מבוסס על ציפיותיהן של החברות לגבי פעילותן ברביע הקרוב, והוא נערך בטרם פרוץ הלחימה בצפון.

הערכות ראשוניות לגבי ההשלכות האפשריות של הלחימה בצפון על מצב המשק -
הלחימה בצפון הביאה לביטול של כמעט כל הפעילות התיירותית באזור בשיא עונת הקיץ, ולהשבתה, החלקית או המלאה, של הפעילות בצפון במרבית הענפים. מניסיון העבר, במצבים כאלה בדרך כלל תיירות החוץ היא זו שנפגעת מהר יותר ובהיקף גדול יותר ומתאוששת באיטיות לאחר השגת הרגיעה והשיפור במצב הביטחוני. במידה, ותחול ירידה של 50 אחוזים בתיירות החוץ ברביע השלישי והרביעי של 2006, יביא הדבר לירידה של 0.4 אחוז בתוצר המקומי הגולמי. בהנחה שהלחימה תמשך כחודש ימים, ובהינתן שכ-15% מהפעילות של המגזר העסקי היא בצפון הארץ - כאשר חלק ממנה מושבתת באופן מלא או חלקי - ניתן להעריך כי אובדן התוצר, מעבר לפגיעה בתיירות, יגיע לכחצי אחוז תוצר. התרחבות הלחימה עלולה לפגוע בפעילות הריאלית גם דרך ההשפעה העקיפה על משתני מאקרו מרכזיים, כמו פגיעה בהשקעות ובצריכה הפרטית. תיתכן גם פגיעה בייצוא, מעבר לפגיעה ביצוא שרותי התיירות. לעומת זאת, סיום מהיר ומוצלח של הלחימה, יביא לפגיעה נמוכה יחסית.

מדדי פעילות במשק

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש יוני (טרם הלחימה בצפון) ב-0.7 אחוזים. מגמת מדד הייצור התעשייתי ממשיכה להיות חיובית. עליית המדד החודש הושפעה בעיקר מהעלייה בייצור התעשייתי ובמדדי הפדיון של המסחר והשירותים. עלייה זו קוזה חלקית על ידי הירידה בייבוא הסחורות.

נתוני סחר חוץ ומאזן התשלומים

נתוני ייצוא הסחורות על פי סחר חוץ (ללא יהלומים, בדולרים שוטפים) מצביעים על המשך מגמת העלייה בייצוא, מגמה שהחלה בחודשים האחרונים לאחר האטה מסוימת בייצוא הסחורות במחצית השנייה של 2005. בייבוא הסחורות (ללא יהלומים או"מ ודלק) נמשכה מגמת העלייה המתונה יחסית המובלת על ידי ייבוא חומרי גלם. בייבוא מוצרי ההשקעה לא ניכרת מגמת עלייה. זאת, ככל הנראה, על רקע הירידה בייבוא הביטחוני הנרשם בחלקו כייבוא מוצרי השקעה. בנוסף, בנוסף, שיעור העלייה שחל בחודשים האחרונים בייבוא מוצרי הצריכה, נמוך מ-5 אחוזים (במונחים שנתיים).

נתוני שוק העבודה

נתוני שוק העבודה לחודשים מארס ואפריל מצביעים על עלייה בשיעור של קרוב ל-5 אחוזים בשכר למשרת שכיר, בהשוואה לעלייה של 5.3 אחוזים במגזר העסקי, בתקופה המקבילה אשתקד. זאת, כאשר עליית השכר מובלת על ידי ענפי השירותים העסקיים, הבנקאות והתעשייה. לנוכח העובדה ששיעורי עליית שכר דומים, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נרשמו בסקטור העסקי גם בחודשים ינואר ופברואר, נראה שעליית השכר אינה תוצאה של תשלומים חד-פעמיים, כמו במונחים או תשלומים בגין הפרטה, אלא מבטאת עלייה ברמת השכר המשולם לעובדים בענפים אלו. בשירותים הציבוריים עליית השכר היא מתונה יותר – 3.2 אחוזים.

2. נתוני התקציב

במחצית הראשונה של 2006 נרשם עודף מצטבר של 4.7 מיליארדי ש"ח בתקציב (ללא מתן אשראי), המשקף רמת הכנסות ממיסים גבוהה מהתחזית בתקציב ורמת הוצאות נמוכה מהתוואי העונתי. כתוצאה מכל אלה, צפוי הגירעון בתקציב להסתכם ב-0.5 עד 1 אחוז תוצר (הערכה שנעשתה טרם הלחימה בצפון). הלחימה בצפון צפויה להביא לעלייה בהוצאות לצריכה ביטחונית שוטפת ולירידה בהכנסות ממיסים עקב הפגיעה בפעילות, אך אין בידינו בשלב זה הערכה להיקפה.

הממשלה ממשיכה לדבוק במחויבותה ליעדי התקציב לשנת 2007. על כן, סעיפי ההוצאה שצפויים לגדול על רקע הלחימה בצפון צפויים לגרור שינויים בהרכב התקציב ולא במסגרתו.

סך ההכנסות ממיסים (בניכוי תיקוני חקיקה והכנסות חד-פעמיות) גדלו ריאלית ברביע השני בקרוב ל-8 אחוזים (בהשוואה לרביע המקביל אשתקד). זאת, בהמשך לעלייה בשיעור של כ-10 אחוזים ברביע הראשון של השנה. את העלייה בהכנסות ממיסים מובילה העלייה בהכנסות ממיסים ישירים – על רקע עלייה בשכר וברווחי העצמאיים והחברות. העלייה בהכנסות ממיסים עקיפים מתונה יותר.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יוני ב-0.1 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים ב-3.5 אחוזים. עליית מחירי האנרגיה תרמה ב-12 החודשים האחרונים, נקודת אחוז לעליית מדד המחירים לצרכן. מדד המחירים בחודש יוני היה גבוה מהערכות המוקדמות של בנק ישראל ושל ממוצע הערכות המוקדמות של החזאים הפרטיים. סעיפי המדד שעלו מעבר לתחזיות היו הדיור, ההלבשה וההנעלה והמזון. במחצית הראשונה של 2006 עלה מדד המחירים לצרכן בקצב של 2.7 אחוזים לשנה (מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים) שיעור קרוב לגבול העליון של יעד האינפלציה (בין 1 ל-3 אחוזים). באותה תקופה, תרמו מחירי האנרגיה כ-0.7 אחוז לעליית המדד (ובמונחים שנתיים 1.4 אחוזים), ומנגד תרם הייסוף

בשער השקל באותה התקופה, למיתון העלייה במדד המחירים לצרכן. בהנחה שהלחימה בצפון תתרחב, הירידה הצפויה בביקושים – בעיקר הירידה בצריכה הפרטית ובהשקעות – ילחצו למיתון עליית המחירים. בטווח הקצר, השבתת הפעילות מהווה גם פגיעה בהיצע, וצפויה להביא לעליות מחירים ממוקדים (למשל, מחירי הפירות) מנגד, העלייה בסיכון של המשק - שעלולה להשתקף, בין היתר, בצמצום ניכר של הכוחות לייסוף בשער החליפין עד לאפשרות של היווצרות כוחות לפיחות – ילחצו על עלייה במחירים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה

ממוצע הציפיות לאינפלציה לשנה משוק ההון – כפי שנמדדו בחודש יולי (עד ל-11 בחודש, לפני הלחימה בצפון) עמד על 1.7 אחוזים. ממוצע הציפיות משוק ההון לאחר פרוץ הלחימה עלה במעט, ככל הנראה כביטוי לעלייה מתונה בפרמיית הסיכון לגבי הערכת התפתחות המחירים במשק. הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים (עד ל-10 שנים) נמצאות קרוב לגבול העליון של היעד – 2.7 אחוזים, בממוצע.

הערכות החזאים לגבי האינפלציה הצפויה ל-12 החודשים הקרובים עלו בעקבות הלחימה בצפון בכ-0.6 נקודות אחוז לרמה ממוצעת של 2.3 אחוזים. טווח התחזיות רחב ונע בין 1.8 ל-3.0 אחוזים. גם הערכותיהם לגבי המדדים לחודשים הקרובים עודכנו כלפי מעלה בשיעור ממוצע של כ-0.3 נקודות אחוז. בחודש יולי הם צופים ירידה במדד בשיעור ממוצע של 0.1 נקודת אחוז ובחודש אוגוסט עלייה במדד בשיעור ממוצע של 0.4 נקודות אחוז.

הציפיות והתחזיות לריבית בנק ישראל

מעקום המק"מ הממוצע לחודש יולי נגזרת עלית ריבית בנק ישראל של כ-0.4 נקודות אחוז בטווח של שנה קדימה.

החזאים העלו את הערכותיהם להעלאת הריבית לאחר פרוץ הלחימה בצפון, והן משקפות העלאה של 0.25 נקודות אחוז, בחודש אוגוסט, ושל 0.25 נקודות אחוז נוספות בחודש ספטמבר. הם גם צופים שריבית בנק ישראל תועלה עד לסוף השנה ב-0.25 עד 0.5 נקודות אחוז נוספים. בטווח של שנה קדימה, הם צופים כי הריבית תגיע ל-6.25 אחוזים בממוצע לעומת תחזית קודמת של 5.75 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

בחודש יולי נרשמה יציבות יחסית בהתפתחות התשואות הנומינליות והריאליות בשוק איגרות החוב הממשלתיות, לאחר מגמת עלייה בתשואות, בשליש הראשון של השנה. כך, היו התשואות הנומינליות והריאליות לטווח ארוך, כ-6.5 וכ-4 אחוזים, בהתאמה. היציבות היחסית בתשואות נמשכה גם לאחר פרוץ הלחימה בצפון והושפעה בעיקר מהעודף בתקציב הממשלה במחצית הראשונה של השנה.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

פער הריבית בין ישראל לארה"ב התאפס לאחר העלאה נוספת של ריבית הפד בסוף חודש יוני ב-0.25 נקודת האחוז, בהתאם לציפיות שהיו. הערכות בשווקים בארה"ב שריבית הפד תועלה פעם נוספת ב-0.25 נקודות אחוז בחודש אוגוסט, אך ההסתברות שהשווקים מייחסים להעלאה זו ירדה. כמו כן, שוררות ציפיות שאם הריבית אכן תועלה, מדובר בהעלאה האחרונה בתהליך ההעלאות שהחל לפני כשנתיים.

פערי התשואות הנומינליות בין ישראל לארה"ב לטווחים של 5 ו-10 שנים הוסיפו להצטמצם גם בחודש יולי והגיעו ל-1 ו-1.2 אחוזים, בהתאמה. גם פערי התשואות הריאליות לטווחים אלה הצטמצמו בחודש יולי והם עומדים על שיעור זהה של 1.3 אחוזים. זאת, כאשר חלה עליה מסוימת בפערים האלה, החל מה-15 ליולי.

הריבית הריאלית הצפויה

הריבית הריאלית הצפויה בטווח הקצר, שנמצאת במגמת עלייה מהרביע האחרון של 2005, עמדה בחודש יולי על רמה של 3.6 אחוזים, לעומת רמה ממוצעת של 2.7 אחוזים בראשית השנה.

אמצעי התשלום

קצב הגידול השנתי של אמצעי התשלום (M1) נמצא במגמת ירידה מאז ראשית השנה, והוא הגיע ביוני ל-15.5 אחוזים. עם זאת, זהו עדיין קצב גבוה ביחס לקצב הצמיחה החזוי של התוצר בתוספת עליית המחירים הצפויה. מאז ראשית השנה התרכז עיקר הגידול באמצעי התשלום במזומנים שגדלו בכ-5 אחוזים, בעוד שפיקדונות העו"ש עלו בשיעור מתון יותר של כ-1.6 אחוזים.

קצב גידולו השנתי של מצרף הכסף הרחב (M2) המשיך לרדת ביוני והגיע לכ-3 אחוזים.

קצב הגידול השנתי במצרף האשראי הבנקאי הכולל (C3) במחצית הראשונה של השנה הגיע לכ-7 אחוזים בממוצע. זאת, בין היתר, על רקע המשך הצמיחה המהירה של התוצר וירידה בקצב הגידול במקורות האשראי החוץ בנקאי.

המודלים האקונומטריים²

תרחישים שונים שנבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים שפותחו בבנק ישראל מדגימים כי העלייה במחירים המוצרים המיובאים, ובעיקר מחירי האנרגיה, מהווים כוח

² 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.

להמשך עליית מחירים, והתגובה של שער החליפין לאפשרויות שונות לגבי המשך הלחימה, היא בעלת משקל גדול לגבי התפתחות האינפלציה בפועל. בתרחישים שונים נדרשת עלייה מסוימת בריבית בהמשך השנה.

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 הישראליים 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

ממועד החלטת הריבית ליולי ועד לפרוץ הלחימה בצפון, התחזק השקל מול הדולר ב-1.8%, על רקע היחלשות הדולר בעולם והמשך ייבוא ההון למשק. בשלושת ימי הלחימה הראשונים נחלש השקל בכ-3%, תוך עלייה חדה בתנודתיות התוך יומית, מרמה של 6% לכ-12%. עם פרוץ הלחימה, היו נפחי מסחר יומיים גבוהים במיוחד שהסתכמו בשיא חדש של כ-3.4 מיליארד דולר (לעומת נפח יומי ממוצע של 1 מיליארד דולר ב-2005), והמרווח התוך יומי הגיע לרמה גבוהה של 10 אגורות. למרות זאת, נמשך מסחר רציף ולא נתגלו סימנים לכשל שוק. לאחר מספר ימים נרשמה התמתנות במגמות ושער החליפין התייצב סביב רמה של 4.46 שקל לדולר, לאחר פחות של כ-2 אחוזים ביחס לשער החליפין ששרר לפני הלחימה..

פעילות ערה נרשמה גם מצד המשקיעים הזרים שבמהלך הלחימה בצפון, והם קנו מעל מיליארד דולר בנטו. רמת הפעילות של הזרים עלתה מאז הלחימה והגיעה ל-33% בממוצע, לעומת 28% בממוצע, ברביע השני של 2006 ו-21% ב-2005.

שוק המניות

מאז הלחימה בצפון ניכרה תנודתיות בשוק המניות ומדד המניות הכללי ירד בתחילה בכ-12 אחוזים, ולאחר מכן נרשמה בו עלייה. כך, הירידה מה-12 ועד ה-20 ביולי, של כ-6 אחוזים.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-Credit Default Swap (CDS) ל-5 שנים, התרחבה בשבוע הראשון מאז הלחימה בצפון ב-7 נקודות בסיס, לרמה של 37 נקודות בסיס. זאת, במקביל להתרחבות בשיעור דומה במרווח ה-CDS ל-10 שנים. במדינות מתעוררות אחרות הייתה מגמה מעורבת.

חברות דירוג האשראי Fitch ו-S&P פרסמו עדכונים לגבי ההתפתחויות האחרונות בישראל, במסגרתם הותירו את דירוג האשראי של ישראל על כנו, ואת התשקיף הכלכלי ברמה של "יציב". בהודעותיהם, ציינו כי הכלכלה הישראלית יוצאת מנקודת פתיחה חזקה, אשר יחד עם מדיניות פיסקלית אחראית צפויה להגביל את ההשלכות הכלכליות השליליות של הלחימה.

בסקירות בתי ההשקעות הזרים שפורסמו לאחר פרוץ הלחימה הובע אמון בכלכלת ישראל וצוין כי כל עוד הלחימה לא תתרחב ומסגרת התקציב לא תיפרץ, ההשלכות הכלכליות השליליות על ישראל יהיו מוגבלות. בנוסף, הודגש כי למרות שהצמיחה עלולה להיפגע במקצת, לא צפוי המשך החלשות של השקל.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית³

הצמיחה העולמית נותרה חזקה אך קצב הצמיחה צפוי להאט, במיוחד על רקע הירידה הצפויה בביקוש המקומי בארה"ב. אף על פי כן, רוב התחזיות מצביעות על "נחיתה רכה" של הכלכלה האמריקאית. ההאטה הצפויה בארה"ב תקוזז ע"י קצב צמיחה מהיר יותר בגוש האירו, ביפן ובשווקים המתעוררים. האינפלציה העולמית רשמה עלייה מתונה יחסית והיא צפויה להיות 3.3 אחוזים ב-2006 ולרדת במקצת במהלך 2007. אולם, מחירי האנרגיה והסחורות מציבים סיכון כלפי מעלה לאינפלציה העולמית.

ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2006

הרקע לדיון החודש הוא הלחימה בצפון והשלכותיה האפשריות על הכלכלה הישראלית – הן על הפעילות הריאלית והן האינפלציה והשווקים הפיננסיים. זאת, כאשר הנתונים הבסיסיים של המשק חזקים ואיתנים – על-פי מכלול הנתונים והאינדיקטורים, ערב פרוץ הלחימה – ומצביעים על צמיחה מהירה. מצד האינפלציה, נמשכים הכוחות הלוחצים לעליית מחירים – בעיקר הצמיחה המהירה, המביאה לצמצום מהיר בפער התוצר, והעלייה במחירי הייבוא, במיוחד במחירי האנרגיה. השפעותיהם של כוחות אלה על המחירים קוזזו חלקית ע"י הייסוף הנמשך בשער החליפין, בעיקר על רקע העודף בחשבון השוטף ותנועות ההון הארוכות למשק ע"י משקיעים זרים. כל אלה, עמדו ברקע לעלייה בשיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ל-3.5 אחוזים – מעבר ליעד האינפלציה שבין 1 ל-3 אחוזים לשנה. ערב פרוץ הלחימה, ההערכה הייתה כי שיעור האינפלציה בהסתכלות של 12 חודשים אחורה תתכנס לתחום יעד האינפלציה בחודש הבא, גם כאשר הכוחות הלוחצים על המחירים יימשכו. זאת, בעיקר, בהנחה כי יימשכו הכוחות לייסוף.

הדיון התמקד בהשפעותיה האפשריות של הלחימה על המצב הריאלי של המשק, על האינפלציה, על שוק מט"ח והמערכת הפיננסית ובגורמים העשויים לקבוע את עוצמת

³ פירוט לגבי ההתפתחויות העיקריות בארצות הברית, אירופה, יפן והשווקים המתעוררים, מוצג בנספח.

ההשפעות הללו. זאת, במטרה לקבל תמונה מקרו-כלכלית ברורה, עד כמה שאפשר, לנוכח אי הודאות סביב אופי הלחימה ותוצאותיה.

לאחר שהמשק נמצא במסלול של המשך הצמיחה המהירה וצמצום בפער התוצר, הלחימה הטילה אי ודאות לגבי המשך הצמיחה ועוצמתה. הדבר תלוי בהמשך הלחימה, אופייה ותוצאותיה הצבאיות והמדיניות. נראה כי הלחימה, גם בתסריט של סיום מהיר ומוצלח, תביא לפגיעה בצד ההיצע – כלומר, בכושר הייצור של המשק – ובצד הביקוש של הסקטור הפרטי – על רקע אי הודאות והירידה בהכנסות. מחישוב שנערך בבנק ישראל מתברר כי הפגיעה בפעילות הריאלית של המשק צפויה להסתכם בשיעור של עד כאחוז תוצר, בלבד. מרכיב מרכזי של הפגיעה הזו בפעילות הריאלית הוא התיירות. במצבים דומים בעבר, הייתה הפגיעה בתיירות מהירה ובעוצמה גבוהה ומתמשכת. זאת, משום שגם לאחר השיפור במצב הביטחוני, ההתאוששות בזרם התיירים מחו"ל איטית. מרכיב נוסף הוא ההשבתה של הפעילות הכלכלית בצפון.

ערב פרוץ הלחימה בצפון נהנה המשק מזרם של תנועות הון לטווח ארוך, לצד העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים – שהגיע במחצית הראשונה של 2006 לכ-3 מיליארד דולר - ומזרם ההשקעות הזרות למשק. כל אלה פעלו לייסוף הנמשך בשער החליפין ויציבותו. הלחימה בצפון עלולה להשפיע על המגמה הזו – על רקע צמצום אפשרי של ההשקעות הזרות והעודף בחשבון השוטף, במיוחד דרך ירידה אפשרית בתיירות. גם כאן, מידת הפגיעה תלויה בהתפתחויות של הלחימה ותוצאותיה, אך בהנחה של סיום מהיר ומוצלח יתכן ומדובר בפגיעה מצומצמת יחסית.

על רקע הלחימה בצפון, השווקים הפיננסיים מגיבים עד כה ביציבות. אמנם מחירי המניות ירדו ונרשם פיחות בשער השקל, אך עיקר השינויים התרחשו בימים הראשונים של הלחימה. לאחר מכן, חלו צמצום בירידה המצטברת במחירי המניות והתחזקות מסוימת בשער החליפין. לאורך כל תקופת הלחימה השווקים תפקדו היטב, תוך מחזורי מסחר גדולים במיוחד – בעיקר בשוק המט"ח. תמונה זו מתבססת, ככל הנראה, על היסודות הכלכליים החזקים של המשק הישראלי, על אימון המשקיעים – המקומיים והזרים - במדיניות המקרו-כלכלית במשק, ועל הערכה לסיום מהיר ומוצלח של הלחימה. בהקשר הזה, חשובה הייתה ההצהרה כי הממשלה תעמוד במסגרות התקציב ל-2006 ול-2007. זאת, למרות הגידול הצפוי בסעיפים מסוימים בתקציב, הקשורים למאמץ הלחימה ולהשלכותיה הכלכליות, ולירידה המסוימת שתתכן בהכנסות ממסים, על רקע הפגיעה האפשרית בפעילות.

על רקע הלחימה בצפון עלה הסיכון של המשק, אך מדובר בעלייה מתונה יחסית. מאז הלחימה חלה עלייה מתונה במדד ה-CDS וחברות הדירוג ובתי השקעות שבחנו מחדש את המשק הישראלי לא שינו את הערכתם לגביו. חשוב לציין, כי לדבריהם, המחויבות של המשק להמשך המדיניות המקרו-כלכלית הייתה מרכיב חשוב בהחלטתם. בנוסף, פער הריבית לעשר שנים עלה בכ-15 נקודות בסיס.

לגבי האינפלציה, נראה כי הכוחות החיצוניים שפעלו עד כה לעליית מחירים ממשיכים לפעול, גם עתה. מדובר בהשפעות הנמשכות של הצמיחה המהירה שהתרחשה עד כה ובעלייה במחירי הייבוא, בעיקר במחירי האנרגיה. אם אכן יהיה צמצום בזרם של תנועות ההון למשק – שפעל לייסוף ובכך, למיתון עליית המחירים – הכוחות לעליית מחירים יבואו לידי ביטוי בעוצמה גבוהה מבעבר. זאת, כאשר האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת כבר עתה מעל ליעד. נראה כי בטווח הארוך הפגיעה האפשרית של הלחימה בפעילות הריאלית, בעיקר בביקושים, תפעל למיתון עליית המחירים. עם זאת, בטווח הקרוב ההשפעה תהיה לעליית מחירים, על רקע הפגיעה בהיצע, שהיא מיידית יותר.

חלק מחברי ההנהלה שהשתתפו בדיון המליצו לנגיד להעלות את הריבית לחודש אוגוסט ב-0.25 נקודות אחוז. חברי הנהלה אלה גרסו שהכוחות שפעלו לעליית המחירים צפויים להימשך, בעוד שהכוחות שפעלו למיתון העלייה במחירים עלולים להצטמצם. אמנם ההאטה האפשרית בפעילות תהיה כוח למיתון עליות המחירים אך לא בטווח המיידי. בנוסף, ובעיקר, חשוב לקחת בחשבון כי הסיכון של המשק הישראלי עלה. חשוב לציין, כי עלייה זו תלויה, גם בהמשך המדיניות המקרו-כלכלית הברורה שמדגישה את הצמיחה ארוכת הטווח. זאת, בין היתר, באמצעות עמידה ביעדים הכלכליים שנקבעו. על כן, הנסיבות הנוכחיות מחייבות העלאת הריבית, כחלק ממדיניות כזו. זאת, כדי לשמר את יציבות המחירים, בהתאם ליעד האינפלציה, ולתמוך ביציבות הפיננסית של המשק. בדרך הזו ניתנת תמיכה גם לתשתית לצמיחה בת קיימא.

חלק מחברי ההנהלה שהשתתפו בדיון המליצו לנגיד להותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי. חברי הנהלה אלה סברו כי יש לתת משקל גדול יותר לכוחות הפועלים למיתון עליות המחירים יחסית לכוחות האחרים, וכן ליציבות הפיננסית הבולטת לנוכח הלחימה. כך, ההסתברות להמשך היציבות גבוהה והצמצום הצפוי בזרם תנועות ההון אל המשק והעלייה בסיכון של המשק בעיני המשקיעים עשויים להיות מתונים. יתר על כן, ההשפעה של תנועות ההון אל המשק על שער החליפין – ודרכו על המחירים – תמשיך להיות ממתנת. בנוסף, הפגיעה האפשרית של הלחימה על הפעילות הריאלית – בעיקר דרך ירידה בביקושים – תפעל אף היא על מיתון עליות המחירים. על כן, דעות אלה סברו כי ברמת הריבית ששררה בעת הדיון ניתן לשמר את יציבות המחירים, בהתאם ליעד האינפלציה.

הנגיד החליט להעלות את הריבית לאוגוסט ב-0.25 נקודות אחוז, לרמה של 5.50 אחוזים. בהחלטתו זו, ייחס הנגיד משקל מכריע לעלייה בסיכון של המשק, לאור הלחימה, ובנוסף גם להמשך הכוחות האינפלציוניים שפעלו במחצית הראשונה של 2006. הנגיד סבר כי החלטה זו תגביר את הסיכויים להתאוששות מהירה של המשק מהפגיעה הנאמדת בפעילות הכלכלית, על רקע הלחימה, לאחר שזו תסתיים. זאת, כצעד חשוב במדיניות המקרו-כלכלית התורמת לחיזוק התשתית לצמיחה מתמשכת של המשק, תוך שמירה על יציבות המחירים והיציבות הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-24 ביולי 2006.

בפורום המצומצם השתתפו :

פרופ' סטנלי פישר – הנגיד

פרופ' צבי אקשטיין – המשנה לנגיד

ד"ר עקיבא אופנבכר – מנהל המחלקה המוניטרית

מר בארי טאף – 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 מוסדות הבינלאומיים

מר גבי פישמן – ראש המטה לנגיד

מר אמנון יעקובי – עוזר לנגיד

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

הנתונים המאקרו כלכליים שהתפרסמו לאחרונה מעידים על האטה בקצב הצמיחה ברביע השני של 2006, לאחר צמיחה ניכרת של 5.6 אחוזים ברביע הראשון. עם זאת, עפ"י רוב ההערכות ההאטה בקצב הצמיחה בהמשך השנה תשקף "נחיתה רכה" של הכלכלה, וזו צפויה להמשיך ולצמוח בקצב של כ-3 אחוזים - רמה המוערכת כרמת התוצר הפוטנציאלי. הצריכה הפרטית ממשיכה לרדת, על רקע מחירי הדלק הגבוהים, ההשפעה בפיגור של עליית הריבית וההתפתחויות בשוק הדיור. על אף סימני ההאטה, החודש נרשמה עלייה חדה בייצור התעשייתי ונמשך הגידול בסקטור הייצוא שצפוי להתחזק על רקע איתנות הכלכלה הגלובלית ולספק תמיכה לצמיחה במהלך השנה. בנוסף, מצב החברות איתן למדי, וזאת על רקע שיעורי הרווחיות וכושר הייצור הגבוהים הצפויים להמשיך ולספק תמיכה להשקעת הסקטור העסקי. כמו כן, נרשם גידול מפתיע בהכנסות הממייסים. האינפלציה עולה והלחצים האינפלציוניים הולכים ומתגברים. כך, עלו מדד המחירים לצרכן ומדד אינפלציית הליבה, והגיעו לשיעור שנתי של 4.3 ו-2.6 אחוזים, בהתאמה. זאת, על רקע הצמצום בפער התוצר. ממוצע תחזיות בתי ההשקעות לשיעור עליית מדד המחירים לצרכן ברביע השני של 2006 עומד על כ-4%, אך במהלך 2006 הוא צפוי לרדת בהדרגה. הבנק המרכזי החליט בישיבתו האחרונה, להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז, -5.25 אחוזים. החוזים העתידיים על ריבית הפד מגלמים העלאה של 0.25 נקודות אחוז בישיבה הקרובה, בדומה לתחזיות של בתי ההשקעות.

אירופה

נמשך השיפור בפעילות הכלכלית בגוש האירו ונראה כי הצמיחה צוברת תאוצה והופכת מבוססת ורחבת היקף וצפויה להיותר ברמה הקרובה לשיעור הצמיחה הפוטנציאלי. הגידול בהשקעה צפוי להימשך וליהנות מתנאי מימון נוחים, משינויים מבניים במאזני חברות, ומגידול ברווחים וביעילות העסקים. הביקוש המקומי מצד החברות מראה סימני האצה. הצריכה הפרטית נמצאת על תוואי ההתאוששות וצפויה להמשיך ולהתחזק על רקע הירידה שנרשמה לאחרונה בשיעורי האבטלה בגוש האירו בכלל ובגרמניה, צרפת ואיטליה בפרט. בתי ההשקעות צופים צמיחה של 2.7 אחוזים בממוצע לרביע השני של השנה וצמיחה של כ-2.3 אחוזים בשנת 2006. האינפלציה בחודש יוני נותרה ללא שינוי ברמה של 2.5 אחוזים, במונחים שנתיים. הבנק המרכזי צופה כי האינפלציה תיותר במחצית השנייה של 2006 ובשנת 2007 ברמה שמעל ליעד האינפלציה של הבנק – שהוא 2 אחוזים. בתי ההשקעה צופים בממוצע שרמת האינפלציה ברביע השני של השנה תעמוד על רמה של 2.4 אחוזים ותרד בהדרגה במהלך השנה. הבנק המרכזי הותיר את הריבית החודש ללא שינוי ברמה של 2.75 אחוזים. השוק צופה העלאת ריבית של 0.25 נקודות אחוז באוגוסט. השווקים ובתי ההשקעות מאמינים כי הריבית תגיע בסיום תהליך של ריסון מוניטרי ל-3.5 אחוזים.

יפן

הכלכלה ממשיכה להתאושש כשהיא נתמכת בעיקר ע"י הגידול בביקוש המקומי. השקעת הסקטור העסקי ממשיכה לגדול על רקע שיעורי הרווחיות הגבוהים של החברות והצריכה הפרטית נמצאת במגמת עלייה, לאור הגידול שנרשם בהכנסת משקי הבית. הייצור התעשייתי צפוי להמשיך לגדול הן על רקע הגדול בביקושים המקומיים ומחוי"ל. הבנק המרכזי של יפן צופה כי הכלכלה תמשיך לצמוח והממשלה צופה צמיחה של 2.1 אחוזים ב-2006. בתי ההשקעות צופים בממוצע צמיחה של 2.5% ברביע השני של השנה ועלייה בצמיחה בהמשך השנה. השינוי באינפלציית הגרעין לחודש מאי נותר במגמה חיובית עם עלייה של 0.6 אחוזים והוא צפוי להיוותר במגמה חיובית. בנוסף, נרשמה עלייה במדד המחירים ליצרן. הבנק המרכזי העלה החודש את הריבית ב-0.25 נקודות בסיס לרמה של 0.25%, לראשונה מזה כ-5 שנים. בתי ההשקעות צופים בממוצע המשך העלאה בריבית, עד לרמה של כ-0.5 אחוז עד סוף השנה.

שווקים מתעוררים

החל מאמצע יוני, חלה ירידה מסוימת בסיכון שמיוחס לשווקים המתעוררים שבא לידי ביטוי בעליות בשוקי המניות והתחזקות שערי החליפין מול הדולר. אולם, על רקע העלייה הניכרת בסיכון הגיאופוליטי כתוצאה מהסכסוך במזרח התיכון, נרשמו ירידות חדות בשוקי המניות בשווקים המתעוררים בכלל, ובמדינות המזרח התיכון בפרט. מלבד השווקים בישראל, בלט במיוחד שוק המניות בתורכיה שאיבד יותר מ-6.5% מערכו מאז תחילת הלחימה בצפון. עם זאת, לא חל שינוי בנתונים הכלכליים המרכזיים של השווקים המתעוררים והם ממשיכים להציג קצבי צמיחה מרשימים.