



נובמבר 2006

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

הדיון בפורום הרחב התקיים בבנק ישראל ב-22 באוקטובר ואילו הדיון בפורום המצומצם התקיים ב-22 וב-23 באוקטובר.

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. 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 אודות הפעילות הריאלית מצביעים על התאוששות המשק בקצב מהיר לאחר הפגיעה בפעילות בעקבות הלחימה. החודש פורסמה תחזית הלמ"ס אשר לפיה קצב הצמיחה הצפוי לשנת 2006 יסתכם ב-4.5 אחוזים. על פי אינדיקטורים מסקר החברות של בנק ישראל מתחזקת ההערכה בדבר התאוששות מהירה בפעילות המשק לאחר זעזוע המלחמה.

נתוני סקר החברות של בנק ישראל

מניתוח דיווחי החברות והעסקים המשתתפים בסקר עולה כי הפגיעה בפעילות עקב המלחמה הייתה זמנית ומתונה. המלחמה בצפון השפיעה באופן לא אחיד על הפעילות של

ענפי המשק והתמקדה בעיקר בענף התיירות ובענף השירותים העסקיים בצפון. ברביע השלישי של 2006 נמשכה העלייה של תפוקת חברות התעשייה. חברות הבנייה דיווחו על יציבות בפעילותן ברביע השלישי, לאחר עליות בשני הרביעים הקודמים. מניית דיווחי כל החברות והעסקים המשתתפים בסקר עולה כי הציפיות לרביע הרביעי הן להמשך עליות בפעילות במרבית הענפים, למעט בתי המלון והמסחר.

נתוני שוק העבודה

לפי נתוני חברת מנפאואר, הביקוש לעובדים במשק רשם בספטמבר עלייה של 10.3 אחוזים לעומת חודש אוגוסט, ועלייה של 3.3 אחוזים לעומת חודש ספטמבר אשתקד. הגידול בביקוש לעובדים נרשם במרבית ענפי המשק.

2. נתוני התקציב

בשנת 2006 צפויות הכנסות המיסים להיות גבוהות בכ-9.5 מיליארדי שקלים ביחס לתחזית התקציב. הגרעון הכולל צפוי להסתכם בשנת 2006 ב-1.5 אחוזי תוצר. תקציב 2007 אושר בממשלה תוך העלאת יעד הגירעון ל-2.9 אחוזי תוצר וכן הגדלת תקרת ההוצאה ל-3.3 אחוזים בגין הוצאות הקשורות ללחימה בצפון. הצעת התקציב של הממשלה צפויה לעלות על סדר היום של הכנסת לצורך אישורה.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בחודש ספטמבר בשיעור חד של 0.9%, נמוך מהערכות החזאים הפרטיים, שנעו בין (-0.6%) לבין (-0.3%). הירידה במדד נובעת בעיקר מהייסוף של השקל, מירידת מחירי הדלקים ומירידות עונתיות. מחירי הדירות בבעלות במונחים דולריים התייצבו בחודש ספטמבר, בניגוד לעלייה בשלושת החודשים הקודמים.

בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.3% ומתחילת השנה המדד עלה ב-0.8%, סמוך לגבול התחתון של התוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון ירדו החל מהשליש האחרון של ספטמבר ועמדו על כ-1.5% בממוצע בחודש אוקטובר, לעומת 1.9% בממוצע בחודשים אוגוסט-ספטמבר.

הערכות החזאים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה קדימה ירדו ל-1.3% לעומת 1.9% בחודש ספטמבר. ממוצע תחזיות האינפלציה לשנת 2006 עודכן ל-0.3% בלבד, לעומת 1.8% בספטמבר.

ה-break-even inflation לטווח של 10 שנים, המחושב מהתשוואות על אגרות חוב נומינליות וריאליות, ירד ב-0.2% בחודש האחרון ל-2.3 אחוזים. ה-break-even inflation

ל-10 שנים גבוה יותר מהציפיות לאינפלציה ל-10 שנים במרכיב של פרמיית סיכון, העומד על כ-0.3 עד 0.5 נקודות האחוז.
לאחר פרסום המדד האחרון של המחירים לצרכן, החזאים מעריכים כי ריבית בנק ישראל לחודש נובמבר תורד ב- 0.25%. מרבית החזאים צופים הורדה נוספת בשיעור של 0.25% גם בחודש דצמבר.
עקום המק"ם מבטא ציפיות להורדת ריבית במהלך השנה הקרובה.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בחודש האחרון שקדם להחלטת הריבית, שעורי הריבית הצמודים למדד עלו בטווחים הקצרים בכ - 0.2% לרמה של 4% (עד 4 שנים), כאשר שעורי הריבית הצמודה למדד ל-10 שנים הגיעו ל-3.8%. העקום הנומינלי ירד בחודש שקדם להחלטת ריבית זו בשיעור של 0.4% בטווחים הקצרים ו - 0.2% בטווח ל - 10 שנים. עקום המק"ם ירד לכל אורכו ב - 0.3%, כך שנותר שטוח ברמה של 5.6%.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-0.25 נקודות האחוז מריבית הפד. על פי שוקי ההון בארה"ב קיימת הסתברות גבוהה לאי שינוי בריבית הפד בחודשים הקרובים ולירידה בריבית הפד במחצית השנייה של 2007.
המרווח בין עקום התשואות השקלי הלא צמוד ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים ירד במהלך החודש האחרון ל-127 נקודות בסיס (מכ-173 נקודות בסיס באמצע חודש ספטמבר). צמצום המרווח משקף את ירידת עקום התשואות של השחר.

הריבית הריאלית הצפויה

הריבית הריאלית הצפויה לשנה קדימה עלתה בחודש אוקטובר ב- 0.4% ל - 4.1%, בשל הירידה בציפיות לאינפלציה. מתחילת השנה עלתה הריבית הריאלית הצפויה ב - 1.4%.

אמצעי התשלום

שיעור הגידול של אמצעי התשלום ב-12 החודשים האחרונים נמצא במגמת ירידה מתחילת השנה והוא עומד על 11.6% בחודש ספטמבר. עיקר הגידול נובע מרכיב פקדונות העו"ש, שגדל בשנה האחרונה ב- 14.7% בספטמבר לעומת 16.0% באוגוסט. רכיב המזומנים, מצטמצם מאז חודש אפריל, והתרחבותו הסתכמה בשנה האחרונה ב- 7.6%.

המודלים האקונומטריים¹

תרחישים שנבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל מראים כי עמידה ביעד האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים מחייבת הפחתת ריבית, כתוצאה מהייסוף בשער החליפין הנומינלי והירידה במחירי האנרגיה.

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

תנועות הון

התחזקות השקל התרחשה על רקע עודף בחשבון השוטרף של מאזן התשלומים הצפוי להסתכם השנה בלמעלה מ-6 מיליארד דולר, ועל רקע השקעות זרים במשק. התחזקות השקל הושפעה גם מהפעילות של תושבי חוץ שרכשו שקלים בעסקות עתידיות, כאשר מרבית העסקאות היו לטווח זמן של עד 3 חודשים.

שוק מט"ח ושוק המניות

השקל הוסיף להתחזק בחודש האחרון. במועד החלטת הריבית בחודש שעבר נע השקל קרוב ל-4.32 שקלים לדולר, ואילו בימים אלו הוא נע סביב 4.28 שקלים לדולר. התחזקות דומה של השקל נרשמה מול סל המטבעות. החל מהשליש הראשון של ספטמבר נרשמו עליות במדדי המניות בארץ.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון, סקירות בתי השקעות זרים

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה החודש ירידה קלה לרמה של 29 נקודות בסיס. בשווקים מתעוררים אחרים לא נרשמו שינויים ברמות ה-CDS.

מסקירות בתי השקעות, עולה כי עוצמתו של השקל בפרט ושוק ההון בכלל במהלך המלחמה ואחריה חידשו את אמונם של הזרים בכלכלה הישראלית, ומרגע שהתברר כי השפעת המלחמה על כלכלת ישראל הייתה מוגבלת בהיקפה וכן כי הקואליציה יציבה יותר הם שבו לשוק הישראלי. עוצמתו של השקל הובילה רבים מהזרים למסקנה שהורדת ריבית בישראל צפויה בקרוב, ועקב כך הם קנו אג"ח 'שחר' ואף הגבירו את פעילות בשוק נגזרות הריבית. נראה כי רבים מהם שבו להתייחס לשוק הישראלי כאל חוף המבטחים של השווקים המתעוררים, בין השאר הודות לנתונים המקרו כלכליים הטובים של ישראל.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

הצמיחה העולמית ממשיכה להיות איתנה, כאשר כנגד ההאטה שנרשמה לאחרונה בקצב הצמיחה בארה"ב, כלכלות אירופה, יפן, והמדינות המתפתחות, ובמיוחד סין והודו, מתרחבות ומגדילות את משקלן. הצפי הוא ליציבות בריבית הפד בחודשים הבאים ולירידה בריבית זו במחצית הראשונה של 2007. ריבית הבנק המרכזי האירופאי צפויה לעלות לרמה של 3.5 אחוזים עד סוף השנה.

¹ 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.

ב. הדיון המצומצם - החלטת הריבית לחודש נובמבר 2006

קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמוך ממרכז תחום היעד והוא עומד על 1.3 אחוזים. גם ההערכות והציפיות לאינפלציה העתידית לשנה קדימה נמצאות מתחת לאמצע תחום יעד האינפלציה. הגורמים המרכזיים שהביאו לירידה בסביבת האינפלציה הם התחזקות השקל והירידות במחירי האנרגיה בעולם. בעקבות ירידת קצב האינפלציה, החזאים הפרטיים והשחקנים בשוק ההון צופים ירידה בריבית בנק ישראל בחודש זה והורדה נוספת בחודש דצמבר, כך שריבית בנק ישראל תסתכם ב-5% עד סוף השנה.

הנתונים אודות הפעילות הריאלית ממשיכים להצביע על התאוששות המשק בקצב מהיר לאחר זעזוע המלחמה שגרם לירידה בפעילות, שהתמקדה ברביע השלישי של השנה. תחזיות הצמיחה המעודכנת של הלמ"ס לשנת 2006 עומדת על כ-4.5 אחוזים, ועל פי הערכות בנק ישראל, קצב הצמיחה ב-2007 צפוי להסתכם בכ-4 אחוזים. עם זאת, לא ניכרים לחצים אינפלציוניים משוק העבודה, כאשר עלות העבודה ליחידת תוצר נמצאת במגמה קלה של ירידה בשל הגידול המהיר בפריון העבודה.

בדומה לחודש שעבר, גם החודש נדונו הערכות לגבי עלותה הפיסקלית של הלחימה והשלכותיה על מדיניות התקציב. עקב עלות הלחימה ונוקיה הכלכליים החליטה הממשלה להגדיל את הוצאותיה ולפרוס הוצאות אילו על פני שלוש שנים. הגידול בהוצאות צפוי להביא את הגרעון הממשלתי לכ-1.5 אחוזי תוצר השנה ולכ-2.8-2.9 אחוזים בשנת 2007. הלחצים להוצאות תקציביות נוספות, בכדי להביא לשיפור בהיערכות הביטחוניות ולטיפול בנושאי רווחה, מגבירים את אי הוודאות בתחום התקציב. אי וודאות זו עלולה להימשך בחודשים הקרובים, עד לאישור התקציב בכנסת.

בחודש האחרון שקדם להחלטת ריבית זו, המשיכה התחזקות האינדיקטורים הפיננסיים בארץ. בשווקים הפיננסיים הבינלאומיים, נרשמה ירידה קלה בפרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת בשוק ה-CDS ל-5 שנים. פער התשואות בין אגרת חוב השחר ל-10 שנים לבין אג"ח ממשלת ארה"ב לאותה תקופה ירד ל-127 נקודות בסיס (מכ-173 נקודות בסיס באמצע חודש ספטמבר). השקל המשיך להתחזק החודש, כאשר ברקע בולטים העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, הצפוי להסתכם השנה בלמעלה מ-6 מיליארד דולר, והשקעות ניכרות של זרים במשק. התחזקות השקל בחודשים האחרונים מתרחשת לאחר התקופה מאז 2002 בה נרשמה מגמת פיחות ריאלי (פיחות בניכוי פערי האינפלציה בין הארץ לחו"ל) של השקל מול סל המטבעות, שהסתכם בלמעלה מ-25 אחוזים. לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה מריבית הפד ב-0.25 נקודות האחוז.

מהערכות והמודלים של בנק ישראל עולה כי קיימת הסתברות גבוהה לירידה זמנית בקצב האינפלציה, בחודשים הקרובים, אל מתחת לתחום היעד. המשתתפים בדיון התייחסו לתרחישים שנבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים אשר לפיהם סביר שאפילו אחרי הורדת הריבית לחודש נובמבר ב-0.25 נקודות האחוז, סביבת האינפלציה תאפשר הורדה נוספת של הריבית.

המשתתפים בדיון שקלו את האפשרות של הפחתת ריבית גבוהה יותר לחודש נובמבר, אבל החליטו שחשוב לאמץ גישה הדרגתית, בהינתן האפשרות של שינויים מהירים בסביבת האינפלציה, וכדי למנוע זעזועים בשווקים הפיננסיים.

לסיכום, ירידת האינפלציה לחלק התחתון של תחום היעד, הסבירות הגבוהה לירידה זמנית של קצב האינפלציה (כפי שהיא נמדדת ב-12 החודשים האחרונים) אף אל מתחת לתחום היעד, השפעת התחזקותו של השקל על האינפלציה, והירידה במחירי האנרגיה בעולם, הינם גורמים מרכזיים התומכים בהורדת ריבית. מנגד, הפעילות במשק ממשיכה להתרחב בקצב מהיר וקיימים לחצים להוצאות תקציביות ואילו מתבטאים באי וודאות פיסקלית, עד לאישור התקציב בכנסת. מטרתה של המדיניות המוניטרית של בנק ישראל היא להחזיר בהדרגה את קצב האינפלציה לסביבת אמצע תחום היעד.

מתוך מכלול השיקולים שהועלו, כל מנהלי המחלקות המשתתפים בדיון המליצו לנגיד להוריד את ריבית בנק ישראל לחודש נובמבר ב-0.25 נקודות האחוז. הנגיד החליט להוריד את הריבית ב-0.25 נקודות האחוז, והיא תהיה בחודש נובמבר ברמה של 5.25 אחוזים.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 באוקטובר 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

מר בלפור עוזר – מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח

ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר

מר יוסי פישר – סגן מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח

ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על הקשרים עם המוסדות הבינלאומיים

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

הנתונים הכלכליים האחרונים היו מעורבים : בלטו לטובה נתוני התעסוקה שהיו חזקים מהצפוי. שיעור האבטלה ירד ל- 4.6%. בעדכון השנתי של נתוני התעסוקה התברר כי מספר המועסקים במשק גדול ב- 800 אלף ממה שהיה ידוע קודם.

בצד הנתונים החלשים בלטו נתוני שוק הדיור אשר הצביעו על המשך מגמת ההאטה בענף. עדיין אין תמימות דעים לגבי השפעת ההאטה בשוק הדיור על הכלכלה כולה. החשש הוא כי יציבות מחירי הדיור ואולי אף ירידתם בהמשך יובילו לצמצום ניכר בהוצאות הצרכנים. עם זאת, אפקט העושר הנוצר מעליית מחירי המניות, יחד עם עליית ההכנסה וירידת מחירי הנפט, יקזזו, לפחות חלקית, את ההשפעה הממתנת משוק הדיור וייתמכו באמון הצרכנים ובהמשך גידול הוצאותיהם. קיימים פערים גדולים בהערכות בתי השקעות לגבי קצב הצמיחה והתחזיות נעות בין 2.5% לכ- 1.5% במחצית השניה של השנה.

המדדים השונים לקצב האינפלציה עדיין גבוהים והסיכון העיקרי מקורו בהמשך הגידול בעלות העבודה ליחידת תוצר. בישיבתו האחרונה הותיר הפד את הריבית ללא שינוי ברמה של 5.25%. בהודעה שנלוותה להחלטה הותיר הפד פתח לאפשרות להעלאת ריבית. שוק אגרות החוב עדיין מאמין כי מחזור העלאת הריבית הסתיים והצעד הבא יהיה הורדה במהלך המחצית הראשונה של 2007. יחד עם זאת, ההסתברות הנגזרת מהשווקים הפיננסיים להורדת ריבית פחתה.

אירופה

כלכלת אירופה ממשיכה לצמוח בקצב יפה כאשר הצמיחה מתבססת והיקפה מתרחב והיא נתמכת בעיקר ע"י הביקוש המקומי. הנתונים על הפעילות הכלכלית וסקרי האימון השונים שהתפרסמו עד כה לרבעון השלישי של השנה הפתיעו לטובה ותומכים בהערכות כי קצב הצמיחה במהלך שנת 2006 יוותר ברמה של 2%, המוערכת כשיעור הצמיחה הפוטנציאלי לטווח הארוך. היצוא האירופי נותר חזק והגידול בהשקעה צפוי להמשיך וליהנות מתנאי מימון נוחים, ומגידול ברווחי העסקים. הגידול בצריכה המקומית צפוי להמשיך ולהתחזק על רקע השיפור ההדרגתי בשוק העבודה והירידה במחירי הנפט והסחורות.

עם זאת, קצב הצמיחה בשנת 2007 צפוי להאט, בעיקר על רקע העלאת המע"מ בגרמניה המתוכננת להיכנס לתוקף בתחילת השנה, ההאטה בצמיחה הגלובלית, והתחזקות האירו לעומת הדולר. הערכות אלו הביאו את ה-European Commission לעדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה לגוש האירו לשנת 2007. גם בתי השקעות מעריכים כי הצמיחה באירופה תיחלש במחצית הראשונה של 2007 וצופים כי היא תעמוד על כ-1.5% שנתי בממוצע.

שיעור האינפלציה בחודש ספטמבר רשם ירידה לרמה של 1.7% (במונחים שנתיים) מ-2.3% בחודש אוגוסט. ירידה זו הנובעת ככל הנראה מהירידות שנרשמו במחירי האנרגיה בתקופה האחרונה. הבנק המרכזי האירופי צופה כי האינפלציה תעלה שוב בחודשים הקרובים לרמה של מעל ל-2%, ולהערכתו הסיכונים לתחזית זו מוטים כלפי מעלה.

כצפוי, הבנק המרכזי האירופי העלה את הריבית החודש ב-25 נקודות בסיס לרמה של 3.25%. השווקים ובתי ההשקעות צופים עליית ריבית לרמה של 3.5% עד סוף השנה בוודאות מלאה והעלאת ריבית נוספת במחצית הראשונה של 2007 בהסתברות של כ-70%.

יפן

בתי ההשקעות צופים כי הצמיחה צפויה להגיע לכ-3% ברבעון האחרון של השנה ולהתמתן במהלך 2007 לרמה הקרובה ל-2%.

מדד המחירים לצרכן ואינפלציית הגרעין לחודש אוגוסט המשיכו לרשום עליות של 0.9% ו-0.3% במונחים שנתיים, בהתאמה. מדדים אלו הינם הגבוהים ביותר שנרשמו מזה כ-8 שנים. אולם, הלחצים האינפלציוניים עשויים להתמתן בטווח הקצר כתוצאה מירידת מחירי הסחורות בכלל והנפט בפרט. כמו כן, הירידה המחודשת בעלות יחידת עבודה צפויה אף היא להאט את קצב האינפלציה.

בישיבתו החודש הותיר הבנק המרכזי את הריבית ללא שינוי. הבנק המרכזי צפוי להתחיל להעלות את הריבית המוניטרית במהלך המחצית הראשונה של 2007. בתי ההשקעות צופים בממוצע עליית ריבית של 25 נקודות בסיס כבר ברבעון האחרון של השנה עד לרמה של כ-0.5% בהסתברות של 40%.