



דצמבר 2006

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

הדיונים בפורום הרחב ובפורום המצומצם התקיימו ב-26 בנובמבר.

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 מהירה של המשק לאחר הפגיעה בפעילות ברביע השלישי, על רקע המלחמה. גודל הפגיעה בפעילות ברביע השלישי של השנה קטן מהערכות קודמות, ולכן נראה כי שיעור הצמיחה השנתי ב-2006 גבוה מעט מהערכות קודמות וצפוי להיות 4.8 אחוזים. התוצר העסקי צפוי להתרחב בשנת 2006 ב-5.8 אחוזים.

נתוני החשבונאות הלאומית

נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי משקפים את ההאטה בפעילות הכלכלית בתקופת הלחימה. מנתונים בניכוי עונתיות (במונחים שנתיים) עולה כי התוצר המקומי ירד ברביע זה ב-1.4 אחוזים. ברביע השלישי של השנה נרשמו ירידות חדות ביצוא הסחורות והשירותים (ירידה של כ-22 אחוזים, הכוללת ירידה ניכרת ביצוא שירותי התיירות) וביבוא האזרחי של הסחורות והשירותים (ירידה של כ-20 אחוזים). מנגד, עלתה הצריכה הביטחונית המקומית בכ-22 אחוזים. הצריכה הפרטית התרחבה ב-3.4 אחוזים, ובהשקעות בענפי המשק נרשמה עלייה של כ-23 אחוזים. הגידול המהיר בהשקעות עקבי עם הערכות המשקיעים כי השפעת המלחמה זמנית בלבד.

מדדים לפעילות ריאלית

המדד המשולב לפעילות במשק עלה בחודש אוקטובר ב-0.6 אחוזים. מדד הייצור התעשייתי עלה מראשית השנה (נתונים עד ספטמבר 2006) ב-8 אחוזים, יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. בענף הבניה לא ניכרת התאוששות בפעילות, והתחלות הבניה בינואר-יולי 2006 נמוכות ב-7.4 אחוזים מהתקופה המקבילה אשתקד.

שוק העבודה

השכר הנומינלי בסקטור העסקי עלה ב-4.5 אחוזים בינואר-אוגוסט, יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. מספר משרות השכיר בסקטור העסקי גדל ב-3.9 אחוזים באותה תקופה.

2. נתוני התקציב

בשנת 2006 צפויות הכנסות המיסים, כולל התקבולים ממכירת "ישקר" להיות גבוהות בכ-10 מיליארדי שקלים ביחס לתחזית התקציב. נתוני תקציב הממשלה לחודש אוקטובר מצביעים על התאוששות משמעותית של ההכנסות ממסים מאז הלחימה. ההוצאות מתחילת השנה ועד אוקטובר גבוהות בכ-1.4 מיליארדי ש"ח מהתואי העונתי בתקציב המקורי, בעיקר בשל רישום כהוצאה של תשלומי קרן הפיצויים לנזקי המלחמה. בעת הדיון ההערכה היתה שהגרעון הכולל יסתכם בשנת 2006 בפחות משני אחוזי תוצר.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בחודש אוקטובר בשיעור חד של 0.7 אחוזים לאחר ירידה של 0.9 אחוזים בספטמבר. הירידה במדד המחירים לצרכן בחודש האחרון גדולה מזו שנצפתה על ידי החזאים, שמרביתם צפו ירידה שבין 0.2% ל-0.5%. הירידה במדד נובעת בעיקר מהתחזקות השקל וירידות במחירי הדיר, ומהירידות במחירי הדלקים.

בשנים עשר החודשים האחרונים ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.2%, ומתחילת השנה המדד עלה ב-0.1%. קצב האינפלציה נמוך מהגבול התחתון של התואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון, ה-*break-even inflation*, עלו בממוצע בחודש בנובמבר, לעומת אוקטובר, בשיעור מתון של 0.1 נקודת האחוז ל-1.5%. זאת לעומת חודש אוקטובר, בו הם ירדו בשיעור חד של 0.5 נקודת האחוז. מאז ינואר 2005 ועד ספטמבר 2006 נעו ציפיות אילו סביב 2%, מרכז תחום יעד האינפלציה.

ממוצע הערכות החזאים המקומיים לגבי האינפלציה הצפויה לשנה קדימה מסתכמות ב- 2.1 אחוזים.

ממוצע הערכות החזאים המקומיים הוא שריבית בנק ישראל תתייצב ותעמוד בעוד 12 חודשים על 5 אחוזים.

בניגוד להערכות החזאים, 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 ל-5 שנים ירדו ב- 0.1% ל-3.6 אחוזים, כאשר שעורי הריבית הצמודה למדד ל-10 שנים ירדו ל-3.8%. התשואה הנומינלית של אגרות חוב לא צמודות נשארה יציבה לטווח של 5 שנים, ברמה של 5.7 אחוזים, וירדה בטווח של 9 שנים ב-0.2%, לרמה של 5.9 אחוזים. תשואת המק"ם לשנה ירדה בחודש האחרון ב-0.2% ל-5.1 אחוזים.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל שווה לריבית הפד. על פי שוקי ההון בארה"ב קיימת הסתברות גבוהה לאי שינוי בריבית הפד בחודשים הקרובים. המרווח בין עקום התשואות השקלי הלא צמוד ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים נשאר יציב במהלך החודש האחרון, כ-130 נקודות בסיס.

הריבית הריאלית הצפויה

בשל הירידה בריבית בנק ישראל והעלייה המתונה בציפיות לאינפלציה, ירדה הריבית הריאלית הצפויה לשנה קדימה בחודש נובמבר ב-0.4 נקודת האחוז ל-3.8 אחוזים. זאת לאחר שריבית זו עלתה בחודש אוקטובר.

אמצעי התשלום

שיעור הגידול של אמצעי התשלום ב-12 החודשים האחרונים נמצא במגמת ירידה מתחילת השנה והוא עומד על 5.6% באוקטובר, לעומת 11.5% בחודש ספטמבר.

המודלים האקונומטריים¹

תרחישים שנבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל מראים כי קיים צורך בהורדת ריבית כדי לעמוד ביעד האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים. הגורמים העיקריים במודלים שמביאים לתוצאה זאת הם הייסוף בשער החליפין הנומינלי והירידה במחירי האנרגיה. הורדת ריבית נדרשת להחזרת האינפלציה בהדרגה אל תחום היעד.

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.

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

תנועות הון

מגמת התחזקות השקל בחודשים האחרונים התרחשה על רקע עודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים הצפוי להסתכם השנה בלמעלה מ-6 מיליארד דולר, ועל רקע השקעות זרים במשק. קיימות הערכות שבשנת 2007 צפויה ירידה בגירעון בחשבון הסחורות, והעודף בחשבון השוטר צפוי לגדול.

שוק מט"ח ושוק המניות

השקל נחלש מעט בחודש האחרון לעומת הדולר. במועד החלטת הריבית בחודש שעבר נע השקל קרוב ל-4.28 שקלים לדולר, ואילו בימים שלפני החלטת ריבית זו הוא נע סביב 4.30 שקלים לדולר. השקל נחלש מול סל המטבעות בחודש האחרון, משער של 4.82 ₪ לסל סביב מועד ההחלטה הקודמת, לשער של 4.90 ₪ לסל המטבעות בימים שלפני החלטת ריבית זו.

מתחילת השנה ועד אמצע חודש נובמבר עלה מדד ת"א 100 ב-13.4 אחוזים.

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 26 נקודות בסיס, בדומה להצטמצמות שנרשמה ברמות ה-CDS בשווקים מתעוררים אחרים. מסקירות בתי השקעות זרים, ההערכות הן כי הנתונים המקור-כלכליים של ישראל ימשיכו להיות טובים. התדרדרות אפשרית במצב הגיאו-פוליטי מהווה עדיין גורם סיכון להיחלשות השקל.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

הצמיחה העולמית נותרה חזקה בשנת 2006 והיא צפויה להתמיד גם במהלך 2007. זאת, למרות הירידה בצמיחה בארה"ב בתקופה האחרונה והצפי כי קצב הצמיחה שם יוותר בשיעור מתון גם במהלך 2007. אירופה, יפן והמדינות המתפתחות, ובמיוחד הודו וסין, תופסות חלק הולך וגדל מקצב הצמיחה העולמית ומקזזות את ההאטה שנרשמה לאחרונה בכלכלת ארה"ב. בנקים מרכזיים אחדים, בהם אלה של שבדיה, נורבגיה, אנגליה ואוסטרליה העלו את הריבית המוניטרית החודש.

ב. הדין המצומצם - החלטת הריבית לחודש דצמבר 2006

קצב האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמוך משמעותית מתחום היעד והוא עומד על 0.2%- אחוזים. ההערכות והציפיות לאינפלציה העתידית לשנה קדימה נמצאות מתחת לאמצע תחום יעד האינפלציה. הגורמים המרכזיים שהביאו לירידה בסביבת האינפלציה בחודשיים האחרונים הם התחזקות השקל והירידות במחירי האנרגיה בעולם.

במקביל לירידת קצב האינפלציה, החזאים הפרטיים צופים ירידה בריבית בנק ישראל בחודש זה, ובממוצע הם צופים התייצבות של הריבית ברמה של 5% ב-12 החודשים הקרובים. בניגוד להערכות החזאים, הצפי משוק ההון, על פי עקום התשואות, הוא לירידת ריבית נוספת במהלך השנה הקרובה.

מהערכות והמודלים של בנק ישראל עולה כי קצב האינפלציה בחודשים הקרובים צפוי להיות מתחת לתחום היעד. המשתתפים בדיון התייחסו לתרחישים שנבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים אשר לפיהם מתאפשר פער ריביות שלילי בין ריבית בנק ישראל לריבית הפד. קצב החזרה לתחום יעד האינפלציה ורמת הריבית הנדרשת תלויים לא מעט בהתפתחויות העתידיות בשער החליפין ובמחירי האנרגיה.

הנתונים אודות הפעילות הריאלית ממשיכים להצביע על התאוששות המשק בקצב מהיר לאחר זעזוע הלחימה שגרם לירידה בפעילות ברביע השלישי של השנה. מנתוני החשבונאות הלאומית עולה כי גודל הפגיעה בתוצר ברביע השלישי של 2006 קטן מהערכות קודמות של בנק ישראל, ולכן נראה כי שיעור הצמיחה השנתי ב-2006 יהיה 4.8 אחוזים, גבוה מעט מתחזית הבנק מיד לאחר הלחימה. עם זאת, לא ניכרים לחצים אינפלציוניים משוק העבודה, כאשר עלות העבודה ליחידת תוצר נמצאת במגמה קלה של ירידה בשל הגידול המהיר בפריון העבודה.

נתוני ביצוע התקציב מצביעים על התאוששות משמעותית של ההכנסות ממיסים, הצפויות להסתכם ב-2006 בכ-10 מיליארד ₪ מעבר לתקציב המקורי, ועל הוצאות ממשלה הגבוהות בכ-3 מיליארדי ₪ מהתקציב המקורי. ההערכות בעת הדיון היו שהגרעון התקציבי ב-2006 צפוי להסתכם בפחות משני אחוזי תוצר.

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 התייצב בחודש האחרון. ייתכן שכתוצאה מהורדת ריבית בנק ישראל באוקטובר נחלש השקל מעט בחודש שקדם להחלטת ריבית זו, למרות העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים והשקעות ניכרות של זרים במשק. בהסתכלות על התפתחויות בשוקי המטבע בעולם, בתי השקעות זרים צופים כי קיימת הסתברות גבוהה שערכו של הדולר יחלש בעולם.

ההחלטה להוריד את הריבית ב-0.25 נקודות האחוז לחודש דצמבר תוביל לכך שריבית בנק ישראל תהיה נמוכה מריבית הפד ב-0.25 נקודות האחוז.

המשתתפים בדיון בחנו את האפשרות של הפחתת ריבית גבוהה יותר לחודש דצמבר, אבל היו בדיעה שהמעבר לפער ריביות שלילי בין ריבית בנק ישראל לריבית הפד מחייב הדרגתיות, על מנת לבחון את ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים. עצם ההדרגתיות של שינויים בריבית חשובה בהינתן האפשרות של שינויים מהירים בסביבת האינפלציה, והחשיבות של מניעת זעזועים בשווקים הפיננסיים. יתר על כן, מספר משתתפים הצביעו על כך ששינוי בסיסי בתנאים המוניטריים אינו נדרש בעת זו לצורך עידוד הפעילות, הממשיכה להתרחב בקצב מהיר, תוך התרחבות מרכיב הצריכה הפרטית.

לסיכום, ירידת האינפלציה אל מתחת לתחום היעד, השפעת הגורמים הפועלים להתחזקותו של השקל על האינפלציה, והירידה במחירי האנרגיה בעולם, תומכים בהורדת ריבית בחודש זה. מנגד, הפעילות במשק ממשיכה להתרחב בקצב מהיר. מטרתה של המדיניות המוניטרית של בנק ישראל היא להחזיר בהדרגה את קצב האינפלציה לסביבת אמצע תחום היעד מבלי להביא לזעזועים מיותרים בשווקים הפיננסיים.

מתוך מכלול השיקולים שהועלו, כל מנהלי המחלקות המשתתפים בדיון המליצו לנגיד להוריד את ריבית בנק ישראל לחודש דצמבר ב-0.25 נקודות האחוז. הנגיד החליט להוריד את הריבית ב-0.25 נקודות האחוז, והיא תהיה בחודש דצמבר ברמה של 5.00 אחוזים.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 בנובמבר 2006.

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר
ד"ר עקיבא אופנבך – מנהל המחלקה המוניטרית
גבי עירית מנדלסון – סגנית מנהל מחלקת מט"ח
מר יוסי פישר – סגן מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח
ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על הקשרים עם המוסדות הבינלאומיים
מר גבי פישמן – ראש המטה לנגיד

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

הנתון הראשוני של התוצר לרבעון השלישי של 2006, שהתפרסם החודש, הצביע על האטה משמעותית בקצב הצמיחה של כלכלת ארה"ב לשיעור שנתי של 1.6% לעומת צפי של 2%. הירידה בקצב הצמיחה הושפעה בעיקר מההאטה בשוק הדיור.

ישנם בתי השקעות המעריכים כי יציבות מחירי הדיור ואולי אף ירידתם בהמשך יובילו לצמצום דרסטי בהוצאות הצרכנים. לעומת זאת, ישנם כלכלנים המעריכים כי ההאטה בשוק הדיור מתקרבת לנקודת המפנה. בנוסף, עליית ההכנסה הפנויה וירידת מחירי הנפט, ביחד עם אפקט העושר שנוצר מעליית מחירי המניות, שהמשיכו לעלות גם במהלך החודש, יקזזו, לפחות חלקית, את ההשפעה הממתנת משוק הדיור וייתמכו באמון הצרכנים ובהמשך גידול הוצאותיהם.

מדדי הליבה לקצב האינפלציה נותרו גבוהים יחסית. עם זאת, הם התמתנו ורמתם אף הפגיעה את השוק. בחודש אוקטובר מדד המחירים לצרכן רשם ירידה חדה יחסית ומדד הליבה רשם עלייה מתונה בלבד והגיעו לרמה של 1.3% שנתי ו-2.7% שנתי בהתאמה. בתי השקעות זרים צופים כי קיימת הסתברות גבוהה שהדולר יחלש בעולם.

בישיבתו האחרונה הותיר הפד את הריבית ללא שינוי ברמה של 5.25%. בהודעה שנלוותה להחלטה הותיר הפד, עדיין, פתח לאפשרות להעלאת ריבית. מהפרוטוקול של הישיבה האחרונה עולה כי הבנק מוטרד יותר מהסיכון לעליית האינפלציה מאשר מהסיכון להאטה משמעותית בקצב הצמיחה כך שהנטייה היא עדיין להעלאת ריבית (Tightening bias).

שוק אגרות החוב עדיין מאמין כי מחזור העלאת הריבית הגיע לקיצו והצעד הבא של הפד יהיה הורדת ריבית במהלך המחצית הראשונה של 2007. קיימת תמימות דעים באשר לעובדה כי בשתי הישיבות הבאות (דצמבר וסוף ינואר) ה-Fed יותיר את הריבית ללא שינוי.

אירופה

מרבית הכלכלנים מעריכים כי קצב הצמיחה במהלך השנה יוותר ברמה של מעל 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 אף הוא להמשיך ולהתחזק על רקע השיפור ההדרגתי בשוק העבודה והירידה במחירי הנפט. 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.

הבנק המרכזי האירופי צופה כי האינפלציה תעלה בחודשים הקרובים לרמה של מעל ל-2%.

כצפוי, הבנק המרכזי האירופאי הותיר את הריבית החודש ללא שינוי ברמה של 3.25%. ההודעה שנלוותה להחלטת הריבית נשאה טון ניצי והבנק האירופאי הדגיש כי ריבית הבנק המרכזי עדיין נמוכה וכי הנזילות בגוש האירו נותרה גבוהה ומטרידה. השווקים ובתי השקעות צופים עליית ריבית של 25 נקודות בסיס לרמה של 3.5% בישיבה הקרובה בחודש דצמבר. בנוסף השוק מתמחר העלאת ריבית נוספת במחצית הראשונה של 2007 בהסתברות של כ-80%.

יפן

קצב הצמיחה ביפן הוא 2%. נתון הצמיחה לרבעון השלישי גבוה מהצפוי והורה על צמיחה של 2% במונחים שנתיים. האבטלה נותרה ברמה הנמוכה ביותר מזה שמונה שנים ומדד אימון הצרכנים הורה על שיפור בחודש אוקטובר.

קצב עליית מחירי המוצרים המקומיים הואט על רקע הירידה במחירי הנפט. כצפוי, הבנק המרכזי הותיר החודש את הריבית המוניטרית ללא שינוי. עם זאת, גברו הציפיות כי הבנק המרכזי יעלה את הריבית המוניטרית כבר בחודש דצמבר. זאת, במיוחד על רקע נתוני הצמיחה האחרונים ודבריו של נגיד הבנק שציין כי הבנק המרכזי צריך לפעול מראש על מנת למנוע מרמת הריבית הנמוכה במיוחד להאיץ השקעה הונית עודפת.