



25/6/2007

דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש יולי 2007

הדיונים התקיימו ב-24 וב-25 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. 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, מחלטת 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

הערכה כללית

האינדיקטורים הראשוניים לרביע השני של 2007 מצביעים על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית בקצב מהיר. עדכון תחזית בנק ישראל לצמיחה ל-2007 מצביע על שינוי הרכב השימושים, אך התחזית לצמיחת התוצר נותרה בעינה—5.1 אחוזים. תחזית הצמיחה של התוצר העסקי עודכנה מעט כלפי מטה והיא עומדת עתה על 5.9%. בשוק העבודה נמשכת המגמה של הגידול בפעילות. המשך ההתרחבות המהירה של הפעילות הריאלית ברביע הראשון הביא לצמצום נוסף בפער התוצר.

נתוני החשבונאות הלאומית

הצריכה הפרטית, ההשקעה בענפי המשק, הצריכה הציבורית המקומית והיצוא עלו ברבעון הראשון בשיעורים גבוהים משיעור הגידול של התוצר. ההשקעה בענפי המשק והצריכה הפרטית השוטפת ממשיכות לגדול בשיעורים גבוהים.

המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב לחודש מאי עלה ב-0.7%, מה שמעיד על המשך ההתרחבות. עליית המדד בחודש זה השתקפה בעליות של כל רכיבי המדד ובמיוחד במדדי יצוא השירותיים והסחורות. בתוך כך, תוקנו כלפי מעלה ערכי המדד המשולב בשלושת החודשים הקודמים.

שוק העבודה

שיעור התעסוקה עלה ברבעון הראשון השנה ל-51.8% לעומת 51.3% ברבעון שקדם לו, ממוצע מספר שעות העבודה למועסק נותר יציב. שיעור האבטלה ירד ל-7.7%. מנתוני סקר כוח האדם עולה כי החלק הארי של הגידול בשיעור ההשתתפות מאפיין קבוצות עובדים עם רמת השכלה גבוהה. קבוצות אלה אופיינו במקביל על ידי ירידה בשיעור האבטלה במהלך אותה התקופה שהגיע לרמה ששררה בתקופת הגאות הקודמת, באמצע שנות התשעים. שיעור ההשתתפות הממוצע בקבוצות העובדים עם רמת השכלה גבוהה (מעל ל-13 שנות לימוד) נמוך במקצת מהשיעור שנצפה בתקופה של תעסוקה מלאה באמצע שנות התשעים. על מיצוי כושר היצור העודף במשק מלמדת גם בלימת העלייה של פריון העבודה. עליה זו אפיינה את שלב היציאה מהמיתון בעקבות הגברת ניצולו של כושר היצור העודף שנוצר במהלכו. יחד עם זאת, מוקדם להעריך האם ההאטה בקצב התרחבות הפריון תימשך. פריון העבודה מהווה גורם חשוב בהתפתחות האינפלציה והצמיחה במשק בשלבים הבאים של מחזור העסקים.

סחר חוץ

נתוני סחר החוץ לגבי ייצוא וייבוא הסחורות בחודש מאי מעידים על המשך המגמות החיוביות ביצוא סחורות. הייצוא (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) צמח בשיעור שנתי של 16.1% בהמשך לשיעור דומה קודם לכן. הייבוא (ללא אוניות, מטוסים, יהלומים וחומרי אנרגיה) גדל בשלושת החודשים האחרונים בשיעור שנתי של 17.5% בהמשך לצמיחה מהירה בחודשים הקודמים.

2. נתוני התקציב

המשך המגמה של הגידול בהכנסות הממשלה ממיסים צפוי להביא את הגירעון לשיעור שבין 1% ל-1.5% מהתוצר, עד סוף השנה. עם זאת, החלטות תקציביות שהתקבלו בתקופה האחרונה בממשלה פועלים להגדלת הביקושים של הסקטור הציבורי כבר בשנה הבאה, תוך פריצה אפשרית של תקרת ההוצאות הממשלתיות.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן בחודש מאי נותר ללא שינוי, מעט מעל התחזיות המוקדמות עבורו. בשנים עשר החודשים האחרונים ירד מדד המחירים לצרכן ב-1.3%, שיעור זה נמוך משמעותית מהיעד. ללא רכיב הדיור, בשנים עשר החודשים האחרונים ירד המדד ב-0.1%. מאז תחילת השנה עלה המדד הכללי בשיעור של 0.3%.

חלוקת מדד המחירים לצרכן למרכיב מחירי מוצרים שהושפעו ישירות משער החליפין וממחירי האנרגיה ולמרכיב מחירים מקומיים שלא הושפעו ישירות מגורמים אלה, מצביע על פער משמעותי בין ההתפתחות בשני הרכיבים הללו בשנה האחרונה. לפי אחד המודלים האקונומטריים¹ של בנק ישראל, בשנה האחרונה, עלו המחירים המקומיים בשיעור הגבוה מהגבול העליון של יעד האינפלציה והמחירים המיובאים ירדו יותר מהירידה במדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עמדו ערב ההחלטה על ריבית יולי על 2.1% - קרוב למרכז יעד האינפלציה. במקביל, השוק צופה, על פי עקום המק"מ, כי ריבית בנק ישראל תעלה ב-0.25 נקודות אחוז ב-12 החודשים הקרובים. הערכות החזאים המקומיים לגבי האינפלציה הצפויה ל-12 חודשים קדימה קרובות למרכז היעד ועומדות על 2.3% בממוצע. במקביל, הם צופים כי בממוצע תעלה ריבית בנק ישראל בעוד 12 חודשים ב-0.25 נקודות אחוז.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

תשואת המק"מ לשנה עלתה ב-0.15 נקודות אחוז מאז החלטת הריבית הקודמת (28/5/07) ועד להחלטה הנוכחית (25/6/07). התשואה על האג"ח הלא צמודות ("שחרי") ל-10 שנים עלתה בכ-0.4 נקודות אחוז בין שתי החלטות הריבית האחרונות, באותה תקופה עלתה התשואה על אג"ח צמודה למדד ("גלילי") ל-10 שנים ב-0.2 נקודות אחוז.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

ריבית בנק ישראל נמוכה ב-1.75 נקודות אחוז מריבית ה-Fed. על פי עקום התשואות בארה"ב, ריבית ה-Fed תישאר ללא שינוי עד סוף השנה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים עלה במהלך החודש האחרון והגיע ערב ההחלטה הנוכחית על הריבית (25/6/07) ל-50 נקודות בסיס זאת לאחר שערב ההחלטה הקודמת (28/5/07) עמד פער זה על 6 נקודות בסיס.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (הריבית הריאלית הצפויה) ממשיכה במגמת הירידה ועומדת על 1.65% בהשוואה ל-2.65% בסוף מאי. עיקר הירידה נובע מהעליה בציפיות לאינפלציה.

¹ לדין בנושא המרכיב המקומי והמרכיב המיובא במדד המחירים לצרכן ראה דו"ח בנק ישראל לשנת 2006, עמודים 94-95 ועמודים 113-115.

אמצעי התשלום

שיעור השינוי באמצעי התשלום (M1) ב-12 החודשים האחרונים עמד בחודש מאי על 12.9%. רכיב פקדונות עובר ושב עלה ב-19.4% ורכיב המזומן עלה ב-4.5%. אמצעי התשלום בחודש מאי עלו ב-0.2%.

המודלים האקונומטריים

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל. לפי מודלים אלה, בתרחיש בו שער החליפין ינוע סביב רמה של 4.1 ש"ח, האינפלציה בשנת 2007 וב-12 חודשים הבאים צפויה להיות בחלק התחתון של יעד האינפלציה.

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

שוק המט"ח ותנועות הון

מאז החלטת הריבית הקודמת (28/5/07) ועד ערב ההחלטה הנוכחית (25/6/07), פחת השקל מול הדולר ומול האירו ב-5.4% ו-5.7% בהתאמה. החלשות השקל מול הדולר ומול האירו עשויה להצביע על כך שהחלשות נבעה בעיקר מגורמים מקומיים. פער הריביות השלילי בין השקל לדולר היווה גם בחודש האחרון גורם ליצוא הון קצר טווח של המגזר העסקי. מנגד, עדיין קיימים הכוחות הפועלים לתמיכה בשקל הנובעים מהעודף בחשבון השוטף ומהשקעות תושבי חוץ במשק.

שוק המניות

מדדי המניות המובילים בבורסה של תל-אביב עלו בחודש האחרון בהמשך לעליות ניכרות מתחילת השנה. מאז הדיון המוניטרי האחרון ועד ה-25/6, עלו מדדי המניות בכ-1.5% (בדומה למגמה בעולם).

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, המשיכה לשמור על יציבות גם בחודש יוני ועמדה על 17 נקודות בסיס. בסקירותיהם, ממשיכים בתי השקעות הזרים לצייר את הכלכלה הישראלית באור חיובי. להערכתם, הנתונים המאקרו כלכליים של ישראל נותרו חיוביים.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

הצמיחה בארה"ב צפויה להיות השנה 2.2% והאינפלציה 2.6%. הציפיות בשווקים הן כי ה-Fed לא ישנה את הריבית בחודש הקרוב. באירופה צפויה צמיחה של 2.7% ואינפלציה של 2%. הבנק האירופי, על פי הערכות השווקים, צפוי לא לשנות את הריבית בחודש הקרוב. (פירוט

בנספח)

ב. הדיון המצומצם – החלטת הריבית לחודש יולי 2007

על רקע מכלול ההתפתחויות מאז החלטת הריבית האחרונה (28/5/07), המליצו כל מנהלי המחלקות שהשתתפו בדיון - לא לשנות את הריבית לחודש יולי. זאת, במסגרת מדיניות הריבית של בנק ישראל הפועלת לעמידה ביעד האינפלציה.

בדיון התייחסו המשתתפים לכוחות הפועלים לעלייה באינפלציה ולחזרתה לתחום היעד:

1. סגירת פער התוצר כתוצאה מהמשך הצמיחה המהירה במשק;
2. הפיחות בשער החליפין של השקל מול הדולר מאז החלטת הריבית הקודמת, בסוף מאי, אשר יש בכוחה בכדי לגרום, במהירות יחסית, לעלייה מסוימת באינפלציה;
3. ההשפעה של הורדות הריבית שביצע בנק ישראל בחודשים האחרונים טרם באה לידי מיצוי מלא על התפתחות האינפלציה בעתיד.

בדיון צוין עוד, כי מהמודלים האקונומטריים עולה כי ההסתברות להתכנסות האינפלציה לתוך היעד לקראת סוף 2007, ולהגעתה לסביבת אמצע היעד עד הרביע השני של 2008, הינה גבוהה יחסית. זאת, בהנחה כי שער החליפין של השקל מול הדולר יישאר בסביבה הנוכחית. בהקשר זה, נאמר כי ממשיכים להתקיים התנאים הבסיסיים לתמיכה בערכו של השקל. מדובר בהמשך העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ובהמשך ההשקעות הזרות במשק.

המשתתפים בדיון התייחסו להמשך היציבות הפיננסית במשק והדגישו בהקשר זה את המשך השמירה על המסגרת התקציבית שנועדה לתרום להפחתת נטל ההוצאה הממשלתית ונטל החוב הממשלתי – בתמ"ג.

הנגיד החליט שלא לשנות את הריבית לחודש יולי 2007 ולהותירה ברמה של 3.5%.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-25 ליוני 2007.

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת מחלקת המחקר
ד"ר עקיבא אופנבכר – מנהל המחלקה המוניטרית
מר בארי טאף – מנהל מחלקת מט"ח
מר בלפור עוזר – מנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח
מר יוסי פישר – המשנה למנהל מחלקת פעילות המשק במט"ח
מר גבי פישמן – ראש המטה לנגיד
ד"ר יוסי סעדון – דובר הבנק

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

הנתונים הכלכליים שהתפרסמו במהלך התקופה האחרונה הצביעו על האצה בפעילות הכלכלית בארה"ב ותמכו בהנחה כי הצמיחה הנמוכה ברבעון הראשון סימנה את השפל של מחזור. הצמיחה הנמוכה, 0.6%, ברבעון הראשון נרשמה על רקע ההאטה בשוק הדיור והירידה בהשקעה לבנייה פרטית. הפעילות הכלכלית הואצה בחודשיים האחרונים והכלכלה צפויה להתאושש ברבעון השני של השנה, אם כי, הצמיחה צפויה להיות מתחת לרמת הצמיחה הפוטנציאלית הנאמדת בכ-0.3%. ההתאוששות בצמיחה צפויה על רקע השיפור בצריכה הפרטית, העלייה ביצוא נטו, השיפור בפעילות הייצור וכן על רקע שוק העבודה החזק, בו נרשם גידול במספר העובדים. בתי ההשקעות עדכנו את תחזיותיהם לרבעון השני כלפי מעלה – ל-2.6% (במונחים שנתיים) לעומת 2.2% (במונחים שנתיים). כמו כן צופים קצב צמיחה בשיעור דומה גם ברבעונים הבאים.

בנתוני האינפלציה האחרונים, לא נרשמה עליה בלחצים האינפלציוניים. תמונה דומה עלתה גם מספר הבז' שפרסם החודש ה-Fed. צמיחה נמוכה יותר וירידה במחירי השכירות צפויים למתן את הלחצים האינפלציוניים. עם זאת, שוק העבודה החזק, מחירי הנפט והסחורות הגבוהים, התגברות הלחצים האינפלציוניים הגלובליים ועליית מחיר היבוא וכן ההאטה בגידול בפריון צפויים להאיץ את הלחצים האינפלציוניים. בהתבטאויות אנשי ה-Fed בחודש האחרון הודגשו החששות האינפלציוניים. על רקע זה תיקנו הכלכלנים והמשקיעים את תחזיותיהם לריבית ה-Fed מהורדה להשאריתה ללא שינוי. כמו כן, עלו התשואות על אג"ח ארה"ב, והתשואה על אג"ח ל-10 שנים הגיעה ל-5.3% - הרמה הגבוהה ביותר מזה 5 שנים.

אירופה

כלכלת אירופה המשיכה לצמוח בקצב גבוה, עם צמיחה של 2.4% ברבעון הראשון (במונחים שנתיים), תחזית לצמיחה של 2.7% ברבעון השני ותחזית להמשך צמיחה בת קיימא. הצמיחה העולמית החזקה ממשיכה לספק תמיכה ליצוא האירופי והביקוש המקומי צפוי לשמור על מגמה חיובית. השקעות החברות צפויות להיות גבוהות על רקע התנאים הפיננסיים החיוביים והרווחיות הגבוהה. העליה בהכנסה הפנויה, על רקע השיפור הנמשך בתנאים בשוק העבודה תומכת בעליה בצריכה הפרטית.

האינפלציה לשנה אחורה בחודש מאי עמדה על 1.9%. הבנק המרכזי האירופי ציין כי הסיכון ליציבות המחירים בטווח הבינוני נותר כלפי מעלה על רקע ההתפתחויות מקומיות וחיצוניות (מחירי הנפט). על רקע זה, החליט הבנק המרכזי האירופי להעלות את הריבית ב-0.25 לרמה של 4% תוך שהוא מצייין כי ימשיך לפעול לריסון הסיכונים ליציבות המחירים לטווח הבינוני. התחזיות לריבית הבנק המרכזי האירופי עלו, וכעת צופים בתי ההשקעות העלאת ריבית נוספת עד לסוף השנה.

יפן

הצמיחה ביפן הואצה ברבעון הראשון של השנה לקצב של 3.3% במונחים שנתיים. היצוא המשיך לגדול וכך גם ההשקעה הקבועה של החברות על רקע הרווחיות הגבוהה שלהן. במקביל, הכנסות משקי הבית המשיכו לגדול באופן מתון, והצריכה הפרטית נותרה חזקה. על רקע זה של גידול בביקושים, הייצור נותר אף הוא במגמת עליה. הבנק המרכזי צופה כי כלכלת יפן תמשיך לצמוח בקצב מתון. בתי ההשקעות צופים בממוצע האטה בצמיחה לרמה של 1.7% (במונחים שנתיים) ברבעון השני של השנה וצמיחה גבוהה יותר, של כ-2.5% ברבעונים הבאים.

האינפלציה ביפן צפויה להיותר סביב רמה של אפס אחוז בטווח הקצר, אך בטווח הארוך היא צפויה לעבור למגמת עליה הודות לירידה בפער התוצר. הבנק המרכזי הותיר החודש, כצפוי, את הריבית ללא שינוי, חודש רביעי ברציפות ברמה של 0.5%. נגיד הבנק היפני ציין כי הבנק המרכזי מעדיף להיות בטוח יותר בתחזית הצמיחה לפני שיעלה את הריבית. בתי השקעות צופים בממוצע כי הבנק המרכזי יעלה את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז עד סוף השנה. השווקים צופים עליית ריבית של 0.25 נקודות אחוז עד סוף השנה. על רקע זה, המשיך היין להחלש.

השווקים המתעוררים

כלכלות השווקים המתעוררים המשיכו להציג תמונה חיובית גם במהלך החודש האחרון, זאת על רקע הנתונים המקומיים והגלובליים החיוביים והנזילות הגבוהה בשווקים. יתר על כן, בסין והודו קיים חשש להתחממות יתר של הכלכלה על רקע הצמיחה החזקה והאינפלציה הגבוהה יחסית. השינוי הגלובלי שחל החודש בסנטימנט המשקיעים השפיע לרעה גם על הנכסים בשווקים המתעוררים. עם זאת, הירידות בשווקים אלה נותרו מוגבלות יחסית, במיוחד בהשוואה לתקופות קודמות של ירידות.