

7 ביוני 2010

דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל
לקבלת החלטת הריבית לחודש יוני 2010

הדיונים התקיימו ב-23 וב-24 במאי.

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. מוצגות ההתפתחויות במשק הישראלי - בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי, וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, ראשי החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר והשווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות המופיעים במסמך זה הם אלו שהיו קיימים במועד החלטת הריבית.

בדיון בפורום המצומצם מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים, ושני חברי הנהלה נוספים המשתתפים בדיון, את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

מרבית האינדיקטורים שפורסמו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש מאי ב-26 באפריל לבין מועד החלטת הריבית לחודש יוני ב-24 במאי) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות במשק, תוך אפשרות להתמתנות בקצב הגידול.

החודש גבר החשש מהשלכות הגירעונות והחובות הגדולים של מספר מדינות באירופה על ההתפתחויות הכלכליות באירופה ועל הכלכלה העולמית. בהקשר למשק הישראלי, משקל הייצוא הישראלי למדינות אירופה הסובלות ממשבר החוב הוא נמוך יחסית (5 אחוזים) ואולם, גבר החשש כי במידה והמשבר יתפשט לכלל האיחוד האירופאי, המהווה יעד חשוב ליצוא הישראלי (28 אחוזים) עלולה להיווצר השפעה משמעותית על הייצוא הישראלי. ירידת ביקושים באירופה, במידה ותתרחש, יחד עם היחלשות האירו לעומת השקל, תקשה על הייצואנים

הישראלים לאירופה ותפגע בכושר התחרותיות של יצואנים ישראלים בהשוואה ליצואנים מאירופה.

נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2010

הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה פרסמה החודש כי התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע הראשון של 2010 ב-3.3 אחוזים (במונחים שנתיים), נמוך מההערכות המוקדמות של בנק ישראל (3.7 אחוזים). מנתוני החשבונאות הלאומית עולה כי התוצר העסקי צמח ב-4.8 אחוזים ברביע הראשון של השנה. עוד עולה מנתונים אלו כי ברביע הראשון הצריכה הפרטית עלתה ב-1.6 אחוזים והצריכה הציבורית ב-8.2 אחוזים, אולם יצוא הסחורות והשירותים ירד ב-7.3 אחוזים וההשקעות בענפי המשק ירדו ב-1.5 אחוזים.

המדד המשולב למצב המשק

בחודש מאי פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש אפריל עלה ב-0.1 אחוז, לאחר עלייה של 0.5 אחוז במדד לחודש מרץ (כל חודש לעומת חודש קודם). העלייה במדד החודש, בהמשך לעלייתו בחודשים האחרונים, מחזקת את ההערכות בדבר המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית במשק, אולם זאת תוך התמתנות בקצב ההתאוששות. העלייה במדד לחודש זה משקפת, בין היתר, שילוב של עליה בנתוני הייצור התעשייתי ב-0.2 אחוז בחודש מרץ, בהמשך לעלייה של 0.7 אחוז בפברואר; עלייה במדד הפדיון של המסחר והשירותים ב-1.8 אחוזים בחודש מרץ, לאחר ירידה של 1.3 אחוזים בחודש פברואר; אי שינוי במדד יצוא השירותים באפריל לאחר עליה במרץ של 6.6 אחוזים. לגבי נתוני סחר חוץ ראו בהמשך.

שוק העבודה

בשוק העבודה נמשך השיפור ההדרגתי מבחינת הגידול בתעסוקה. בחודש פברואר עלה מספר משרות השכיר של ישראלים במשק ב-0.3 אחוז לעומת חודש קודם (בניכוי עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (דצמבר-פברואר) עלה מספר משרות השכיר ב-2.6 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים).

בחודש פברואר עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר בסקטור העסקי ב-1.2 אחוזים לעומת חודש ינואר. בשלושת החודשים האחרונים (דצמבר-פברואר) עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר ב-6.4 אחוזים, והשכר הריאלי ב-3.3 אחוזים, (לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים, מנוכה עונתיות, מונחים שנתיים).

נתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי עומדים על 7.3 אחוזים בחודש פברואר 2010, בדומה לחודש ינואר. אולם נתונים חודשיים אלו מבוססים על מדגם קטן יחסית ולכן קיימת אי וודאות לגבי מידת הדיוק של אומדן זה.

סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא יהלומים) ירד בחודש אפריל בכ-7.1 אחוזים לעומת חודש מרץ (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (פברואר-אפריל) עלה יצוא זה ב-22.1 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי). יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) ירד בחודש אפריל ב-3.2 אחוזים לעומת חודש מרץ (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (פברואר-אפריל) עלה יבוא זה ב-32.2 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

2. נתוני התקציב

על פי ניתוח של חטיבת המחקר בבנק ישראל עבור שנת 2010, בהנחה כי התוצר יצמח ב-3.7 אחוזים, הגרעון צפוי להיות נמוך באופן ניכר מהתקרה שנקבעה של 5.5 אחוזי תוצר. עיקר הסיבה לכך שהגרעון צפוי להיות נמוך מהתקרה שנקבעה היא כי סך ההכנסות ממיסים גבוהות מההערכה בעת הכנת התקציב. בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד-פעמיות, בחודשים ינואר-אפריל 2010, סך ההכנסות ממיסים גבוהות ריאלית בכ-11 אחוזים בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2009: המסים הישירים גבוהים ריאלית ב-10 אחוזים והמיסים העקיפים ב-11 אחוזים.

ההוצאה הממשלתית בחודש אפריל (ללא אשראי) הייתה נמוכה מהתוואי העונתי. בסך הכל, מראשית השנה, הביצוע של ההוצאה המקומית תואם את התוואי העונתי העקבי עם ביצוע מלא של התקציב.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אפריל 2010 ב-0.9 אחוז – גבוה במעט מממוצע הערכות החזאים הפרטיים ומתחזית חטיבת המחקר שצפו עליה של 0.7 אחוז. בחודש אפריל עלה מדד המחירים לצרכן המנוכה עונתיות ב-0.2 אחוז.

מתחילת השנה נשאר מדד המחירים לצרכן ללא שינוי. בניכוי עונתיות ובניכוי ההורדות במיסים העקיפים ובהיטל המים, מדד המחירים לצרכן עלה מתחילת השנה ב-0.9 אחוז. מדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים נמצא על הגבול העליון של תחום היעד – המדד עלה בשנים עשר החודשים האחרונים ב-3 אחוזים. בתקופה זו עלה המדד בניכוי השפעת השינויים במיסוי ובהיטלים ב-2.6 אחוזים.

מדד הדיור עלה בחודש אפריל ב-אחוז אחד לאחר עלייה של 0.6 אחוז במדד זה בחודש מרץ. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד הדיור ב-4.7 אחוזים במצטבר (ראה הרחבה בהמשך על שוק הדיור).

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, נשאו יציבות במהלך החודש האחרון, כך שבממוצע לחודש אפריל (עד ה-22 לחודש) הן עמדו על כ-2.7 אחוזים – ללא שינוי לעומת החודש שעבר.

החזאים המקומיים מעריכים בממוצע כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד מאי 2010 ועד מדד אפריל 2011) תעמוד על כ-2.7 אחוזים. על פי הערכות החזאים המקומיים, בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים, האינפלציה תסתכם בשנת 2010 ב-1.9 אחוזים. על פי הערכותיהם, האינפלציה תרד בהדרגה עד ל-1.5 אחוזים בחודש אוגוסט (בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים), ולאחר מכן תעלה עד לכ-2.7 אחוזים בעוד שנה. בשלושת החודשים מאי עד יולי של 2010, לפי ממוצע הערכות החזאים, מדדי המחירים צפויים לעלות בשיעור מצטבר של אחוז אחד.

החזאים המקומיים מעריכים בממוצע שריבית בנק ישראל תעלה בשלושת החודשים הבאים ב-0.4 אחוז במצטבר, ושבעוד 12 חודשים תהיה ריבית זו ברמה של 3.0 אחוזים. מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה כי בעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של כ-2.6 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים ירדה מעט בחודש מאי (עד ה-20 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-1.1 אחוזים, בהשוואה לתשואה ממוצעת של כ-1.2 אחוז בחודש אפריל. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים ירדה בחודש מאי לרמה ממוצעת של כ-3.9 אחוזים, בהשוואה ל-4.0 אחוזים באפריל. התשואה לפדיון של המק"מ לשנה נשארה יציבה בחודש מאי ברמה של כ-2.2 אחוזים, בדומה לרמה בחודש אפריל.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.25 עד 1.50 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה ב-0.50 נקודות אחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ל-10 שנים ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים עלה לעומת החודש הקודם -- רמה של 117 נקודות בסיס ב-26 באפריל ורמה של 159 נקודות בסיס ב-21 במאי.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל הנוכחית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה עומדת בממוצע בחודש מאי (עד למועד הדיונים) על כמינוס 1.2 אחוזים. זאת בהשוואה לרמה של מינוס 1.1 אחוזים בחודש אפריל.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש אפריל (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-15.6 אחוזים – בחודש אפריל עלה מצרף זה בכ-2.1 אחוזים. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-4.1 אחוזים, ובחודש אפריל הוא עלה ב-1.2 אחוזים. הגידול הגבוה ב-M1 בשנה האחרונה נובע בעיקרו מהסטה של פיקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

שוק האשראי

מלאי האשראי הבנקאי למגזר העסקי ירד בחודש מרץ ב-0.5 אחוזים, לאחר עליה של 0.9 אחוזים בפברואר. מלאי האשראי הבנקאי למשקי בית עלה בחודש מרץ ב-1.7 אחוזים לאחר ירידה של 0.4 אחוז בפברואר.

שוק הדיור

על פי סקר מחירי הדירות (מחירים אלו אינם נכללים במדד המחירים לצרכן המודד עלות שכר דירה), עלו מחירי הדירות במרץ ב-1.1 אחוזים ובשנים עשר החודשים האחרונים (עד מרץ) ב-21.9 אחוזים (מדד הדיור עלה ב-5.1 אחוזים בתקופה המקבילה) – זאת, בין היתר על רקע הריבית הנמוכה ואיטיות התגובה של היצע הדירות לעליית מחירי הדירות. בחודש מרץ התרחב המלאי של האשראי למשכנתאות ב-0.9 אחוז, וב-12 החודשים האחרונים ב-13.5 אחוזים.

המודלים האקונומטריים¹

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל, תחת הנחות של צמיחה של 4.3 אחוזים בתוצר העסקי בשנת 2010 (עקבי עם צמיחה של 3.7 אחוזים בתמ"ג) וצמיחה של 4.6 אחוזים בשנת 2011 (עקבי עם צמיחה של 4.0 אחוזים בתמ"ג), ריביות נמוכות בעולם שמתחילות לעלות באופן מאוד מתון ב-2011, עלייה מתונה במחירי התשומות המיובאות עד מחצית 2010, וגידול הסחר העולמי ב-2010 ב-7.0 אחוזים וב-2011 ב-6.0 אחוזים.

□

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. בתנאים החריגים השוררים בשוקים הפיננסיים העולמיים מאז פרוץ המשבר הפיננסי בעולם, ובהיתן שהמודל אינו נותן ביטוי ישיר לאירועים אלו, המשקל שניתן ליחס לתחזיות המודלים בתנאים הנוכחיים נמוך יותר.

על פי התרחיש הבסיסי במודל הרבעוני (DSGE)², הנותן משקל רב לציפיות לעתיד ומשתמש בכלל קביעת הריבית של בנק ישראל המאופיין בין היתר בהחלקת תוואי הריבית, נגזרת עלייה בריבית בנק ישראל לרמה ממוצעת של כ-2.1 אחוזים ברביע השלישי של 2010, לריבית של 2.6 אחוזים ברביע האחרון של 2010 ול-3.4 אחוזים ברביע השני של שנת 2011. במקביל נגזרים במודל לשנת 2010 רמת שער חליפין ממוצעת של 3.74 שקלים לדולר, והאינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים צפויה להיות סמוך למרכז תחום היעד – 2 אחוזים. האינפלציה בשנת 2010 צפויה להסתכם ב-1.4 אחוזים ובשנת 2011 ב-2.0 אחוזים.

על פי תרחיש במודל אחר (מודל ה-EC)³, מתקבלת אינפלציה של 0.9 אחוז ב-2010 ושל 1.8 אחוז בשנת 2011, כאשר ריבית בנק ישראל עולה מממוצע של 1.3 אחוזים ברביע הראשון של 2010 ל-2.1 אחוזים ברביע האחרון של השנה ול-3.1 אחוזים ברביע האחרון של 2011. בתרחיש זה, שער החליפין הממוצע הוא של 3.75 ₪ לדולר בשנת 2010.

בהתבסס על תוצאות שני המודלים בשילוב עם אנדיקטורים נוספים וכוחות כלכליים שאינם מקבלים ביטוי במודלים, ההערכה של חטיבת המחקר היא שהאינפלציה בשנת 2010 צפויה להיות מתחת למרכז תחום היעד. תוצאה זאת מתקבלת בד-בבד עם עליה של הריבית במהלך שנת 2010, על רקע תהליך היציאה מהמיתון ושיעור הריבית הנמוך בנקודת המוצא.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

בין ה-26 באפריל עד להחלטת ריבית זו (ה-21 במאי) השקל נחלש מול הדולר, מרמה של 3.72 ₪ לדולר לרמה של 3.82 ₪ לדולר – פיחות של כ-2.8 אחוזים. בתקופה זו התחזק השקל מול האירו מרמה של 4.96 ₪ לאירו לרמה של 4.78 ₪ לאירו – התחזקות של כ-3.5 אחוזים. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, המחושב כממוצע של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו, מבטא את התחזקות של השקל בתקופה זו, ב-1.3 אחוזים⁴.

שוק המניות

מדד ת"א 25 היה ב-21 במאי ברמה הנמוכה בכ-8.9 אחוזים לעומת רמתו ב-26 באפריל. מדד הדאו ג'ונס ירד בתקופה זו בכ-9.1 אחוזים.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים עלתה במעט, ממועד דיוני הריבית בחודש שעבר למועד דיונים זה, מרמה של כ-1.09 נקודת האחוז לרמה של

² Dynamic Stochastic General Equilibrium Model

³ Error Correction Model

⁴ משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-25 אחוזים ומשקל האירו כ-33 אחוזים.

כ-1.13 נקודת האחוז, (לאחר שבמהלך התקופה היא עלתה ל-1.25 נקודת האחוז). בשווקים המתעוררים נרשמו עליות במרווח זה, כאשר הפערים בין המדינות השונות התרחבו.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

בחודש שעבר, מאז הדיון המוניטארי לחודש מאי ועד למועד דיון זה, גברו החששות לגבי הגירעונות התקציביים והחוב במספר מדינות אירופאיות, והדבר הביא לשינויים חדים בשווקים הפיננסיים. המפנה בשווקים הפיננסיים התרחש עם הורדת דירוג האשראי של יוון, פורטוגל וספרד. שנאת הסיכון בקרב הפעילים בשווקים הפיננסיים גברה, ומרווחי אגרות חוב ומרווחי ה-CDS התרחבו במספר מדינות באירופה. בשוקי המטבע, ערכו של האירו נחלש באופן חד יחסית לדולר.

כתגובה, האיחוד האירופאי הכריז על חבילת צעדים במטרה להרגיע את הלחצים בשווקים הפיננסיים ובסקטור הפיננסי, ולמנוע הדבקה של המשבר למדינות נוספות. קרן המטבע גיבשה תוכנית סיוע ליוון, התומכת בהפחתת הגירעונות התקציביים (מ-13.6 אחוזים ב-2009 אל מתחת ל-3 אחוזים ב-2014). הבנק המרכזי באירופה רכש בשוק המשני אגרות חוב ממשלתיות של מדינות אירופאיות, נקט בצעדים מוניטאריים מרחיבים נוספים, והפעיל מחדש קווי עסקאות החלף דולריים בין בנקים מרכזיים (בעקבות מחסור באשראי דולרי).

הלחץ לשינוי במדיניות התקציבית גבר במדינות עם חוב ציבורי גבוה וגם/או גירעונות תקציביים גדולים. בספרד ובפורטוגל הכריזו הרשויות על צעדים פיסקאליים להקטנת הגירעונות התקציביים. האיחוד האירופאי גיבש מספר הצעות להגדיל את הבקרה על מדינות האיחוד האירופאי ככל הנוגע לחוסר איזונים מקרו-כלכליים ולפגיעה בכושר התחרותיות. ההתפתחויות הכלכליות בארצות הברית, יפן, ובמדינות הגדולות באזור האירו ממשכות להצביע על המשך היציאה מהמשבר ועל החזרה לצמיחה. בקבוצת המדינות המפותחות ההתאוששות בארה"ב חזקה יותר מזו שביפן והרבה יותר מזו שבאירופה. המדינות המובילות את הצמיחה העולמית הן סין והודו.

הציפיות בנוגע לשינויים בריביות בעולם, המגולמת מהתנהגות הפעילים בשווקים הפיננסיים, הן שמועד העלאות הריבית בבנקים המרכזיים במרבית המדינות המפותחות נדחתה לעומת הצפי בחודש הקודם: העלאות הריבית על ידי הפד צפויה במחצית השנייה של השנה, ובאירופה הריבית צפויה לעלות אחרי העלאת ריבית בארצות הברית. כאמור, הבנק המרכזי באירופה החזיר החודש שימוש במספר כלי מדיניות על מנת לנקוט במדיניות מוניטארית מרחיבה יותר.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש יוני 2010

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש יוני, כל חברי הנהלה המליצו להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 1.5 אחוזים.

כפי שצוין בהחלטות הריבית הקודמות, בנק ישראל מנהל מדיניות העקבית עם תהליך הדרגתי של החזרת רמת הריבית לרמה ה"נורמאלית" המשקפת את ההתאוששות בפעילות הכלכלית ואת הנדרש על מנת לבסס את האינפלציה בתחום היעד. ההדרגתיות של התהליך מתבטאת בכך שאין משנים את הריבית מדי חודש אלא בהתאם לסביבת האינפלציה, הצפי לצמיחה במשק ובעולם, וריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים, ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל.

בדיון צוין כי מהנתונים שפורסמו בחודש האחרון (מאז החלטת הריבית לחודש מאי ועד מועד דיון זה) עולה כי הפעילות הריאלית במשק הישראלי ממשיכה להתרחב, אולם תוך סימנים להתמתנות בקצב הגידול, ובעיקר ציינו המשתתפים את הגדלת אי הוודאות ביחס להתפתחויות בעולם ולהשלכותיהם על המשק הישראלי. הגידול באי הוודאות נובע מהתפרצות משבר החוב ביוון והחששות להתפשטות למדינות נוספות באירופה. נידונו מספר ערוצים דרכם משפיעה בעיית החוב במספר מדינות באירופה על הסביבה הגלובאלית, וזאת באמצעות חשיפה של בנקים בעולם למדינות בקשיי חוב, בעיית נזילות בשווקים הפיננסיים באירופה, הידוק פיסקאלי הכרחי במספר מדינות באירופה שעלול להקטין ביקושים בטווח הקצר, וירידה בביקושים באירופה בעקבות היחלשות האירו. בהקשר של המשק הישראלי, בדיון צוין כי היצוא מישראל למדינות בקשיי חוב באירופה הינו נמוך יחסית אולם במידה והמשבר יתפשט ויעמיק קיים חשש לירידה אפשרית של הביקושים באירופה ליצוא. בנוסף, היחלשות האירו לעומת השקל מקטינה את רווחיות היצוא הישראלי לאירופה ומקשה על כושר התחרותיות של יצואנים ישראלים המתחרים עם האירופאים.

המשתתפים בדיון ציינו כי מהמודלים שבשימוש הבנק עולה כי שיעור האינפלציה (בהסתכלות ל-12 חודשים אחורה) צפוי להיות מתחת לאמצע תחום היעד בשנת 2010, וצפוי להישאר בתחום היעד במשך שנים עשר החודשים הקרובים. הערכה זו עקבית עם הערכות החזאים הפרטיים המקומיים. זאת, תוך עלייה בריבית בנק ישראל במהלך השנה הקרובה. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה, הנגזרות משוק ההון, נשארו יציבות בחודש האחרון, והן נמצאות בחלקו העליון של תחום היעד. הירידות במחירי הנפט בפרט, ובמחירי הסחורות ככלל, (שנרשמו בחודש שחלף בין מועד דיוני הריבית לחודש מאי לדיוני הריבית לחודש זה), צפויים למתן את סביבת האינפלציה.

לעיתוי העלאות הריבית בישראל יחסית להעלאות הריבית במשקים המובילים בעולם השפעה על שער החליפין של השקל. המשתתפים בדיון התייחסו לכך כי עקב החששות ממשבר החוב במספר מדינות באירופה, נדחה מועד העלאות הריבית, באירופה ובמרבית המשקים המפותחים, יחסית לצפי בחודש שעבר, והעלאות ריבית על ידי הבנק המרכזי האירופאי אינה צפויה במחצית השנה הקרובה.

חברי הפורום התייחסו ונתנו דגש מיוחד לעלייה המהירה שהתרחשה בשנה האחרונה במחירי הדירות והמפקח על הבנקים השתתף בדיון בנושא זה. בהקשר זה צוין כי מחירי הדירות, על פי סקר מחירי הדירות, המשיכו לעלות בתחילת 2010, בהמשך לעלייתם המהירה בשנת 2009. על פי הערכות המשתתפים, לא קיימת "בועה" בשוק הדיור, אולם על מנת למנוע התפתחויות בלתי רצויות בעתיד קיימת חשיבות למתן את הלחצים לעליות במחירי הדיור. בדיון צוין כי למחירי הדירות השפעה על מחירי שכר הדירה ולכן על התפתחות מדד המחירים לצרכן. בנוסף, סביר כי להמשך עליות חדות במחירי הדירות עלולות להיות השלכות שליליות על יציבות המגזר הפיננסי.

בהתבסס על ניתוח המצב, הן על ידי חטיבת הפיקוח על הבנקים והן על ידי חברי הפורום המוניטארי המצומצם, סוכם בדיון על ידי הפורום המוניטארי שבהינתן השינוי במצב הכלכלה העולמית, יהיה זה נכון שלא להעלות את הריבית והמשתתפים המליצו להשתמש בכלים מאקרו-יציבותיים יחד עם פרסום החלטת הריבית לחודש יוני. כדי לתמוך ביציבות הפיננסית, החליט המפקח על הבנקים בבנק ישראל לפרסם ביום פרסום הודעת הריבית לחודש יוני טיוטת הנחיות להתייעצות עם הבנקים בנושא התפתחויות בסיכונים בגין הלוואות לדיור, תוך דרישה להפרשה נוספת בגין הלוואות לדיור שניתנו ביחס מימון גבוה.

בסיכום, לאור מכלול הגורמים, החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש יוני ללא שינוי ברמה של 1.50 אחוזים והמפקח על הבנקים פרסם דרישה נוספת להפרשה בגין הלוואות לדיור במימון גבוה.

בנק ישראל הדגיש את תנאי הרקע שהכריעו בעד השארת הריבית ללא שינוי בחודש יוני:

- סביבת האינפלציה: מדד המחירים לצרכן עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-3 אחוזים ומתחילת השנה נשאר ללא שינוי. בניכוי הורדות מיסים העקיפים והיטל המים, האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים הסתכמה ב-2.6 אחוזים. האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים אחורה צפויה לרדת בחודשים הקרובים, וב-2010 צפויה האינפלציה להיות מעט מתחת לאמצע תחום היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה, הנגזרות משוק ההון, עומדות בחודש מאי על כ-2.7 אחוזים. גם החזאים המקומיים

צופים במוצע אינפלציה של 2.7 אחוזים בשנים עשר המדדים הבאים. ציפיות ותחזיות אלו מלוות בציפיות להעלאה הדרגתית של ריבית בנק ישראל.

- הנתונים שהתפרסמו החודש, ובמיוחד נתוני התוצר העסקי לרביע הראשון ונתוני שוק העבודה, ממשיכים לתמוך בהערכה שהפעילות הכלכלית במשק נמצאת במגמת התרחבות, עם כי ישנם סימנים להתמתנות בקצב ההתרחבות. גבר החשש שההתפתחויות באירופה, במדינות בעלות החוב הגבוה, יעיבו על התאוששות הכלכלות המפותחות וכי עקב כך הפעילות במשק הישראלי עלולה להיפגע.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך לזמן ממושך יותר בהשוואה לתחזיות קודמות. כמו כן, הבנק המרכזי באירופה החזיר לשימוש חלק מהכלים המוניטאריים המיוחדים של הקלה מוניטארית.

- בהינתן המשך העלייה המהירה במחירי הדיור וההתרחבות באשראי לדיור, בין היתר על רקע רמת הריבית הנמוכה, וכדי למתן מגמות אלו ולתמוך ביציבות הפיננסית, פרסם המפקח על הבנקים בבנק ישראל טיוטת הנחיות להתייעצות עם הבנקים בנושא התפתחויות בסיכונים בגין הלוואות לדיור, תוך דרישה להפרשה נוספת בגין הלוואות לדיור שניתנו ביחס מימון גבוה.

צוין שבנק ישראל ימשיך לפעול על מנת להשיג את מטרותיו: יציבות המחירים, תמיכה בעידוד התעסוקה והצמיחה וביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-24 במאי 2010.

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק

פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק

ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר

מר דוד אלקיים – ממלא מקום למנהל האגף המוניטארי/פיננסי בחטיבת המחקר

גב עירית מנדלסון – משנה למנהל חטיבת השווקים

מר רוני חזקיהו – המפקח על הבנקים

ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על האגף להפצת מידע ולקשרים בין-לאומיים

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

בחודש שחלף מאז מועד החלטת הריבית לחודש מאי לעד למועד דיוני הריבית לחודש יוני הוסיפו נתוני המקרו של ארה"ב להיות טובים. ברביע הראשון של שנת 2010 עלה התוצר ב-3.2 אחוזים, (במונחים שנתיים, לעומת ציפיות ל-3.3 אחוזים), הרכב הצמיחה היה מעודד: הסקטור הפרטי תרם 3.6 נקודות אחוז לגידול בתוצר ואילו הסקטור הממשלתי גרע ממנו כ-0.3 נקודות אחוז – הרכב זה מעיד על עוצמת ההתאוששות בפעילות הסקטור הפרטי. מאידך, תרומתו השלילית של הסקטור הציבורי, מציפה בעיה אחרת, שהרי בעוד הממשל נוקט בהרחבות פיסקאליות משמעותיות על מנת להמריץ את הכלכלה, נאלצו ממשלים מקומיים ורשויות מוניציפאליות לקצץ בחדות את תקציביהן ובזאת יותר מקודם את השפעת המדיניות המרחיבה.

השינוי המרכזי שנרשם בהצהרה שנלוותה להחלטת ריבית, היה האמירה לפיה "שוק העבודה החל להשתפר" ואכן נתוני התעסוקה היו מעודדים במיוחד. נרשם גידול גבוה מהצפוי במספר המשרות וכן נרשם גידול בשעות העבודה למשרת שכיר.

נגיד הפדרל ריזרב, בן ברננקי, אמר בנאומו כי הוא מצפה שהבנקים יתחילו בקרוב להלוות גם לעסקים קטנים, תוצאת השיפור במצבם של עסקים אלה.

נתוני מדד המחירים לצרכן לחודש מרץ, ולרבעון הראשון כולו נמוכים מאוד. בעקבות ירידת מחירי הסחורות והנפט, והתחזקות הדולר, לא צפויים לחצים אינפלציוניים בתקופה הקרובה. דבקתו של נגיד הפדרל ריזרב בניסוח המבטיח "רמות ריבית נמוכות באופן יוצא דופן למשך תקופה ארוכה" הביאו לדחייה בתוואי העלאות הריבית הצפוי בארה"ב.

אירופה

המשבר היווני, על רקע בעיית גרעונות תקציביים וחוב ציבורי גבוהים במספר מדינות באירופה, הביא לצורך בהול למצוא פיתרון ליוון והציף את בעיותיו הקשות של גוש האירו. פיתרון הבעיות המבניות של מספר מדינות באירופה היה יכול להיות קל יותר אילו הייתה להן יכולת לפחות את מטבעותיהן ולהוזיל את עלות העבודה שלהן, או אילו הייתה רשות פיסקאלית אחידה לכל גוש האירו. פרשנים שונים רואים במשבר זה סיכון לפירוק גוש האירו או הזדמנות להיווצרות אחדות פיסקאלית.

המרכיבים העיקריים בתוכנית ההצלה עליה הכריז האיחוד הם הקמת מנגנון הלוואות בהיקף ניכר, המיועד למדינות בקשיים, והזרמת נזילות לשווקים באמצעות פעולות הבנק המרכזי האירופאי. נגיד הבנק האירופאי אמר "שמדובר במשבר הקשה ביותר מאז מלחמת העולם" וקיווה "לחוש כיוון שינחה אותנו איך להיחלץ...".

למרות הכול, נתוני המקרו שהתפרסמו החודש באירופה, היו בסך הכול טובים יחסית עם הפתעה לטובה בתוצר הגרמני והאירופאי, בייצור התעשייתי, בהזמנות מפעלים ובנתוני התעסוקה, ואפילו מדדי אמון (שנעשו כנראה קודם להחרפת המשבר) הפתיעו בדרך כלל לטובה, אולם נראה שנתונים אלו משקפים רק את העבר ואילו העתיד הכלכלי של אירופה תלוי עתה לחלוטין בהצלחת תוכנית החילוץ האירופאית.

אנגליה

הממשלה החדשה הכריזה על תוכנית מהירה לקיצוץ ההוצאות בתקציב. הייצור התעשייתי הפתיע לטובה עם העלייה החדה ביותר מזה 7 שנים, ומדדי האמון השונים ממשיכים להצביע על התרחבות. העובדה שיש לאנגליה מטבע עצמאי ומדיניות ריבית עצמאית, עשויים לפעול לשיפור התחרותיות של המשק הבריטי ולתמוך בכלכלה.

בהודעת הריבית שלו השאיר הבנק המרכזי באנגליה את הריבית ואת תוכנית רכישת האג"ח ללא שינוי והודיע שהסיכונים העלולים לפגוע בצמיחה עלו מעט ועל כן הבנק לא פוסל המשך רכישת נכסים במסגרת מדיניות של הרחבה כמותית.

יפן

גם יפן הציגה החודש נתונים כלכליים מעודדים. הייצור, הצריכה, פעילות הבניה, סקרי האמון השונים והמדדים המשולבים הציגו כולם המשך של מגמת השיפור (וברובם אף היו טובים מהתחזיות המוקדמות) ואפילו הדפלציה הפכה למעט פחות גרועה. בעיקר בלט סקטור היצוא שהציג עליה משמעותית במכירות, תוצאת שיפור הסחר הגלובלי והיחלשות היין בחודשים הקודמים. התוצר לרבעון הראשון שאכזב, ירידת הביקושים הצפויה מצד אירופה, יחד עם התחזקותו של היין, צפויים לפגוע ביצוא ובייצור היפני והיו בין הגורמים שהביאו את הבנק המרכזי ביפן להצהיר על הצורך הדחוף שהוא רואה בהרחבת בסיס הצמיחה. בתחזית שסיפק הבנק המרכזי ביפן הוא העלה את תחזית הצמיחה שלו (לעומת התחזית מחודש ינואר) וצופה עתה צמיחה חזקה מהמגמה ארוכת הטווח (בעיקר ל-2011), אך נראה שקיימים סיכונים למימוש תחזית זו ובעיקר ההשלכות הצפויות של משבר החוב האירופאי, הן דרך ירידת הביקושים של אירופה והן מכיוון חוסר נוחות צפוי של השווקים למדינות בעלות חוב גבוה.

שווקים מתעוררים

נתוני המקרו של השווקים המתעוררים ובעיקר אלו של מזרח אסיה ואמריקה הלאטינית ממשיכים להיות טובים. אולם, למרות זאת, שוקי ההון של המשקים המתעוררים נפגעו מהמשבר באירופה באופן דומה לפגיעה במשקים המפותחים, כאשר המדדים של מזרח אירופה נפגעו אף יותר. ערוץ ההדבקה העיקרי הינו שנאת הסיכון שעלתה והתלות הגוברת של המשקים המתעוררים בצמיחה העולמית ובסחר העולמי שעלולים להיפגע. למספר מדינות במזרח אירופה ובראשן להונגריה יש פרופיל חוב מדאיג והן עלולות להיפגע גם מתשומת הלב הגוברת לנושא החוב.