



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

הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 באוגוסט

כללי

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד,¹ 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 ומתקיים דיון בדבר החלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

הנתונים שנוספו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש אוגוסט ב-26 ביולי לבין מועד החלטת הריבית לחודש ספטמבר ב-23 באוגוסט), ובראשם נתוני החשבונאות הלאומית, מצביעים על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית - הן בפעילות המקומית והן ביצוא. הגידול בפעילות משתקף בהמשך השיפור בשוק העבודה ומתבטא בירידה במספר דורשי העבודה ועלייה במדדי הביקוש לעובדים.

על פי תחזית בנק ישראל שהתפרסמה באפריל התוצר יצמח ב-2010 ב-3.7 אחוזים תוך התרחבות מהירה של הצריכה הפרטית, ההשקעה בנכסים קבועים והיצוא. על בסיס הנתונים

¹ עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק בנק ישראל החדש, יתקבלו החלטות הריבית במסגרתה.

המעודכנים של החשבונאות הלאומית, תחזית זו מתיישבת עם האטה מסויימת בקצב הצמיחה במחצית השנייה של השנה.

החשבונאות הלאומית

התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע השני של 2010 ב-4.7 אחוזים², לאחר צמיחה בקצב של 3.6 אחוזים ברביע הראשון. התוצר העסקי צמח בשיעור גבוה של 6 אחוזים. להאצה בצמיחה תרמו היצוא, שהתרחב ב-15.8 אחוזים והצריכה הפרטית שגדלה בשיעור חד של 8.7 אחוזים. לראשונה מאז תחילת המשבר מסתמנת מגמת התאוששות בהשקעה בנכסים קבועים. ההשקעה בענפי המשק גדלה בכ-7 אחוזים וההשקעה בבתי מגורים גדלה בשיעור גבוה של כ-17 אחוזים, בהמשך להתרחבות בשיעורים נמוכים יותר ברביעים הקודמים.

המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב למצב המשק לחודש יולי, שפורסם באוגוסט, עלה ב-0.2 אחוזים. בנוסף לכך, ובעיקר בעקבות עדכונם של נתוני סחר החוץ, עודכנו כלפי מעלה שיעורי השינוי של המדד באפריל, במאי וביוני כך שבמצטבר עלה המדד בשלושת החודשים הללו באחוז אחד לעומת עלייה של 0.1 אחוזים בלבד על פי הנתון הישן. קצב עלייתו של המדד המשולב בחודשים האחרונים משקף את המשך התרחבותה של הפעילות במשק, אף כי בקצב מתון יותר. עליית המדד ביולי מורכבת מעלייה של מדד יצוא הסחורות ב-4.6 אחוזים ביולי בהמשך לעלייה חדה של 8.3 אחוזים ביוני; עלייה של מדד יבוא מוצרי הצריכה ביולי ב-4 אחוזים; עלייה של מדד יבוא התשומות לייצור בשיעור של 1.8 אחוזים ביולי; מירידה של הייצור התעשייתי ב-0.9 אחוזים, ירידה של מדד הפידיון של המסחר והשירותים ב-2.1 אחוזים ביוני וירידה של מדד יצוא השירותים ב-4.3 אחוזים ביולי לאחר עלייה של 5.3 אחוזים ביוני.

שוק העבודה

הנתונים העדכניים משוק העבודה מצביעים על המשך מגמת ההתרחבות. כך, נמשך הגידול במספר המועסקים, חלה ירידה במספר דורשי העבודה ועלייה במדדי הביקוש לעובדים. על פי סקר המשרות הפנויות של הלמ"ס חלה עלייה במספר המועסקים ובמספר המשרות הפנויות ברביע השני של השנה לעומת הרביע הראשון. נתון המגמה החודשי לשיעור האבטלה ממשיך להצביע על מגמת ירידה עד ל-6.5 אחוזים. (הנתון החודשי מבוסס על מידגם קטן ולכן מידת הדיוק של נתון זה קטנה משמעותית מזו של הנתון הרבעוני שהתפרסם במסגרת סקר כוח אדם לרביע השני ב-31 באוגוסט). מנתוני הביטוח הלאומי עולה כי מספר מישרות השכיר עלה באפריל-מאי בכ-0.5 אחוז לעומת הרביע הראשון של 2010 (נתונים מנוכי עונתיות). השכר הנומינלי למשרת שכיר נותר ללא שינוי בתקופה זו והשכר הריאלי ירד בכאחוז באפריל-מאי

² כל הנתונים בסעיף זה הם לרביע השני, מנוכי עונתיות ובמונחים שנתיים.

לעומת הרביע הראשון. זאת לאחר עלייה של 1.3 אחוזים בשכר הריאלי ברביע הראשון של השנה.

סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) עלה בחודש יולי – זה החודש השני ברציפות – ב-5.7 אחוזים לעומת יוני (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). התרחבות היצוא ביולי משקפת גידול מהיר של יצוא תעשיות הטכנולוגיה העילית, ובפרט בענף התרופות, בהמשך לחודשים הקודמים, ועלייה מחודשת של יצוא התעשיות המעורבות לאחר מספר חודשים של ירידה ביצואן.

יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) עלה ביולי ב-5.8 אחוזים לעומת יוני לאחר יציבות בהיקפו ברביע השני של השנה (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות).

2. נתוני התקציב

הגרעון המקומי מתחילת השנה עד יולי הסתכם ב-9 מיליארדי ש"ח, לעומת 15.5 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. על סמך ההתפתחויות עד כה ועל סמך ההנחה שהתקציב יבוצע השנה כמעט במלואו, הגרעון הכולל ללא אשראי צפוי להסתכם בכ-4 אחוזי תוצר, או מעט מתחת לכך. הפער בין התחזית להצעת התקציב נובע בעיקר מתקבולי מיסים ותוצר נומינלי גבוהים מהתחזית.

הכנסות הממשלה ביולי היו גבוהות ב-1.6 מיליארדי ש"ח מהתואי העונתי החזוי בתקציב. מתחילת השנה ההכנסות גבוהות ב-5.4 מיליארדי ש"ח (4.5 אחוזים) מהתחזית. ביולי עלו ההכנסות ממיסים ב-5 אחוזים ביחס ליוני.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יולי 2010 ב-0.5 אחוז – שיעור נמוך מממוצע הערכות החזאים הפרטיים שהיה 0.8 אחוזים. בין הגורמים למדד הנמוך מהצפוי ניתן לציין את ירידת מחירי ההלבשה וההנעלה בשיעור חד משהיה צפוי על פי התואי העונתי. בניכוי גורמי עונתיות (על פי שיטת הניכוי של חטיבת המחקר) עלה מדד המחירים לצרכן ביולי ב-0.2 אחוז. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.8 אחוזים כך שקצב האינפלציה השנתי התמתן מסביבת הגבול העליון של היעד לאמצע תחום היעד. מדד הדיור עלה בחודש יולי ב-1.0 אחוז, וב-12 החודשים האחרונים עלה מדד זה ב-5.6 אחוזים. (ראה הרחבה בהמשך על שוק הדיור). המדד ללא דיור עלה ביולי ב-0.4 אחוזים וב-12 החודשים האחרונים ב-0.8 אחוזים בלבד.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-break-even inflation, ירדו במעט מאז החלטת הריבית הקודמת ב-26 ביולי, עד לרמה ממוצעת של 2.8 אחוזים. החזאים המקומיים מעריכים בממוצע כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד אוגוסט 2010 ועד מדד יולי 2011) תעמוד על כ-2.8 אחוזים – לעומת תחזית ממוצעת של 3.2 אחוזים בחודש הקודם. בשלושת החודשים הקרובים (אוגוסט עד אוקטובר) צפוי מדד המחירים לעלות על פי ממוצע הערכות החזאים בשיעור מצטבר של 0.5 אחוזים וב-2010 להסתכם ב-2.1 אחוזים. כל החזאים המצוטטים על ידי בנק ישראל ושעדכנו את הערכותיהם לגבי ריבית בנק ישראל לאחר פירסום המדד לא צופים שינוי בריבית לספטמבר ורובם גם אינם צופים שינוי בריבית לאוקטובר. בממוצע הם צופים שעוד שנה תהיה רמת הריבית כ-2.8 אחוזים. מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה שוק ההון צופה כי ריבית בנק ישראל תעמוד על רמה של כ-2.6 אחוזים, בדומה לתחזית בחודש הקודם.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

בשוק האג"ח הממשלתי נמשכו הירידות בתשואות לאורך העקום הנומינלי והריאלי, למעט התשואות עד שלוש שנים. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-10 שנים ירדה בחודש אוגוסט (עד ה-22 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-1.9 אחוז, בהשוואה לתשואה ממוצעת של כ-2.1 אחוזים בחודש יולי. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 10 שנים ירדה בחודש אוגוסט לרמה ממוצעת של כ-4.6 אחוזים, בהשוואה ל-4.8 אחוזים ביולי. התשואה לפדיון של המק"מ לשנה עלתה באוגוסט בעקבות העלאתה של ריבית בנק ישראל לכ-2.3 אחוזים לעומת 2.1 אחוזים ביולי. מדדי התל-בונד 20 והתל-בונד 40 רשמו מאז החלטת הריבית הקודמת ב-25 ביולי ועד ה-22 באוגוסט עלייה של 0.8 אחוזים ו-1.3 אחוזים בהתאמה.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ולאחר העלאת הריבית לחודש אוגוסט ל-1.75 אחוזים, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.50 עד 1.75 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה ב-0.75 נקודת אחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה.

תשואות האג"ח הנומינליות והריאליות בגוש האירו ובארה"ב לטווחים בינוניים וארוכים המשיכו במגמת הירידה. על רקע ירידת תשואות חדה יותר בארה"ב, התרחב החודש במעט המירווח בין אג"ח לא צמודות ל-10 שנים של ממשלות ישראל וארה"ב.

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 אוגוסט (עד למועד הדיונים) על כמינוס אחוז

אחד לעומת מינוס 1.4 אחוזים ביולי. עלייתה של הריבית הריאלית משקפת את העלאת הריבית של בנק ישראל וירידה מתונה בציפיות לאינפלציה.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות על שנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש יולי עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-9.5 אחוזים – התפתחות המשקפת האטה משמעותית בקצב גידולו של מיצרף זה על רקע תהליך העלאתה של הריבית. ביולי גדל M1 ב-3.0 אחוזים, גם בהשפעת גורמים עונתיים. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-3.3 אחוזים, ובחודש יולי הוא עלה ב-0.2 אחוזים.

שוק האשראי

מלאי האשראי הבנקאי למגזר העסקי עלה בחודש יוני באחוז אחד. יחד עם עלייה בשיעור דומה של האשראי החוץ-בנקאי והאשראי מחו"ל גדל ביולי סך החוב של המיגזר העסקי ב-1.1 אחוזים. החוב של משקי הבית גדל ביולי ב-0.7 אחוזים כתוצאה מהמשך גידול מהיר במשכנתאות שהתרחבו ביולי ב-2.5 אחוזים לאחר עלייה של 1.8 אחוזים ביוני.

שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן (הנמדד באמצעות שכר דירה) עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-5.6 אחוזים. על פי סקר מחירי הדירות (מחירים אלו אינם נכללים במדד המחירים לצרכן המודד עלות שכר דירה), המשיכו מחירי הדירות לעלות גם במאי והם עלו בחודש זה ב-2.2 אחוזים. ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות בכ-22 אחוזים. על פי תחזית שנערכה בבנק ישראל צפוי שיעור עליית מחירי הדירות להתמתן בשנה הקרובה. עם זאת, עדכון התחזית בחודש האחרון מצביע על התמתנות קטנה יותר בקצב עליית המחירים מזו שהיתה צפויה קודם לכן.

בחינה עדכנית של רמתם של מחירי הדירות יחסית לגורמים היסודיים המשפיעים עליהם, הכוללים את הצע הדירות ביחס לאוכלוסיה, את מחזור העסקים ואת רמת הריבית, מראה כי מחירי הדירות אינם סוטים במידה משמעותית מהסביבה המוסברת על ידי גורמים אלו. עם זאת, קצב עלייתם המהיר של המחירים אינו מוסבר במלואו על ידי גורמי היסוד ומתבטא בעלייה מהירה של המחיר הריאלי (מחולק במדד המחירים לצרכן) של הדירות, של היחס שבין מחירי הדירות לשכר הדירה, והמשך העלייה ביחס שבין מחירי הדירות והשכר הממוצע. אם עלייתם בקצב הנוכחי תימשך גם בעתיד, עלולה רמת מחירי הדיור להתרחק מהרמה התואמת את גורמי היסוד הכלכליים.

היקף המשכנתאות החדשות שניתנו ביולי ירד ב-10 אחוזים לעומת יוני, אך רמתו עדיין גבוהה בהשוואה לחודשים הקודמים. הרכב המשכנתאות שניתנו ביולי דומה לחודש הקודם. רוב המשכנתאות החדשות הן לא צמודות בריבית משתנה וחלה עלייה קטנה במשכנתאות

הצמודות עם ריבית משתנה. הריביות על משכנתאות צמודות בריבית קבועה ומשתנה ממשיכות לרדת; הריביות על משכנתאות לא-צמודות בריבית משתנה נותרו יציבות בחודשים האחרונים.

הערכת חטיבת המחקר

במסגרת דיוני הריבית מציגה חטיבת המחקר תחזית רבעונית המשלבת באמצעות מודל חדש (DSGE מורחב) אינדיקטורים ממספר מודלים לחיזוי האינפלציה ולחיזוי ההתפתחויות הריאליות והערכות שיפוטיות לכדי תחזית של חטיבת המחקר (staff forecast)³. על פי התחזית הרבעונית האחרונה, כפי שפורסמה בראשית אוגוסט בדוח האינפלציה, שיעור האינפלציה במהלך 12 החודשים הקרובים צפוי להיות 2.5 אחוזים. במקביל, נגזרה העלאה הדרגתית של ריבית בנק ישראל עד לרמה של 3.0 אחוזים ברביע השלישי של 2011. מאז, חלו מספר התפתחויות העשויות להשפיע על תחזית זו. תוואי נמוך יותר של אינפלציה בעולם ברביע השני והתחזיות להמשך התפתחותה ותחזיות להתפתחות ממותנת יותר של הפעילות העולמית והריבית העולמית מאלו שעמדו בבסיס התחזית צפויים למתן במעט את תוואי האינפלציה והריבית החזויים. מנגד, עדכון התחזית לעלייה מעט מהירה יותר במחירי הדיור מכפי שהיה חזוי בחודש הקודם צפוי לפעול לעדכון מתון של שיעור האינפלציה הצפוי כלפי מעלה. לעלייה מחודשת של מחירי הסחורות בעולם, ובפרט מחירי המזון צפויה תרומה שולית לעדכון התחזית. בשלב זה נראה כי בהשפעת פעולתם של הכוחות למיתון האינפלציה ומנגד הכוחות הפועלים להאצתה, לא צפוי שינוי משמעותי בתחזית חטיבת המחקר לתוואי האינפלציה והריבית. תחזית רבעונית מעודכנת תיערך בחודש ספטמבר, לקראת החלטת הריבית לאוקטובר.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון (26 ביולי) ועד הדיון בהחלטת ריבית זו (ה-20 באוגוסט) שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל יוסף ב-1.8 אחוזים⁴. זאת בעיקר לאור ההתחזקות השקל מול האירו בכ-2.8 אחוזים ומול הדולר בכ-1.7 אחוזים.

³ ראו הסבר מפורט לגבי המודל והשימוש בו בדוח האינפלציה מספר 31 לרביע השני של 2010.

⁴ שער החליפין האפקטיבי מחושב כממוצע של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו. משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-25 אחוזים ומשקל האירו כ-33 אחוזים.

שוק המניות

מדדי המניות, בישראל ובעולם, עלו מאז החלטת הריבית הקודמת. מדד ת"א 25 עלה ב-4 אחוזים מאז החלטת הריבית הקודמת ב-25 ביולי ועד ה-20 לאוגוסט. מדד ת"א 100 עלה באותה תקופה ב-3 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 מ-1.15 במועד דיוני הריבית בחודש שעבר לרמה של 1.22 נקודת האחוז. בעולם נשמרה יציבות במרווחי ה-CDS.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

על רקע הנתונים שהתפרסמו בתקופה האחרונה מעריכים הגופים הכלכליים הבינלאומיים כי הסיכונים להאטה מחודשת של הכלכלה הגלובלית גברו לאחרונה. בפרט בלטה הודעת הריבית של הבנק הפדרלי של ארה"ב (מה-10 באוגוסט) שהיתה הפעם פחות אופטימיות מאשר ההודעות הקודמות והדגישה את האטת קצב הצמיחה והסיכונים כלפי מטה. הצריכה הפרטית, שאמורה להיות מנוע הצמיחה המרכזי עדיין לא התאוששה באף אחת מהכלכלות החשובות ובמדינות בהן נרשמה צמיחה טובה יחסית היא מתבססת בעיקר על גורמים זמניים – המרצות פיסקליות וחידוש מלאים, או על היצוא. לעומת ארה"ב, דווקא לגבי אירופה, ההערכות הן חיוביות יותר, על רקע יישום תוכנית ההידוק הפיסקלי ביוון ונתוני מקרו טובים יחסית, בעיקר בגרמניה.

במהלך רוב החודש האחרון המשיכו המחירים ברוב אפיקי שוק ההון לעלות. לאחר הודעת הבנק הפדרלי בארה"ב החלו שווקי המניות לרדת והתשוואות על איגרות החוב הממשלתיות ירדו גם הן.

שיעור האינפלציה בעולם ממשיך להיות ממותן וכן גם התחזיות להתפתחותה בשנה הקרובה, על רקע החששות מהאטה בקצב ההתאוששות וקיומו של פער תוצר במשקים המפותחים. ריביות הבנקים המרכזיים ממשיכות להיות נמוכות והציפיות הן להישארותן של הריביות בארה"ב ובאירופה ברמתן הנמוכה עוד לזמן ממושך יחסית.

נגיד הבנק הפדרלי של ארה"ב הכריז החודש על המרצה סמלית לפיה יישמר מאזן ה-FED בגודלו הנוכחי וכי כספי פידיון ה-MBS וה-Agencies שנרכשו על ידו בעבר יושקעו מחדש בשוק האג"ח הממשלתי.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2010

חברי ההנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש ספטמבר, כל חברי ההנהלה המליצו להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 1.75 אחוזים.

כפי שצוין בהחלטות הריבית הקודמות, בנק ישראל מנהל מדיניות העקבית עם תהליך הדרגתי של החזרת רמת הריבית לרמה "נורמאלית" שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתרום להמשך ההתאוששות בפעילות במשק, תוך שמירה על היציבות הפיננסית. קצב עליית הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, הצמיחה במשק הישראלי והעולמי, המדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. השארת הריבית ללא שינוי בספטמבר עקבית עם תהליך זה.

המשתתפים בדיון דנו בשתי סוגיות מרכזיות. האחת היא הערכת הסביבה של הפעילות הריאלית והשנייה היא ההתפתחויות בשוק הדיור. כן נידונה התפתחות האינפלציה והציפיות.

נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני הצביעו על צמיחה מהירה של התוצר בשיעור של 4.7 אחוזים (במונחים שנתיים, מנוכה עונתיות) עם התרחבות היצוא בשיעור של 15.8 אחוזים. על רקע החששות לגבי מידת ההתמדה של ההתאוששות הכלכלית בעולם ועוצמתה, ובפרט התפתחותם של הביקושים ליצוא הישראלי התייחסו המשתתפים לאי הודאות לגבי קצב הצמיחה הצפוי בפעילות הכלכלית. צוין כי תחזית חטיבת המחקר לצמיחה של 3.7 אחוזים ב-2010, שפורסמה באפריל, מתיישבת עם האטה מסויימת בקצב הצמיחה במחצית השנייה של השנה. התחזית תעודכן בחודש הבא, לאחר פירסום נתוני סקר כוח אדם.

בנוסף, דנו המשתתפים בהשפעה האפשרית של התרחבות הפעילות על השכר הריאלי, וכתוצאה מכך על המחירים. צוין, כי עד כה, למרות התרחבות התעסוקה לא ניכר לחץ משמעותי על השכר הריאלי. יחד עם זאת, יתכן כי בעתיד, עם הצטמצמותו של שיעור האבטלה, המשך הגידול בפעילות ילווה בתגובה של השכר.

המשתתפים דנו בהתפתחויות בשוק הדיור בחודשים האחרונים. צוין כי נמשכת העלייה המהירה במחירי הדירות (שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן) שעלו במאי ב-2.2 אחוזים ושיעור עלייתם ב-12 החודשים האחרונים מסתכם בכ-22 אחוזים. עלייה מהירה זו מתבטאת בפער שהולך ומתרחב בין מחירי הדירות לבין מחירי הדיור (הנמדדים על פי שכר הדירה ונכללים במדד המחירים לצרכן) שעלו בכ-5.6 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים.

צוין כי ביולי נרשמה עלייה מתונה בשיעור המימון על ידי הלוואות לרכישת דירה וכן היקף גבוה של משכנתאות חדשות, למרות ירידה של 10 אחוזים לעומת רמת השיא של יוני. עוד צוין כי מבחינת כושר החזר של הלווים עולה כי אין שינוי משמעותי בסיכון. עוד צוין כי ישנה תגובה מסויימת של צד ההצע – עם גידול במספר התחלות הבנייה וההשקעה בדיר, אולם הוא אינו מדביק את הגידול בביקושים. לגבי השפעתם של הצעדים המקרו יציבותיים שנכנסו לתוקף ביולי, צוין כי עדיין מוקדם מדי כדי לבחון את השפעתם וכי יש להמתין לנתונים לגבי שוק המשכנתאות עבור החודשים יולי ואוגוסט. נוכח המגמות הנמשכות בשוק הדיר, הועלה בדיון הצורך לשקול נקיטת צעדים מקרו-יציבותיים נוספים בתחום זה.

המשתתפים בדיון ציינו שבנוסף להשפעתה של הריבית לטווח קצר על מחירי הדירות, ירידתן של הריביות לטווחים בינוניים וארוכים, בהשפעת הירידה בריביות בעולם, משתקפת בהוזלת העלות של מימון רכישת הדירות ובכך תורמת להגדלת הביקושים.

עוד הוזכר בדיון ששיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים התמתן והוא כעת מעט מתחת לאמצע תחום היעד. צוין גם ששיעור האינפלציה ללא דיור הוא 0.8 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. על פי הערכות החזאים, שיעור האינפלציה צפוי להישאר בסביבה זו עד סוף 2010 ולעלות לסביבת הגבול העליון של היעד בראשית 2011.

לבסוף, המשתתפים ציינו כי השארת הריבית ברמתה הנוכחית – 1.75 אחוזים – תואמת את תהליך ההתאמה ההדרגתית של הריבית לרמה "נורמלית" בהתחשב בתנאי המשק. כמו כן הודגש הצורך להמשיך ולעקוב אחר ההתפתחויות בשוק הדיר ובמחירי הדירות ובכלל זה בשוק המשכנתאות.

בסיכום, לאור מכלול הגורמים, החליט הנגיד להשאיר את הריבית לחודש ספטמבר ללא שינוי ברמה של 1.75 אחוזים.

בנק ישראל הדגיש את התנאים שעמדו ברקע השארת הריבית ללא שינוי בחודש ספטמבר:

- האינפלציה ב-12 חודשים האחרונים הסתכמה ב-1.8%, מתחת למרכז תחום היעד. זאת למרות העלייה המהירה במדד הדיר, 5.6% בתקופה זאת. כמו כן הצפיות לאינפלציה כפי שנמדדות משוק ההון ואלו של החזאים ירדו אל מתחת לגבול העליון של תחום יעד המחירים.
- מרבית האינדיקטורים לפעילות הריאלית של המשק הישראלי שנוספו החודש מצביעים על המשך ההתרחבות. אולם, עדיין קיימת אי ודאות לגבי קצב הצמיחה בישראל. זאת בעיקר על

רקע אי הודאות הגבוהה במשק העולמי שבאה לידי ביטוי, בין היתר, בעדכונים כלפי מטה של שיעורי הצמיחה החזויים על ידי אנליסטים וגופים בינלאומיים.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות מאוד ולאור הנתונים החלשים שהתפרסמו לאחרונה, צפויות להישאר נמוכות למשך זמן רב. יחד עם זאת מספר בנקים מרכזיים במשקים שכבר צומחים מהר יחסית, המשיכו בתהליך של העלאה בריבית גם בחודש האחרון וצפויים להמשיך לעשות זאת בזמן הקרוב.

בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשק הישראלי, בעולם ובשווקים הפיננסיים. בנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב במיוחד אחרי ההתפתחויות בשוק הדיור ובפרט במחירי הדירות.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 באוגוסט 2010.

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק

פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק

ד"ר עקיבא אופנבר – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטארי-פיננסי בחטיבת המחקר

ד"ר מישל סטרבצ'ינסקי – הממונה על אגף מקרו כלכלה ומדיניות בחטיבת המחקר

מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים

מר רוני חיזקיהו – המפקח על הבנקים

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

ד"ר סיגל ריבון – ראש תחום מונטרי שוטר, חטיבת המחקר

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

נתוני התוצר לרביע השני הפתיעו מעט כלפי מטה – עם צמיחה של 2.4 אחוזים (במונחים שנתיים) לעומת צפי של 2.5 אחוזים. עדכון נתוני התוצר לשנים הקודמות הראה שהצמיחה הכוללת בשלוש השנים האחרונות הסתכמה ב-0.7 אחוזים בלבד. נתונים שליליים נוספים בתחום התעסוקה הבנייה והייצור התבטאו בהערכה שהמצב הכלכלי פחות טוב מזה שנחזה קודם לכן. גם הבנק הפדרלי ציין בהודעת הריבית שלו שהתחזית הכלכלית הורעה והכריז גם על תוכנית המרצה סמלית.

נראה ששלושה תחומים מקשים על התאוששות הכלכלה בארה"ב. הראשון הוא תחום הדיור שבו יש מלאי עצום של בתים לא מכורים, נתוני שיא לגבי מספר עיקולי הבתים וכמות גדולה של משכנתאות בעייתיות. השני הוא תחום התעסוקה. אמנם שיעור האבטלה נותר יציב בשיעור של 9.5 אחוזים, אך זאת תוך ירידה בשיעור ההשתתפות ועלייה בשיעורם של המובטלים הכרוניים. התחום השלישי הוא הצריכה הפרטית, על רקע פירסומם של נתונים מאכזבים לצריכה הפרטית, ההכנסה האישית, המכירות הקמעונאיות וההזמנות מוצרים בני קיימא. יחד עם זאת, ירידה בשיעור המינוף של הסקטור הפרטי עלייה בשיעור החסכון לרמות שאינן מצדיקות עלייה נוספת עשויים להצביע על סיכוי להתאוששות הצריכה בהמשך.

שיעור האינפלציה נותר נמוך – 1.2 אחוזים, וצפוי להישאר נמוך גם בשנה הקרובה. שיעור הריבית של הבנק המרכזי נותר קרוב לאפס וצפוי להוות בסביבה זו לפחות למשך השנה הקרובה.

אירופה

נתוני התוצר שהתפרסמו עבור הרביע השני היו חיוביים והצביעו על עלייה של אחוז אחד (במונחים רבעוניים) לעומת צפי של 0.7 אחוזים בלבד, בהובלת גרמניה שצמחה בשיעור שיא של 2.2 אחוזים (במונחים רבעוניים) ותרמה בכך כ-60 אחוזים מהצמיחה בגוש האירו כולו. עיקר הצמיחה נובע מגידול ביצוא כתוצאה מחולשתו של האירו, אך לא ניכר גידול בביקושים המקומיים. נתונים נוספים מגוש האירו הפתיעו גם הם לטובה, ובהם המכירות הקמעונאיות ורוב מדדי אמון הצרכנים. מנגד נתוני התוצר התעשייתי איכזבו ושיעורי האבטלה נותרו גבוהים. התחזקותו של האירו בתקופה האחרונה מעלה ספקות לגבי יכולת ההתמדה של התרחבות הפעילות.

הטרויקה הבוחנת את התנהגותה של יוון ציינה לשבח את עמידתה בכל תנאי ההלוואה ולכן החלק הבא של הסיוע מובטח ככל הנראה. יחד עם זאת, נתוני המקרו של יוון עדיין בעייתיים - צמיחה שלילית ואבטלה גבוהה יחד עם עלייה באינפלציה.

האינפלציה של גוש האירו עלתה ל-1.7 אחוזים, אך נראה עדיין שאין לחצים אינפלציוניים אמיתיים. רמתה של ריבית בנק המרכזי האירופי נותרה ברמה של אחוז אחד וצפויה להישאר ברמה זו לפחות עד הרביע הראשון של 2011.

יפן

נתוני התוצר לרביע השני היו מאכזבים – עלייה של 0.4 אחוזים לעומת צפי של 2.3 אחוזים. הצמיחה התבססה כולה על יצוא שהתרחב ואילו כל שאר הרכיבים האטו את קצב צמיחתם ואף התכווצו. גם היצוא שצמח, עשה כך בעיקר בראשית הרביע והתייצב לאחר מכן. העודף המסחרי ממשיך להצטמצם, התוצר התעשייתי ירד בכאחוז ביולי לאחר ירידה ביוני, מספר שעות העבודה ירד וכך גם ההכנסה הכוללת. מנגד, האבטלה עלתה ביוני ל-5.3 אחוזים, מעל לציפיות ובהמשך למגמת העלייה שהחלה במאוס. המחירים ביפן המשיכו לרדת ושיעור הדפלציה הוא כעת -0.7 אחוזים. בישיבתו, הותיר הבנק המרכזי של יפן את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1 אחוזים ולא שינה גם את תוכנית הרכישות שלו.

שווקים מתעוררים

באסיה, בדרום אמריקה ובמזרח אירופה ניכרת תמונה של התמתנות הצמיחה החזקה שהיתה ברביע הראשון של 2010. בסין ובברזיל נרשמה ירידה חודשית בתוצר התעשייתי ורוסיה שצמחה מהר בתקופה האחרונה עלולה להיפגע מגל החום והשריפות שפגעו בה בהיקף המוערך בכאחוז תוצר. עליית מחירי המזון ובראשם החיטה גורמת לעליית האינפלציה במשקים המתפתחים התלויים מאוד במזון. כך נרשמה בהודו אינפלציה כללית של 10 אחוזים כתוצאה מעליית מחירי המזון, דבר שהביא אותה להעלות ריבית ל-5.75 אחוזים.

בסין, נראה כי מאמצי הממשלה לקרר את הכלכלה נושאים פרי. כך התכווץ הייצור התעשייתי בחודש הקודם, היקף ההלוואות החדשות היה נמוך מהערכת השוק והמכירות הקמעונאיות אמנם המשיכו לצמוח, אך בקצב נמוך מהערכות השוק. הממשלה הסינית החריפה עוד החודש את המיגבלות על מתן הלוואות לדוור והדבר התבטא בירידה של מחירי הבתים והמכירות לראשונה זה חודשים רבים. מנגד, ממשיך היצוא הסיני לגדול במהירות והעודף במאזן המסחרי גדל לשיא של 18 חודשים. האינפלציה בסין עלתה ל-3.3 אחוזים – בעיקר בהשפעת מחירי המזון.