



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

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 בספטמבר

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 ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

מרבית הנתונים שנוספו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש ספטמבר ב-23 באוגוסט לבין מועד החלטת הריבית לחודש אוקטובר ב-27 בספטמבר), ממשיכים להצביע על המשך התרחבותה של הפעילות הכלכלית בקצב נאה גם ברביע השלישי, כך שפער התוצר ממשיך להצטמצם. זאת בהמשך להתפתחויות החיוביות במחצית הראשונה של השנה העולות מנתוני החשבונאות הלאומית וסקר כוח אדם לתקופה זו. על פי התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר צפוי התוצר לצמוח ב-2010 ב-4.0 אחוזים, מעט יותר מהתחזית שניתנה באפריל השנה (3.7 אחוזים). ב-2011 צפוי התוצר לצמוח בשיעור של 3.8 אחוזים. (לעומת 4 אחוזים בתחזית הקודמת).

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

החשבונאות הלאומית

על פי הנתונים המעודכנים לחשבונאות הלאומית שהתפרסמו ב-16 בספטמבר צמח התוצר המקומי הגולמי ברביע השני של 2010 ב-4.6 אחוזים, לאחר צמיחה בקצב של 3.8 אחוזים ברביע הראשון. (בפרסום הראשון של נתוני הרביע השני הצמיחה ברביע הראשון עמדה על 3.6 אחוזים וברביע השני 4.7 אחוזים). התוצר העסקי צמח ברביע השני בשיעור גבוה של 5.3 אחוזים. יצוא הסחורות והשירותים גדל, על פי הנתונים המעודכנים, ברביע השני ב-19.9 אחוזים וההשקעה בנכסים קבועים התרחבה ב-13.1 אחוזים, תוך גידול של 17.8 אחוזים בהשקעה בבתי מגורים. הצריכה הפרטית התרחבה ב-9 אחוזים לאחר יציבות ברביע הקודם והיבוא המשיך וגדל ב-9.4 אחוזים ברביע השני של 2010.

המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב למצב המשק לחודש אוגוסט, שפורסם בספטמבר, עלה ב-0.2 אחוזים. נתוני החודשיים הקודמים עודכנו במעט כך שבמצטבר עלה המדד המשולב בשלושת החודשים האחרונים ב-0.9 אחוזים – עדות להמשך התרחבות הפעילות במשק. העלייה במדד התרחשה הודות לעלייה של מדד הייצור התעשייתי ביולי ב-2.6 אחוזים, עלייה של מדד הפידיון של המסחר והשירותים ב-2.1 אחוזים ביולי ועלייה של 10.2 אחוזים במדד יצוא השירותים באוגוסט. העלייה מותנה על ידי ירידה של 8.1 אחוזים במדד יצוא הסחורות, ירידה של 5 אחוזים במדד יבוא מוצרי הצריכה וירידה של 6 אחוזים במדד יבוא התשומות לייצור. זאת, לאחר עלייה במדדים אלו בחודש יולי.

סקר החברות

נתונים ראשוניים מסקר החברות לרביע השלישי מצביעים על המשך התרחבות של הפעילות ברביע השלישי בקצב דומה למחצית הראשונה של השנה.

שוק העבודה

על פי סקר כוח אדם לרביע השני שהתפרסם בסוף אוגוסט נמשכה מגמת השיפור בשוק העבודה שהחלה במחצית השנייה של 2009. שיעור האבטלה ירד לשיעור של 6.2 אחוזים (בהשוואה ל-7.0 אחוזים ברביע הראשון), שיעור ההשתתפות עלה ל-56.9 אחוזים, ושיעור התעסוקה עלה ל-53.3 אחוזים. יחד עם גידול במספר המועסקים, הן בכלל המשק והן בסקטור העיסקי, נרשמה ירידה במספר שעות העבודה למועסק וסך תשומת העבודה גדלה רק במעט ברביע השני. מניתוח ענפי של מספר המועסקים עולה כי התעסוקה התרחבה הן בסקטור העסקי והן בשירותים הציבוריים וכמעט בכל ענפי המשק, פרט לירידה חדה בענף החקלאות ולירידות קלות בענפי החינוך והתחבורה והתקשורת.

מנתוני הביטוח הלאומי עולה כי השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה ברביע השני ב-0.4 אחוזים ביחס לרביע הקודם (נתונים מנוכי עונתיות) לאחר עלייה של 1.6 אחוזים ברביע הראשון של

השנה. השכר הריאלי נותר ללא שינוי בתקופה זו לאחר עלייה של 1.3 אחוזים בשכר הריאלי ברביע הראשון של השנה.

סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים, נתונים דולריים, מנוכה עונתיות) ירד באוגוסט ב-8 אחוזים ביחס לחודש הקודם, לאחר עליות בחודשיים הקודמים. רמתו של היצוא בחודשים יולי-אוגוסט בממוצע גבוהה ב-1.4 אחוזים מרמתו הממוצעת ברביע השני של השנה. היצוא התעשייתי גדל בתקופה זו (ממוצע יולי-אוגוסט לעומת ממוצע הרביע השני) ב-2 אחוזים, תוך התרחבות של 6 אחוזים ביצוא ענפי הטכנולוגיה העילית וירידה בענפים האחרים. יבוא הסחורות (ללא אוניות ומטוסים ויהלומים, נתונים דולריים, מנוכה עונתיות) ירד באוגוסט ב-6.2 אחוזים אך רמתו הממוצעת ביולי-אוגוסט גבוהה ב-1.9 אחוזים מרמתו הממוצעת ברביע השני של השנה. התרחבות זו משקפת עלייה ביבוא מוצרי צריכה ומוצרי השקעה ביולי-אוגוסט לעומת הרביע השני, וירידה קלה ביבוא חומרי גלם בתקופה זו.

2. נתוני התקציב

הגרעון המקומי היה באוגוסט 3.1 מיליארדי ₪, גבוה ב-0.3 מיליארדי ₪ מהגרעון העונתי הצפוי. הסטיה משקפת הכנסות נמוכות ב-0.4 מיליארדי ₪ מהתואי והוצאות נמוכות ב-0.1 מיליארדי ₪. בשמונת החודשים הראשונים של השנה מסתכם הגרעון המקומי ב-1.5 אחוזי תוצר – נמוך מהתואי העונתי, כתוצאה מהכנסות גבוהות ב-3.7 אחוזים מהתחזית בתקציב והוצאות הנמוכות ב-1.4 אחוזים מהתואי המתאים לביצוע מלא של התקציב. על סמך ההתפתחויות עד כה ועל סמך ההנחה שהתקציב יבוצע כמעט במלואו, הגרעון הכולל ללא אשראי צפוי להסתכם ב-3.7 עד 4 אחוזי תוצר. הפער בין התחזית להצעת התקציב נובע בעיקר מתקבולי מיסים גבוהים מהתחזית ומעדכון התוצר הנומינלי כלפי מעלה.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה באוגוסט ב-0.5 אחוז – מעל ממוצע הערכותיהם של החזאים הפרטיים שהיה 0.3 אחוזים. הגורם העיקרי לפער בין התחזית למדד בפועל הוא עלייה של מחירי הדיור בשיעור של 1.7 אחוזים שהייתה גבוהה מהצפוי. גם מחירי המזון עלו בשיעור גבוה יחסית של 0.7 אחוזים. בניכוי גורמי עונתיות (על פי שיטת הניכוי של חטיבת המחקר) עלה מדד המחירים לצרכן באוגוסט ב-0.4 אחוזים. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.8 אחוזים – בסביבת אמצע תחום היעד. מדד המחירים ללא דיור עלה בחודש אוגוסט ב-0.1 אחוזים וב-12 החודשים האחרונים ב-0.7 אחוזים. מדד הדיור עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-6.1 אחוזים. (ראו הרחבה בהמשך על שוק הדיור).

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-break-even inflation, נותרו יציבות יחסית מאז החלטת הריבית הקודמת ב-23 באוגוסט ועד השבוע הראשון של ספטמבר סביב 2.7 אחוזים. בשבוע השני והשלישי של החודש (עד 24 בספטמבר) הציפיות לאינפלציה עלו במעט והיו מעל ל-2.8 אחוזים. החזאים המקומיים מעריכים בממוצע כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד ספטמבר 2010 ועד מדד אוגוסט 2011) תעמוד על כ-2.8 אחוזים – בדומה לתחזית שלהם בחודש הקודם. בשלושת החודשים הקרובים (ספטמבר עד נובמבר) צפוי מדד המחירים לעלות על פי ממוצע הערכות החזאים בשיעור מצטבר של 0.6 אחוזים וב-2010 להסתכם ב-2.4 אחוזים.

רוב החזאים המדווחים לבנק ישראל ושערכנו את הערכותיהם לגבי ריבית בנק ישראל לאחר פירסום המדד לאוגוסט צפו העלאה של 0.25 אחוזים בריבית בנק ישראל באוקטובר. בממוצע הם צופים כי רמת הריבית בסוף 2010 תהיה 2.1 אחוזים ובעוד 12 חודשים כ-2.8 אחוזים, בדומה לתחזית שלהם בחודש שעבר. מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה ששוק ההון צופה כי ריבית בנק ישראל תעמוד על רמה של כ-2.7 אחוזים בעוד 12 חודשים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

שוק האג"ח הממשלתי התאפיין בחודש האחרון (מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-22 באוגוסט, ועד ל-24 בספטמבר) בעליית תשואות. התשואות לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות עלו כמעט לכל אורך העקום, בשיעורים של עד 29 נקודות בסיס. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד עלתה אף היא בשיעורים של עד 27 נקודות בסיס, והתשואה לפדיון של המק"מ לשנה עלתה בסיכום התקופה ב-18 נקודות בסיס ל-2.41 אחוזים. מדדי התל-בונד 20 והתל-בונד 40 רשמו במהלך התקופה ירידה של כ-0.3 אחוז. במקביל, נרשמה התעוררות בשוק ההנפקות הראשוני, כאשר רמות הריבית הנמוכות הובילו לעלייה ניכרת בהיקף ההנפקות בשוק הקונצרני בארץ.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ובדומה לחודש שעבר בו נותרה ריבית בנק ישראל ללא שינוי ברמה של 1.75 אחוזים, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.50 עד 1.75 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה ב-0.75 נקודות אחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה.

עליית התשואות בישראל במקביל לירידת התשואות בארה"ב התבטאה בהתרחבות של המרווח בין האג"ח של ממשלות ישראל וארה"ב. הפער בתשואה הנומינלית מול ארה"ב בכל הטווחים גדל במעט החודש. בתשואה ל-10 שנים גדל הפער מ-1.76 נקודות אחוז ב-20 באוגוסט ל-1.94 נקודות אחוז ב-22 בספטמבר.

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 בספטמבר (עד למועד הדיונים) על מינוס אחוז אחד, בדומה לרמתה באוגוסט, על רקע יציבות יחסית בציפיות לאינפלציה ואי-שינוי בריבית בנק ישראל. עלייה מתונה בציפיות לאינפלציה במחצית השנייה של ספטמבר מתבטאת בירידה מקבילה בריבית הריאלית מתחת למינוס אחוז אחד.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות על שנים עשר החודשים האחרונים עד לאוגוסט עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-1.4 אחוזים בלבד, בהמשך להאטה המשמעותית בקצב ההתרחבות של מיצרף זה בחודשים האחרונים על רקע העלאתה של הריבית. המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) עלה בשנה האחרונה ב-0.5 אחוזים.

שוק האשראי

יתרת האשראי הבנקאי למשקי בית ממשיכה לגדול (מעודכן עד יולי) והיא גדלה בכ-7 אחוזים מראשית השנה, תוך גידול של כ-8 אחוזים במלאי המשכנתאות. סך האשראי למגזר העסקי – מהבנקים ומחוצה להם – התרחב מתחילת השנה ב-1.2 אחוזים בלבד.

שוק הדיור

מדד הדיור, הנמדד באמצעות שכר הדירה ומהווה כ-20 אחוזים מהמדד הכללי, עלה בחודש אוגוסט ב-1.7 אחוזים וב-12 החודשים האחרונים ב-6.1 אחוזים – התפתחות המשקפת האצה בקצה עלייתו של מדד זה בחודשים האחרונים. מנגד, מחירי הדירות (על פי הסקר של הלמ"ס, שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן) עלו ביוני-יולי ב-0.7 אחוזים ביחס למאי-יוני, לאחר עליות מהירות יותר בשנה וחצי האחרונות. ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות בכ-20 אחוזים.

כדי להעריך אם חל שינוי במגמה של מחירי הדירות יש להמתין להתפתחויות בחודשים הקרובים. תהליך עלייתה של ריבית בנק ישראל בתקופה האחרונה, לצד עלייה בהתחלות הבנייה (ביחס לתקופה המקבילה אשתקד) עשויים לתמוך בהתמתנות עליית מחירי הדירות. מספר התחלות הבנייה ב-12 החודשים עד יוני 2010 עמד על כ-37 אלף יחידות דיור, לעומת כ-33 אלף ב-12 החודשים עד ליוני אשתקד – גידול של כ-12%.

בנק ישראל עוקב אחר אינדיקטורים שונים לצורך הערכת סביבת מחירי הדירות ביחס לגורמים היסודיים המשפיעים עליהם. בדומה לחודש הקודם, מחירי הדירות אינם סוטים במידה משמעותית מהסביבה המוסברת על ידי גורמים אלו. היחס בין מחיר דירה ממוצע לשכר הממוצע למשרת שכיר נמצא סביב הממוצע ארוך הטווח ותוקן במעט כלפי מטה בחודש

האחרון. היחס בין מחירי הדירות לשכר דירה עלה בקצב מהיר בשנה האחרונה, אך נותר יציב ביוני (הנתון האחרון).

האטה בקצב עליית המחירים, במידה ותימשך, תשאיר את מחירי הדירות בקרבת הסביבה התואמת את גורמי היסוד. אולם, המשך עלייתם של מחירי הדירות בקצב מהיר בעתיד עלול להרחיק אותם מסביבה זו.

לאחר ירידה זמנית בהיקף המשכנתאות החדשות שניתנו ביולי, שב ועלה היקפם באוגוסט בכ-7 אחוזים ורמתו מוסיפה להיות גבוהה. כמחצית מהמשכנתאות שנלקחו באוגוסט הן לא צמודות בריבית משתנה וכשליש צמודות למדד בריבית משתנה. הריבית על משכנתאות לא צמודות בריבית משתנה עלתה באוגוסט בכ-0.3 נקודת אחוז על רקע העלאת הריבית של בנק ישראל ואילו הריביות על המשכנתאות הצמודות למדד נותרו יציבות ואף ירדו במעט. יתרת החוב של משקי הבית במשכנתאות גדלה ביולי ב-1.5 אחוזים ובכ-8 אחוזים לעומת סוף 2009.

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)². על-פי התחזית הרבעונית אשר נערכה החודש, האינפלציה בשנה הקרובה צפויה לעמוד על 2.5 אחוזים והריבית צפויה לעלות בהדרגה ולהגיע לכ-2.7 אחוזים בעוד שנה. הגורם העיקרי לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות גבוה ממרכז תחום היעד הוא רכיב הדיור (שכר דירה) אשר צפוי להמשיך לעלות בקצב גבוה יחסית. מנגד, אינפלציה ממותנת בעולם וייסוף שער החליפין ברביעים האחרונים פועלים למיתון קצב עליית המחירים.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון (22 באוגוסט) ועד ה-24 בספטמבר שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל יוסף ב-0.3 אחוזים³. זאת בעיקר לאור התחזקות השקל מול הדולר בכ-2.7 אחוזים והיחלשות השקל מול האירו בכ-2.1 אחוזים.

² ראו הסבר לגבי המודל והשימוש בו בדוח האינפלציה מספר 31 לרביע השני של 2010.

³ 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-5.6 אחוזים מאז הדין המוניטרי הקודם ב-22 באוגוסט ועד ה-24 בספטמבר. מדד ת"א 100 עלה באותה תקופה ב-6.2 אחוזים.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה מעט בתקופה שבין דיוני הריבית הקודמים לנוכחיים והיא עומדת על 121 נקודות בסיס. בעולם נרשמה באותה עת מגמה מעורבת, עם התרחבות ניכרת במרווחי ה-CDS במדינות הפריפריה של אירופה.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

ההתאוששות בפעילות הגלובלית נמשכה ברביע השני של 2010, אולם הנתונים שהתפרסמו בחודשים האחרונים מצביעים ברובם על האטה בקצב ההתאוששות. מרבית הנתונים המאכזבים שהתפרסמו במהלך התקופה האחרונה התרכזו בארה"ב, ומנגד, נתוני הצמיחה באירופה המשיכו להפגיע כלפי מעלה, בעיקר בשל נתונים טובים מהצפוי בגרמניה. האטה בפעילות הייצור בכלכלות המפותחות, האטה בפעילות הסחר והעדר התאוששות בצריכה הפרטית ובשוק העבודה תומכים בהערכה בדבר האטה בקצב ההתאוששות ומתבטאים בעדכון תחזיות הצמיחה של גופים שונים כלפי מטה.

האינפלציה נותרה מרוסנת והיא צפויה להישאר נמוכה בכלכלות העיקריות בתקופה הקרובה על רקע עודף כושר ייצור. מדדי האינפלציה הכוללים עלו במעט בשל עליית מחירי הסחורות, אולם אינפלציית הליבה המשיכה להתמתן.

שוקי ההון בעולם אופיינו בחודש האחרון בתנודתיות גבוהה. אי ודאות רבה ממשיכה לשרור בנוגע למשבר החוב הממשלתי באירופה. מנגד, נמשך המעבר לנכסים מסוכנים על רקע הריביות הנמוכות מאוד. מדדי המניות העולמיים המשיכו לעלות בחודש האחרון. התשואות על האג"ח הממשלתי והקונצרני עלו, תוך שמירה על מירווח מצומצם בין תשואות אלה. הבנקים המרכזיים בכלכלות העיקריות צפויים לדחות את מועד העלאת הריבית ומנגד, במדינות אחרות הריבית עולה. כך, השאירו הבנקים המרכזיים של ארה"ב, אירופה, אנגליה, יפן ומדינות אחרות את הריבית ללא שינוי החודש. לעומת זאת, בשבדיה ובקנדה הועלתה החודש הריבית ב-0.25 אחוזים.

יפן התערבה החודש, לראשונה מאז 2004 בשוק מטבע החוץ לאחר שהיין התחזק לעומת הדולר ביותר מ-10 אחוזים לרמת שיא של 15 שנה. לאחר ההתערבות נחלש היין ב-3 אחוזים.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש אוקטובר 2010

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש אוקטובר, כל חברי הנהלה המליצו להעלות את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז לרמה של 2.0 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 הצמיחה של המשק, תוך שמירה על היציבות הפיננסית. קצב עליית הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, הצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, המדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. העלאת הריבית ב-0.25 נקודת אחוז באוקטובר עקבית עם תהליך זה. ברמת הריבית הנוכחית ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן הן הערכת הסביבה של הפעילות הריאלית, ההתפתחויות בשוק הדיור, התפתחות האינפלציה והציפיות לאינפלציה.

המשתתפים דנו בהערכות ביחס לצמיחת המשק ברביעים הקרובים, לאחר שרביע השני של השנה התוצר צמח בקצב נאה (4.6 אחוזים במונחים שנתיים, מנוכה עונתיות), ושיעור האבטלה ירד לרמה של 6.2 אחוזים – ובכך חזר כמעט לרמתו ערב המשבר. נדונה הירידה הניכרת של שיעור האבטלה ברביע השני אשר משקפת המשך צמצום של פער התוצר.

בהתייחס לרביע השלישי של השנה, צוין שמרבית האינדיקטורים לפעילות הריאלית מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית בשיעורים גבוהים גם ברביע זה. אינדיקטורים אלה כוללים נתונים ראשוניים מסקר החברות לרביע השלישי ואת נתוני הייצור התעשייתי והפדיון לחודש יולי. עם זאת, ישנן גם אינדיקציות לאפשרות של התמתנות בקצב הצמיחה ברביע השלישי. אלו כוללות את נתוני סחר החוץ של חודש יולי ואת נתוני הכנסות הממשלה ממסים.

בהתייחס להתפתחויות הריאליות הצפויות, עלה נושא עדכון התחזית המקרו-כלכלית לשנים 2010 ו-2011. על-פי התחזית, המשק צפוי לצמוח בשיעורים של 4.0 אחוזים ב-2010 ו-3.8 אחוזים ב-2011 וקצב הגידול של הייצוא צפוי להתמתן ב-2011 בהשוואה ל-2010 (5.8 אחוזים לעומת 11.3 אחוזים בהתאמה, על-פי התחזית המקרו-כלכלית). זאת על רקע צפי להתמתנות של קצב צמיחת הסחר העולמי (2011 לעומת 2010) ושל קצב הצמיחה בארה"ב וייסוף שער החליפין הריאלי. צוין כי הסחר העולמי והייצוא הישראלי צמחו בקצב מהיר ב-2010, לאחר ירידה חדה ב-2009 על רקע המשבר העולמי, כך שטבעי לצפות להתמתנות מסוימת בקצב הצמיחה שלהם ב-2011.

נושא נוסף שעלה בדיון הוא ההתפתחויות בשוק הדיור. מחירי הדירות עלו ב-20 אחוזים במהלך 12 החודשים האחרונים (עד חודש יולי) על רקע התרחבות מהירה באשראי לדיור בהשפעת הריבית הנמוכה לצד התאמה איטית יחסית של הצע הדירות. המשתתפים ציינו כי על-פי הנתון האחרון שפורסם קצב עליית מחירי הדירות התמתן (0.7 אחוז ביוני-יולי לעומת 2.2 אחוזים במאי-יוני), אולם מוקדם להעריך האם מדובר בשינוי מגמה של קצב עליית המחירים. הקף המשכנתאות שניתנו באוגוסט עלה לעומת חודש יולי והוא גבוה משמעותית מהרמה הממוצעת בשנת 2009. המשתתפים ציינו במיוחד את רמתה הנמוכה של הריבית על משכנתאות בריבית משתנה לא צמודה. לנוכח ההתפתחויות בשוק הדיור, המשתתפים דנו בצורך לשקול נקיטת צעדים מאקרו-יציבותיים (Macro-Prudential) נוספים, נוסף על הצעדים של המפקח על הבנקים שנכנסו לתוקף בחודש יולי. נידונו גם מחירי הדיור (הנמדדים על פי שכר הדירה ונכללים במדד המחירים לצרכן), שעלו באוגוסט בשיעור גבוה של 1.7% וצפויים לעלות בשיעור גבוה יחסית גם בחודשים הקרובים.

המשתתפים דנו בהערכות לגבי התפתחות האינפלציה בשנה הקרובה. עפ"י תחזית חטיבת המחקר, האינפלציה בשנה הקרובה צפויה לעמוד על 2.5 אחוזים, כאשר הגורם העיקרי לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות מעל מרכז תחום היעד הוא רכיב הדיור במדד. בדיון צוין שהציפיות לאינפלציה משוק ההון ותחזיות החזאים לאינפלציה בשנה הקרובה נמצאות קרוב לגבול העליון של יעד יציבות המחירים למרות ציפיות להעלאה של הריבית המקומית כאשר הריביות בעולם צפויות להישאר נמוכות – גורם שצפוי לפעול לייסוף שער החליפין. בהתייחס לתחזיות ביחס לריבית, צוין כי הן על-פי תחזיות החזאים והן על-פי הציפיות משוק ההון הריבית המקומית צפויה לעלות בכ-1 נקודת אחוז במהלך השנה הקרובה, וכי כמעט כל החזאים צופים העלאה של הריבית לחודש אוקטובר ב-0.25 נקודת אחוז.

לבסוף, המשתתפים ציינו כי העלאת הריבית ב-0.25 נקודת אחוז תואמת את תהליך ההתאמה ההדרגתית של הריבית לרמה "נורמלית" בהתחשב בתנאי המשק. זאת כאשר ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המתעוררים והמפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר נמוכות בחודשים הבאים. כמו כן הודגש הצורך להמשיך ולעקוב אחר ההתפתחויות בשוק הדיור ובמחירי הדירות ובכלל זה בשוק המשכנתאות.

בסיכום, לאור מכלול הגורמים, החליט הנגיד להעלות את הריבית לחודש אוקטובר ב-0.25 נקודת אחוז לרמה של 2.0 אחוזים.

בנק ישראל הדגיש את התנאים שעמדו ברקע העלאת הריבית בחודש אוקטובר ב-0.25 נקודת אחוז:

- האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמצאת בקרבת מרכז היעד אך הצפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים הנגזרת משוק ההון וזו החזויה על ידי החזאים נותרו בסביבת הגבול העליון של יעד האינפלציה.

- מחירי הדירות ממשיכים לעלות בשיעורים גבוהים תוך המשך מגמת ההתרחבות המהירה באשראי לדיור בהשפעת הריבית הנמוכה וההתאמה האיטית של היצע הדירות. סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן, שמתבסס בעיקר על חוזי שכירות מתחדשים, ממשיך לעלות תוך האצה מסוימת בקצב העליה בחודשים האחרונים.

- מרבית האינדיקטורים לפעילות הריאלית ממשיכים להצביע על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית בישראל בשיעורים גבוהים גם ברביע השלישי. בפרט נתונים ראשוניים מסקר החברות לרביע השלישי המצביעים על המשך ההתרחבות של הפעילות בקצב דומה לזה של המחצית הראשונה של השנה. הירידה המהירה שנרשמה ברביע השני בשיעור האבטלה וסימנים ראשוניים לעליות בשכר הריאלי והנומינלי מצביעים על המשך הצמצום בפער התוצר של המשק.

ההחלטה להעלות את הריבית התקבלה למרות שריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות ובעקבות ההתפתחויות האחרונות צפויות להישאר נמוכות למשך זמן רב. עם זאת, מספר בנקים מרכזיים במשקים שכבר צומחים מהר יחסית, המשיכו בתהליך של העלאה בריבית גם בחודש האחרון וצפויים להמשיך לעשות זאת בזמן הקרוב.

צוין כי 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-27 בספטמבר 2010.

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר
ד"ר עקיבא אופנברג – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטארי-פיננסי בחטיבת המחקר
מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים
מר רוני חזקיהו – המפקח על הבנקים
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק
גב' עירית רוזנשטרום – כלכלנית, חטיבת המחקר

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

הצמיחה בארה"ב היתה ברביע השני של 2010 1.6 אחוזים (במונחים שנתיים) – האטה לאחר צמיחה של 3.7 אחוזים ברביע הראשון של השנה. יחד עם זאת, החששות מפני "מיתון כפול" נרגעו מעט עם פירסומם של נתונים טובים מהצפוי בחודש ספטמבר שכללו עלייה במכירות הקמעונאיות, ביצוא ובמספר המישרות בסקטור הפרטי. האינדיקטורים המובילים מורים על האטה בצמיחה ברביע השלישי של 2010 על רקע התפוגגות השפעתן של ההרחבות הפיסקליות ושל בניית המלאים.

החולשה בשוק הדיור נמשכת והנתונים המעודכנים מצביעים על ירידה בפעילות תוך ירידה חדה במכירת הבתים. שיעור האבטלה עלה באוגוסט ל-9.6 אחוזים והצריכה הפרטית נותרה מוגבלת, למרות העליה במכירות הקמעונאיות.

בתי ההשקעות צופים בממוצע המשך צמיחה נמוכה של 1.9 אחוזים (מונחים שנתיים) ברביע השלישי ו-2.3 אחוזים ברביע האחרון של 2010. גם ה-OECD תיקן את תחזיותיו לצמיחה בארה"ב כלפי מטה. מדדי האינפלציה נותרים נמוכים – מדד המחירים לצרכן עלה באוגוסט ב-0.3 אחוזים על רקע עליית מחירי המזון והאנרגיה. מדד הליבה נותר ללא שינוי באוגוסט. בשנה האחרונה עלה מדד המחירים ב-1.1 אחוזים ומדד הליבה עלה ב-0.9 אחוזים בלבד.

על רקע ההאטה בפעילות ולחצים דפלציוניים הותר ה-Fed בישיבתו האחרונה את הריבית ללא שינוי ברמה שבין 0-0.25 אחוזים וציין כי התנאים הכלכליים צפויים להצדיק רמות נמוכות במיוחד של ריבית מוניטרית במשך תקופה ארוכה. בנוסף הודיע כי ישמור על היקף אחזקות ניירות הערך שרכש. עוד ציין ה-Fed בהודעתו כי יהיה מוכן להוסיף ולהרחיב את מדיניותו במידת הצורך. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי הריבית תישאר ללא שינוי לפחות עד הרביע השלישי של 2011.

אירופה

הצמיחה בכלכלת גוש האירו הואצה ברביע השני ל-4.1 אחוזים – הקצב המהיר ביותר מזה ארבע שנים, תוך עלייה ניכרת ביצוא, עלייה בהוצאות של החברות והתאוששות בביקוש הפרטי. עם זאת, ניכרת שונות בין המדינות השונות – צמיחה חזקה בגרמניה צרפת ואיטליה, קיפאון בספרד והתכווצות ביוון. הנציבות האירופית צופה כי הצמיחה תאט במחצית השנייה של השנה, על רקע האטה בצמיחה הגלובלית והקיצוצים התקציביים במדינות השונות. ה-ECB העלה את תחזיות הצמיחה שלו והוא צופה כעת שיעורי צמיחה של 1.4 עד 1.8 אחוזים ב-2010 ו-0.5 עד 2.3 אחוזים ב-2011. בתי ההשקעות צופים האטה ניכרת בצמיחה בהמשך השנה עם צמיחה של 1.5 אחוזים ברביע השלישי ו-1.1 אחוזים ברביעי הרביעי (מונחים שנתיים).

לאחר רגיעה מסויימת, ניכר שוב לחץ במדינות הפריפריה, במיוחד על רקע החששות בנוגע לאירלנד, וכן על רקע ידיעות כי מדינות הפריפריה עדיין תלויות מאוד בניזילות ה-ECB. מרווחי התשואות בין התשואות על אג"ח ממשלת גרמניה ותשואות האג"ח של מדינות הפריפריה התרחבו, ואלו של אירלנד ופורטוגל אף עלו לרמות גבוהות מאלו שנרשמו במאי.

האינפלציה בגוש האירו נותרה נמוכה ומדד המחירים לצרכן עלה ב-1.6 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים; מדד הליבה עלה באחוז אחד בתקופה זו. ה-ECB צופה אינפלציה יציבה של כ-1.5 עד 1.7 אחוזים ב-2010 ו-1.2 עד 2.2 אחוזים ב-2011. על רקע זה של התאוששות לא אחידה במדינות האירו, הותיר החודש הבנק המרכזי של אירופה את הריבית ללא שינוי ברמה של אחוז אחד והודיע כי ימשיך לספק לבנקים נזילות ללא הגבלה בהלוואות קצרות של עד 3 חודשים, לפחות עד תחילת השנה הבאה. בתי ההשקעות מעריכים כי ה-ECB יותיר את הריבית ללא שינוי עד סוף הרביע הראשון של 2011 ויתחיל להעלות אותה בהדרגה בהמשך.

יפן

הצמיחה ביפן הואטה ברביע השני ל-1.5 אחוזים (מונחים שנתיים) לאחר צמיחה של 5 אחוזים ברביע הראשון. היצוא נטו תרם לצמיחה 0.3 אחוזים ואולם הביקושים המקומיים נותרו חלשים תוך ירידה במדד אמון הצרכנים באוגוסט לשפל של ארבעה חודשים. ה-OECD עדכן את התחזיות שלו לצמיחה ביפן כלפי מטה והוא צופה כעת צמיחה נמוכה של 0.6 אחוזים ברביע השלישי של 2010 ו-0.7 אחוזים ברביע האחרון שך השנה.

הדפלציה ביפן ממשיכה להדאיג ובתי ההשקעות צופים בממוצע המשך הדפלציה ברביעים הבאים. על רקע זאת הותיר הבנק המרכזי, כצפוי, את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1 אחוזים והרחיב את תוכנית ההלוואות לבנקים. כמו כן הודיע כי ינקוט בצעדים נוספים במידת הצורך.

שווקים מתעוררים

הצמיחה הכלכלית החזקה באסיה נמשכת. ההאטה בפעילות הגלובלית משפיעה גם על כלכלות אלה, אולם הביקוש המקומי והשיפור בתנאים הפיננסיים ממשיכים לתמוך בצמיחה. במקביל מורגשים לחצים אינפלציוניים המשקפים את הצמיחה המהירה ואת עליית מחירי המזון על רקע עליית מחירי הסחורות החקלאיות.

כלכלת סין צמחה ברביע השני של השנה ב-10.3 אחוזים (שנתי) עם התפוגגות השפעתם של צעדי המדיניות שנקטו בניסיון לקרר את הכלכלה. נתוני אוגוסט מצביעים על עלייה מהירה בייצור התעשייתי ובמכירות הקמעונאיות, עלייה ביבוא וירידה ביצוא. האינפלציה בסין עלתה באוגוסט ל-3.5 אחוזים (שנתי), מעל יעד הממשלה העומד על 3 אחוזים.