



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

הדיונים התקיימו ב-24 וב-25 באוקטובר.

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 ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

האינדיקטורים שפורסמו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש אוקטובר ב-27 בספטמבר לבין מועד החלטת הריבית לחודש נובמבר ב-25 באוקטובר) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במשק, תוך התמתנות בקצב הגידול יחסית לקצב ההתרחבות מתחילת השנה. הערכה זו בדבר היחלשותו של תהליך הצמיחה במשק נתמכת בהתפתחותם של נתוני היצוא והיבוא לרביע השלישי, המדד המשולב למצב המשק, ואינדיקטורים חודשיים של כניסות תיירים, מדד מנהלי הרכש ומדדי אמון הצרכנים. מנגד, נתוני סקר החברות של בנק ישראל לרביע השלישי של השנה דומים לאלו של הרביע השני, הן בשוק המקומי והן בחו"ל,

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

ובנוסף תקבולי הממשלה ממיסים וסקר המעסיקים של התמ"ת עקבי עם התרחבות הפעילות במשק בקצב שאינו נופל משמעותית מזה של הרביע השני של השנה.

נתוני החשבונאות הלאומית

על פי הנתונים המעודכנים לחשבונאות הלאומית שהתפרסמו ב-16 באוקטובר צמח התוצר המקומי הגולמי ברביע השני של 2010 ב-4.5 אחוזים (שיעור שנתי, לעומת אומדן של 4.6 אחוזים מחודש ספטמבר), לאחר צמיחה של 3.7 אחוזים ברביע הראשון (לעומת אומדן קודם של 3.8 אחוזים מחודש ספטמבר). התוצר העסקי צמח ברביע השני בשיעור גבוה של 5.2 אחוזים. יצוא הסחורות והשירותים גדל ברביע השני, על פי הנתונים המעודכנים, ב-22.7 אחוזים וההשקעה בנכסים קבועים התרחבה ב-13.1 אחוזים, תוך גידול של 17.8 אחוזים בהשקעה בבתי מגורים. הצריכה הפרטית התרחבה ב-8.5 אחוזים, לאחר יציבות ברביע הקודם, והיבוא המשיך וגדל ברביע השני ב-9.4 אחוזים.

המדד המשולב למצב המשק

בחודש אוקטובר פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש ספטמבר נותר ללא שינוי לעומת חודש קודם. נתוני המדד המשולב בחודשים האחרונים מבטאים עלייה בפעילות בקצב נמוך יותר מזה של שני הרביעים הקודמים.

היציבות במדד לחודש זה משקפת שילוב של עליה במדד הפדיון במסחר ושירותים וביבוא התשומות, אשר קוזזה בירידות במדדי יצוא הסחורות והשירותים, יבוא מוצרי הצריכה, ומדד היצור התעשייתי. מדד הייצור התעשייתי ירד באוגוסט ב-6 אחוזים לאחר עלייה של 2.4 אחוזים ביולי; מדד הפדיון של המסחר והשירותים עלה באוגוסט ב-0.1 אחוז, בהמשך לעלייה של 1.7 אחוזים בחודש יולי; מדד יצוא השירותים ירד בספטמבר ב-4.5 אחוזים, לאחר עליה באוגוסט של 5.2 אחוזים. לגבי נתוני סחר חוץ ראו בהמשך.

שוק העבודה

על פי נתוני סקר מעסיקים של משרד התמ"ת, הביקוש לעובדים במגזר העסקי עלה ברביע השלישי של 2010. מנתוני הלמ"ס עולה כי נרשמה בספטמבר עלייה במספר המשרות הפנויות בת 1.4 אחוזים (נתונים מקוריים).

בחודשים מאי-יולי עלה מספר משרות השכיר במשק ב-3.6 אחוזים בהשוואה לחודשים המקבילים אשתקד. במגזר העסקי עלה מספר משרות השכיר ב-3.7 אחוזים, כאשר התרחבות התעסוקה הקיפה מגוון רחב של ענפים, ובמיוחד ענפי הבנקאות והשירותים הפיננסיים וכן תעשייה ומסחר.

השכר הנומינלי למשרת שכיר עלה בחודשים מאי-יולי ב-3.5 אחוזים ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. באותה תקופה נרשמה עליית שכר נומינלית במגזר העסקי של 4.1 אחוזים לעומת שנה קודמת. השכר הריאלי למשרת שכיר עלה בחודשים מאי-יולי ב-1.6 אחוזים ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

נתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי עומדים על 6.3 אחוזים בחודש אוגוסט 2010. 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 ספטמבר בכ-5.4 אחוזים לעומת חודש אוגוסט (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (יולי-ספטמבר) ירד יצוא זה ב-4.6 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות). יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) ירד בחודש ספטמבר ב-0.7 אחוזים לעומת חודש אוגוסט (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (יולי-ספטמבר) ירד יבוא זה ב-0.5 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות).

סקר החברות של בנק ישראל

מנתוני סקר החברות והעסקים לרביע השלישי של 2010 עולה כי ברביע השלישי של השנה נמשכת ההתרחבות בסך הפעילות העסקית במשק, בקצב דומה לזה שנרשם מתחילת השנה. הציפיות במרבית הענפים הן להמשך התרחבות הפעילות ברביע הרביעי של השנה. בענף התעשייה דיווחו החברות על התמתנות של הגידול בהזמנות מהארץ ומחו"ל. מהסקר עולה כי גידול הפעילות בתעשייה, ברביע השלישי של השנה, הקיף את המכירות בארץ ובחו"ל ואילו הגידול בחברות השירותים התבסס על גידול הפעילות בשוק המקומי. מרבית החברות ענו כי במקרה של ירידה בביקושים מארה"ב ומאירופה הן יגדילו את מאמצי השיווק לאיזורים אחרים.

2. נתוני התקציב

בספטמבר הואץ קצב העלייה בתקבולי המיסים, ובניכוי עונתיות ובתיקון לדחיית החזרי מיסוי, ההכנסות ממיסים בספטמבר היו גבוהות ב-6.8 אחוזים בהשוואה לרמת המיסים בחודשים יוני-אוגוסט.

הגירעון המקומי ללא אשראי הסתכם מתחילת השנה ב-1.3 אחוזי תוצר, נמוך מהתוואי העונתי המתאים לביצוע מלא של התקציב. מתחילת השנה ההכנסות המקומיות, בעיקר מיסים, גבוהות מתחזית התקציב בכ-4 אחוזים, וההוצאות נמוכות בכ-2.8 אחוזים מהתוואי העונתי המתאים לביצוע מלא של התקציב. על סמך ההתפתחויות עד כה, ועל סמך ההנחה שהתקציב יבוצע כמעט במלואו, הגירעון הכולל (ללא אשראי) צפוי להסתכם בשנת 2010 ב-3.7 עד 4 אחוזי תוצר. הפער בין התחזית להצעת התקציב נובע בעיקר מתקבולי מיסים גבוהים יותר ומציפיות לצמיחה יותר מהירה מאשר בתחזית התקציב.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש ספטמבר 2010 ב-0.3 אחוז – גבוה מממוצע הערכות החזאים הפרטיים של 0.2 אחוז ומתחזית חטיבת המחקר של 0.1 אחוז. התורם העיקרי לעליית המדד החודש היה סעיף הפירות והירקות וכן נרשמה תרומה משמעותית של סעיף הדיור לעלייה במדד זה.

מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן המנוכה עונתיות ב-1.8 אחוזים, שהם עקביים עם שיעור שנתי של 2.4 אחוזים.

מדד המחירים לצרכן ב-12 החודשים האחרונים עלה בשנים עשר החודשים האחרונים ב-2.4 אחוזים.

עלייתו של מדד המחירים מתחילת השנה מובלת על ידי העלייה בשכר הדירה. מדד הדיור עלה בחודש ספטמבר ב-0.7 אחוז, ומתחילת השנה מסתכמת עלייתו ב-5.6 אחוזים. בניכוי מחירי הדיור, עלה מדד המחירים מתחילת השנה ב-0.8 אחוז בלבד, ובחודש ספטמבר ב-0.1 אחוז. (ראו הרחבה בהמשך על שוק הדיור).

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עלו בחודש אוקטובר לכ-3 אחוזים (ממוצע עד ה-21 באוקטובר) לעומת ממוצע של כ-2.8 אחוזים בספטמבר.

החזאים המקומיים מעריכים בממוצע כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד אוקטובר 2010 ועד מדד ספטמבר 2011) תעמוד על כ-2.8 אחוזים. על פי הערכות החזאים המקומיים, בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים, האינפלציה תסתכם בשנת 2010 ב-2.4 אחוזים ובשנת 2011 ב-2.8 אחוזים.

בשלושת החודשים אוקטובר עד דצמבר של 2010, לפי ממוצע הערכות החזאים, מדדי המחירים צפויים לעלות בשיעור מצטבר של 0.5 אחוז.

החזאים המקומיים מעריכים בממוצע שריבית בנק ישראל לחודש נובמבר לא תשתנה, ושבעוד 12 חודשים תהיה ריבית זו ברמה של 3 אחוזים. מניחות שיפוע עקום המק"מ עולה כי בעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של כ-3 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים ירדה בחודש אוקטובר (מתחילת החודש עד ה-21 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-0.6 אחוז, בהשוואה לתשואה ממוצעת של כ-0.7 אחוז בחודש ספטמבר. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים ירדה בחודש אוקטובר לרמה ממוצעת של כ-3.6 אחוזים, בהשוואה ל-3.7 אחוזים בספטמבר. התשואה לפדיון של המק"מ לשנה עלתה בחודש אוקטובר לרמה של כ-2.4 אחוזים, בהשוואה לרמה של כ-2.3 אחוזים בחודש ספטמבר.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.75 עד 2 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה בנקודות האחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ל-10 שנים ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים ירד מעט לעומת החודש הקודם, מרמה של 189 נקודות בסיס ב-27 בספטמבר לרמה של 180 נקודות בסיס ב-21 באוקטובר.

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 אוקטובר (עד למועד הדיונים) על כמינוס 0.9 אחוז. זאת בדומה לרמתה בחודש ספטמבר – כמינוס אחוז.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש ספטמבר (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-4.2 אחוזים – בחודש ספטמבר עלה מצרף זה בכ-2.4 אחוז. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) בכאחוז, ובחודש ספטמבר הוא עלה ב-1.7 אחוז.

שוק האשראי

יתרת האשראי של המגזר העסקי עלתה באוגוסט ב-1.2 אחוזים, לאחר שנתרה יציבה ביולי. יתרת האשראי הבנקאי עלתה באוגוסט ב-1.2 אחוזים. האשראי למשקי בית עלה באוגוסט ב-0.9 אחוז.

שוק הדיור

מדד הדיור, הנמדד באמצעות שכר הדירה ומהווה כ-20 אחוזים ממדד המחירים לצרכן, עלה בחודש ספטמבר ב-0.7 אחוז ומתחילת השנה ב-5.6 אחוזים. מחירי הדירות (שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן והנמדדים על פי סקר של הלמ"ס) המשיכו לעלות, וביולי-אוגוסט עלו בממוצע ב-1.3 אחוזים, קצב הגבוה מקצב הגידול שנרשם ביוני-יולי (0.7 אחוז). בשנים עשר החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות על פי סקר מחירי הדירות ב-18.9 אחוזים, ומתחילת השנה ב-9.7 אחוזים. היקף המשכנתאות החדשות אשר ניתנו בחודש ספטמבר פחת בשיעור חד של כ-30 אחוזים, בהשוואה לחודש אוגוסט, לרמה של 3.2 מיליארדי שקלים, כאשר שיעור ירידה דומה נרשם בכל סוגי המשכנתאות שניתנו. יחד עם זאת, יש לציין כי קיימת עונתיות בנתון זה, וגם בחודש ספטמבר אשתקד נרשמה ירידה חדה של כ-17 אחוזים בהשוואה לחודש קודם, כנראה בשל

תקופת החגים. ירידה זו נרשמה למרות אי השינוי בריביות על משכנתאות בריבית משתנה (צמודה ולא צמודות מדד) וירידה של הריבית על משכנתאות צמודות בריבית קבועה.

הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל היא שהאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים תעמוד על 2.5 אחוזים, והריבית צפויה לעלות בהדרגה ולהגיע לכ-2.7 אחוזים בעוד שנה ול-2.9 אחוזים בסוף 2011. הגורם העיקרי לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות גבוה ממרכז תחום היעד הוא רכיב הדיור (שכר דירה).

לפי בדיקת חטיבת המחקר, במידה ויימשך ייסוף השקל הוא ילווה בהתמתנות העלאתה של הריבית, תוך התמתנות מסוימת של הצמיחה. המקור העיקרי של הסיכונים לפעילות הריאלית ולאנפלציה בישראל הוא ההתרחשויות בחו"ל.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון (ה-26 בספטמבר) ועד ה-22 באוקטובר, התחזק השקל מול הדולר בכ-1.5 אחוזים ונחלש מול האירו בכ-2.4 אחוזים. בתקופה זו פוחת השקל במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-0.5 אחוז². בתקופה זו רכש בנק ישראל מטבע חוץ.

שוק המניות

מאז הדיון המוניטרי האחרון (ה-26 בספטמבר) ועד ה-22 באוקטובר עלו מדדי המניות בת"א, בדומה למגמה שנרשמה במהלך אותה תקופה במרבית שוקי המניות בעולם. מדד ת"א 25 חצה את רמת השיא (שנרשמה באפריל השנה) ועלה במהלך תקופה זו ב-3.7 אחוזים.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים ירדה, ממועד דיוני הריבית בחודש שעבר למועד דיונים זה, מרמה של כ-1.21 נקודת האחוז לרמה של כ-1.16 נקודת האחוז. בעולם נרשמה במהלך אותה תקופה מגמה דומה.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

היציאה מהמשבר העולמי אינה אחידה בין המדינות השונות. במדינות מפותחות רבות הפעילות עדיין ממותנת והאבטלה גבוהה, הגירעונות הממשלתיים גבוהים, וקיימות עדיין בעיות במערכת הפיננסית. הפעילות במשקים מתעוררים ומתפתחים רבים איתנה יותר. בחודש שעבר, מאז הדיון המוניטארי לחודש אוקטובר ועד למועד דיון זה, פרסמה קרן המטבע כי הצמיחה העולמית צפויה להסתכם ב-4.8 אחוזים בשנת 2010 (עלייה של 0.2 אחוז לעומת

² משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-25 אחוזים ומשקל האירו כ-33 אחוזים.

התחזית מחודש יולי) וב-4.2 אחוזים בשנת 2011 (ירידה של 0.1 אחוז מאז התחזית מחודש יולי). המדינות המפותחות צפויות לצמוח ב-2.7 אחוזים ב-2010 וב-2.2 אחוזים ב-2011 ואילו המדינות המתעוררות והמתפתחות צפויות לצמוח בכל אחת משנים אלו ב-7.1 וב-6.4 אחוזים, בהתאמה.

בחודש האחרון, מאז החלטת הריבית לחודש אוקטובר, נרשם יבוא הון ניכר לשווקים המתעוררים והמתפתחים. יבוא הון ניכר זה הביא להתגברות ההתערבויות בשוקי המט"ח. לדוגמה, הבנק המרכזי של קולומביה החל ברכישה של 20 מיליון דולר ביום, הבנק המרכזי של הודו התערב בשוק מט"ח לראשונה השנה, והבנק המרכזי בקוריאה ממשיך לרכוש דולרים מפעם לפעם. במדינות מסוימות (כגון ברזיל) הוחלט להטיל מיסוי על השקעות זרים באגרות חוב מקומיות, ותאילנד ביטלה את הפטור ממס על רווחי הון של זרים מהשקעותיהם באגרות חוב מקומיות, בניסיון למתן את התחזקותו של המטבע המקומי.

האינפלציה נותרה ככלל מרוסנת בכלכלות המפותחות והיא צפויה להישאר נמוכה, על רקע החולשה הנמשכת בשוק העבודה ופער התוצר הגבוה. בכלכלות המתפתחות נותרים לחצים אינפלציוניים, תוך התגברות הלחץ מכיוון עליית מחירי הסחורות.

בתי ההשקעות הגדולים מעריכים שהמועד המשוער להעלאות הריבית של הבנקים המרכזיים בארה"ב ובאירופה הוא ברביע השלישי של 2011, כאשר בארצות הברית, אירופה ויפן, עלו הציפיות לחידוש הרחבות כמותיות. יפן חידשה את הרכישות של נכסים פיננסיים על ידי הבנק המרכזי, וארה"ב ובריטניה צפויות אף הן לפעול בקרוב. בנקים מרכזיים בשווקים המתעוררים ניצבים בפני מצב בו קצב הצמיחה והלחצים האינפלציוניים תומכים לעיתים בהעלאת ריבית, אך מנגד יבוא ההון הניכר לכלכלות שלהן וחששות מפני השפעתה של האטה גלובלית תומכים בהאטה בקצב עליית הריבית.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש נובמבר 2010

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש נובמבר, כל חברי הנהלה המליצו להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2 אחוזים.

השארית הריבית לחודש נובמבר ברמה של 2 אחוזים עקבית עם התהליך ההדרגתי 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. ברמת הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות, וביניהן הערכת סביבת הפעילות הריאלית, ההתפתחויות בשוק הדיור והתפתחות האינפלציה.

בדיון צוין כי מהנתונים שפורסמו בחודש האחרון (מאז החלטת הריבית לחודש אוקטובר ועד מועד דיון זה) עולה כי הפעילות הריאלית במשק הישראלי ממשיכה להתרחב, עם זאת תוך האטה בקצב ההתרחבות. בעיקר ציינו המשתתפים את הירידה ביצוא בחודשים האחרונים, את הסיכון לצמיחה הנובע עקב ההאטה בצמיחה במדינות המפותחות בעולם, ואת השלכותיה על המשק הישראלי.

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עלו בחודש אוקטובר לכ-3 אחוזים והחזאים המקומיים מעריכים במוצא כי האינפלציה בשנים עשר המדדים הבאים (ממדד אוקטובר 2010 ועד מדד ספטמבר 2011) תעמוד על כ-2.8 אחוזים. על פי הערכות החזאים המקומיים, האינפלציה תסתכם בשנת 2010 ב-2.4 אחוזים ובשנת 2011 ב-2.8 אחוזים. על פי תחזית חטיבת המחקר, האינפלציה בשנים עשר החודשים הקרובים צפויה לעמוד על כ-2.5 אחוזים.

הגורם העיקרי לאינפלציה במשק בשנה האחרונה היה רכיב מחיר הדיור (שכר דירה). בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.4 אחוזים והמדד ללא דיור ב-1.4 אחוזים. בדיון הודגש כי לאור המרווח שנוצר בין עליית מחירי הדירות (שעלו ב-19 אחוזים במהלך 12 החודשים האחרונים, עד חודש יולי) לבין עליית מחירי השכירות (שעלו בכ-6 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, עד ספטמבר), ייתכן שמחירי השכירות ימשיכו לעלות. רכיב הדיור (מחירי השכירות) הינו הגורם המרכזי לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות גבוה ממרכז תחום היעד בשנה הקרובה. זאת, כאשר קיים גם חשש לעלייה במחירי הסחורות בעולם.

בשנה האחרונה המשיכו מחירי הדירות לעלות על רקע התרחבות מהירה של האשראי לדיור. העלייה במחירי הדירות מוסברת בהתאמה איטית של היצע הדירות לצד השפעת הריבית הנמוכה. בדיון צוין כי בשלושת החודשים האחרונים חלה התמתנות מסוימת בקצב הגידול של אשראי זה. עם זאת, הדגישו המשתתפים כי קיימים לחצים להמשך עליות במחירי הדיור.

מבחינת היציבות הפיננסית, בהתבסס על ניתוח המצב, הן על ידי חטיבת הפיקוח על הבנקים והן על ידי חברי הפורום המוניטרי המצומצם, המשתתפים המליצו להשתמש בכלים מאקרו-יציבותיים (Macro-Prudential) נוספים, בהמשך לצעדים של המפקח על הבנקים שנכנסו לתוקף בחודש יולי האחרון. צוין כי מנקודת ראות מאקרו-יציבותית קיימת חשיבות לצנן את התרחבותו המהירה של האשראי למשכנתאות. לכן, בעת פרסום הודעת הריבית לחודש נובמבר, כדי לתמוך ביציבות הפיננסית, פרסם המפקח על הבנקים בבנק ישראל טיוטת הנחיות

להתייעצות בנושא ההתפתחויות בסיכונים בגין הלוואות לדוור. ההנחיות קובעות דרישה להקצאת הון גבוהה יותר בגין הלוואות לדוור שניתנו מעל לסכום מסוים בשיעור מימון גבוה ובריבית משתנה.

בדיון צוין כי צעד זה שננקט על ידי בנק ישראל, מנקודת ראות של היציבות הפיננסית, יסייע גם מנקודת ראות של המדיניות לשמירה על יציבות מחירים. צעד זה צפוי להעלות את הריבית על חלק מההלוואות לרכישת דירות ובעקבות זאת בהמשך למתן את עליית מחירי הדוור.

כמו כן, במהלך הדיון נסקרו ההתפתחויות בעולם וצוין כי צפויה הרחבה כמותית נוספת במספר בנקים מרכזיים מובילים במדינות מפותחות, במיוחד בארה"ב, אנגליה ויפן, ורמות הריבית במשקים המובילים אינן צפויות להשתנות עד לרביע השלישי של 2011.

בסיכום, לנוכח החלטת בנק ישראל לנקוט בצעד המקרו-יציבותי, והשלכותיו של צעד זה על האינפלציה, ולאור הסימנים להתמתנות בקצב הצמיחה, החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש נובמבר ללא שינוי ברמה של 2 אחוזים.

בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד השארת הריבית ללא שינוי בחודש נובמבר:

- האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחרונים נמצאת מזה כחמישה חודשים בתוך היעד וצפויה להישאר בתוך היעד גם בחודשים הקרובים. מנגד, ציפיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים הנגזרות משוק ההון ואלו של החזאים נמצאות בקרבת הגבול העליון של יעד המחירים, בין היתר, בהשפעת הצפייה להמשך העלייה במחירי הדוור. סעיף הדוור במדד המחירים לצרכן – שמתייחס לשכר הדירה - ממשיך להוות גורם משמעותי בעלית מדד המחירים לצרכן. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות המשיכו לעלות בקצב מהיר.
- מבחינת היציבות הפיננסית, המשך העלייה במחירי הדירות והתרחבות האשראי לרכישת דירות, בין היתר על רקע רמת הריבית הנמוכה, מצריכים נקיטת צעדים למיתון מגמות אלה. על רקע מצב דברים זה ובהמשך לפעולות קודמות שנקט בנק ישראל, הוציא המפקח על הבנקים טיוטת הוראה לבנקים המורה להם להגדיל את הקצאת ההון בגין הלוואות לדוור במינוף גבוה שהועמדו בריבית משתנה. צעדים אלה צפויים לפעול גם למיתון

העלייה במחירי הדירות, ובעקבות זאת, למיתון עלית סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן.

- האינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על התמתנות מסוימת בקצב הצמיחה המשקף בעיקר את הירידה בייצוא, תוך עליה באי הודאות ביחס להתמדת הצמיחה שנובעת מאי ודאות בביקושים העולמיים.
- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות ובעקבות ההתפתחויות האחרונות צפויות להישאר נמוכות למשך זמן רב, וחלק מהבנקים המרכזיים במשקים המפותחים נערכים לחידוש ההרחבה הכמותית.

צוין שבנק ישראל ימשיך לפעול על מנת להשיג את מטרותיו: יציבות המחירים, תמיכה בעידוד התעסוקה והצמיחה וביציבות המערכת הפיננסית וימשיך לעקוב במיוחד אחרי ההתפתחויות בשוק הדיור ובפרט מחירי הדירות.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-25 באוקטובר 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 אופנבר – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטארי-פיננסי בחטיבת המחקר
מר בארי טאף – מנהל 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

כלכלת ארה"ב ממשיכה לדשדש, עם האטה בצמיחה ברבעון השני של 2010 ל-1.7 אחוזים (במונחים שנתיים), והאופטימיות בנוגע להתאוששות פחתה. רמות הפעילות נותרות מתחת לאלה שקדמו למשבר והן משקפות התאוששות איטית מהצפוי בהוצאות הצרכנים והעסקים. ירידה נרשמה בייצור התעשייתי לחודש ספטמבר על אף העלייה בהשקעות החברות על ציוד, במכירות הקמעונאיות ובביקוש ליצוא.

יתר על כן, הצמיחה אינה מצליחה ליצור גידול מספק בתעסוקה ושיעור האבטלה נותר בחודש ספטמבר ברמה של 9.6%. בנוסף, החולשה בשוק הדיור נמשכת ומוסיפה להעיב על הצמיחה. הריסון הפיסקאלי צפוי להימשך, גם אם מניחים כי חלק מתוכניות ההרחבה שצפויות לפקוע יוארכו. זאת במיוחד לנוכח הצורך של הרשויות המקומיות להתמודד עם תקבולי מס מופחתים וכן על רקע הבחירות הקרובות לקונגרס שצפויות להקשות על הרחבות פיסקאליות. על רקע זה, קרן המטבע הבינלאומית צופה צמיחה של 2.6 אחוזים בשנת 2010 והאטה ל-2.3 אחוזים ב-2011. מדדי האינפלציה נותרים נמוכים והסיכון לדפלציה עולה. קצב האינפלציה הואט בספטמבר ל-0.1 אחוז מ-0.3 אחוז באוגוסט. אינפלציית הגרעין בחודש אוגוסט נותרה ללא שינוי. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-1.1 אחוזים ואינפלציית הגרעין עלתה ב-0.8 אחוז, הרבה מתחת לקצב אינפלציית הגרעין הממוצעת, של 2 אחוזים, בעשור האחרון. הפד המשיך להביע את דאגתו בנוגע לרמות האינפלציה הנמוכות, וציין כי האינפלציה נמצאת ברמות נמוכות מאלה העקביות עם תעסוקה מלאה ויציבות מחירים. הציפיות להרחבה מוניטרית נוספת הביאו לעלייה בציפיות האינפלציוניות, ואולם, התשואות הריאליות נותרו קרוב לרמות השפל. על רקע זה, של האטה בפעילות הכלכלית מלווה באבטלה גבוהה ואינפלציה נמוכה, ציין הפד, כי התנאים הכלכליים צפויים להצדיק רמות נמוכות במיוחד של ריבית מוניטרית למשך תקופה ארוכה, וכי אפשר שתידרש הרחבה מוניטרית נוספת. בתי ההשקעות צופים בממוצע כי הריבית תיוותר ללא שינוי לפחות עד הרבעון השלישי של 2011. החוזים העתידיים מתמחרים מגמה דומה.

אירופה

ההתאוששות בגוש האירו מאבדת מומנטום ונותרת שברירית, עם שונות ניכרת בביצועי הכלכלות השונות בגוש. שיעור האבטלה לחודש אוגוסט נותר על 10.1 אחוזים, קרוב לרמות השיא מזה 12 שנים. התחזקות שע"ח של האירו וההאטה הצפויה בביקוש הגלובלי צפויים להביא להאטה ביצוא האירופי.

יתר על כן, אי הוודאות סביב משבר החוב, יציבות המערכת הבנקאית האירופית והשפעת הקיצוצים התקציביים הנרחבים שהוכנסו במדינות הגוש האירופי, ממשיכים להעיב על הסיפור האירופי. חברת הדירוג Moody's הורידה החודש את דירוג האשראי של ספרד ל-(AA+). חברת הדירוג Fitch הורידה החודש את דירוג האשראי של אירלנד ל-(A+) והותירה את התשקיף על הכלכלה שלילי, על רקע

הערכות כי עלות התמיכה במערכת הפיננסית תהיה גבוהה מהצפוי, והזהירה מפני הורדת דירוג נוספת. עם זאת, נראה כי החשש, ששרר רק לפני חודש, מפני סיכון מערכתי פחת. קרן המטבע הבינלאומית הורידה את תחזית הצמיחה שלה לאירופה לשנת 2010 ו-2011 ל-1.7% ו-1.5%, בהתאמה.

האינפלציה הואצה בחודש ספטמבר ל-1.8% (בשנים עשר החודשים האחרונים), הקצב הגבוה ביותר מאז נובמבר 2008, בעיקר בעקבות עליית מחירי האנרגיה. בעוד אינפלציית הגרעין עלתה באחוז אחד (בשנים עשר החודשים האחרונים).

הבנק המרכזי האירופאי הותיר החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של אחוז אחד, אך הוא דבק, לעת עתה, בעמדה פחות מרחיבה, מזו של הבנקים המרכזיים בכלכלות המפותחות העיקריות. בתי ההשקעות מתמחרים בממוצע כי ה-ECB יתחיל להעלות את הריבית רק ברבעון השלישי של 2011. החוזים העתידיים, מתמחרים קצב העלאת ריבית מהיר יותר, עם תחילת העלאה הדרגתית של הריבית כבר ברבעון הרביעי של השנה עד לרמה של 1.5 אחוזים. באנגליה נרשמה האטה בצמיחה בחודשים האחרונים. הקיצוצים התקציביים הניכרים הצפויים עתידים להוסיף ולהעיב על הצמיחה. הבנק המרכזי באנגליה הותיר החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.5 אחוז. ואולם, גוברות הציפיות כי הבנק המרכזי יגדיל את רכישות האג"ח על מנת לתמוך בצמיחה.

יפן

הנתונים האחרונים שהתפרסמו מורים כי הצמיחה הכלכלית ביפן מאבדת מומנטום. הצמיחה הואטה ברבעון השני של השנה ל-1.5 אחוזים (שיעור שנתי), לאחר שצמחה ברבעון הראשון ב-5 אחוזים (שיעור שנתי). קרן המטבע הבינלאומית צופה צמיחה של 2.8 אחוזים בשנת 2010 והאטה ל-1.5 אחוזים ב-2011.

במקביל, יפן ממשיכה להתמודד עם המטבע המקומי החזק, עובדה המחריפה את הדיפלציה המתמשכת שם. בתי ההשקעות צופים בממוצע המשך דפלציה גם ברבעונים הבאים. על רקע זה, הבנק המרכזי הוריד החודש במפתיע את הריבית לרמה אפסית של 0-0.1%, והודיע על תוכנית לרכישת נכסים פיננסיים על מנת לתמוך בצמיחה ולהאיץ את האינפלציה.

שוקים מתעוררים

הצמיחה הכלכלית החזקה, בכלכלות המתפתחות בכלל ובאסיה בפרט, נמשכת. עם זאת, גם כלכלות אלה, שנהנו מההתאוששות בייצור התעשייתי הגלובלי ובסחר העולמי, חשות כעת בהשפעת ההאטה. ואולם, הביקוש המקומי והשיפור בתנאים הפיננסיים ממשיכים לתמוך בצמיחה שם (יש לציין, עם זאת, כי הצמיחה בכלכלות המתפתחות נותרת עדיין תלויה מאוד בזו של הכלכלות המפותחות עובדה המותירה סיכון כלפי מטה לצמיחה שם).

הלחצים האינפלציוניים מורגשים ומשקפים את פער התוצר החיובי ואת עליית מחירי האנרגיה והמזון.

כלכלת סין צמחה ברבעון השלישי של השנה ב-9.6 אחוזים (בשנים עשר חודשים אחרונים) לאחר שצמחה ב-10.3 אחוזים (בשנים עשר חודשים אחרונים) ברבעון השני. נתוני הפעילות לחודש ספטמבר ממשיכים להעיד על חוזקה של הכלכלה הן בסקטור הייצור והן בסקטור השירותים. דוח הסחר לחודש אוגוסט הורה אמנם על ירידה בעודף המסחרי של סין, תוך ירידה ביבוא וביצוא, אך היא נותרת שחקן מרכזי בסחר העולמי.

בועת הנדל"ן ממשיכה להדאיג עם עליית מחירים ניכרת. בעקבות זאת, הממשלה העלתה החודש את דמי-הקדימה הנדרשים לרכישת בית ראשון, השתתה הלוואות לרכישת בית שלישי והיא צפויה להטיל מס רכוש ניסיוני. במקביל, האינפלציה הואצה בספטמבר, מעל ליעד הממשלה, והלחצים האינפלציוניים נותרים. על רקע זה, הבנק המרכזי של סין העלה החודש את הריבית על פקדונות והלוואות ב-0.25%, לראשונה מאז 2007. במקביל הבנק ממשיך לפעול באמצעות כלים כמותיים והורה החודש לשישה בנקים להעלות את יחס הרזרבה שלהם מתוך כוונה לספוג חלק מהנזילות במשק הסיני.