



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

הדיונים התקיימו ב-21 וב-22 בנובמבר.

כללי

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד, מתקיימים בבנק ישראל שני דיונים – דיון בפורום רחב ודיון בפורום מצומצם.¹ 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. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

האינדיקטורים שפורסמו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש נובמבר, ב-25 באוקטובר, לבין מועד החלטת הריבית לחודש דצמבר, ב-22 בנובמבר) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במהלך הרביע השלישי של 2010, תוך התקרבות לניצולת מלאה של גורמי היצור במשק. נתוני הרביע השלישי מצביעים על התמתנות בקצב ההתרחבות יחסית לשלושת הרביעים שלפניו, במהלכם נרשמה צמיחה מואצת המאפיינת תהליך יציאה משפל. הגורם העיקרי להתמתנות קצב הגידול ברביע השלישי הוא הירידה בסחר החוץ, על רקע עלייתו המואצת מאז אמצע 2009 ועל רקע ההאטה בסחר העולמי.

מספר אינדיקטורים מצביעים על המשך תהליך ההתאוששות של המשק. בחודש אוקטובר עלה מדד מנהלי הרכש עלייה חדה, עקב העליות ברכיבי הביקושים ליצוא (המשקף גידול **בהזמנות**

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

ליצוא שהתקבלו באוקטובר, לאחר ירידה ברביע השלישי) ותפוקת יצור. מדד החיפושים ב"גוגל", כפי שהוא מחושב בחטיבת המחקר של בנק ישראל, מצביע על ירידה בהסתברות למיתון אל מתחת ל-50 אחוזים. נתוני שוק העבודה מרמזים על התקרבות של המשק לסביבת תעסוקה מלאה.

אינדיקטורים שליליים כוללים את נתוני סחר החוץ לחודש אוקטובר ואת נתוני הרביע השלישי מתוך "סקר הציפיות בתעשייה" של התאחדות התעשיינים, כפי שיפורט בהמשך. שני מדדי אמון הצרכנים (של "גלובס" ושל "בנק הפועלים") ירדו קלות באוקטובר, אך נותרו ברמה גבוהה יחסית. המדד המשולב לחודש אוקטובר, שעלה ב-0.1% (ראו פירוט בהמשך), מצביע אף הוא על האטת קצב ההתרחבות בהשוואה לזה שנרשם במחצית הראשונה של השנה.

נתוני החשבונאות הלאומית

מנתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי של 2010, עפ"י אומדן ראשוני מה-16 בנובמבר, עולה כי התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע השלישי בשיעור שנתי של 3.8 אחוזים, לאחר צמיחה בקצב שנתי של 4.2 אחוזים במהלך המחצית הראשונה. התוצר העסקי צמח ברביע השלישי בשיעור של 3.9 אחוזים, לאחר שבמחצית הראשונה התרחב בקצב שנתי של 4.9 אחוזים. יצוא הסחורות והשירותים ירד ברביע השלישי בשיעור של 9.6 אחוזים; ירידה ראשונה לאחר ארבעה רביעים של התרחבות בקצב מהיר. ההשקעה הוסיפה והתרחבה בקצב מהיר ברביע השלישי, אם כי בשיעור נמוך בהשוואה לזה של שני הרביעים הראשונים של השנה: ההשקעה בנכסים קבועים התרחבה בשיעור שנתי של 9.7 אחוזים, תוך גידול של 13.2 אחוזים בהשקעה בבתי מגורים. הצמיחה בתוצר נתמכה גם בעליה של 10.2% בצריכה הציבורית. הצריכה הפרטית התרחבה ברביע השלישי בשיעור שנתי של 1.3 אחוזים, לאחר עלייה של 6.7 אחוזים ברביע השני. היבוא ירד ברביע השלישי בשיעור של 4.6 אחוזים, ירידה ראשונה לאחר חמישה רביעים של התרחבות מואצת.

המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב לחודש אוקטובר עלה בשיעור של 0.1 אחוז לעומת החודש שקדם לו, תוך עדכון כלפי מעלה של הנתון לחודש ספטמבר (0.1 לעומת אי שינוי). נתוני המדד המשולב לחודשים יולי-אוקטובר מבטאים התמתנות של קצב הצמיחה המהיר שאפיין את שלב היציאה מהמשבר (מאז קיץ 2009).

העלייה המתונה, במדד של חודש אוקטובר, משקפת תרומה חיובית של היבוא (בעיקר של מוצרי צריכה אך גם של תשומות) לעומת תרומה שלילית של שאר הרכיבים: היצוא (הן של סחורות והן של שירותים), הייצור התעשייתי והפדיון במסחר ובשירותים.

מדדי היבוא, של מוצרי הצריכה ושל התשומות לייצור, עלו באוקטובר בשיעורים של 15.7 ושל 1.8 אחוזים, בהתאמה; מדדי יצוא הסחורות והשירותים ירדו באוקטובר, בשיעורים של 0.5 ושל 3.2 אחוזים, בהתאמה; מדד הייצור התעשייתי, שטרם עודכן לאוקטובר, ירד בחודש ספטמבר בשיעור של 3.8 אחוזים, המשך לירידה גם בחודש שלפניו; מדד הפדיון במסחר ובשירותים, שגם הוא טרם עודכן לחודש אוקטובר, ירד בספטמבר בשיעור של 0.7 אחוזים, לאחר עלייה קלה בחודש שלפניו. לגבי נתוני סחר חוץ ראו בהמשך.

שוק העבודה

אינדיקטורים, לרביע השלישי ולאוקטובר, מצביעים על המשך שיפור בנתוני שוק העבודה ועל התקרבותו לתעסוקה מלאה. נתוני הלמ"ס מצביעים על עלייה חדה וחריגה בהיקף המשרות הפנויות בחודש אוקטובר: 68.2 אלף, לעומת 55 אלף בספטמבר. עם זאת, הן לספטמבר והן לאוקטובר, הנתונים הינם ארעיים וצפויים להתעדכן.

בחודשים יוני-אוגוסט חל במשק גידול של 3.4 אחוזים במשרות שכיר במגזר העסקי, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. התרחבות התעסוקה הקיפה מגוון רחב של ענפים. במיוחד את ענפי הבנקאות והשירותים הפיננסיים, כמו גם את ענף השירותים העסקיים ואת ענף התחבורה והתקשורת.

השכר הנומינלי והריאלי למשרת שכיר במגזר העסקי עלו בחודשים יוני-אוגוסט – בשיעורים של 4.6 אחוזים ושל 2.6 אחוזים, בהתאמה – ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. נתוני הגביה של מס בריאות לספטמבר מלמדים על המשך גידול מהיר בסך הוצאות השכר (של ספטמבר לעומת אוגוסט 2010).

נתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי עמדו על 6.3 אחוזים בכל אחד מהחודשים יוני-אוגוסט, בדומה לשיעור האבטלה ששרר טרם המשבר, אם כי מעט גבוה ממנו. אולם, נתונים חודשיים אלו מבוססים על מדגם קטן יחסית, ולכן קיימת אי וודאות לגבי מידת הדיוק של אומדן זה.

סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) עלה בחודש אוקטובר בכאחוז לעומת חודש ספטמבר, כפי שנמדד בדולרים שוטפים (נתון מנוכה עונתיות). עם זאת, במונחי שעי"ח נומינלי אפקטיבי ירד היצוא בשיעור של 2 אחוזים. התפתחות היצוא מהמשק – עליות מאמצע 2009 עד אמצע 2010, וירידות בחודשים האחרונים – תואמת את התפתחות הסחר העולמי. יבוא הסחורות (ללא אוניות, מטוסים ויהלומים) עלה בחודש אוקטובר בשיעור ניכר של 9.2 אחוזים לעומת חודש ספטמבר, כפי שנמדד במונחי דולרים שוטפים (נתון מנוכה עונתיות). במונחי שעי"ח נומינלי אפקטיבי עלה היבוא בשיעור של 5.9 אחוזים. לעליה החדה תרם גידול

חריג, של כ-50 אחוזים, ביבוא מכוניות. לגידול ביבוא מוצרים לצריכה שוטפת קדמו מספר חודשי ירידות: כפי שצוין, במהלך הרביע השלישי ירד היבוא בשיעור שנתי של 4.6 אחוזים (נתון ריאלי, מנוכה עונתיות).

"סקר ציפיות בתעשייה" של התאחדות התעשיינים

המגמות העולות מתוך "סקר ציפיות בתעשייה" של התאחדות התעשיינים, שנערך ברביע השלישי, עקביות עם אלו שעולות מסקר החברות של בנק ישראל. מהסקר של התאחדות התעשיינים עולה כי ברביע השלישי נמשכה הצמיחה בתפוקת התעשייה, ואף האיצה במידת מה. הצמיחה שיקפה גידול מואץ בהיקף הפעילות של השוק המקומי, תוך ירידה ביצוא. הרחבת התפוקה התבססה על גידול בניצולת הציד, תוך המשך גיוס עובדים בקצב דומה לזה שנרשם במחצית הראשונה. מאמצי הגיוס התאפיינו בהחרפת הקושי באיתור עובדים מקצועיים: כשמונים אחוז מהתעשיינים מדווחים על קושי שכזה, שיעור מדווחים דומה לזה ששרר ערב המשבר.

מנגד, התעשיינים מדווחים על האטה ניכרת בקצב גידול ההזמנות ליצוא ברביע השלישי, ועל צפיות להאטה נוספת ברביע הרביעי.

2. נתוני התקציב

בחודשים אוגוסט-אוקטובר הואץ קצב העלייה בתקבולי המיסים, למעט יציבות בתקבולי המע"מ ברוטו על היצור במקומי. ההכנסות ממיסים בחודשים אוגוסט עד אוקטובר – בניכוי עונתיות, שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות – היו גבוהות ב-2.5 אחוזים בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים (מאי-יולי).

בחודש אוקטובר נרשם גירעון בסך 2.1 מיליארדי ₪ בפעילות המקומית ללא אשראי, נמוך ב-0.5 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי העקבי עם התקציב. הסטייה משקפת גביית מיסים בשיעור של 2.3 מיליארדי ₪ מעל התוואי העונתי, אשר קוזזה חלקית ע"י הוצאות הגבוהות מהתוואי ב-1.8 מיליארדי ₪.

מתחילת השנה הסתכם הגירעון המקומי (ללא אשראי) ב-12.9 מיליארדי ₪, המהווים 1.6 אחוזי תוצר. שיעור נמוך מהגירעון הנגזר מהתוואי העונתי – בעיקר תודות לעודפי הכנסות (כ-5 אחוזים מעל התקציב), אך גם בשל תת ביצוע של התקציב (בשיעור של 1.6 אחוזים). תת הביצוע מיוחס בעיקר לאומדן יתר של תקציב הוצאות הריבית. לשם השוואה, בתקופה המקבילה אשתקד עמד הגירעון (ללא אשראי) על 21.8 מיליארדי ₪.

על סמך ההתפתחויות עד כה, בהנחה שהתקציב יבוצע כמעט במלואו ובהנחה שמגמת העלייה בגביית המיסים תמשך עד סוף השנה, הגירעון הכולל (ללא אשראי) צפוי להסתכם בשנת 2010 בפחות מ-4 אחוזי תוצר (לעומת תקרת גירעון של 5.5 אחוזי תוצר).

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אוקטובר ב-0.3 אחוז. המדד עלה בהתאם לציפיות, אולם התפתחות הרכיבים הייתה מפתיעה: בסעיף הדיור חלה ירידה של 1.1 אחוזים, בעוד שהמדד ללא דיור "פיצה" בעליה של 0.7 אחוז.

מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן המנוכה עונתיות ב-1.9 אחוזים, שהם עקביים עם שיעור אינפלציה שנתי של 2.1 אחוזים. ב-12 החודשים האחרונים עלה המדד הכללי בשיעור של 2.5 אחוזים, בתחום היעד.

למרות הירידה המפתיעה של סעיף הדיור במדד של חודש אוקטובר, עלייתו של המדד הכללי מתחילת השנה מובלת על ידי העלייה בשכר הדירה, כאשר יתר הרכיבים עולים במתינות: סעיף הדיור עלה מתחילת השנה ב-4.5 אחוזים, בעוד שהמדד ללא דיור עלה בתקופה זו ב-1.5 אחוזים בלבד. מאחר שההתפתחות החריגה והמפתיעה של חודש אוקטובר – הירידה של סעיף הדיור לצד העלייה במדד ללא דיור – מהווה נתון של חודש בודד, הרי שמוקדם מדי לראות בכך מפנה.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עלו בחודש נובמבר לכ-3.2 אחוזים (ממוצע עד ה-18 בנובמבר) לעומת ממוצע של כ-3.0 אחוזים באוקטובר.

החזאים המקומיים מעריכים, בממוצע, כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדי נובמבר 2010 ועד מדד אוקטובר 2011) תעמוד על כ-2.9 אחוזים. על פי הערכות החזאים המקומיים, בשנת 2010 תסתכם האינפלציה ב-2.5 אחוזים ובשנת 2011 ב-2.8 אחוזים.

בשלושת החודשים הבאים, מנובמבר 2010 עד ינואר 2011, לפי ממוצע הערכות החזאים צפויים מדדי המחירים לעלות בשיעור מצטבר של 0.2 אחוז. כמחצית מהחזאים המקומיים העריכו שריבית בנק ישראל לחודש דצמבר תועלה בשיעור של 0.25 אחוז, בעוד שהמחצית השנייה העריכה שהריבית לא תשתנה. בממוצע, החזאים המקומיים צופים כי בעוד 12 חודשים תעמוד הריבית על 3 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים עמדה בחודש נובמבר (מתחילת החודש עד ה-18 לחודש) על שיעור ממוצע של כ-0.7 אחוז, בדומה לממוצע חודש אוקטובר. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים עלתה מעט בחודש נובמבר, לשיעור ממוצע של כ-3.7 אחוזים, בהשוואה ל-3.6 אחוזים באוקטובר. התשואה לפדיון של המק"ם לשנה נותרה בחודש נובמבר כ-2.4 אחוזים, בדומה לתשואה הממוצעת ששררה בחודש אוקטובר.

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 הצטמצם מעט, ל-1.7 אחוזים, מאז החלטת הריבית לחודש נובמבר ועד להחלטה האחרונה.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית נגזרת)

ריבית בנק ישראל הנוכחית, בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה, עומדת בממוצע בחודש נובמבר (עד למועד הדיונים) על כמינוס 1.2 אחוז. נמוך מרמתה בחודש אוקטובר – כמינוס אחוז.

מצרפים מוניטאריים

נמשכת ההאטה המשמעותית בקצב הגידול של מצרפי הכסף על רקע העלאות הריבית בחודשים האחרונים. בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים, עד לחודש אוקטובר (כולל), עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-4.6 אחוזים בלבד. בחודש אוקטובר ירד מצרף זה בכ-1.2 אחוז בהשוואה לחודש שלפניו. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-0.9 אחוז בלבד, כאשר בחודש אוקטובר הוא ירד ב-0.2 אחוז בהשוואה לחודש שלפניו.

שוק האשראי

יתרת האשראי הבנקאי למשקי בית ממשיכה לגדול (מעודכן עד ספטמבר) והיא גדלה בכ-7 אחוזים מראשית השנה, תוך גידול בשיעור דומה של סך מלאי המשכנתאות. במהלך חודש ספטמבר גדל החוב של משקי הבית בשיעור של 0.3 אחוז, תוך גידול של 0.7 אחוז במלאי המשכנתאות.

יתרת האשראי למגזר העסקי – מהבנקים ומחוצה להם – התרחב מתחילת השנה ב-2.7 אחוזים, כאשר בספטמבר הוא עלה בשיעור של 0.2 אחוז בלבד.

שוק הדיור

מדד הדיור, הנמדד באמצעות שכר הדירה ומהווה כ-20 אחוזים ממדד המחירים לצרכן, עלה מתחילת השנה ב-4.5 אחוזים, אולם בחודש אוקטובר חלה במדד זה ירידה, בשיעור של 1.1 אחוז. מאחר ומדובר בנתון של חודש בודד, הרי שלא ניתן להתייחס לכך כאל שינוי במגמת המחיר של שירותי הדיור. אחד ההסברים האפשריים לירידה החדה של סעיף הדיור באוקטובר הוא ההתנהגות העונתית המאפיינת אותו, כאשר חודשי החורף נמוכים מהממוצע. לדוגמה, מדצמבר 2009 ועד פברואר 2010 חלה ירידה מצטברת של 2.1 אחוזים בסעיף זה, ולאחר מכן התחדשו העליות החדות בו.

מנגד, נמשכה העלייה במחירי הדירות (שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן והנמדדים על פי סקר של הלמ"ס). בממוצע, בחודשים אוגוסט-ספטמבר, מחירי הדירות עלו ב-1.9 אחוזים שהצטברו לעלייה של 19.7 בשנים עשר חודשים. בנושא זה ישנם נתונים סותרים: על פי נתוני האוצר, המבוססים על העסקה החציונית, חלה ירידה של מחירי הדירות מזה מספר חודשים, בעוד שעל פי נתוני הלמ"ס מחירים הדירות ממשיכים לעלות בקצב מהיר.

היקף המשכנתאות החדשות אשר ניתנו בחודש אוקטובר עלה – בהשוואה לחודש ספטמבר – בשיעור חד של כ-11 אחוזים, לרמה של 3.58 מיליארדי שקלים. עלייה נרשמה בכל סוגי המשכנתאות שניתנו, אך עלייה חדה במיוחד (בשיעור של 27 אחוזים) חלה במסלול של משכנתאות צמודות מדד בריבית משתנה. יש לציין כי בחודש ספטמבר נרשמה ירידה חדה בהשוואה לחודש שלפניו, הן על רקע תקופת החגים והן על רקע היקפים גבוהים בחודשי הקיץ. זרם המשכנתאות החדשות, שניתנו באוקטובר, דומה לזרמים ששררו טרם חודשי הקיץ. באשר להרכב: ברקע העלייה החדה של זרם המשכנתאות הצמודות עם ריבית משתנה עומדת ירידת הריבית על משכנתאות מסוג זה, לצד עליית ריבית על משכנתאות משני הסוגים האחרים (עם ריבית משתנה שאינה צמודה, ועם ריבית קבועה צמודה).

הערכת חטיבת המחקר

לקראת דיוני הריבית מגבשת חטיבת המחקר הערכה של ההתפתחויות הצפויות במשק וניתוח של הסיכונים השונים. ההערכה מתגבשת תוך שימוש במודל מורחב, מסוג DSGE, שמסייע בשילוב כלל ההערכות של החטיבה לכדי תחזית קוהרנטית אחת (staff forecast)².

על-פי הערכה זו של חטיבת המחקר, האינפלציה במהלך השנה הקרובה צפויה להסתכם בשיעור של 2.5 אחוזים, והריבית צפויה לעלות בהדרגה ולהגיע לכ-3.0 אחוזים בעוד שנה. הגורמים העיקריים לשיעור האינפלציה הצפוי להיות גבוה ממרכז תחום היעד הם: רכיב

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

הדיוור (שכר דירה) אשר צפוי להמשיך לעלות בקצב גבוה יחסית, וכן מחירי האנרגיה והסחורות שעלו במידה ניכרת בחודשים האחרונים. מנגד, אינפלציה ממותנת בעולם וייסוף שער החליפין ברביעים האחרונים פועלים למיתון קצב עליית המחירים.

המקור העיקרי של הסיכונים לפעילות הריאלית ולאינפלציה בישראל הוא ההתרחשויות בחו"ל. עם זאת, במידה ויתחדשו תנועות ההון המאסיביות לתוך המשק, עם לחצי הייסוף שבצידן, צפויה להיות לכך השפעה ממתנת על הצמיחה והאינפלציה ועל קצב העלאות הריבית.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון (ב-24 באוקטובר) ועד ה-19 בנובמבר התחזק השקל, במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ב-0.5 אחוז³. בין היתר משקפת התחזקות זו ייסוף של השקל מול האירו, בשיעור של 1.4 אחוזים, לעומת פיחות בשיעור של 0.1 אחוזים מול הדולר. בתקופה זו רכש בנק ישראל מטבע חוץ.

שוק המניות

מאז הדיון המוניטרי האחרון (ב-24 באוקטובר) ועד ה-18 בנובמבר, התאפיין מדד ת"א 25 ביציבות – לאחר מספר ימי ירידות נרשמה חזרה לרמת שיא, אליה הגיע באוקטובר בעקבות מגמת העלייה שהחלה באמצע השנה. התפתחות זו דומה למגמות שנרשמו במהלך אותה תקופה במרבית שוקי המניות בעולם.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה מעט לרמה של 1.11 נקודות האחוז, בהשוואה ל-1.16 נקודות האחוז במהלך השבועות שקדמו למועד דיוני הריבית בחודש שעבר. בעולם דווקא נרשמה עלייה במהלך אותה תקופה, על רקע התעוררות מחדשת של משבר החוב באירופה.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

הנתונים שהתפרסמו החודש (בין הפגישה ב-24 באוקטובר והפגישה הנוכחית ב-22 בנובמבר) מצביעים על תמונה מעורבת, כאשר ארה"ב בולטת לחיוב ואירופה לשלילה. עפ"י ההערכות – הן של בתי השקעות והן של מוסדות בינלאומיים – נמשך תהליך ההתאוששות של הכלכלה

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.

העולמית מרמות השפל אליהן הגיעה, והסיכוי לשפל נוסף פחת. חלק מבתי ההשקעות שבו לעדכן את תחזיות הצמיחה לרבעונים הקרובים כלפי מעלה; לעומתם, ה-OECD עדכן את תחזיותיו כלפי מטה. קצב הצמיחה של הכלכלה העולמית ממשיך להתאפיין ברמה גבוהה של חוסר וודאות, ולהוות גורם סיכון מרכזי למשק הישראלי. אי הוודאות נותרה גבוהה – על רקע משבר החוב של חלק ממדינות באירופה בכלל, ובפרט אירלנד.

במשקים המפותחים נותרה האינפלציה ברמות נמוכות, בעיקר על רקע פערי התוצר שם. במשקים המתפתחים, לעומת זאת, גברו הלחצים האינפלציוניים – בעיקר בעקבות העלויות במחירי הסחורות.

החודש נמשכו ההתערבויות בכמה מדינות בשוקי המט"ח; אלה כללו, בין היתר, הטלת מגבלות על תנועות ההון. במשקים העיקריים נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה ובארה"ב הופעלה תוכנית מרחיבה נוספת, QE2. בהמשך צפויה תוכנית ה-FED להשפיע על המדיניות המוניטארית של בנקים מרכזיים בעולם, בעיקר על אלה שכבר החלו במהלכי ריסון מוניטארי, ולהציב אתגר של התמודדות עם המשך ייסוף מטבעות מקומיים, תנועות הון מתגברות ואינפלציה במגמת עלייה. מספר בנקים מרכזיים, במשקים שכבר צומחים מהר יחסית, המשיכו בתהליך של העלאה בריבית גם בחודש האחרון – הודו, שבדיה, אוסטרליה, צילה ודרום-קוריאה העלו החודש ריבית – על רקע נתוני מאקרו חיוביים והמשך עליית מחירי הסחורות (בעיקר מתכות וסחורות חקלאיות). בהמשך, על רקע החששות מהעלאת ריבית בסין, חל תיקון חד במחירי הסחורות.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש דצמבר 2010

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש דצמבר, כל חברי הנהלה המליצו להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2 אחוזים. כמו כן, כחלק מהתהליך של החזרת כלי המדיניות המוניטרית לתנאים נורמלים, הומלץ על החזרת המרווח סביב ריבית בנק ישראל (הפרוזדור), בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים המסחריים, ל-0.50 ± (לאחר שבתקופת המשבר הופחת ל-0.25 ±).

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש דצמבר ללא שינוי, ברמה של 2%, עקבית עם התהליך ההדרגתי של החזרת הריבית לסביבה "נורמאלית"; תהליך שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתמוך בהמשך הצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. קצב עליית הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, בצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, במדיניות המוניטרית של הבנקים

המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שערי החליפין של השקל. בשיעור הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות, ובעיקר בהערכת הסביבה העולמית, הפעילות הריאלית, ההתפתחויות בשוקי האשראי והנכסים וכן בסביבת האינפלציה.

בדיון צוין כי מהנתונים שפורסמו בחודש האחרון (מאז דיוני הריבית לחודש נובמבר, ב-24/10/10, ועד מועד דיון זה, ב-21/11/10) עולה כי הפעילות הריאלית במשק הישראלי ממשיכה להתרחב, אך תוך האטה בקצב ההתרחבות. עוד דנו המשתתפים בירידת היצוא בחודשים האחרונים, שבאה לאחר עליה מהירה במחצית הראשונה של השנה ושהושפעה גם מהחולשה בסחר העולמי. המשתתפים דנו בסיכונים לצמיחה במשק, עקב השלכות ההאטה של קצב התאוששות הביקושים במדינות המפותחות בעולם.

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, הוסיפו ועלו גם בחודש נובמבר. בממוצע (עד ה-18 לנובמבר) הן עומדות על כ-3.2 אחוזים. החזאים המקומיים מעריכים, בממוצע, כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד נובמבר 2010 ועד מדד אוקטובר 2011) תעמוד על כ-2.9 אחוזים. על פי תחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל, לעומת זאת, האינפלציה בשנים עשר החודשים הקרובים צפויה להסתכם ב-2.5 אחוזים. המשתתפים התייחסו לגורמים הפועלים לעליית שיעור האינפלציה: שוק הדיור, צמצום העודף בכשר הייצור של המשק – כפי שמשתקף בנתוני שוק העבודה ובהשקעות בנכסים קבועים – וכן העליות במחירי הסחורות בעולם. לצד אלו, נדונו גם הסיכונים לצמיחה עולמית וההשפעה הממתנת של ההתפתחויות בעולם על האינפלציה בישראל בחודשים הקרובים.

במסגרת הכוחות האינפלציוניים נדון גם הפעם נושא הדיור. בשנה האחרונה, הגורם העיקרי לאינפלציה במשק היה הרכיב של שירותי הדיור (שכר דירה). בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.5 אחוזים והמדד ללא דיור ב-1.4 אחוזים בלבד. בדיון צוין כי מהירידה החדה והמפתיעה של סעיף הדיור באוקטובר (ירידה של 1.1%), אין להסיק כי חל מפנה במחירי השכירות. שכן, לאור המרווח שנוצר בין עליית מחירי הדירות (שעלו ב-19.7 אחוזים במהלך 12 החודשים האחרונים, עד חודש ספטמבר) לבין עליית מחירי השכירות (שעלו בכ-4.7 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים, עד אוקטובר), יתכן שמחירי השכירות ימשיכו לעלות. רכיב הדיור (מחירי השכירות) הינו הגורם המרכזי לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות גבוה ממרכז תחום היעד בשנה הקרובה.

במסגרת העיסוק בנושאי יציבות-פיננסית נדונה תרומת הריבית הנמוכה להתפתחויות בשוק האשראי, כמו גם תרומתה להמשך העלייה במחירי נכסים בכלל ובמחירי הנדל"ן בפרט. בשנה

האחרונה המשיכו מחירי הדירות לעלות בקצב מהיר. העלייה המואצת מוסברת בהתאמה איטית של היצע הדירות, אך גם בהתרחבות מהירה של האשראי לדיור על רקע הריבית הנמוכה. בדיון הודגש כי העלייה החדה במחירי הדירות – היא כשלעצמה, ולא השפעתה העקיפה על האינפלציה – היא זו שהביאה את בנק ישראל לנקוט בצעדים מאקרו יציבותיים (Macro prudential), אותם הוציא אל הפועל לאחרונה. המשתתפים דנו גם בצעדים נוספים, ואף משמעותיים יותר, שינקטו במידת הצורך. החשיבות של צינון ההתרחבות המהירה של האשראי למשכנתאות הודגשה שוב – כאמור, בעיקר מטעמים של יציבות פיננסית גרידא, ולא רק משיקולי אינפלציה. עם זאת, לצעדים אלה צפויה להיות גם השפעה ממתנת על האינפלציה, כתוצאת לוואי רצויה.

במסגרת ניתוח ההתפתחויות בעולם נדונו ההרחבות הכמותיות במספר משקים מובילים (במיוחד תכנית ה-QE2 בארה"ב), וכן שיעורי הריבית הנמוכים בהם. אלו מציבים אתגר בפני מנהלי המדיניות המוניטרית במשקים המאופיינים בביקושים ערים יחסית, כדוגמת המשק הישראלי – התמודדות עם שילוב של ביקושים מקומיים ותנועות הון נכנסות מזה, וחולשת הסחר העולמי מזה. האתגר מתחדד לנוכח פער הריביות – תוצאת תהליך העלאות ריבית שכבר החל במשקים המתאוששים מהר יחסית, והמשק הישראלי בתוכם.

בסיכום, לנוכח האינדיקציות להאטה בקצב ההתרחבות של הפעילות במשק הישראלי, המובלת על ידי האטה ביצוא לאור גידול באי ודאות באשר לסביבה העולמית, וכן לנוכח הצעדים המאקרו-יציבותיים בהם נקט בנק ישראל, והשלכותיהם של צעדים אלה על האינפלציה, החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש דצמבר ללא שינוי ברמה של 2 אחוזים.

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

- האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים אחורנית נמצאת בתוך היעד, ולפי תחזיות החזאים וחיבת המחקר צפויה להיות מעט מעל הגבול העליון במחצית הראשונה של 2011 ולחזור לתוך היעד בהמשך השנה. ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון היו החודש מעט מעל הגבול העליון של היעד.
- מרבית האינדיקטורים שנוספו בחודש האחרון תומכים בהערכה שברביע השלישי ובאוקטובר נמשך הגידול בפעילות הכלכלית. אולם, בנתונים אלה בולטת הירידה בייצוא – לאחר עלייה מהירה במחצית הראשונה של השנה – שהושפעה גם מהחולשה בסחר העולמי. חוסר הודאות ביחס להתמדת הצמיחה בישראל, הנובעת מאי ודאות בביקושים העולמיים, עדיין מהווה גורם סיכון משמעותי.
- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר נמוכות למשך זמן רב; ה-Fed אף חזר להפעיל כלי הרחבה כמותית. על רקע זה, פער

הריביות בין המשקים שצומחים מהר יחסית, וביניהם ישראל, למשקים המפותחים מהווה אתגר משמעותי לקובעי המדיניות במדינות הצומחות מהר יחסית; אלה נדרשים לאזן בין הלחצים המקומיים להעלאת הריבית, לבין ההשפעה של העלאה כזו על ייסוף שער החליפין והשפעתו על הייצוא ולכן על הפעילות במשק.

- מחירי הדירות (שאינם כלולים במדד המחירים לצרכן) המשיכו לעלות בקצב מהיר. בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר השפעת הצעדים שנקטו בתחום הנדל"ן שנועדו לתמוך ביציבות הפיננסית ועשויים למתן את עלית מחירי הדירות בחודשים הקרובים.

כחלק מהתהליך של החזרת כלי המדיניות המוניטרית לתנאים נורמאליים, החליט בנק ישראל להגדיל את המרווח סביב ריבית בנק ישראל (הפרוזדור) בחלון האשראי ובחלון הפיקדונות לבנקים המסחריים מ- $0.25 \pm$ ל- $0.50 \pm$.

צוין שבנק 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-22 בנובמבר 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
מר אלון בנימיני – כלכלן, חטיבת המחקר

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב:

נתוני המאקרו של החודש האחרון מצביעים על האצת קצב ההתאוששות ביחס לחודשים האחרונים. השיפור הקיף גם סקטורים בעייתיים (נדל"ן, רכב, תעסוקה ואשראי) תוך התפתחות מפתיעה לטובה במדדי האמון השונים. על רקע זה החלו בתי ההשקעות לעדכן כלפי מעלה את תחזיות הצמיחה של הכלכלה האמריקאית. עם זאת, בשוק התעסוקה-שיעור האבטלה המורחב עדיין עומד על כ-17%, ובנדל"ן מדד Case-Shiller ירד שוב באוגוסט, חודש שני ברציפות. לפיכך, גם לאחר עדכון התחזיות

כלפי מעלה, קצב התאוששות הצפוי נותר איטי עם חשש מסוים לדפלציה (מדד ה-Core PCE לחודש ספטמבר וה-PPI לחודש אוקטובר עמדו על 0%-0.6%, בהתאמה). על רקע זה יצא ה-FED בתוכנית ה-QE2. בניגוד לתכנית QE1, שנועדה למנוע קריסה פיננסית, תכנית QE2 נועדה לטפל בבעיית קצב הצמיחה האיטי. חלק מהפרשנים צופים את הגדלתה במהלך 2011. חלק אחר, לעומתם, צופה שה-FED לא ישלים את ביצוע התכנית במלואה. בצד הפיסקאלי, על רקע הרוב לו זכו הרפובליקאים בבחירות לקונגרס, נראה כי יקשה על הנשיא Obama להמשיך בתוכניות להמרצת הכלכלה. רוב התחזיות צופות ש FED לא יחל בתהליך העלאות ריבית לפני 2012.

אירופה:

גוש האירו ממשיך להתמודד עם בעיות של חוסר איזון בין המדינות, גירעונות כבדים ואבטלה גבוהה (10.1% בממוצע, כ-21% בספרד). נתוני הצמיחה לרביע השלישי עמדו על גידול רבעוני של 0.4%, מעט מתחת לציפיות של 0.5%. זאת על רקע צעדי הריסון הפיסקאלי והתחזקות האירו שפגעה ביצוא. גם האינדיקטורים החודשיים לאוקטובר היו מתחת לציפיות, בעיקר בגרמניה, עם נתון חלש של ייצור תעשייתי ועם ירידה חדה במכירות הקמעונאיות. האינפלציה לחודש אוקטובר עלתה ב-0.1%; במהלך שנים עשר החודשים האחרונים עלתה האינפלציה בגוש האירו בשיעור של 1.9%. לצד זה נמשכת המגמה, בקרב רבות ממדינות האיחוד האחרות, של קיצוצים פיסקאליים נרחבים. עפ"י ציפיות השווקים, ריבית ה-ECB לא צפויה לעלות לפני הרביע השלישי של 2011. המשבר באירלנד ממשיך לבלוט, לצד המשברים עמם מתמודדות שאר מדינות ה-PIGS (פורטוגל, איטליה, יוון וספרד). תשואות האג"ח של כלכלות ה-PIGS, ובעיקר אלו של אירלנד, עלו בשיעורים חדים במהלך החודש האחרון, על רקע המשבר הנמשך בסקטור הבנקאי (מרווח התשואות בין גרמניה לאירלנד עלה ל-550 נ.ב.). בהמשך חל שיפור מסוים, על רקע ידיעות שאירלנד תסכים לסיוע מקרן החילוץ האירופאית. באנגליה, הצמיחה ברביע השלישי עמדה על שיעור של 0.8%, שיעור גידול מפתיע ביחס לציפיות של 0.4%. הבנק המרכזי שם צופה לרבעונים הקרובים צמיחה בשיעור גבוה מהמגמה ארוכת הטווח, אם כי מתונה יותר בהשוואה ל-2010. לפיכך, הסיכוי ל-QE2 נוסף באנגליה בתקופה הקרובה פחת בצורה משמעותית. האינפלציה צפויה להישאר מעל ל-2% בשנה הבאה, על רקע העלאה מתוכננת של שיעור המע"מ ועל רקע המשך העלייה במחירי הסחורות.

יפן:

הצמיחה ברביע השלישי הפתיעה לטובה – 0.7% לעומת ציפיות ל-0.4% – בעיקר על רקע הגידול בביקוש מקומי. עם זאת, אינדיקטורים שונים מרמזים על האטה ברביעים הקרובים. בין היתר על רקע המשך הייסוף של היין (תרומת הייצוא לצמיחה ברבעון השלישי הייתה אפסית) ועל רקע ההנחה

שהגידול החד בביקוש המקומי הינו חד פעמי, ונובע מפגיעתן של הקלות מס שונות (על רכבים וסיגריות) שהתרחשה באוקטובר ושהיתה צפויה מראש. על רקע ההאטה המסתמנת, גוברות ההערכות כי הבנק המרכזי של יפן יגדיל את תוכנית ההתערבות שלו במהלך השנה הבאה.

סינ:

הצמיחה המואצת בסין נמשכה גם החודש, ואינדיקטורים שונים מעידים על המשכה גם במהלך הרביעים הבאים.

הממשל הסיני ממשיך בנקיטת צעדים מרסנים. הבנק המרכזי הוסיף והעלה את דרישת הלימות ההון על השקעות שונות, כשארבעת הבנקים הגדולים יחדלו ממתן אשראי לסקטור הנדל"ן עד סוף השנה. הריבית צפויה להוסיף ולעלות בתקופה הקרובה, על רקע האצת האינפלציה. להעלאות הריבית הקרובות צפויה להיות תרומה מסוימת לייסוף היואן. נתוני סחר חוץ לחודש אוקטובר, המעידים על המשך הגידול במאזן הסחר, צפויים לתרום ללחץ הבינ"ל על הממשל הסיני – לחץ שנועד לשכנע את הממשל הסיני שיאפשר ייסוף משמעותי יותר בשע"ח.

ברקע, סוכנות הדירוג Moody's העלתה את דירוג האשראי של הכלכלה הסינית מ-A+ ל-AA-.

שווקים מתעוררים:

בשווקים המתעוררים של מזרח אסיה נמשכת הצמיחה הגבוהה. הבנק העולמי העלה מעט את תחזית הצמיחה של כלכלות המזרח לשנת 2010 – מתחזית של 8.7% לתחזית של 8.9%. לצד זה מדגישה התחזית את הסיכונים הנובעים מהמשך זרימת ההון למשקים אלו, יחד עם העלייה ההדרגתית בשיעורי האינפלציה.

לצמיחה בשווקים אלו ממשיכים לתרום מסחר תוך-אזורי גובר ועלייה הדרגתית בביקוש המקומי. על רקע אישור תכנית ה-QE2, גברו הסיכויים להמשך נקיטת מהלכים רגולטורים ומוניטורים במטרה למתן את זרם תנועות ההון הנכנסות. כך, במהלך החודש הטיילה טייוואן מגבלות השקעה של זרים גם על מסחר באג"ח ממשלתיות ארוכות טווח (מגבלות על נכסים לטווח קצר כבר קיימים). טורקיה, על רקע המשך זרימת ההון הזר, העלתה את חובת הנזילות על פיקדונות לרמה של 6% (רמה ששררה טרם המשבר הכלכלי), לאחר שכבר העלתה יחס זה במהלך חודש ספטמבר. בהודו הועלתה החודש הריבית (העלאה שישית מתחילת השנה) וכך גם בדרום קוריאה ובצ'ילה – על רקע הסימנים הגוברים להאצת האינפלציה.