



דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש פברואר 2011

הדיונים התקיימו ב-23 וב-24 בינואר 2011.

כללי

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד¹, 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. 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 ינואר 2011, ב-27 בדצמבר 2010, לבין מועד החלטת הריבית לחודש פברואר 2011, ב-24 בינואר 2011) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במרבית תחומי הפעילות במשק. התמונה המאקרו-כלכלית המצטיירת היא שהשימושים בתוצר - המקומיים ומחוי"ל - גדלים בקצב מהיר. התוצר נענה להתפתחויות אלה תוך גידול בניצולת ההון ובפריון העבודה. מנתונים של סקר החברות והאומדנים המעודכנים של הלמ"ס עולה כי מגמת ההתרחבות צפויה להימשך גם ברביע הראשון של 2011 וכי נמשכת ההתקרבות לסגירת פער התוצר במשק. התרבות הדרישות לאחרונה לתוספות שכר בסקטור

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

הציבורי ודיווח של חברות במרבית הענפים בסקר החברות על עלייה בקשיים בגיוס עובדים מקצועיים, מעידים על התחממות שוק העבודה.

החשבונאות הלאומית

באמצע חודש ינואר פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את האומדנים המעודכנים לנתוני החשבונאות לרביע השלישי של 2010. על פי אומדנים אלה התוצר המקומי הגולמי והתוצר העסקי צמחו ב-4.4 וב-5.1 אחוזים בהתאמה (נתונים מנוכי עונתיות, במונחים שנתיים). העלייה בתוצר ברביע זה משקפת עליות בולטות בהוצאה לצריכה ציבורית (8.3 אחוזים לעומת הרביע השני) ובהשקעות בנכסים קבועים (16.1 אחוזים). מנגד, ייצוא הסחורות והשירותים וההוצאה לצריכה פרטית נותרו כמעט ללא שינוי. האומדנים המוקדמים לשנת 2010 מצביעים על הצמיחה הצפויה של 4.5 אחוזים בתוצר המקומי הגולמי.

מניתוח דיווחי כל החברות והעסקים המשתתפים בסקר החברות עולה כי ברביע הרביעי של שנת 2010 המשיכה הפעילות הכלכלית במשק לגדול בקצב דומה לזה שנרשם מתחילת השנה. ההתרחבות בפעילות המגזר העסקי הקיפה את כל ענפי המשק והיא אף צפויה להימשך גם ברביע הראשון של שנת 2011. גם עלייה במדד אמוץ הצרכנים והרמה הגבוהה בה נמצא מדד מנהלי הרכש מצביעים על התרחבות הפעילות. כמו כן, על פי מדד החיפושים ב"גוגל" שמחושב בחטיבת המחקר בבנק ישראל, לקראת סופה של 2010 ניכרים סימני האצה בביקושים המקומיים ומדד ההסתברות להאטה ממשך להיות נמוך מ-50%.

המדד המשולב למצב המשק

נתוני המדד המשולב מצביעים על המשך הצמיחה ואף בקצב גבוה יותר בחודשיים האחרונים של השנה. המדד המשולב למצב המשק בחודש דצמבר עלה בשיעור גבוה של 0.7 אחוז תוך תיקונים כלפי מעלה של מדדי ארבעת החודשים הקודמים. העלייה במדד החודש משקפת עלייה בכל מרכיביו, ובמיוחד במדדי ייצוא השירותיים ובמדדי היבוא. בסיכום השנתי עלה המדד המשולב במהלך 2010 בכ-4.2 אחוזים לאחר ירידה של 2.6 אחוזים בשנת 2009.

שוק העבודה

שוק העבודה ממשיך לספק נתונים חיוביים שמעידים על המשך השיפור בתחום זה. נתוני סקר המשרות הפנויות של הלמ"ס מצביעים על ירידה של 2.1% בדצמבר לעומת נובמבר. השכר הריאלי והנומינלי הממוצעים למשרת שכיר עלו בחודש אוקטובר לעומת החודש שקדם ב-3.3% וב-3.7% בהתאמה (נתונים מנוכי עונתיות), ובחודשים מאי-אוקטובר 2010 לעומת התקופה המקבילה ב-2009 עלו השכר הנומינלי והריאלי הממוצעים למשרת שכיר ב-3.8 אחוזים ו-1.4 אחוזים, בהתאמה. חשוב לציין כי הסכמי שכר בסקטור הציבורי שנחתמו לאחרונה, וכאלה שעתידיים להיחתם בהמשך השנה, עלולים להוות גורם נוסף לעליות השכר במשק. כמו כן, נתונים מוקדמים של גביית מס בריאות

לחודש דצמבר, בהמשך לנתונים שהתקבלו בחודש הקודם, מצביעים על המשך העלייה בסך תשלומי השכר במשק.

סחר חוץ

בחודש דצמבר, במקביל לגידול של אחוז אחד ביצוא התעשייתי, ביחס לחודש נובמבר, חלה האצה ביצוא הסחורות (עליה של 3.1 אחוזים). ייבוא הסחורות עלה אף הוא ב-5 אחוזים, זאת לאחר ירידה של כ-4.5 אחוזים שנרשמה בחודש הקודם. מהאומדן הראשוני החיובי למדד הסחר המשולש² מסתמנת עליה בקצב הצמיחה של הסחר העולמי לאחר מספר חודשי קיפאון.

2. נתוני התקציב

הגירעון הכולל (ללא אשראי) בשנת 2010 הסתכם ב-30.2 מיליארדי ש"ח שהם 3.7 אחוזי תוצר. בדצמבר לבדו נרשם גרעון של 13 מיליארדי ש"ח – כ-1.7 אחוזים מהתוצר השנתי. הגרעון הגבוה בחודש זה נבע מרמת הוצאות חריגה, מעבר לעונתיות הרגילה. סך תקבולי המסים ב-2010 הסתכמו ב-195.4 מיליארדי ש"ח – ובניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות מדובר בגידול ריאלי של 7.5% בהשוואה לאשתקד.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש דצמבר ב-0.4% – בגבול העליון של תחזיות החזאים. האינפלציה בשנת 2010 הסתכמה ב-2.7%, בתוך תחום יעד יציבות המחירים. בניכוי מחירי הדיור עלה מדד המחירים לצרכן בשנת 2010 ב-1.9%.

התרומות העיקריות לעלייה החודש במדד נבעו סעיף הבלבשה וההנעלה (9.8 אחוזים – עליה עונתית), תקשורת (2.5 אחוזים) ופירות טריים (1 אחוז). ירידות נרשמו במיוחד בסעיפי ירקות טריים ותרבות ובידור.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים רשם עליה קלה ל-3%, על הגבול העליון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון עלו החל מסוף דצמבר ורמתן הממוצעת לחודש ינואר היא 3.2% - מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. על פי הערכות החזאים שלושת המדדים הבאים, לחודשים ינואר 2011 עד מרץ 2011, צפויים לנוע במצטבר בין 0.3- ל-0.2 אחוז. האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים אחרנית צפויה להיות מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה במרבית שנת 2011 ולחזור לתוך היעד לקראת סוף השנה. הריבית בעוד שנה צפויה לעמוד, לפי ממוצע

² מדד הסחר המשולש מודד את סך סחר החוץ של ארה"ב, גרמניה ויפן. המדד מהווה אינדיקטור מקדים לסחר העולמי.

תחזיות החזאים, על 3.3%; מרבית החזאים צופים כי בנק ישראל יעלה את הריבית לחודש פברואר 2011.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

במהלך התקופה הנסקרת נרשמה עליית תשואות קלה לאורך העקום הממשלתי השקלי וירידת תשואות באפיק הממשלתי הצמוד על רקע העלייה המחודשת בציפיות האינפלציה ובדומה למגמה העולמית, בין היתר על רקע עליית מחירי הסחורות בעולם ואי העלאת ריבית בנק ישראל בחודש שעבר. העקום הממשלתי הלא צמוד רשם עליית תשואות של כ-10-5 נ.ב. בטווחים השונים. בעקום הממשלתי הצמוד נרשמה ירידת תשואות ניכרת, של עד 35 נ.ב., תוך היתללות העקום, זאת בעקבות העלייה בציפיות האינפלציוניות ובדומה למגמה העולמית של שיעורי ה-break-even inflation. באפיק המק"מ נרשמה מגמה מעורבת תוך היתללות העקום עם ירידת תשואות של עד 20 נ.ב. בטווח של עד 3 חודשים ועליית תשואות של עד 10 נ.ב. בשאר הטווחים. זאת על רקע חידוש פעילותם של המשקיעים הזרים, עליה במחזורי המסחר היומיים וירידת תשואות חדה בטווחים הקצרים.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

כתוצאה מאי שינוי בריבית לחודש ינואר ולפני החלטת הריבית לחודש פברואר, נותר פער הריביות בין ישראל לבין ריבית הפד והריבית של הבנק המרכזי האירופאי ברמה של 1.75%-2% ושל 1% בהתאמה. בחודשים דצמבר וינואר התרחב הפער בתשואות הנומינליות ל-10 שנים לפדיון בין ישראל לארה"ב והגיע ל-143 נ"ב, בהשוואה ל-128 נ"ב בחודש הקודם, בעיקר על רקע עליית תשואות גבוהה יותר בישראל.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלי צפויה)

ריבית בנק ישראל הנוכחית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לשנה קדימה (הריבית הריאלית הצפויה) עמדה בממוצע בחודש ינואר (עד למועד הדיונים) על כ-1.1% אחוז. ירידה של כ-0.2 נקודת אחוז לעומת חודש דצמבר, על רקע עליה מקבילה בציפיות לאינפלציה.

מצרפים מוניטריים

בחודש דצמבר עלו המצרפים המוניטריים M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ו M2 (+M1) הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) ב-2.3 וב-1.9 אחוזים בהתאמה. העלייה במצרפים אלה בשנת 2010 הסתכמה ב-4% וב-3.3% בהתאמה – קצבי גידול נמוכים משמעותית מאלה של השנים שלפני המשבר האחרון.

שוק האשראי

בחודש נובמבר נרשמה עליה של 0.9% ביתרת האשראי לסקטור העסקי לרמה של 755 מיליארדי ש"ח. מחצית מעליה זו נובעת מפיחות השקל מול הדולר. מתחילת השנה ועד נובמבר 2010 עלה אשראי זה

ב-2.5%. יתרת החוב של משקי הבית עלתה מתחילת 2010 ועד לנובמבר ב-9.4%. יתרת ההלוואות לדיור בנובמבר 2010 גבוהה ב-10% מהיתרה המקבילה בסוף 2009. 47% מהאשראי לדיור שניתן בחודש דצמבר ניתן בריבית משתנה שאינה צמודה למדד המחירים, זאת לעומת ממוצע חודשי של 50.4% בכל 2010.

שוק הדיור

מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים אוקטובר-נובמבר בקצב חודשי מואץ של 1.4% בהמשך לעלייה של 0.4% בחודשים ספטמבר-אוקטובר. בשנת 2010 עלו מחירי הדירות בשיעור ניכר של 17.3%. בנוסף חלה ההאצה ביחס של מחירי הדירות לשכר הדירה ולשכר למשרת שכיר.

מדד מחירי הדיור, המתבסס בעיקר על חוזי שכירות מתחדשים ונכלל במדד המחירים לצרכן, עלה בחודש דצמבר ב-0.3% לעומת יציבות בו בחודש נובמבר. בשנת 2010 עלה מדד זה ב-4.9%.

הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל היא שהאינפלציה במהלך 2011 תסתכם ב-2.6 אחוזים, תוך העלאה הדרגתית של הריבית לכ-3.3 אחוזים ברביע האחרון של 2011.

הגורמים העיקריים לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות קרוב לחלקו העליון של תחום היעד הם: רכיב הדיור (שכר דירה) שצפוי להמשיך לעלות בקצב מהיר יחסית, עליית הביקושים לתוצר, ועליית מחירי האנרגיה והסחורות. מנגד, אינפלציה ממותנת במשקים המפותחים וייסוף שער החליפין פועלים למיתון קצב עליית המחירים.

המקור העיקרי של הסיכונים לפעילות הריאלית ולאנפלציה בישראל הוא ההתרחשויות בחו"ל וההתפתחויות בשוק הדיור. כמו כן, במידה ויהיו תנועות הון משמעותיות לתוך המשק, עם לחצי הייסוף שלצידן, צפויה להיות לכך השפעה ממתנת על הצמיחה, על האינפלציה ועל קצב העלאת הריבית.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/12/10, ועד 21/1/2011, חל פיחות של 2.8% בשקל במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי³. הצעדים בשוק המט"ח שהודיע עליהם בנק ישראל בשבוע השלישי של חודש ינואר, החלישו את השקל ובסיכומה של התקופה בין שני דיוני הריבית הוא נחלש

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.

ב-0.7% מול הדולר. מול האירו נחלש השקל במהלך התקופה בכ-5%, בדומה למרבית המטבעות העיקריים.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/12/10, ועד 21/1/2011, עלה מדד ת"א 25 ב-2.3% תוך עליה בהיקפי המסחר בבורסה. בתקופה זאת נרשמה בשוקי המניות בעולם מגמה מעורבת. בסטיית התקן הגלומה באופציות על מחירי מדד המעו"ף נרשמה בחודשים דצמבר וינואר ירידה משמעותית לרמות של 17-18 אחוזים מרמות של מעל 20 אחוזים ששררו בחודשים שלפני כן. בשוק האג"ח הקונצרניות עלו מדדי התל-בונד 20 והתל-בונד 40 ב-2% וב-2.2%, בהתאמה. בחודש דצמבר הונפקו אגרות חוב קונצרניות בסך 4.9 מיליארדי שקלים- סכום הגדול בכ-45% מממוצע ההנפקות החודשי במהלך שנת 2010. מירב ההנפקות בוצעו בענף הבנקאות (2.6 מיליארד ש"ח) ובענפי המסחר והשירותים (1.2 מיליארד ש"ח). 71% מההנפקות בוצעו בדירוג AA. ברביע הראשון של שנת 2011 צפויים פירעונות בסך 6.9 מיליארד ש"ח, כאשר שליש מתוך הפירעונות אמורים להתבצע בענף הנדל"ן.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווחי ה-CDS, ירדה במעט לרמה של 115 נ"ב.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

נתוני מקרו שהתפרסמו לאחרונה בעולם בכלל ובארה"ב וסין בפרט, מצביעים על התבססות תהליך התאוששות הכלכלה העולמית מהמשבר הכלכלי. יחד עם זאת, שיעורי אבטלה גבוהים לצד שיעורי צמיחה נמוכים במדינות המפותחות ממשיכים להעיב על האופטימיות. החששות ממשבר החוב האירופי פחתו מעט על רקע מספר הנפקות מוצלחות של חלק ממדינות ה-PIIGS. אולם צרכי הגיוס הגדולים של כמה מהמדינות הללו בשנה הקרובה וחוסר הודאות הקיימת בשווקים האירופאים צפויים להשאיר את המצב באירופה במוקד תשומת הלב בכלכלה העולמית בתקופה הקרובה. רמת האינפלציה בארה"ב נשארה מרוסנת ואילו בגוש האירו רמת האינפלציה חרגה החודש מיעדה. לאור זאת הוקדמו מעט הצפיות להעלאת הריבית באירופה. במשקים המתפתחים ממשיכים להיווצר לחצים אינפלציוניים הנובעים מהעליה התלולה במחירי הסחורות בכלל ומחירי המזון בפרט. עליות אלו מעוררות חשש מפני האצת צעדי הריסון, צעדים שעלולים לפגוע בצמיחה הגלובלית.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש ינואר 2011

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש פברואר 2011, כל חברי הנהלה המליצו להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 2.25%.

כפי שצוין בהחלטות הריבית הקודמות בנק ישראל מנהל מדיניות העקבית עם תהליך הדרגתי של החזרת הריבית לסביבה "נורמאלית"; תהליך שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתמוך בהמשך הצמיחה תוך שמירה על יציבות פיננסית. קצב עליית הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, בצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. העלאת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז בפברואר עקבית עם תהליך זה. ברמת הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן: התפתחות האינפלציה בפועל והצפויה בעתיד, התפתחויות במחירי הנכסים – בעיקר בשוק הדיור, והשפעת ההתרחבות פער הריביות מול חו"ל על שער החליפין; כל זאת על רקע המשך צמיחת הפעילות במשק ושיפור בהערכת ההתאוששות הכלכלה העולמית.

במהלך הדיון צוין כי ההתפתחויות בציפיות לאינפלציה בעתיד של החזאים ואלו הנגזרות משוק ההון מצביעות על הצורך בהעלאת הריבית. הודגש כי ציפיות אלה גבוהות והן עומדות כעת על הגבול העליון של יעד האינפלציה ואף מעליו, בהתאמה. כמו כן, צוין כי מתחזית חטיבת המחקר של בנק ישראל עולה כי שיעור האינפלציה בשנה הקרובה צפוי להיות בתוך היעד, יחד עם תוואי עולה של הריבית; וכי מרבית החזאים צופים כי בנק ישראל יעלה את הריבית לחודש פברואר 2011.

חברי הפורום הביעו הסכמה בדבר המשך הצמיחה הנאה בפעילות הכלכלית ובתעסוקה. צוין כי האינדיקטורים שפורסמו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש ינואר 2011, ב-27 בדצמבר 2010, לבין מועד החלטת הריבית לחודש פברואר 2011, ב-24 בינואר 2011) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במרבית תחומי הפעילות במשק. צמיחה זו צפויה להימשך בקצב דומה גם ברביע הראשון של 2011 ולפעול להאצת האינפלציה. כמו כן, צוין כי הנתונים שהתפרסמו לאחרונה מצביעים על שיפור בהערכת ההתאוששות הכלכלה העולמית מהמשבר הכללי. להערכת המשתתפים מכלול התפתחויות אלה תומך אף הוא בהעלאת הריבית.

הנושא הראשון שעלה בדיון הוא ההתפתחויות בשוק הדיור. מחירי הדיור עלו ב-17.3% במהלך 2010. זאת על רקע התרחבות ניכרת באשראי לדיור בהשפעת הריבית הנמוכה לצד התאמה איטית יחסית של הצע הדירות. על פי הנתון האחרון שפורסם (לחודשי אוקטובר-נובמבר) התחדשה האצה בקצב עליית המחירים ובחודש דצמבר חל גידול ניכר בהיקף הלוואות החדשות (עם אחוז משמעותי של הלוואות בריבית משתנה). יתרת הלוואות לדיור בסוף 2010 (נובמבר) גבוהה ב-10% מהיתרה בחודש דצמבר של 2009. המשתתפים העריכו שקיים סיכון להמשך הגידול המהיר במחירי הדירות. לנוכח ההתפתחויות בשוק הדיור, חברי הפורום המצומצם דנו בהשפעתם של הצעדים שנקטו עד כה על ידי הגופים השונים במשק על התפתחות המחירים בפועל. הועלתה האפשרות לשקול נקיטת צעדים מאקרו-יציבותיים (Macro-Prudential) נוספים מצד בנק ישראל בהנחה שתואי התפתחות מחירי הדירות ורמת המינוף הנוכחיים לא ישתנו. בהקשר של יתר מחירי הנכסים הוזכרו גם ההתפתחויות האחרונות בשוק המניות והצורך להגביר את המעקב עליהן.

סוגיה נוספת שעלתה בדיון היא ההשפעה הצפויה של העלאת הריבית על שער החליפין. המשתתפים ציינו שהעלאת הריבית תגביר את הלחצים לייסוף השקל הקיימים בשוק, שכן צעד זה צפוי להגביר את ייבוא ההון שיפעל להתחזקות השקל. זאת על רקע אי שינוי בריביות של הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים. מנגד הודגש כי ההוראות החדשות של בנק ישראל בדבר חיזוק חובת הנזילות והוראת צו הדיווח אמורות לקזז במידה מסוימת כוחות אלה ולפעול למיתון השפעת העליה בפער הריביות על תיסוף השקל. בנוסף, משתתפי הפורום התייחסו לצורך בהמשך ההתערבות בפעילות של שוק המט"ח והביעו דעות שונות לגבי תנאי ההתערבות. במיוחד נדונו מידת הגמישות שיש לאפשר לשער החליפין וההשלכות של החלופות השונות על המאזן המסחרי ועל תנועות ההון. הוסכם כי לאור ההתפתחויות בצד הריאלי במהלך השנה שעברה מדיניות בנק ישראל בשוק המט"ח, עליה הכריז הבנק באוגוסט 2009, נחוצה לעת עתה ולכן תישאר על כנה.

בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד העלאת הריבית לחודש פברואר 2011:

- האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נמצאת בתוך היעד, אולם, ציפיות האינפלציה לשנה קדימה של החזאים ואלו הנגזרות משוק ההון עלו החודש והן עומדות כעת על הגבול העליון של יעד האינפלציה ומעליו, בהתאמה. מנגד, לפי תחזיות חטיבת המחקר של בנק ישראל, צפויה האינפלציה בשנה הקרובה להסתכם ב-2.6%. תחזיות אלה מבוססות על ציפיה להעלאת ריבית. האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים אחרנית צפויה להיות מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה במרבית שנת 2011 ולחזור לתוך היעד לקראת סוף השנה.
- בחודש האחרון התחדשה ההאצה במחירי הדירות ועלייתם הסתכמה ב-12 החודשים האחרונים ב-17.3%. בהיקף הלוואות החדשות לדיור נרשמה בחודש דצמבר עליה בשיעור גבוה. יתרת הלוואות לדיור בחודש נובמבר 2010 גבוהה ב-10% מרמתה בסוף 2009.

- הנתונים והאינדיקטורים העדכניים מצביעים על כך שהצמיחה המהירה בשלושת הרבועים הראשונים של השנה נמשכה גם ברביע האחרון של 2010. הצמיחה ניכרת במרבית תחומי הפעילות במשק והיא צפויה להמשיך בקצב דומה גם ברביע הראשון של 2011. כמו כן, נתונים שהתפרסמו לאחרונה מצביעים על המשך התאוששות הכלכלה העולמית מהמשבר הכלכלי.

צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי 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 אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכללם בשוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-24 בינואר 2011 .

בפורום המצומצם השתתפו:
פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – משנה לנגיד הבנק
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר
ד"ר עקיבא אופנבך – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטרי-פיננסי בחטיבת המחקר
מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים
מר דודו זקן – המפקח על הבנקים
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק
מר קונסטנטין קוסנקו – כלכלן, חטיבת המחקר

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב:

נתוני המאקרו שמתפרסמים בארה"ב ממשיכים להצביע על שיפור בהתאוששות מהמשבר הכלכלי. במהלך החודש האחרון ניכר שיפור בנתוני הצריכה הפרטית (שצפויה להיתמך גם ע"י המשך הקלות המיסים וההתחזקות הניכרת בשוקי המניות), בהיקף האשראי למגזר הפרטי והעסקי ובהתאוששות תעשיית הרכב (שצפויים שניהם לתמוך בגיוס עובדים נוספים). בנוסף, נרשמה עליה בייצוא ומדדי הייצור והשירותים התחזקו ונמצאים ברמות גבוהות בהשוואה לתקופה האחרונה. גם נתוני התעסוקה מצביעים לכאורה על שיפור, עם המשך ירידה בהיקף הפיטורים, כניסה של כ-100 אלף משרות נוספות למשק וירידה בשיעור האבטלה מ-9.8% ל-9.4% "בלבד". מפרוטוקול ה-FED (לאחר החלטתם להשאיר את רמת הריבית האפסית על כנה לאורך זמן לאור רמת האינפלציה המרוסנת) עולה כי חברי הוועדה המוניטרית סבורים כי מצב הכלכלה האמריקאית משתפר. בנוסף, ציין הנגיד האמריקאי בפני הסנאט כי נראה שהצריכה הפרטית והוצאות העסקים הקטנים מעידים על התאוששות בת קיימא ואף העלה את תחזית הצמיחה של ארה"ב לשנת 2011 ל-4%-3%.

עם זאת, על אף נתוני המאקרו הטובים והאופטימיות בשווקים ביחס לכלכלת ארה"ב, נראה כי ישנם מספר גורמים הממשיכים להעיב על האופטימיות ודורשים תשומת לב:

- ראשית, נראה כי מצב שוק התעסוקה פחות טוב ממה שהנתונים משקפים והוא ממשיך להיות גורם סיכון משמעותי ביותר לצמיחת הכלכלה האמריקאית. כך, לדוגמא, שיעור האבטלה בשיטת החישוב המקיפה (U-6) עומד על כ-16.7% לעומת 9.4% המדווחים בפועל.
- שנית, חוסר הביטחון התעסוקתי והמשך ירידת מחירי הדירות שנתמכה בהיקף העיקולים שהגיע לשיא בשנת 2010 (צפויה אף להתגבר בשנת 2011) ממשיכים להצביע על מצבו הרעוע של שוק הדיור.
- התעצמות הגרעון הממשלתי והצהרתו של שר האוצר כי תקרת החוב של הממשל העומד כיום על 14.3 טריליון דולר צפויה להיפרץ כבר בסוף מרץ מגבירים את הסיכויים לצמצום

ההרחבה הכמותית בהמשך השנה. ללא שיפור בשוק התעסוקה התפתחות זו אמורה לבוא לידי ביטוי בירידה בצריכה הפרטית בעתיד.

בנוסף, על אף סקירת הבנק העולמי המציינת כי ארה"ב הינה הכלכלה הגדולה היחידה ששיעור צמיחתה אינו צפוי לרדת בשנת 2011 (צפי ל-2.8%), והעלאת תחזית הצמיחה של בתי ההשקעות לשנת 2011 מ-3.07% ל-3.30%, מדובר עדין ברמת צמיחה נמוכה יחסית לתקופה של יציאה ממשבר שאמורה להיות גבוהה משמעותית מקצב הצמיחה ארוכת הטווח ועלולה להצטמצם בעתיד בשל הירידה בשיעור ההשתתפות בשוק העבודה.

אירופה:

באירופה, נתוני המאקרו ממשיכים להצביע על תמונה מעורבת עם נתונים מאכזבים במכירות הקמעונאיות והייצור (לאחרונה אף בגרמניה), אך עם עליה במדד מנהלי הרכש והביטחון הכלכלי שנוסכים אופטימיות ביחס לצמיחה בעתיד. משבר החוב האירופאי נרגע מעט לאחר מספר הנפקות "מוצלחות" של חלק ממדינות ה-PIIGS (שקיבלו תמיכה מה-ECB, מסין ויפן) וההתרככות בהתנגדותה של גרמניה להגדלת ה-EFSF. אולם צרכי הגיוס הגדולים בשנה הקרובה⁴ ואווירת חוסר הודאות הקיימת בשווקים האירופאיים צפויים להשאיר את משבר החוב האירופי במוקד תשומת הלב בכלכלה העולמית בתקופה הקרובה.

בנוסף, ה-ECB שנוקט מאז פרוץ המשבר במדיניות מוניטרית מרחיבה לאור שיעורי הצמיחה הנמוכים ורמות החוב הגבוהות נמצא לראשונה בדילמה לאור **נתוני האינפלציה של דצמבר שחרגו מיעד האינפלציה ועמדו על 2.2%, הנתון הגבוה ביותר מאז נובמבר 2008.** כמו שיעור הצמיחה ושיעור הגרעון והחוב ביחס לתוצר, גם ברמות האינפלציה קיימים פערים גדולים בין מדינות ה-PIIGS לבין מדינות הליבה של גוש האירו (גרמניה דיווחה על הצמיחה הגבוהה ביותר מאז איחוד המדינה ב-1990), עובדה שצפויה להערים קשיים נוספים על יכולת ניהול מדיניות מוניטרית אחידה לגוש מדינות כה הטרוגני. הנגיד האירופאי אמנם בחר, כצפוי, שלא להעלות החודש את הריבית, אך הצהרתו כי הריבית מתאימה לרמת האינפלציה כעת התפרשה בשוק כרמיזה לכך שיהיה מוכן להעלות את הריבית בעתיד על מנת להילחם באינפלציה, זאת על אף משבר החוב באירופה.

המשקים המתעוררים:

המדינות המתפתחות ממשיכות להוביל את הכלכלה העולמית. סין דיווחה על צמיחה של 10% בשנת 2010 וחלקה בסחר העולמי הלך והתעצם. עם זאת, בתקופה האחרונה נראה כי ישנה האטה מסוימת בסין, עם ירידה ביצוא, בעודף במאזן הסחר מול ארה"ב ובמדד מנהלי הרכש, ככל הנראה על רקע ההידוק המוניטארי. סין ממשיכה להתמודד עם בעיית האינפלציה שפוגעת בעיקר באוכלוסייה הענייה, עם עליה חדה במיוחד במחירי המזון אך גם עם עליה מתונה יותר של מחירי האנרגיה. ההערכות הן כי

⁴ יש לציין כי על אף הצלחתן של איטליה, פורטוגל וספרד לגייס כ-10 מיליארד אירו (בסה"כ), יש לזכור כי הן אמורות לגייס במהלך השנה עוד 350 מיליארד אירו נוספים.

רמת האינפלציה הושפעה מאד ממזג האוויר שפגע ביבולים בעולם, ועל כן ניתן להעריך כי לפחות חלק מהתרומה לעליית המחירים הינה זמנית.

במאבקה של סין באינפלציה הגואה איימו הרשויות להטיל סנקציות על ספקולנטים שמביאים לעליית מחירי המזון ולאחרונה פורסם בעיתונות המקומית של סין כי היא מתכננת להטיל לראשונה מס רכוש. בנוסף, הועלה החודש יחס הרזרבה של הבנקים ב-50 b.p נוספים (ל-18.5% לבנקים הגדולים ו-19.5% בממוצע לכל הבנקים), זאת לאחר לא פחות מ-6 העלאות ב-2010, כל זאת ע"מ להימנע ככל הניתן מהעלאות ריבית נוספות שמרחיבות את פער הריביות מול המדינות המתפתחות ובעקבות כך מגבירות משם את יבוא ההון ומאיימות על יציבות השווקים בניפוח בוועות נכסים. מהסקירה של הבנק העולמי נראה כי הסיכונים העיקריים למדינות המתפתחות הם התנודתיות בשווקים הפיננסיים, יבוא ההון הנמשך מהמדינות המתפתחות והעלייה החדה במחירי המזון.

שוקי ההון

שווקי המניות בעולם הגיבו לתנוני המאקרו הטובים מארה"ב, רמת הנזילות הגבוהה להנפקות המוצלחות באירופה בעליות שערים, כאשר מדד MSCI העולמי ומדד EMCI של המדינות המתפתחות עלו מאז הסקירה המוניטרית הקודמת ב-2.7% ו-3%, בהתאמה. שוקי האג"ח היו תנודתיים במהלך התקופה מהדיונים הקודמים, אך בסיכומה נרשמו שינויים קלים בלבד. מרווח ה-EMBI נותר אף הוא ללא שינוי.