



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

הדיונים התקיימו ב-21 וב-24 באפריל 2011.

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 (המשנה לנגיד ומנהל האגף המוניטרי-פיננסי בחטיבת המחקר), את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

הנתונים שנאספו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש אפריל 2011, ב-28 במרץ 2011, לבין מועד החלטת הריבית לחודש מאי 2011, ב-24 באפריל 2011) תומכים בהערכה שברביע הראשון של 2011 נמשך הגידול המהיר בפעילות ובביקושים, והוא צפוי להימשך גם ברביע השני. הגידול בפעילות משתקף בגידול בייצור התעשייתי, בייצוא הסחורות, בפדיון בענפי המסחר והשירותים, בתקבולי הממשלה ממסים ובשוק העבודה. התבססותה ומימדיה של הצמיחה זוכים לרוח גבית מהמשך הצמיחה והסחר העולמיים, כשעיקר הגידול בביקושים הוא מחו"ל. מנגד, המשך עליית מחירי הסחורות, פגעי הטבע ביפן והאירועים הגיאופוליטיים במזרח התיכון ממשיכים לתת את אותותיהם במדדי הלכי הרוח של הציבור ובמדד מנהלי הרכש שירדו שוב.

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

אינדיקטורים לפעילות הריאלית

אינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על המשך עלייתה של הפעילות הכלכלית ועל ציפייה כי העלייה תימשך גם ברביע השני. נתוני סקר החברות של בנק ישראל לרביע הראשון שהצטברו עד כה מראים שברביע זה נמשך הגידול של פעילות החברות במרבית ענפי המשק. לפי הסקר, צופות החברות בכל הענפים כי גידול הפעילות יימשך גם ברביע השני של השנה. נתונים חודשיים מצביעים על המשך הגידול של הייצור התעשייתי ושל הפדיון בענף המסחר והשירותים. המדד המשולב לחודש מארס עלה בשיעור של 0.5%, המשך לעליות גבוהות בחודשים הקודמים. ניתוח הנתונים השונים על הפעילות הריאלית מצביע על כך שגידולה של הפעילות ברביע הראשון הוביל על ידי הייצוא, וזאת למרות הייסוף המתמשך של השקל.

לעומת זאת, מדד מנהלי הרכש בתעשייה (בנק הפועלים) מצביע על התכווצות של הפעילות זה החודש השני ברציפות (בפברואר המדד ירד ל-48 נקודות ונותר שם גם במארס). התכווצות המדד נובעת מצמצום בביקושים המקומיים בעוד שהביקושים לייצוא ממשיכים להתרחב. רפיון בביקוש המקומי בתעשייה ברביע הראשון מסתמן גם בסקר החברות. במקביל, מדד אמון הצרכנים של בנק הפועלים ירד בחודשים ינואר-מארס לרמה ממוצעת שנמוכה מזו שאפיינה את שנת 2010 (זאת הן במדד השוטף והן במדד הציפיות). תמונה דומה מתקבלת ממדד אמון הצרכנים של גלובס. זאת ככל הנראה על רקע התגברות אי הוודאות הגיאוגרפית.

שוק העבודה

מספר התובעים דמי אבטלה ירד ברציפות בחודשים ינואר עד מארס, ורמתו הממוצעת נמוכה יותר מאשר במחצית השנייה של שנת 2010. על פי סקר כוח האדם לרביע הרביעי של 2010 עלה מספר המועסקים לאורך השנה במרבית ענפי המשק. שיעור האבטלה עמד ברביע הרביעי של 2010 על 6.6%, ושיעורה בינואר עמד, לפי נתוני המגמה, על 6.1%. השכר הנומינלי והריאלי עלו בחודשים נובמבר-ינואר לעומת אוגוסט-אוקטובר ב-1.9% ו-0.5%, בהתאמה (שיעורי שינוי, נתונים מנוכי עונתיות). תקבולי מס הבראות לחודש פברואר 2011, המשמשים אינדיקציה להיקף סך תשלומי השכר ששולמו בחודש זה, גבוהים נומינלית ב-8.6% מאשר בפברואר אשתקד.

סחר חוץ

ברביע הראשון ובחודש מארס נמשך הגידול המהיר בייצוא ובייבוא הסחורות. ייצוא הסחורות (ללא או"מ ויהלומים) בחודשים ינואר-מארס עלה בקצב של כ-3 אחוזים לחודש (כל נתוני סחר החוץ כאן הם בדולרים שוטפים). ייבוא הסחורות (ללא אנרגיה) עלה במארס ב-3.4 אחוזים לאחר ירידה מתונה של כ-0.5 אחוזים בפברואר. עם זאת נתוני הסחר המשולש מצביעים על ירידה (ריאלית) קלה בסחר העולמי בפברואר בד בבד עם עליה במחירי הסחורות, זאת לאחר עלייה רצופה בשלושת החודשים הקודמים.

2. נתוני התקציב

הוצאות הממשלה בינואר-מארס היו נמוכות ב-6.8% מהתוואי העונתי התואם ביצוע מלא של התקציב. בחודשים ינואר-מארס היה לממשלה עודף של 2 מיליארדי ש"ח בתקציב הכולל, גבוה בכ-4.5 מיליארדים מהתוואי העונתי המתיישב עם תקרת הגירעון בתקציב, לעומת גרעון של 2.5 מיליארד ש"ח באותה תקופה המתיישב עם תקרת הגרעון השנתית בתקציב. ההכנסות ממסים בחודשים ינואר-מארס, בניכוי השפעת תיקוני חקיקה והכנסות חד-פעמיות, היו גבוהות בשיעור ריאלי של 9.1% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, ובתוך כך היו המסים הישירים והעקיפים גבוהים ריאלי ב-11.6% וב-7.6%, בהתאמה, מאשר בתקופה המקבילה אשתקד.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש מארס ב-0.2% – מעט פחות ממוצע תחזיות החזאים ותואם את התוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה, לאחר שבארבעת החודשים הקודמים היה המדד מעל הגבול העליון של התוואי. עם זאת, חשוב לציין שמדובר בנתון בודד ומוקדם להסיק אם מדובר בתפנית. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים המשיכה לעלות, והגיעה במארס ל-3.6%. המדד ללא דיור נותר במארס ללא שינוי, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-3.6%.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים נותר ללא שינוי ביחס לחודש הקודם, ברמה של 3.1%, מעט מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לשנה הנמדדות משוק ההון ירדו בחודש אפריל לממוצע של 3.1%. זאת, בין היתר, על רקע העלאתה של ריבית בנק ישראל בחודש הקודם ב-0.5 נקודות אחוז. נראה כי גם הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוך הושפעו מהעלאת הריבית בחודש הקודם; אלה ירדו החודש, כך שמרבית העקום נמצא כעת בתחום יעד האינפלציה. מדד אפריל, הן להערכת החזאים והן להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל, צפוי להיות גבוה, בממוצע 0.8%, בהתאם לתוואי העונתי העקבי עם מרכז טווח יעד האינפלציה. האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים הקודמים צפויה להישאר גם בהמשך שנת 2011 מעל טווח היעד, ובתחילת שנת 2012 היא צפויה לרדת אל גבולו העליון של הטווח. ריבית בנק ישראל בעוד שנה צפויה לעמוד, לפי שוק התלבור, על 4.4%, ולפי ממוצע תחזיות החזאים – על 4.2%; מכל מקום מדובר בעלייה של תחזית הריבית לעומת החודש הקודם. רוב החזאים צפו כי בנק ישראל יותיר את ריבית מאי ללא שינוי.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

תשואותיהן של האג"ח הממשלתיות עלו במהלך התקופה הנסקרת, על רקע העלאת הריבית האחרונה על ידי בנק ישראל, הציפיות להתגברות קצב העלאות הריבית ואי-הוודאות הגיאופוליטית. תשואות המק"ם עלו בסיכום התקופה לכל אורך העקום בכ-20 נ"ב. הירידה של פעילות הזרים בשוק המק"ם נבלמה, והחודש ניכרת כניסה מחודשת של המשקיעים הזרים לאפיק זה. התשואות על האג"ח הממשלתיות הלא צמודות עלו בעיקר בטווח הקצר בכ-20 נ"ב, בעוד

שתשואות האג"ח הממשלתיות הצמודות למדד עלו עלייה חדה, בכ-10 עד 50 נ"ב, תוך השתטחות העקום, התפתחות המבטאת ירידה חדה של ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון. האפיק הקונצרני אופיין בהתחדשות הגידול של קצב ההנפקות ביחס לחודשים מארס ופברואר. במדדי התלבונד הצמודים נרשמו ירידות שערים בולטות של כ-1.5%, על רקע העלאת הריבית בחודש מארס, ואילו התלבונד השקלי כמעט לא השתנה.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

המרווח בין האג"ח הלא-צמודות ל-10 שנים של ממשלת ישראל לאלה של ממשלת ארה"ב נשאר ללא שינוי במהלך התקופה הנסקרת, 186 נ"ב. לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-2.75 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה ב-1.75 נקודות אחוז מריבית הבנק המרכזי האירופאי.

מצרפים מוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו במארס עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) בשיעור של 5.2%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-7.6%.

שוק האשראי לדיוור

יתרת האשראי לדיוור ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר 2011 התרחבה ב-12.8%. 48% מההלוואות לדיוור שניתנו במארס היו בריבית נומינלית משתנה (צמודות פריים), ובסך הכול כ-80% מההלוואות ניתנו בריבית משתנה (צמודות מדד ולא צמודות מדד) – בדומה לשיעורן בחודשים הקודמים. שיעורי הריבית על המשכנתאות הוסיפו ועלו גם החודש בכל האפיקים – בין היתר, על רקע ההעלאות האחרונות של ריבית בנק ישראל.

שוק הדיוור

בשוק הדירות נמשכו עליות המחירים. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים ינואר-פברואר בקצב חודשי של 1.7%, המשך לעלייה של 0.8% בחודשים דצמבר-ינואר. הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה, וב-12 החודשים האחרונים הוא הגיע ל-16.1%. לעומת מחירי הדירות שנמדדים בסקר, מדד מחירי הדיוור, המתבסס בעיקר על חוזי שכירות מתחדשים ונכלל במדד המחירים לצרכן, עלה בחודש מארס ב-0.6%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-6.4% – בדומה לעלייה, בהסתכלות זו, בחודש הקודם.

הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל, שעודכנה החודש, היא כי האינפלציה במהלך 2011 תהיה מעל הגבול העליון של היעד ותגיע לגבולו העליון של טווח היעד לקראת אמצע 2012, תוך העלאה הדרגתית של הריבית עד לכ-4.4% בעוד שנה. כזכור, החודש עודכנה חטיבת המחקר את תחזית

הצמיחה של התוצר לשנת 2011 לרמה של 4.5% (לעומת 3.8% בתחזית המקורית) ושיעור האבטלה צפוי לעמוד בממוצע על 6.1%.

כמו כן, פרסמה חטיבת המחקר את התחזית לשנת 2012, שעומדת על צמיחה של 4% ושיעור האבטלה צפוי לעמוד בממוצע על 5.9%. הגורמים העיקריים שיש בהם כדי לשנות את התחזית לפעילות הריאלית והאינפלציה בישראל הם: ההתרחשויות בכלכלה העולמית – ובכללן העלייה של מחירי הסחורות והנפט, ההתפתחויות בשוק הדיור, סיכונים גיאופוליטיים והתגברות אפשרית של לחצי שכר במגזר הציבורי. מצד שני, האצה בגידול הסחר העולמי עשויה לתרום לעליה בהיקפי הייצוא וייסוף השקל בתקופה האחרונה עשוי לסייע בהחזרת האינפלציה לתחום היעד מוקדם יותר, מה שעשוי למתן את קצב העלאות הריבית.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-27/3/2011, ועד 20/4/2011 יוסף השקל לעומת הדולר ב-3.7%, ולעומת האירו – בכ-1.9%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל בכ-2.5%. למרות העלאת הריבית בישראל, דמתה התחזקותו של השקל לזו של מטבעות משקים מהירי צמיחה אחרים בעולם, זאת תוך המשך התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח.

שוק המניות

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-27/3/2011, ועד 20/4/2011 נרשמו עליות שערים ברוב מדדי המניות בת"א, זאת בניגוד למגמה הכללית במשקים המפותחים, ובדומה להתפתחות במספר שווקים מתעוררים. מדד ת"א 25 ומדד ת"א 100 עלו בכ-2.5% בכ-1.7%, בהתאמה, ומדד ת"א 25 הגיע לרמות שיא.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווחי ה-CDS, המשיכה לרדת גם החודש והגיעה לרמה של 142 נ"ב, לעומת 153 נ"ב בחודש הקודם.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

התאוששות הכלכלה העולמית נמשכה גם במהלך החודש האחרון. זו מתבססת בעיקר על הצמיחה החזקה במשקי מזרח אסיה, על השיפור הניכר במשקי הליבה של אירופה ועל המשך הגידול של התעסוקה והצריכה הפרטית בארה"ב. התרחבות הפעילות הכלכלית בעולם באה לידי ביטוי גם בהמשך העלייה של ייצוא הסחורות בעולם ברביע הראשון ובעלייה רצופה של מדדי הייצור התעשייתי בארה"ב, בגוש האירו, ביפן ובמדינות נוספות. נוסף על אלה נמשך המעבר מביקושים ממשלתיים לביקושים פרטיים, ופחת החשש כי הפסקת ההרחבה הפיסקלית, שננקטה בשל המשבר, תביא להתכווצות מחודשת של המשק העולמי. כנגד זאת, הסיכונים המרכזיים לכלכלה העולמית הם המשך העלייה של מחירי הסחורות, אי היציבות הנמשכת במזרח התיכון, אי-הוודאות לגבי ההשלכות הכלכליות של רעידת האדמה הקשה ביפן, משבר החוב בכמה

ממדינות אירופה, שהתגבר החודש, ותשומת לב מוגברת לרמת החוב והגרעון של ארה"ב על ידי אחת מחברות הדירוג. החודש השאירה קרן המטבע את תחזיות הצמיחה ללא שינוי אך הדגישה את הסיכון כלפי מטה לתחזיות אלה. על רקע עליות המחירים והאינפלציה המתגברת המשיכו בנקים מרכזיים בשווקים המתעוררים ובפריפריה להגיב בצעדי ריסון מוניטריים, ולמגמה זו הצטרף החודש גם ה-ECB.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש מאי 2011

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בסוף הדיון לגבי החלטת הריבית לחודש מאי 2011, שלושה חברי הנהלה המליצו להותיר את הריבית ללא שינוי, וחבר הנהלה אחד תמך בהעלאת הריבית ב-25 נקודות בסיס, לרמה של 3.25%.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש מאי 2011 ללא שינוי ברמה של 3% עקבית עם התהליך של החזרת הריבית לסביבת ריבית "נורמאלית" 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 ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. ברמת הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות וביניהן התפתחות האינפלציה והציפיות, הערכת סביבת הפעילות הריאלית תוך התייחסות לנעשה בעולם, שוק הדיור, והשפעת הגדלה אפשרית של פערי הריביות מול חו"ל על שער החליפין.

בדיון צוין כי לאחר העלאת הריבית בחודש שעבר התמתנו הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, הן משוק ההון והן של החזאים, והן נעות סביב ה-3%, הגבול העליון של תחום יעד האינפלציה. גם בטווחים הארוכים יותר ירדו הציפיות הנגזרות משוק ההון², והן הולכות וקטנות ככל שהטווח מתארך, עד לרמה של כ-2.5 אחוז בטווח של 10 שנים. גם לפי תחזית חטיבת המחקר האינפלציה תתכנס בשנה הקרובה אל טווח היעד, בהנחה שהריבית תעלה בהדרגתיות עד לרמה של 4.4%. במבט לאחור, הודגש כי האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים הסתכמה ב-4.3%, מעל לגבול העליון של תחום יעד האינפלציה, ואילו בששת החודשים האחרונים קצב עליית המחירים (מנוכה עונתיות, במונחים שנתיים) היה גבוה אף יותר. צוין כי בין הגורמים שתרמו לאינפלציה נמצאים סעיף הדיור (בשנה האחרונה) וכן מחירי המזון האנרגיה (בחצי השנה האחרונה), גורמים אשר צפויים להמשיך להוות לחץ אינפלציוני גם במהלך השנה הקרובה, במיוחד על רקע העלייה המתמשכת במחירי הסחורות. על פי הערכת חטיבת המחקר, לאינפלציה עשויים לתרום גם לחצי שכר אפשריים במגזר

² מלבד הציפיות לטווח של 8-10 שנים הנגזרות מה-Forward, שעלו במעט.

הציבורי. מנגד, צוין, כי התחזקותו של השקל לעומת הדולר בחודשים האחרונים צפויה לתרום להאטת האינפלציה.

כמו כן, נדון המשך העלייה המהירה במחירי הדירות, שהוסיפו לעלות החודש בכ-1.7%, ובכך השלימו עלייה של 16.1% ב-12 החודשים האחרונים. במקביל לעליית מחירי הדירות התרחשה עלייה גם בהיקף המשכנתאות שניתנו בחודש מארס, ועד כה השנה גדלה יתרת המשכנתאות ב-1.9%, זאת לאחר עלייה של 11.4% בשנת 2010. העלייה בהיקף המשכנתאות התרחשה על אף עליית הריביות בכל האפיקים. אחד המשתתפים ציין כי הביקושים הגדולים לדירות באים במנוגד להתמתנות הצריכה הפרטית ומדדי הלכי הרוח, כך שמדובר בתופעה ייחודית. המשתתפים דנו בהשלכות שיש לגידול באשראי לדיוור על היציבות הפיננסית בעיקר נוכח האפשרות של ירידה משמעותית במחירי הדירות בעתיד, אם כי צוין בדיון שהסיכוי להתממשות תרחיש של ירידה משמעותית במחירי הדירות הוא נמוך. על רקע זה תמכו כל חברי ההנהלה בכך שתבחן הפעלתו של צעד מאקרו-יציבותי משמעותי בתחום האשראי לדיוור.

סוגיה נוספת שנדונה היא ההתפתחויות בתחום שער החליפין. בין היתר צוין המשך הייסוף בשקל לעומת הדולר והאירו וההתחזקות של שער החליפין האפקטיבי, התפתחויות שהן גם תוצאה של פער הריביות וכניסה מחודשת של משקיעים זרים לשוק המק"מ. גם מטבעות נוספים, מלבד השקל, התחזקו מול הדולר כשהתופעה נפוצה בעיקר במשקים מהירי צמיחה. עם זאת, המשתתפים בדיון הצביעו על הגידול הניכר בייצוא למרות התחזקות השקל והועלתה האפשרות שישנם גורמים חיוביים אחרים המשפיעים על הייצוא שגוברים על השפעתו השלילית של הייסוף. מנגד הודגש כי השפעת השינויים בשער החליפין על הייצוא מתרחשת בפיגור ועל כן לשינויים אלה עלולות להיות השפעות בהמשך.

בדיון נסקרו פעולות אותן נקטו בנקים מרכזיים במדינות אחרות במטרה לצמצם השקעות קצרות טווח ובכך למתן את עוצמת הייסוף של המטבע המקומי.

לאור תנאי הרקע שהוצגו תמכו מרבית חברי ההנהלה בהשארית הריבית על רמה של 3%, והדגישו את ההתמתנות של הציפיות לאינפלציה לאחר העלאת הריבית בחודש הקודם והפער הגדול ממילא הקיים בין הריבית בארץ לריביות במשקים המרכזיים בחו"ל, פער שמשפיע על שער החליפין. חבר הנהלה אחד תמך בהעלאת הריבית ב-25 נ"ב לאור המשך הימצאות האינפלציה בפועל מעל הגבול העליון והציפיות לאינפלציה בגבול העליון של היעד.

לאור מכלול הגורמים, החליט הנגיד להשאיר את הריבית לחודש מאי ללא שינוי, ברמה של 3 אחוזים.

בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד השארת הריבית בחודש מאי 2011 ללא שינוי:

- בציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים כפי שנמדדות בשוק ההון נרשמה ירידה אשר חלקה מוסברת בהעלאת הריבית בחודש הקודם. יחד עם זאת, ציפיות אלה העומדות על 3.1%, שיעור דומה לממוצע תחזיות החזאים אשר שמרו על יציבות החודש, עדיין נמצאות מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. גם בציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים משנה, נרשמה ירידה בחודש האחרון ורובן נמצאות כעת בתוך יעד האינפלציה.
- הייסוף שנרשם בשקל בתקופה האחרונה והעלאת הריבית האחרונות צפויים למתן את האינפלציה בחודשים הקרובים.
- אינדיקטורים לפעילות הכלכלית שנוספו החודש תומכים בהערכה שברביע הראשון של 2011 נמשך הגידול המהיר בפעילות ובביקושים. בחודש האחרון עדכנה חטיבת המחקר את תחזית הצמיחה לשנת 2011 ל-4.5% לעומת 3.8% בתחזית הקודמת. בעולם נמשכת ההתאוששות הכלכלית. עם זאת, ישנם עדיין מספר סיכונים המגבירים את רמת האי ודאות ביחס להמשך הצמיחה העולמית.
- מחירי הדירות המשיכו לעלות גם החודש וב-12 החודשים האחרונים עלו ב-16.1%. יתרת האשראי לדיוור עלתה ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר 2011 ב-12.8%. כ-86% מההלוואות לדיוור שניתנו בחודש מארס היו בריבית משתנה. על רקע המשך ההתפתחויות הללו בוחן בנק ישראל הפעלת צעדים נוספים בתחום האשראי לדיוור כבר בזמן הקרוב.
- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים עדיין נמצאות ברמות נמוכות. אולם, לאחרונה העלה ה-ECB את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז. בנוסף, על רקע האצת האינפלציה במשקים המתפתחים, בנקים מרכזיים בעיקר בשווקים מתעוררים, ממשיכים בהעלאת ריבית ונוקטים בצעדי ריסון נוספים. 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 לייסוף שער החליפין והשפעתו על הייצוא ולכן על הפעילות במשק.

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 בשווקי הנכסים ובכללם בשוק הדיוור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-24 באפריל 2011.

בפורום המצומצם השתתפו :

פרופ' סטנלי פיישר – נגיד הבנק
פרופ' צבי אקשטיין – המשנה לנגיד הבנק
ד"ר קרנית פלוג – מנהלת חטיבת המחקר
ד"ר עקיבא אופנבכר – 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
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית
מר נועם מיכלסון – כלכלן, חטיבת המחקר

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב:

הצמיחה בארה"ב נמשכת ואף מתייצבת והופכת לבת קיימא בסקטורים מסוימים. שוק התעסוקה מציג את עיקר השיפור כשבדוח התעסוקה האחרון חל גידול של כ-230 אלף במספר המועסקים בסקטור הפרטי (גם הדוח לחודש הקודם עודכן כלפי מעלה), אולם חסרים עדיין כ-7 מיליון עובדים רק בכדי לחזור לרמות התעסוקה שהיו טרם משבר Lehman. כמו כן, שיעור המובטלים מעל ל-27 שבועות נמצא ברמות שיא (כ-6 מיליון).

השיפור בשוק העבודה נובע מהמשך ההתרחבות בפעילות העסקית ועליה באמון החברות בהתאוששות הכלכלה וגם מגידול מקביל בצריכה הפרטית בארה"ב שהוסיפה לעלות החודש (פעם תשיעית ברציפות) ובאשראי הצרכני (חודש חמישי ברציפות). מגמה זו הינה החשובה ביותר בהתאוששות הכלכלה האמריקאית, הגידול בהעסקת עובדים מעלה את בטחון הצרכנים שבתמורה מעלה את הצריכה הפרטית (כ-70% מהתוצר) ואת הפעילות העסקית וחוזר חלילה.

רמות האינפלציה עולות בחודשים האחרונים אולם אינפלציית הליבה נמצאת עדיין ברמה נמוכה – כ-1%. לנוכח פערי התוצר והתעסוקה הגדולים, ממשיך ה-FED להותיר את הריבית על רמתה הנמוכה, וציפיות השוק הן שהעלאה ראשונה בארה"ב תתרחש רק בתחילת 2012. עם זאת, האינפלציה מתחילה לקבל תשומת לב בהצהרות ה-FED.

נושא מרכזי ביותר הוא מצב החוב, הממשיך להידרדר. השבתת פעילות הממשל נמנעה החודש כמעט ברגע האחרון זאת לאחר שהנשיא Obama הגיע להסכמה בנוגע לקיצוץ תקציבי של כ-38 מיליארד דולר. אירוע זה מהווה תזכורת חשובה לבעיות החוב הקשות של הממשל ושל הרשויות המקומיות³. תקרת החוב הנוכחית עומדת על כ-14.3 טריליון דולר בעוד החוב הציבורי עומד על 14.2, הפרש שמשאיר לממשל יתרה של כ-80 מיליארד דולר לפעילויות השונות כולל החזר חובות⁴. האוצר האמריקאי יכול אומנם לנקוט בצעדים אשר יגדילו את מלאי המזומנים אולם לצעד כזה יכולה להיות השפעה על אמון המשקיעים. יש לציין שכל זאת מתרחש בשעה בה רמות החוב והגירעון התקציבי של ארה"ב נמצאים ברמות שיא ושהסיכון למשבר חוב גם בארה"ב בטווח הבינוני צובר תאוצה. כך גם עפ"י S&P אשר שינתה החודש את תחזית האשראי של ארה"ב מיציב לשלילי.

גם ה-IMF בסקירתו האחרונה ציין את סיכון החוב המתגבר ואת הצורך בהתאמות פיסקאליות משמעותיות בטווח הבינוני. הממשל בארה"ב ער לסיכון זה, כשהחודש, בפעם השנייה מתחילת השנה, הציג הנשיא Obama את תוכנית הקיצוץ הרב שנתית (שתתפרס על כ-10 שנים) בגובה של כ-4 טריליון דולר תוך הקטנת הגירעון מהתוצר לרמה של כ-2.5% עד 2015. ברקע, תוכנית ה-QE2 צפויה להסתיים במהלך חודש יוני, כשבשווקים קיימות הערכות סותרות בנוגע להשפעת סיום התוכנית על התשואות ועל עלויות הגיוס של הממשל.

³ לפי רויטרס, סך הגיוסים השנה ברשויות המקומיות בארה"ב נמצא בשפל, כ-32.5 מיליארד \$ מתחילת השנה לעומת סכום כמעט כפול בתקופה המקבילה אשתקד.
⁴ מאז 1940 הועלתה תקרת החוב 80 פעמים.

שוק הנדל"ן ממשיך להיות החוליה החלשה בהתאוששות הכלכלה האמריקאית. מספר הבתים שצפויים להיות מעוקלים השנה עומד על כ-1 מיליון, מחיר הבית הממוצע עמד במהלך סוף פברואר על כ-160 אלף דולר, מינימום של 9 שנים, כשגם נתוני מכירות הבתים ממשיכים לאכזב.

אירופה:

לראשונה מאז המשבר, העלה ה-ECB העלה את ריבית הבנק המרכזי ל-1.25%. ההעלאה הייתה צפויה על רקע המשך העלייה באינפלציה בגוש האירו בחודשים האחרונים (2.7% YOY במרץ, היעד עומד על קצת פחות מ-2% ב-ECB) והשיפור הניכר בכלכלות הליבה של היבשת. סימני שאלה רבים אופפים את הצורך בהעלאה זו, בעיקר לאור הנזק שעלול להיגרם לכלכלות החלשות של אירופה כתוצאה מצעד זה. אירופה עדיין צריכה להתמודד עם משבר החוב המתמשך, קשיי המימון של כלכלות רבות, תלות של המערכת הבנקאית במכרזי הנזילות של הבנק המרכזי והריסון הפיסקאלי החד שחלקן נטלו על עצמן. העלאה זו (לבטח אם תמשך) תייקר את עלויות הגיוס בשווקים, תקשה עוד יותר על מאמצי השיקום של כלכלות ה-PIGS ועל התאוששות הביקוש המקומי והתחרותיות מול העולם.

הצטרפותה של פורטוגל החודש למועדון החברות הזקוקות לסיוע כלכלי מדגיש את העובדה שמשבר החוב ממשיך להוות סיכון סיסטמי עיקרי לכלכלה האירופאית בפרט ולשווקים הפיננסיים בכלל. הבעיה המרכזית נמצאת ברמות החוב העצומות של כלכלות ה-PIGS ביחס לגודל התוצר ולפוטנציאל הצמיחה, כשנראה שהקיצוצים הפיסקאליים עלולים רק להחמיר בעיה זו.

ממשלות אירופה אומנם הסכימו להגדיל את הסכום האפקטיבי של קרן ה-EFSF ל-440 מיליארד\$, סכום שבשילוב עם ה-IMF אמור, לפחות בתיאוריה, לסבסד גם את בעיות החוב של ספרד. אולם, המשך העלייה ברמת התשואות (ובמרווחים מול גרמניה) של כלכלות ה-PIGS לרמות שיא חדשות⁵ (בעיקר ביוון ועל אף השיפור הדרמטי בתנאי הסיוע, שכללה הארכה של התוכנית ל-7.5 שנים והורדת העלות ב-1% לכ-4.2%) מבטא אולי יותר מכל את חוסר האמון של המשקיעים באמינות תוכניות הסיוע השונות ואת הציפייה הגוברת שלא יהיה מנוס מהסדר חוב אשר יפגע גם במשקיעים השונים. בינתיים החשש מפני בעיית חוב בספרד המשיכו לקטון, בין היתר על רקע צעדים פיסקאליים משמעותיים ביניהם העלאת גיל הפרישה לפנסיה ודחיית צעדי הגדלת ההון בבנקים האזוריים בספרד. אולם, הכלכלה הספרדית מצויה עדיין במשבר רציני, רמות האבטלה נעות עדיין סביב ה-20% והקשיים בסקטור הנדל"ן לא מגולמים עדיין במלואם. בנוסף, החשיפה של המערכת הבנקאית הספרדית לכלכלת פורטוגל הינה הגבוהה בקרב מדינות האיחוד⁶. יחד עם זאת, הבנקים בספרד אינם היחידים הנמצאים בבעיה, עיקר הסיכון הנגזר על כלכלת האיחוד ומאמצי ההתאוששות מקורו במאזני הבנקים השונים. בנקים אלה חייבים לגייס בשנתיים הקרובות סכומי שיא של כ-2.5 טריליון אירו (לפי ה-IMF), זאת בתקופה בה הלחצים על שוק ההנפקות צפוי להיות ניכר עקב בעיות החוב של

⁵ התשואה על אג"ח יוונית לשנתיים זינקה ליותר מ-20%, בפורטוגל התשואה לאותו טווח עברה את ה-10%, באירלנד התשואה קרובה ל-10%.

⁶ סך החשיפה נכון לסוף 2010 עמד על כ-65 מיליארד אירו, נתון ה-BIS.

הממשלות השונות באירופה. עיקר הלחץ קיים בבנקים הגרמניים אולם בשבועות האחרונים החלו בנקים רבים לגייס הון מהשווקים גם על רקע מבחני הלחץ הצפויים באירופה בחודש יוני.

המשקים המתעוררים:

כלכלות המזרח (בראשות סין, שצמחה ברבעון הראשון ב-9.7%, מעל לציפיות) ממשיכות להיות בבסיס התאוששות הכלכלה העולמית גם במהלך החודש החולף. אולם הסיכון המרכזי (בטווח הקצר) הנשקף לכלכלה העולמית – המשך העלייה במחירי הסחורות (הזהב והכסף המשיך לשבור שיאים גם החודש כמו גם מדד ה-CRB ללא אנרגיה; מחיר הנפט מסוג Brent עלה מתחילת השנה בכ-25%) – מאיים במיוחד על השווקים המתעוררים, בהם מרכיב הסחורות בתוצר משמעותי יותר. המשך העלייה במחירי הסחורות והאינפלציה הנלוות לכך מציבים אתגר משמעותי בפני בנקים מרכזיים. חלק ניכר מהבנקים המרכזיים בשווקים המתעוררים ובפריפריה ממשיכים להגיב בצעדי ריסון מוניטריים. סין העלתה החודש את הריבית המוניטרית בפעם הרביעית ברציפות מאז אוקטובר (מגמה שצפויה להמשך על רקע העלייה הנוספת בנתון האינפלציה האחרון, 5.4% ב-12 החודשים האחרונים ממאס), גם דנמרק, טיוואן, פולין וצ'ילה (+50 נ.ב.) נקטו בצעד דומה. גם החודש המשיכו בנקים מרכזיים בעולם לבצע התערבויות בשוקי המט"ח. בתוך כך צופה UBS, כי כלכלות G-7, ימשיכו להגדיל בשנים הקרובות את רזרבות המט"ח על מנת להתמודד עם התנודתיות הרבה בשוקי המט"ח בעולם. בנוסף, במפגש ה-BRICS החודש בסין הביעו המשתתפים את רצונם במטבע רזרבה עולמי שיחליף את הדולר האמריקאי.

שוקי ההון:

מגמה שלילית נרשמה במרבית שוקי ההון העולמיים במהלך רוב התקופה, בעיקר על רקע אי הודאות הגוברת בנוגע לרעידת האדמה ביפן, מהמשך אי היציבות בעולם הערבי ומההרעה האחרונה במשבר החוב באירופה (ובארה"ב). גם המשך העלייה במחירי הסחורות ופתיחה יחסית מאכזבת של עונת הדוחות הובילו לשינוי הסנטימנט, על אף שההערכות הן שעם הזמן יתברר כי רווחי החברות המרכיבות את ה-S&P500 דווקא גדלו. למרות זאת, בסיכום חודשי נרשמו עדיין עליות שערם (חלקן נאות) בשווקים המתעוררים בעוד ירידות השערים, חלקן חדות, אפיינו את השווקים המפותחים. גם מדדי הסיכון השונים נמצאים ברמות נמוכות, ה-VIX עמד במהלך התקופה הנסקרת על כ-16 נקודות, לאחר שבחודש שעבר כבר התקרב לרמת ה-30 נקודות. במקביל, גם מרווחי התשואות בדירוגים השונים (בארה"ב) נמצאים ברמות נמוכות. מן הצד השני, מרווח ה-EMBI שב לעלות בשבועות האחרונים ל-273 נ.ב..

התשואות על אג"ח ממשלתיות בעולם אופיינו החודש בתנודתיות רבה. באירופה נרשמה עליית תשואות כללית, זאת על רקע העלאת הריבית, משבר החוב בפורטוגל והערכות גוברות שלא יהיה מנוס מהסדר חוב ביבשת. באוסטרליה, בניו-זילנד וביפן עלו התשואות גם כן על רקע העלייה הנמשכת במחירי הסחורות וכתוצאה מהמשבר ביפן. בארה"ב, לעומת זאת, נרשמה בסוף התקופה ירידת תשואות, אם כי התנודתיות עדיין גבוהה ומושפעת מהמשך השינויים באווירת הסיכון בעולם, מהמשבר ביפן, ולאחרונה גם מבעיות החוב המתגברות גם בה.