



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

הדיונים התקיימו ב-19 וב-23 במאי 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 מאי 2011, ב-24 באפריל 2011, לבין מועד החלטת הריבית לחודש יוני 2011, ב-23 במאי 2011) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במרבית תחומי הפעילות במשק. האומדן הראשון של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון מצביע על צמיחה של 4.7% בתוצר המקומי הגולמי – נתון שמתיישב עם צמיחה גבוהה מהתחזית האחרונה של חטיבת המחקר בבנק ישראל (4.5% לשנת 2011) - ו-5.8% בתוצר העסקי. התמונה המאקרו-כלכלית המצטיירת עד כה היא של משק שבו השימושים בתוצר - המקומיים ומחו"ל - גדלים בקצב מהיר. עם זאת, רמת התוצר ברביע הראשון של 2011 תואמת בקירוב, להערכת

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

חטיבת המחקר, את רמת התוצר הפוטנציאלי. מנתוני שוק העבודה עולה כי למרות התקרבות המשק לתעסוקה מלאה לא ניכרים עדיין לחצי שכר במגזר העסקי: ניתוח נתוני שכר ענפיים מלמד כי במרבית הענפים השכר הנומינלי עולה בשיעור מתון.

החשבונאות הלאומית

האומדן הראשון של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2011 מצביע על המשך הגידול המהיר בפעילות הכלכלית: התוצר גדל ב-4.7 אחוזים, הצריכה הפרטית ללא בני קיימא ב-3.7 אחוזים, ההשקעה בנכסים קבועים ב-23.7 אחוזים, היצוא ב-16 אחוזים והייבוא ב-15.9 אחוזים. הצריכה הציבורית המקומית, שהיא תנודתית על פני השנה בדרך כלל, ירדה ב-5 אחוזים עקב ירידה של 25.3 אחוזים בצריכה הביטחונית המקומית, ובכך מיתנה במעט את הלחץ של הביקושים על התוצר. התוצר של הסקטור העסקי גדל ב-5.8 אחוזים. יצוין כי בהסתכלות על ארבעה רביעים אחרונים בולטת עלייה של 6.6 אחוזים בתוצר העסקי, עלייה של 22.7 אחוזים בהשקעה בנכסים קבועים, עלייה של 11.5 אחוזים ביצוא ועלייה של 10.2 אחוזים ביבוא.

אינדיקטורים לפעילות הריאלית

ביחס לקצב ההתרחבות בחודש אפריל, האינדיקטורים שנוספו החודש, מעורבים: על פי נתונים חודשיים מסקר המגמות החדש של הלמ"ס נמשך באפריל שיפור בפעילות העסקית של המגזר הפרטי. בציפיות החברות בסך המגזר העסקי ניכרת אופטימיות רבה לגבי היקף הפעילות בחודשים הקרובים - מאזני הנטו של הציפיות גבוהים ודומים לאלה שדווחו בחודשים קודמים. שני מדדי אמון הצרכנים, של גלובס ושל בנק הפועלים, עלו באפריל (ב-4.2 וב-2 נקודות בהתאמה), בהמשך לעליותיהם בחודש הקודם. למרות התנודתיות, מדדים אלה נמצאים ברמה יחסית גבוהה. כנגד, על פי מדד החיפושים ב-Google, חלה האטה בכל הסעיפים הקשורים לביקושים המקומיים, כך שסך ההסתברות להאטה הגיע ל-0.7 בחודשים אפריל-מאי, זאת לעומת ההסתברות של 0.5 בחודש הקודם. בהשוואה למצב לפני חודש האטה משמעותית נרשמה בחיפושי מוצרי בני-קיימא, טיפוח אישי, מסעדות ותיירות. בנוסף, על אף העובדה כי מדד מנהלי הרכש בתעשייה עלה בחודש אפריל וכי מרבית רכיבי המדד - כולל תפוקת ייצור, ביקושים ליצוא ותעסוקה - נמצאים במגמת ההתרחבות, מדד זה עדיין נמצא מתחת לרמה של 50 נקודות ולפיכך מצביע על התכווצות הפעילות.

שוק העבודה

נתוני שוק העבודה מצביעים על המשך מגמת ההתרחבות של התעסוקה והירידה באבטלה, עם עלייה מתונה בשכר. על פי נתוני המגמה לחודש פברואר, שיעור הבלתי מועסקים המשיך לרדת, והגיע ל-6% מכוח העבודה האזרחי. מספר דורשי העבודה ירד במאוס ב-1.2% ביחס לפברואר (נתונים מנוכי עונתיות) והיה נמוך ב-7% מאשר בחודש המקביל אשתקד. השכר הנומינלי עלה בחודשים דצמבר-פברואר לעומת שלושת החודשים שקדמו ב-1.2%, בעוד שהשכר הריאלי ירד ב-0.4% (נתונים מנוכי עונתיות). תקבולי מס הבריאות לחודש אפריל 2011, המשמשים אינדיקציה להיקף סך תשלומי השכר

בחדש זה, גבוהים נומינלית ב-7.8% מאשר באפריל אשתקד. לאחרונה אישרה הממשלה העלאה של שכר המינימום ב-410 ש"ח, ל-4,300 ש"ח.

סחר תוצר

בחדש אפריל ירד ייצוא הסחורות ב-2.1 אחוזים, לאחר עלייה מהירה ומתמשכת ב-6 החודשים הקודמים. ב-3 החודשים הקודמים עלה הייצוא בקצב חודשי ממוצע של כ-4 אחוזים. העלייה המהירה של הייצוא במחצית השנה האחרונה, התרחשה במקביל לעלייה מהירה של הסחר העולמי. מדד הסחר המשולש² מצביע על גידול מתמיד בקצב ממוצע של 2 אחוזים לחדש ב-6 החודשים האחרונים. ייבוא הסחורות עלה באפריל ב-6.3 אחוזים, בהמשך לגידול חודשי ממוצע של 2.9 אחוזים בשלושת החודשים הקודמים. בחדשים האחרונים בולט גידול מתמיד בייבוא של מוצרי השקעה, התפתחות המשקפת ככל הנראה תיקון לירידת משקלו בתקופת המשבר (התקרבות לסגירת פער התוצר).

2. נתוני התקציב

גביית המיסים ברביע הראשון של השנה הייתה גבוהה ב-2.4% מהתוואי העונתי העקבי עם תחזית התקציב; ההוצאות המקומיות בארבעת החודשים הראשונים של השנה נמוכות ב-0.6% מהתוואי העונתי התואם ביצוע מלא של התקציב. על סמך מגמות אלו, גם בהנחה שיתקיים ביצוע מלא של התקציב, צפוי הגירעון השנה להיות נמוך מהתקרה הקבועה בחוק (3 אחוזי תוצר).

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחדש אפריל ב-0.6 אחוזים - שיעור הנמוך מתחזיות המוקדמות ומתחת לתוואי העונתי המתיישב עם טווח יעד האינפלציה לחדש זה הנע בין 0.7 ו-0.9 אחוזים. יצוין כי זהו החדש השני ברציפות שבו המדד החודשי נמוך מהתוואי המתיישב עם טווח יעד האינפלציה, לאחר ארבעה חודשים שבהם הוא נע מעל תוואי זה. בניכוי עונתיות ירד מדד אפריל ב-0.1 אחוזים. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-4 אחוזים, מעל הגבול העליון של היעד. עליית המדד בחדש אפריל הושפעה, בדומה לחודשים האחרונים, מעליות במחירי המזון והאנרגיה ומהמשך עליית מחירי הדיור, אך גם מהעלייה העונתית במחירי הלבשה וההנעלה. ירידות מחירים נצפו רק בסעיף הריהוט והציוד.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לשנים עשר החודשים הבאים, כפי שהן נמדדות משוק ההון, עומדות בחדש האחרון בממוצע על 3.3%, ואילו בציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים נשמרה יציבות בתוך טווח יעד האינפלציה. ממוצע תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים נותר ללא שינוי ביחס לחדש הקודם,

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

ברמה של 3.1%, מעט מעל הגבול העליון של היעד. ריבית בנק ישראל בעוד שנה צפויה לעמוד לפי שוק התלבור על 4.2%, ולפי ממוצע תחזיות החזאים – על 4.3%. כמחצית מהחזאים צופים כי בנק ישראל יותיר את ריבית יוני ללא שינוי, וכמחציתם צופים כי הבנק יעלה את הריבית לחודש יוני ב-0.25 נקודת אחוז.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

במהלך התקופה הנסקרת נרשמה באפיק השקלי בשוק האג"ח הממשלתיות ירידת תשואות של 5-10 נ"ב בעיקר בטווח הבינוני. בעקום הממשלתי הצמוד ירדו התשואות ב-7-12 נ"ב במרבית הטווחים. באפיק המק"מ נרשמה מגמה מעורבת, עם ירידת תשואות בטווח הקצר ועליית תשואות של 5-15 נ.ב במרבית יתר הטווחים, בין היתר על רקע קיצור המח"ם של הזרים והצפי להעלאת ריבית.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

כתוצאה מאי שינוי בריבית לחודש מאי ולפני החלטת הריבית לחודש יוני, נותר פער הריביות בין ישראל לבין ריבית הפד והריבית של הבנק המרכזי האירופאי ברמה של 2.75% ושל 1.75% בהתאמה.

המרווח בין אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב התרחב במהלך התקופה הנסקרת, ועומד על כ-210 נ.ב, בעיקר על רקע ירידת תשואות גבוהה יותר בארה"ב.

מצרפים מוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) בשיעור של 5%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-6.5%.

שוק האשראי

בחדש מארס נרשמה ירידה של 1.2% ביתרת האשראי למגזר העסקי, לרמה של 764 מיליארדי ש"ח. עיקר הירידה נבעה מהייסוף שנרשם במארס, אשר השפיע על השווי השקלי של יתרת האשראי מחו"ל. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה במארס בשיעור של 1.4% והסתכמה ב-345 מיליארדי ש"ח. בתוך כך עלתה יתרת האשראי לדיוור במארס בכ-1%, לאחר עלייה דומה בפברואר. ההיקף הכולל של המשכנתאות אשר ניתנו ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל הוא כ-50 מיליארדים, גבוה ב-25% מאשר ב-12 החודשים הקודמים. כ-47% מהמשכנתאות החדשות שניתנו באפריל היו לא צמודות בריבית משתנה. ב-5/5/2011 נכנסה לתוקפה הוראת בנק ישראל בדבר הגבלת חלקו של האשראי לדיוור בריבית משתנה. שיעורי הריבית על המשכנתאות עלו באפריל בכל האפיקים.

שוק הדיור

בשוק הדירות נמשכו עליות המחירים. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים פברואר-מארס בקצב חודשי של 1%, המשך לעלייה של

1.4% בחודשים ינואר-פברואר. הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה, אם כי התמתן מעט; ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-13.9%. לעומת מחירי הדירות שנמדדים בסקר, מדד מחירי הדיור, המתבסס בעיקר על חוזי שכירות ונכלל במדד המחירים לצרכן, עלה באפריל ב-0.7%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-6% – מעט פחות מעלייתו, בהסתכלות זו, בחודש הקודם. נתוני המגמה מצביעים על ירידה מסוימת במכירת דירות חדשות בחודשים האחרונים, ובמקביל נמשכת ירידה מתונה במלאי הדירות החדשות למכירה.

הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל, שעודכנה החודש, היא כי האינפלציה במהלך 2011 תהיה מעל הגבול העליון של היעד, ותרוך לתוך תחום היעד ברביע הראשון של 2012 (התחזית לגבי המועד שבו האינפלציה תיכנס לתוך היעד הוקדמה לעומת התחזית הקודמת - אמצע 2012). חטיבת המחקר חוזה העלאה הדרגתית של הריבית עד לכ-4.2% בעוד שנה (לעומת 4.4% בתחזית הקודמת).

הגורמים העיקריים לעליית האינפלציה נשארו על כנם והם: רכיב הדיור (שכר דירה) שצפוי להמשיך לעלות בקצב גבוה, עליית הביקושים לתוצר, ועליית מחירי האנרגיה והסחורות. מנגד צוין כי הכוח המרכזי הפועל לריסון האינפלציה הוא הייסוף האפקטיבי וההשפעות בפיגור של העלויות הקודמות בריבית

הגורמים העיקריים שיש בהם כדי לשנות את התחזית לגבי הפעילות הריאלית והאינפלציה בישראל הם: התרחשויות בכלכלה העולמית – ובכללן התפתחויות במחירי הסחורות והנפט, התפתחויות בשוק הדיור, סיכונים גיאופוליטיים והתגברות אפשרית של לחצי שכר במגזר הציבורי.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-21/4/2011, ועד 20/5/2011 פוחת השקל לעומת הדולר ב-2.4%, בדומה למגמה העולמית, ואילו מול האירו נותר השקל כמעט ללא שינוי. התחזקות הדולר מול המטבעות העיקריים נבעה מהתעצמות החששות ממשבר חוב באירופה ומהירידה החדה של מחירי הסחורות. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נחלש השקל בכ-0.9%.

שוק ההון

בתקופה הנסקרת נרשמו ירידות שערים ברוב מדדי המניות בת"א, בדומה להתפתחות במרבית שוקי המניות בעולם. מדד ת"א 25 ומדד ת"א 100 ירדו בכ-3.6% וב-3.9%, בהתאמה. בחודש אפריל נמשכה ההאטה בהיקף הנפקת המניות שהסתכם בכ-10 מליון ש"ח בלבד, רובו בענף המסחר והשירותים. זאת לעומת כ-90 מליון ש"ח במרץ ו-294 מליון ש"ח בפברואר. ההיקף ההנפקות באפריל הוא הנמוך ביותר מזה שנתיים.

קצב הנפקות האג"ח הקונצרניות עמד בחודשים האחרונים על כ-4 מיליארד ש"ח בחודש, לעומת ממוצע של כ-3 מיליארד בחודש בשנת 2010, והדירוג הממוצע של ההנפקות עלה בחודשים האחרונים. במדדי התל-בונד הצמודים נרשמו עליות שערים - תל בונד 20 ו-40 עלו ב-1.4% ו-1.2%, בהתאמה - ומדד תל בונד שקלי עלה ב-0.9%.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווחי ה-CDS, נותרה בסיכום חודשי כמעט ללא שינוי ברמה של 143 נ"ב.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

התאוששות הכלכלה העולמית נמשכה גם במהלך החודש האחרון, אף כי נראה כי חלה האטה מסוימת, והאופטימיות לגבי המשק העולמי, ובפרט לגבי ארה"ב ואירופה פחתה. נתוני המקרו שהתפרסמו בחודש החולף מציגים תמונה מעורבת. קרן המטבע הבין-לאומית צופה כי התוצר העולמי יצמח ב-2011 וב-2012 בשיעורים של 4.4% ו-4.5% בהתאמה, בדומה לתחזית שפרסמה הקרן בינואר, אם כי תוך הדגשה של הסיכונים כלפי מטה לתחזיות אלה. בחודשים האחרונים חזרה תשומת הלב העולמית והתמקדה במשבר החוב באירופה, ובייחוד ביוון. מחירי הסחורות, בעיקר המזון והנפט, ירדו החודש על רקע נתוני המקרו בעולם והתחזקות הדולר, אף כי עדיין לא ברור אם מדובר בתפנית. מכל מקום, נראה כי הירידה שכבר נרשמה במחירי הסחורות צפויה למתן את האינפלציה העולה בשווקים המתפתחים. על רקע אלה, הערכת בתי ההשקעות היא כי בגוש האירו לא צפויה העלאת ריבית לפני יולי, והציפיות להעלאת ריבית בארה"ב אף נדחו. בכמה מהמשקים המתפתחים נמשכו גם החודש העלאות הריבית.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש יוני 2011

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש יוני 2011, חבר הנהלה אחד המליץ להשאיר את הריבית ללא שינוי ושלושה חברי הנהלה המליצו להעלות את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.25%.

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 ליוני עקבית עם תהליך זה. ברמת הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן: התפתחות באינפלציה ובציפיות לאינפלציה, הערכת סביבת הפעילות הריאלית תוך התייחסות לנעשה בעולם וכן לסיכונים גיאופוליטיים.

הנושא הראשון שעלה בדיון הוא התפתחויות באינפלציה והציפיות לה. המשתתפים ציינו כי סביבת האינפלציה עדיין נמצאת מעל הגבול העליון של טווח יעד האינפלציה שמרכזו הוא 2%. צוין כי האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחורנית עומדת על 4% וכי על אף העובדה שהאינפלציה בניכוי עונתיות הייתה נמוכה בחודשיים האחרונים אין עדיין להסיק לגבי נקודת המפנה בתהליך. חברי הפורום התייחסו לכך שהציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים כפי שהן נגזרות משוק ההון והן של החזאים גבוהות - גם החודש הן נעו מעל הגבול העליון של היעד. זאת למרות שברקע פעלו מספר כוחות הממתנים את האינפלציה – התיסוף שחל בשקל בתקופה האחרונה והירידה שנרשמה במחירי הסחורות בעולם, בעיקר בסעיפי המזון והנפט. עוד צוין, כי גם לפי התחזית של חטיבת המחקר האינפלציה אמורה להתכנס במהלך ה-12 החודשים הקרובים אל טווח היעד בהנחה שהריבית תעלה בהדרגתיות לרמה של 4.2%. האינפלציה הנמוכה מהתחזיות, כפי שנמדדה בשני החודשים האחרונים, אינה מהווה סיבה מספקת לחריגה מהתוואי העולה של הריבית.

בדיון נדונה גם רמת הפעילות הכלכלית במשק. המשתתפים הסכימו כי מרבית האינדיקטורים שנוספו החודש תומכים בהערכה שברביע הראשון וגם בחודש אפריל נמשך הגידול המהיר בפעילות הכלכלית, בביקושים ובתעסוקה. צוין כי נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון מתיישבים עם צמיחה הגבוהה מהתחזיות המוקדמות של חטיבת המחקר וכי מהסתכלות על הנתונים העדכניים ועל 12 החודשים האחרונים בולטות במיוחד העליות הן בתוצר העסקי והן בשימושים המקומיים. גם נתוני התעסוקה מצביעים על המשך ההתרחבות אם כי לעת עתה לא נרשמות עליות שכר בלתי מבוקרות. התמונה המאקרו-כלכלית המצטיירת עד כה לדעת המשתתפים בדיון היא של משק עם ביקושים גואים, ירידה באבטלה והתקרבות לסגירת פער התוצר ולתעסוקה מלאה.

סוגיות נוספות שעלו בדיון הן רמת הפעילות של המשק העולמי והסיכונים הנשקפים לכלכלת ישראל – אלה הקשורים למשבר החוב באירופה וכן הסיכונים הגיאו-פוליטיים - והשלכותיהם הפוטנציאליות על תפקוד המשק הישראלי. בנוסף, חברי הפורום הביעו דאגה מפני האטה בפעילות של כלכלת ארה"ב ובאשר ליכולתה להתמודד עם הנטל הפיסקאלי הגדל, וכן התייחסו לסימני האטה במשקים המתעוררים – כולל התפתחויות אחרונות בסין. רוב המשתתפים העריכו כי אף על פי שרמת אי הוודאות ביחס לקצב ההתאוששות בעולם עלתה, לא צפויות השלכות משמעותיות על היקף הפעילות המקומית בטווח הקצר. לגבי הסיכונים הגיאו-פוליטיים הקיימים ברקע הוסכם כי אפשרות התממושתם אינה ודאית.

בהתחשב בשיעורי הצמיחה הגבוהים והתקרבות המשק לתעסוקה מלאה, שלושה חברי הפורום המליצו על העלאת ריבית במטרה לצמצם את שיעור האינפלציה.. לעומתם, חבר ההנהלה שהמליץ להשאיר את הריבית ללא שינוי ציין את אי הוודאות סביב המשך ההתאוששות של הפעילות הכלכלית בעולם ואת התגברותם של הסיכונים הגיאוגרפיים-פוליטיים כגורמים עיקריים להמלצתו.

ההמלצות להעלות את הריבית לקחו בחשבון שריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות ולא צפויות לעלות בקרוב. הוזכר כי פער הריביות הגדל בין משקים אלה לבין המשק הישראלי מצריך התייחסות לאיזון בין הלחצים המקומיים להעלאת הריבית, לבין ההשפעה של העלאה כזו לייסוף שער החליפין וכפועל יוצא גם על הייצוא ועל כלל הפעילות במשק. על רקע האינדיקטורים האחרונים לגבי הפעילות המשקית והפיחות בשקל שנרשם מאז הדיון המוניטרי האחרון, ציינו חברי הפורום כי העלאה זו לא צפויה להפר משמעותית את האיזון בין הכוחות שהוזכרו לעיל.

בנוסף, במהלך הדיון הודגש כי למרות ההתמתנות בקצב עליית מחירי הדירות בחודשים האחרונים הוא ממשיך להיות גבוה. כך ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-13.9%.

לאור מכלול הגורמים החליט הנגיד להעלות את הריבית לחודש יוני ב-0.25 נקודות אחוז לרמה של 3.25%. בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד העלאת הריבית לחודש יוני 2011 :

- סביבת האינפלציה עדיין נמצאת מעל הגבול העליון של טווח יעד האינפלציה. האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחורנית עומדת על 4%. הצפיית לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים כפי שהן נמדדות משוק ההון, וממוצע תחזיות החזאים נותרו גם החודש מעט מעל הגבול העליון של היעד. זאת, למרות שברקע היו מספר התפתחויות ממתנות באינפלציה – התיסוף שחל בשקל בחודשים האחרונים והירידה שנרשמה במחירי הסחורות.
- מרבית האינדיקטורים שנוספו החודש תומכים בהערכה שברביע הראשון ובחודש אפריל נמשך הגידול המהיר בפעילות הכלכלית, במיוחד בייצוא אך גם בביקושים המקומיים, וכן בתעסוקה. נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון מתיישבים עם צמיחה גבוהה מהתחזית האחרונה של חטיבת המחקר בבנק ישראל- (4.5% לשנת 2011). נתוני התעסוקה מצביעים על המשך ההתרחבות והתקרבות לרמה של תעסוקה מלאה. עם זאת, ישנם עדיין מספר סיכונים המגבירים את רמת אי הוודאות ביחס לקצב הצמיחה בעולם וההשלכות על המשק הישראלי.
- הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה, אם כי התמתן מעט; ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-13.9%.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים עדיין נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך גם בחודשים הקרובים. על רקע האצת האינפלציה במשקים המתפתחים, מספר בנקים מרכזיים המשיכו גם החודש בהעלאות ריבית.

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-23 במאי 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 אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד
 ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק
 גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית
 מר' קונסטנטין קוסנקו – כלכלן, חטיבת המחקר

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

על אף העלייה במוראל בקרב הציבור האמריקאי והתחזקות תמיכתו בממשל המכהן - עקב חיסולו של מנהיג Al Qaeda - נרשמה ירידה של כ-10% במדד האופטימיות של המשקיעים ביחס להתאוששותה של כלכלת ארה"ב בהשוואה לחודש ינואר. נתוני המאקרו המשיכו להיות מעורבים והצביעו על קצב הצמיחה הנמוך מהצפוי והמשך הירידה במחירי הבתים ברבעון הראשון מחד, ותוספת משרות גבוהה מהצפוי, מאידך. במהלך התקופה שקדמה להחלטת הריבית הנוכחית, עדכן ה-Fed הן את תחזית הצמיחה ל-2011 מהטווח של 3.9%-3.43% שפורסמה בינואר לטווח של 3.1%-3.3% בלבד - על רקע נתוני הצמיחה החלשים של הרבעון הראשון, והן את תחזית האבטלה מ-8.9% ל-8.5% - תוך התייחסות לכך כי הוא צופה להתפתחות איטית בכל הנוגע להורדת שיעור האבטלה. בהקשר של התכנית ההרחבה הכמותית (QE-2) ציין הנגיד האמריקאי כי זאת תושלם כמתוכנן עד סוף יוני, אך יחד עם זאת, כי ה-Fed ימשיך להחליף כל אג"ח שתגיע לפדיון באג"ח חדשה, כך שלמעשה ההרחבה הכמותית בשלב זה לא צפויה להשפיע, להערכתו, על השווקים. נראה כי תכנית ההרחבה הכמותית מיתנה לכל היותר את ההאטה בצמיחה אך לא הביאה להתחזקותה, ובנוסף

הביאה לעלייה ברמת האינפלציה ששחקה את העליות הנומינאליות. כך, לדוגמא, על אף עליה של 1.6% בפריזון העבודה ברבעון הראשון נרשמה ירידה של 2.5% בשכר הריאלי לשעה, הירידה החדה מזה 3 שנים, ועיקר העלייה בצריכה הפרטית מבטאת התייקרות מחירים ולא עליה ריאלית בביקושים.

מעבר לנתוני המאקרו, נראה כי הבעיה המרכזית של ארה"ב, כפי שביטא זאת Bernanke היא הגרעון הגדל. קרן המטבע העולמית ציינה בדו"ח ה-Fiscal Monitor הרבעוני שלה כי יפן (מסיבות מובנות) וארה"ב (מסיבות לא מוצדקות) הן 2 המדינות המפותחות היחידות שמגדילות את הגרעון הפיסקאלי שלהן. יצוין כי מאז פרוץ המשבר בחרה ארה"ב בהרחבה כמותית ופיסקאלית על מנת לעודד צמיחה במחיר של עליה בשיעור הגרעון והחוב ביחס לתוצר. נדמה כי ריבוי הקולות לצמצומים פיסקאליים ואף מוניטאריים, הן מבית (Walker, Volcker, Geithner) והן מחוץ לו, יחייבו בסופו של דבר צמצומים, אך הפעם במחיר של האטה בצמיחה ועליה בשיעור הבלתי מועסקים, כדוגמת המתרחש, להבדיל, ביוון ובפורטוגל. כך, לדוגמא, הירידה בצמיחה ברבעון האחרון הושפעה מאד מירידה בצריכה הציבורית, וצמצומים פיסקאליים נוספים עשויים להקשות עליה עוד יותר. עם זאת, על רקע החשש ממשבר החוב באירופה ונאומו היוני של Trichet בהודעתו על הותרת הריבית ללא שינוי (על אף העלייה ברמת האינפלציה ל-2.7% בחודש מרץ) והירידה החדה במחירי הסחורות התחזק הדולר מול האירו ב-2.1% מאז הישיבה המוניטארית הקודמת. הציפיות להעלאת ריבית בארה"ב נדחו ממרץ-אפריל ליוני.

אירופה

במהלך החודש האחרון התמקדה שוב תשומת הלב העולמית במשבר החוב באירופה בכלל וביוון בפרט. התקווה כי רקימת תכנית סיוע בהיקף של 78 מיליארד אירו לפורטוגל והקלה בקצב צמצום הגרעון הפיסקאלי הנדרש ממנה ב-3 השנים הבאות³ תביא לרגיעה, ולו זמנית, סביב משבר החוב ביבשת התפוגגה במהירות. פרסום לשכת הסטטיסטיקה האירופית כי הגרעון של יוון ב-2010 היה גבוה משמעותית מהציפיות ועמד על 10.5% (לעומת ציפיית הנציבות האירופית ל-9.6% בלבד) ועליית שיעור החוב ל-142.8% תוצר בסוף 2010 הביא להורדת דרוג החוב של יוון ע"י S&P בשתי רמות ל-B. נציב האיחוד האירופי למדיניות מוניטארית, אולה רן, ציין כי המצב של יוון "חמור ביותר" וכי כלכלת יוון צפויה להתכווץ השנה ב-3.5%.

יתר על כן, השמועות סביב רצונה של יוון לעזוב את גוש האירו (שהוכחשו ע"י יוון וגרמניה) עוררו מחדש את השאלות בקשר ליכולתן של מדינות הפריפריה של גוש האירו להימנע, בסופו של דבר, מפשיטת רגל. מנהל המחלקה האירופית ב-IMF הזהיר מהתפשטות משבר החוב באירופה למדינות הליבה ולכלכלות המתפתחות במזרח אירופה והביע נכונות להרחיב את הסיוע ליוון במידה והאחרונה תבקש, אך ציין כי יש ליוון יכולת לגייס מאות מיליארדי אירו ע"י הפרטת נכסים שמוחזקים בידי

³ רוככו היעדים לצמצום הגרעון בשנים 2011-2013 בכ-1.5% לשנה ל-5.9%, 4.5%-ו-3% לעומת 4.6%, 3%-ו-2% ביעד המקורי על מנת למנוע צמצום פיסקאלי חד מדי שיפגע קשות בצמיחה

הממשלה- צעד שיוון הייתה אמורה כבר לבצע ע"פ ההסכם הראשוני. ההערכות בשוק הן כי יוון לא יכולה להרשות לעצמה באמת להיפרד מגוש האירו ולמעשה מנסה להפעיל לחץ על מדינות הליבה של אירופה לקבלת הקלות בסיוע- שכן נטישתה של יוון את גוש האירו תפגע לא רק בה אלא גם בגוש כולו. ע"פ נתוני ה-BIS, החשיפה של בנקים באירופה ליוון עומדים על כ-100 מיליארד אירו. ע"פ הערכות בתי ההשקעות, הבנקים היווניים מחזיקים באג"ח של יוון בהיקף של כ-50 מיליארד אירו והתמוטטותן תסכן בנקים נוספים ביבשת ועלולה ליצור תופעת שרשרת שתסכן את יציבות כלל מערכת הבנקאות באירופה. בנוסף, פשיטת רגל של יוון תביא להפסד משמעותי של ה-ECB החשוף ליוון בהיקף של כ-200 מיליארד אירו שממומנים בעיקר ע"י גרמניה וצרפת ותייקר את עלות גיוס החוב של יתר מדינות ה-PIGS ובכך עשויה להחליש ואף לסכן את האירו ואת ההגמוניה הרגישה של הגוש כולו. לאור זאת, בתי השקעות סוברים כי האיום המרחף סביב נטישת יוון תוביל להרחבת היקף הסיוע ב-60 מיליארד אירו נוספים שאמורים לכסות את החזר החוב של יוון עד תום 2013. על אף ציפיית הרחבת הסיוע ליוון, חוסר האמון של המשקיעים ביכולת שיקומה של יוון מתבטא בעקום התשואות ההפוך של יוון (עם תשואה של כ-25% לשנתיים), והעובדה כי 85% מהנשאלים בסקר בלומברג סוברים כי יוון, במוקדם או במאוחר, תאלץ להגיע לחדלות פירעון. בנוסף, הפערים בין מדינות הליבה למדינות הפריפריה של גוש האירו הולכים וגדלים, כאשר הצמיחה של גוש האירו ברבעון הראשון הפתיעה לטובה (2.5% במונחים שנתיים לעומת צפי ל-2.2% בלבד), אך זאת בזכות גרמניה שהפתיעה עם צמיחה של 5.2% במונחים שנתיים שפיצתה, בין היתר, על יוון שהתכווצה ב-4.8% (למרות צמיחה של 3.2% ברבעון האחרון). רמת האינפלציה בגוש האירו ממשיכה לעלות והגיעה בחודש אפריל לרמה של 2.8% במונחים שנתיים. עם זאת, נאומו של Trichet נתפס כחינוי ולא צפויה העלאת ריבית לפני חודש יולי.

המשקים המתעוררים

סין מראה אף היא סימני האטה (במונחי הצמיחה שלה) החודש עם ירידה בייצור התעשייתי, במכירות הקמעונאיות ובמדד מנהלי הרכש בסקטור היצרני. האטה זו לא באה לידי ביטוי בריסון האינפלציה שנותרה גבוהה וירדה פחות מהמצופה ל-5.3% בחודש אפריל, ואשר הביאה את הבנק המרכזי של סין להעלות החודש את יחס הרזרבה ב-50 נ.ב., העלאה 5 מתחילת השנה.

שוקי ההון

שוקי המניות בעולם הושפעו ממשבר החוב של יוון הרבה יותר מנתוני הצמיחה שהפתיעו לטובה באירופה. ירידות השערים החלו לאחר הודעת ארה"ב על חיסול Bin Laden שגרמה לעליה ברמת שנאת הסיכון בעולם, כאשר מדד MSCI העולמי ומדד EMCI של המדינות המתפתחות ירדו מאז הסקירה המוניטארית הקודמת ב-2.3% ו-6%, בהתאמה. במקביל, בשוקי האג"ח נרשמה ירידת תשואות על רקע העלייה בשנאת הסיכון וחיפוש משקיעים אחרי "מקלט בטוח" נרשמו בארה"ב ירידת תשואות 25-30 נ.ב. בטווח של 5-10 שנים ובגרמניה ירידה של 15-20 נ.ב. באותם טווחים. מרווח ה-EMBI התרחב בתקופה הנסקרת מ-265 ל-281.8.

