

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

הדיונים התקיימו ב-24 וב-25 ביולי 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, את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. הדיון בפורום הרחב – מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

מרבית האינדיקטורים שנוספו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש יולי 2011, ב-27 ביולי 2011, לבין מועד החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2011, ב-25 ביולי 2011) מבססים את ההערכה שהמשק ממשיך לצמוח ברביע השני אך בקצב מתון יותר ביחס לרביע הראשון. הסיבה העיקרית, להתמתנות הצמיחה – ירידה ביצוא הסחורות, לאחר עלייה חדה ברביע הראשון. הירידה ביצוא בשילוב עלייה מתונה ביבוא, מביאים להמשך עלייה בגרעון המסחרי ברביע השני. על רקע המשך סגירת פער התוצר מצב התעסוקה מוסיף להשתפר אך במתינות, ונרשמה עלייה בשכר הנומינלי.

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

החשבונאות הלאומית

האומדן השלישי של נתוני החשבונאות הלאומית לרביע הראשון של 2011 מצביע על המשך הגידול בפעילות הכלכלית (תוך עדכון כלפי מטה לעומת האומדן השני): התוצר גדל ב-4.6 אחוזים והתוצר של הסקטור העסקי גדל ב-5.2 אחוזים, הצריכה הפרטית ללא בני קיימא ב-4.9 אחוזים, ההשקעה בנכסים קבועים ב-26.1 אחוזים, היצוא (ללא יהלומים) ב-11.2 אחוזים והיבוא (ללא יהלומים) ב-18 אחוזים. הצריכה הציבורית המקומית עלתה ב-2.9 אחוזים.

אינדיקטורים לפעילות הריאלית

אינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על המשך הצמיחה של הפעילות הכלכלית, אך בקצב מתון יותר מאשר ברביע הראשון. המדד המשולב לחודש יוני עלה ב-0.2% - המשך לעליות מתונות יחסית בחודשים האחרונים. ברביע השני עלה המדד המשולב ב-0.7 אחוזים לעומת 1.4 אחוזים ברביע הראשון. בבחינת הפעילות הענפית נראה כי התמתנות קצב הגידול של הפעילות הכלכלית נובעת בעיקר מהתמתנות פעילותם של ענפי היצוא. מסקר החברות של בנק ישראל לרביע השני ומסקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס לחודש יוני עולה תמונה של צפי להמשך ההתרחבות של הפעילות, אם כי היקף המכירות לחו"ל ירד. מדדי האמון שומרים על יציבות ברמה גבוהה יחסית, אולם נראה שההתפתחויות הכלכליות בעולם וההתפתחויות הגיאוגרפיות בארץ משפיעות לשלילה על רכיבי הציפיות לעתיד במדדים אלה.

שוק העבודה

נתוני שוק העבודה מצביעים על המשך השיפור בתעסוקה. שיעור הבלתי מועסקים, על פי נתון המגמה לחודש מאי הוא 5.7% מתוך כוח העבודה האזרחי. מספר משרות השכיר (מנוכה עונתיות) עלה בחודשים פברואר-אפריל ב-0.3% לעומת שלושת החודשים שקדמו להם. במספר המשרות הפנויות נרשמה עלייה של 8% ברביע השני ביחס לרביע הקודם. השכר הנומינלי עלה בחודשים פברואר-אפריל ב-1.1% לעומת שלושת החודשים שקדמו להם, בעוד שהשכר הריאלי שמר בתקופה זו על יציבות (מנוכה עונתיות). תקבולי מס הבריאות לחודש יוני, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר בחודש זה, גבוהים נומינלית ב-7.6% מאשר ביוני אשתקד (בניכוי השפעת שינויי חקיקה). בתחילת יולי עלה שכר המינימום מ-3,900 ש"ח ל-4,100 ש"ח.

סחר חוץ

יצוא הסחורות ללא יהלומים ירד ברביע השני ב-2.4% (שיעור שינוי רבעוני) לאחר שני רביעים של צמיחה. יבוא הסחורות עלה ברביע זה ב-10.3% (נתוני היצוא והיבוא הם ללא יהלומים, אוניות ומטוסים ומנוכי עונתיות). יצוא הסחורות ובפרט היצוא התעשייתי, נותרו על כנם בחודש יוני (ירידה של 0.1% ועלייה של 0.1% בהתאמה), לאחר שירדו בחודשים אפריל ומאי. יצוא השירותים (ללא חברות הזנק) התייצב בחודשיים האחרונים (אפריל-מאי), לאחר עלייה ברביע הקודם. מגמת הגידול

ביבוא הסחורות נמשכת ברביע הנוכחי אם כי בקצב מתון יותר לעומת הרביע הקודם. התמתנות זו נובעת מההאטה בקצב גידול יבוא מוצרי ההשקעה, חומרי גלם ומוצרי צריכה בני קיימא.

2. נתוני התקציב

ההכנסות ממסים מתחילת השנה ועד יוני גבוהות ריאלית ב-7.1% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד וב-0.3 אחוז מהתוואי העונתי החזוי בתקציב. בתקופה זו הסתכמה הפעילות המקומית של הממשלה (ללא אשראי) בעודף מצטבר של 0.3% תוצר, לעומת גירעון של 1.1% תוצר בתקופה המקבילה אשתקד.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 4.2%, מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה. מדד יוני עלה ב-0.4% - בהתאם לתחזיות שהיו לגביו ובהתאם לגבול העליון של התוואי העונתי המתיישר עם עמידה ביעד האינפלציה. בדומה למדד הקודם הושפע מדד יוני מהמשך העלייה של מדד הדיוור ומהתייקרות סעיף המזון. בחינת ההתפתחות החודשית של קצב האינפלציה בניכוי עונתיות מצביעה על האטה בארבעת המדדים האחרונים יחסית לחודשים הקודמים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לשנים עשר החודשים הבאים, על פי תחזיות החזאים, שמרו החודש על יציבות ברמה של 2.9%, מעט מתחת לגבול העליון של היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה, על פי מדידתן משוק ההון שמרו גם הן על יציבות ועמדו בממוצע על 3%. ציפיות אלה מלוות בתחזיות, שלפיהן ריבית בנק ישראל בעוד שנה תעמוד לפי שוק התלבור על 4% ולפי ממוצע תחזיות החזאים - על 4.3%. מרבית החזאים צופים כי בנק ישראל יותיר את הריבית לאוגוסט ללא שינוי.

מצרפים מוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) בשיעור של 8.4%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-9.5%.

שוק האשראי

בחודש מאי נרשמה עלייה של 0.4% ביתרת האשראי למגזר העסקי, לרמה של 750 מיליארדי ש"ח. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה במאי בשיעור של 1.5%, והסתכמה ב-351 מיליארדי ש"ח. מתוך האשראי למשקי הבית, יתרת האשראי לדיוור עלתה ב-12 החודשים המסתיימים במאי ב-14.4%, לרמה של 246 מיליארדי ש"ח. בחודש אפריל עמד נתון זה על 14.1%. היקף המשכנתאות החדשות ביוני ירד וכתוצאה מכך, לראשונה מאז יולי 2009, ירד הקף המשכנתאות שנתנו ב-12 החודשים האחרונים, ב-1.4 אחוזים. זאת בניגוד למגמה של עלייה במשכנתאות המאפיינת את חודשי הקיץ.

חלקן של המשכנתאות בריבית משתנה בסך המשכנתאות שניתנו בחודש זה ירד ביוני לשיעור של 82%, לעומת כ-88% במאי. ירידה זו נבעה, בין היתר, מהוראת המפקח על הבנקים בדבר הגבלת חלקו של האשראי לדיוור בריבית משתנה, שנכנסה לתוקפה ב-5/5/2011, הוראה הצפויה להמשיך ולהשפיע בעתיד. שיעורי הריבית על המשכנתאות עלו ביוני באפיקים הצמוד והלא-צמוד בריבית משתנה, ונותרו יציבים באפיק הצמוד בריבית קבועה.

שוק הדיוור

היצע הדירות ממשך לגדול, ובחודש אפריל הסתכמו התחלות הבנייה של דירות (ב-12 החודשים האחרונים) ב-41,583, עלייה של 11% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. סיומי הבנייה של דירות עמדו על 33,841, עלייה של 7.9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מתחילת השנה ניכרת התמתנות במכירת דירות חדשות תוך עלייה בדירות שנותרו למכירה. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות (שאינם נכללים במדד המחירים לצרכן), עלו בחודשים אפריל-מאי בקצב חודשי של 0.7%, לאחר עלייה של 1.5% בחודשים מארס-אפריל. הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ירד במקצת, אך ממשיך להיות גבוה, וב-12 החודשים שהסתיימו במאי עלו מחיריהן ב-13.7%, לעומת עלייה של 14.5% בנתון זה בחודש הקודם. מדד מחירי הדיוור, המתבסס בעיקר על חוזי השכירות, ונכלל במדד המחירים לצרכן, המשיך לעלות: בחודש יוני הוא עלה ב-0.5%, וב-12 החודשים האחרונים - ב-6.2%. השפעת העלאת הריבית, צעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות והצעדים שנקט משרד האוצר במיסוי על נדל"ן, יחד עם המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה צפויים לבוא לידי ביטוי במחירי הדירות במהלך השנה הקרובה.

הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל היא כי האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים צפויה לעמוד על 2.9%, תוך העלאת הריבית לרמה ממוצעת של 3.4% ברביע השלישי השנה ולכ-4% בעוד שנה. זאת על רקע הורדת התחזית להעלאת הריבית במשקים הגדולים² ב-0.2 אחוז הן בעוד רביע והן בעוד שנה, והורדת התחזית לגידול התוצר במדינות אלה ב-0.3 אחוז בעוד רביע ו-0.1 אחוז בעוד שנה. חטיבת המחקר הדגישה את הסיכונים המרכזיים הניצבים בפני המשק הישראלי: התממשות הערכות פסימיות לגבי התאוששות הכלכלה העולמית וההשפעה הצפויה לכך על הביקושים ליצוא מישראל; והתפתחויות גיאו-פוליטיות שליליות.

4. ההתפתחויות בשוקי ההון

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/6/2011, ועד 22/7/2011 יוסף השקל לעומת הדולר ב-1.6%, פחות מהייסוף של רוב המטבעות העיקריים בעולם מול הדולר. מול האירו יוסף השקל בכ-0.3%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל ב-0.6%.

² ארה"ב, גוש האירו, אנגליה ויפן.

שוק המניות ושוק אג"ח החברות

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-26/6/2011, ועד 22/7/2011 נרשמו עליות שערים ברוב מדדי המניות בת"א, בדומה להתפתחות במרבית שוקי המניות בעולם, אך עם תנודתיות נמוכה יותר. מדד ת"א 100 עלה במהלך התקופה הנסקרת ב-5.3%. הנפקות האג"ח של המגזר העסקי הסתכמו בחודש יולי ב-5.5 מיליארדי ש"ח ברוטו, ומראשית השנה - בכ-25 מיליארדי ש"ח, בדומה להיקפן בתקופה המקבילה אשתקד. מרווחי התל בונד 40 ביחס לאג"ח ממשלתיות עלו ב-14 נקודות בסיס לרמה של 2%.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב הממשלתיות

בתקופה הנסקרת נרשמה בשוק האג"ח הממשלתיות באפיק השקלי ירידת תשואות של 4-20 נ"ב, בעיקר בטווח הבינוני. בעקום הממשלתי הצמוד נרשמה ירידת תשואות חדה יותר - בין 20 ל-35 נ"ב - תוך התללת העקום. תשואות המק"ם ירדו מעט, ב-2-5 נקודות בסיס תוך התללה קלה של העקום.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

כתוצאה מהעלאת הריבית בגוש האירו בחודש האחרון ולפני החלטת הריבית לחודש אוגוסט, הצטמצם פער הריביות בין ריבית בנק ישראל ובין ריבית הבנק המרכזי האירופאי לרמה של 1.75%, ונותר ללא שינוי ביחס לריבית הפד ברמה של 3-3.25%. המירווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב ירד במהלך התקופה הנסקרת, ועמד בסופה על כ-218 נ"ב (לעומת 235 נ"ב בתחילת התקופה).

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווחי ה-CDS, ירדה בסיכומה של התקופה ב-8 נ"ב, לרמה של 138 נ"ב.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

משבר החוב באירופה התפשט למדינות גדולות בגוש האירו, ובראשן לאיטליה. חברות הדירוג הורידו את הדירוג של יוון, אירלנד, ופורטוגל, הורדה חדה, וכן הורידו את תחזית הדירוג של איטליה וספרד. עם זאת, בימים האחרונים הושגה הסכמה על תוכנית אירופאית לסיוע ליוון (ואשר תוכל גם לסייע למדינות נוספות) – תוכנית אשר הפתיעה לטובה ועל כן הביאה לרגיעה חלקית בשווקים. גם בארה"ב נושא החוב נמצא בכותרות, בגלל אי יכולת להגיע להסכמה לגבי העלאת תקרת החוב ותוכנית הקיצוצים הנלווית אליה. לפיכך מאיימות חברות הדירוג בהורדת דירוג לארה"ב בעתיד הקרוב. נתוני המקרו שהתפרסמו החודש היו ברובם חלשים, מה שהניע בתי השקעות רבים להנמיך את תחזיות הצמיחה שלהם תוך ציפייה להתאוששות מסוימת במחצית השנייה של השנה. האינפלציה בעולם נותרה גבוהה, ומובלת על ידי העלייה החדה של מחירי הסחורות והאנרגיה בחודשים האחרונים.

כתוצאה מכך הועלו הריביות במשקים מתעוררים מהירי צמיחה, ואף באירופה. אולם ה-Fed, המסתכל על מדד הליבה, העריך כי מדובר בתופעה זמנית, וכי האינפלציה צפויה לשוב ולרדת ולא לחלחל למדדי הליבה. יחד עם זאת, על רקע המציאות המורכבת של אינפלציה מחד גיסא וחששות לגבי הצמיחה מאידך, ההערכות הרווחות הן שקצב העלאות הריבית יהיה מתון בהשוואה לצפיות בחודשים האחרונים.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2011

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2011, חבר הנהלה אחד המליץ להעלות את הריבית ב-0.25 נקודת האחוז ושלושה חברי הנהלה המליצו להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 3.25 אחוזים.

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 היציבות הפיננסית. קצב העלאת הריבית אינו קבוע, אלא תלוי בסביבת האינפלציה, בצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל. השארת רמת ריבית בנק ישראל לחודש אוגוסט ללא שינוי ברמה של 3.25 אחוזים עקבית עם תהליך זה. ברמת הריבית הנוכחית, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר נושאים: סביבת האינפלציה ורמת הציפיות לאינפלציה, מחירי הדירות, סביבת הפעילות הריאלית, השפעות ההתפתחויות בכלכלה העולמית על המשק הישראלי והתפתחות שע"ח.

בנושא רמת האינפלציה והציפיות לאינפלציה צוין כי למרות שסביבת האינפלציה בחודשים האחרונים מצביעה על התמתנות ביחס לחודשים קודמים הרי שהיא עדיין נמצאת קרוב לגבול העליון של טווח יעד האינפלציה. גם הציפיות לאינפלציה וממוצע תחזיות החזאים לאינפלציה בשנים עשר החודשים הבאים יציבים בקצה העליון של טווח יעד האינפלציה ולא במרכזו. נתונים אלו כמו גם הרמה הנמוכה של הריבית ריאלית תומכים בהעלאת הריבית.

בנושא מחירי הדירות, צוין כי יש האטה קלה בקצב עלייתם במבט של 12 חודשים אחורה אך עדיין קצב עליית המחירים גבוה. עם זאת, ההערכה היא שהגידול בהתחלות בניה וצעדי המדיניות שנקטו על ידי בנק ישראל ומשרד האוצר למתן את העלויות יתחילו לבוא לידי ביטוי בחודשים הקרובים ויובילו לירידה בקצב הגידול של מחירי הדירות.

בנושא סביבת הפעילות הריאלית, התרכזו הדיון בעיקר בהתפתחות היצוא והשכר על רקע הערכות להתמתנות הצמיחה ברביע השני לעומת הרביע הראשון. התמתנות הגידול ביצוא ברביע השני, בעיקר בעקבות ירידה ביצוא התעשייתי בחודשים האחרונים, מתרחשת על רקע ירידה בביקושים מחו"ל. עם זאת, הייצור התעשייתי עדיין אינו מושפע מכך וממשיך לרשום צמיחה (עד מאי). מנגד, יצוא השירותים (עד מאי) נשאר יציב בהשוואה לרביע הראשון. העלייה בשכר הנומינלי ב-12 החודשים האחרונים (עד אפריל) עשוי לסמן תחילת מגמת עלייה בשכר במשק. זאת, לאור המשך ירידת שיעור האבטלה לרמתה הנמוכה ביותר מאז 1987, אשר עשויה לדחוף את השכר כלפי מעלה. עם זאת עדיין מוקדם לומר כי קיימים לחצים אינפלציוניים מצד שכר.

נושא מרכזי בדיון עסק בהתפתחויות בכלכלה העולמית והשפעותיהן על המשק הישראלי. הפחתת התחזיות לצמיחה במשקים מרכזיים בעולם צפויה לתרום להקטנת הביקושים מחו"ל ולהוביל לירידה ביצוא. במקביל, תוואי התחזיות לתקופה הקרובה לגבי הריביות במשקים החשובים בעולם אינו משקף העלאות ריבית, ובגוש האירו התוואי הצפוי של ריבית ה- ECB אף הונמך לאחר העלאת הריבית האחרונה. החשש שיתכן שהמשק העולמי אולי נמצא בנקודת מפנה שלילית (double dip) מבוסס גם על התפתחויות בפועל ולא רק על תחזיות: מדדים לסחר העולמי מצביעים על התייצבות ריאלית באפריל-מאי; נרשמה התמתנות ביצוא הסחורות מישראל; בארה"ב נרשמה כבר האטה והתפרסמו נתונים שלילים בשוק העבודה; ומשבר החוב באירופה הביא להורדות דירוג ביוון, פורטוגל ואירלנד כאשר החשש האמיתי הוא מהחמרת מצבן של איטליה וספרד. התפתחויות אלו מגדילות את אי-הודאות בתקופה הנוכחית ותומכות במדיניות מוניטרית זהירה.

נושא שע"ח עלה בהקשר לפערי הריביות מול משקים מרכזיים בעולם. למרות העלאת הריבית באירופה בחודש האחרון, דחיית העלאות הריבית הבאות בגוש האירו ובמיוחד בארה"ב כפי שעולה מהשווקים הפיננסיים ומהערכות האנליסטים עלולה להביא ללחצים לייסוף השקל שעלולים להתגבר בעקבות פערי הריביות הצפויים. התפתחות שע"ח עלתה גם בהקשר להשפעות של ההתפתחויות האפשריות במקרה של חוסר הסכמה בארה"ב לגבי העלאת תקרת החוב שם ובהקשר להתפתחויות גיאו-פוליטיות באזורנו.

בהתחשב באי-הודאות הגדולה סביב משברי החוב בארה"ב ובאירופה, בהאטה במשק העולמי והשפעתה השלילית הצפויה כבר ברביע השני על הצמיחה בישראל, בפערי הריביות בינינו למשקים החשובים בעולם, בהתמתנות האינפלציה בפועל, ביציבות בציפיות ובתחזיות לאינפלציה ובהערכה כי העלאות הריבית והצעדים שנקטו בתחום הנדל"ן יתחילו להשפיע בקרוב, המליצו שלושה מחברי הפורום על הותרת ריבית בנק ישראל ללא שינוי בחודש אוגוסט. צעד זה עקבי עם חזרה הדרגתית של הריבית לסביבה "נורמלית" לאור העלאות הריבית המצטברות מתחילת השנה והוא עולה בקנה אחד עם חתירה להשגה הדרגתית של יעד האינפלציה המביאה בחשבון את השיקולים הנוספים שצוינו.

לעומתם, חבר הנהלה אחד המליץ להעלות את ריבית בנק ישראל ב-0.25 נקודת אחוז מאחר ובחודש קודם נותרה ריבית בנק ישראל ללא שינוי ויש הסכמה כי יש עוד מקום להעלותה בעתיד. זאת, על רקע רמת ציפיות לאינפלציה גבוהה בגבול העליון של טווח היעד. כמו כן, טען אותו חבר הנהלה כי האטה מסוימת כעת בצמיחה הריאלית עקבית עם שיעור הצמיחה שניתן להתמיד בו. בנוסף, הריבית נמוכה לדעתו מהריבית המתאימה לשיווי משקל בשוקי הנכסים המקומיים על רקע המשך עליית מחירי הדירות והמשך הרחבת מלאי המשכנתאות. זאת, גם בהתחשב בפערי הריביות מול משקים מרכזיים בעולם.

לאור מכלול הגורמים החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי ברמה של 3.25%. בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד הותרת הריבית לחודש אוגוסט 2011 ללא שינוי:

- האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחורנית מוסיפה להיות גבוהה, 4.2%. אולם, בניכוי גורמי עונתיות, שיעור עליית המדד בארבעת החודשים האחרונים תואם את טווח יעד האינפלציה. בצפיות לאינפלציה של החזאים נשמרה יציבות על רמה נמוכה במעט מהגבול העליון של יעד האינפלציה ובצפיות לאינפלציה הנמדדות משוק ההון נרשמה יציבות על הגבול העליון של היעד. תחזיות האינפלציה של החזאים ואלו של שוק ההון מלוות בהערכה שבנק ישראל ימשיך להעלות את הריבית אם כי בקצב איטי יותר מהקצב שהיה במחצית הראשונה של השנה.
- מרבית האינדיקטורים שנוספו החודש מחזקים את ההערכה שהצמיחה בפעילות הכלכלית התמתנה ברביע השני של השנה כתוצאה מהתמתנות ייצוא הסחורות. בנוסף, ההתפתחויות במשברי החוב, חולשת המשק האמריקאי וסיכונים גיאו פוליטיים מגבירים את חוסר הודאות בנוגע לקצב הצמיחה במשק.
- הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות ממשיך להיות גבוה; ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-13.7%, נמוך במעט מהקצב בחודש הקודם. יחד עם זאת, השפעת העלאת הריבית, הצעדים של בנק ישראל בתחום המשכנתאות, הצעדים שנקט משרד האוצר במיסוי על נדל"ן והמשך הגידול במספר התחלות הבניה, צפויים לבוא לידי ביטוי במחירי הדירות במהלך השנה הקרובה ועדיין מוקדם לראות בנתונים הזמינים באופן ברור את השפעתם על מחירי הדירות.
- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים עדיין נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך לתקופה ממושכת. החשש מפני התמתנות בצמיחה בארה"ב והחרפת משברי החוב אף הובילו לצפיות להאטה בקצב העלאות הריבית ובארה"ב ובאירופה.

צוין שבמחצית הראשונה של השנה הועלתה ריבית בנק ישראל באופן משמעותי. במקביל ננקטו צעדים על ידי בנק ישראל ומשרד האוצר בשוק הדיור ובנוסף, בחודשים האחרונים חל תיסוף בשקל ונרשמה ירידה במחירי הסחורות. השפעתם של אלה על האינפלציה צפויה להמשיך לבוא לידי ביטוי.

על רקע זאת ולאור התגברות ניכרת של הסיכונים במשק העולמי, הוחלט החודש להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית.

עוד 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-25 ביולי 2011 .

בפורום המצומצם השתתפו:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק

מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניטארית

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

ד"ר מישל סטרבצינסקי – ראש אגף מקרו-כלכלה ומדיניות וממלא מקום מנהל חטיבת המחקר

ד"ר עקיבא אופנבך – חבר הנהלה וממונה על האגף המוניטרי-פיננסי בחטיבת המחקר

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

מר ינון גמרסני – כלכלן, חטיבת המחקר

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

גלובלי

נתוני המקרו שהתפרסמו החודש היו חלשים ברובם, מדדי ה-PMI בכל המדינות נמצאים במגמת ירידה ובחלקן (ובתוכן איטליה) הם ירדו לרמה המשקפת התכווצות. גם בסין מתקרב המדד ל-50¹ נתון העלול לרמוז על כך שהנתונים החיובים שהתפרסמו שם הם זמניים. גם בארה"ב מדדי ה-ISM של סקטור הייצור היו טובים יחסית, אולם הם הושפעו בעיקר מרכיב המלאים שמשקם לאחר רעידת האדמה ביפן, ואילו הרכיבים צופי העתיד (ובעיקר הזמנות והזמנות ליצוא), כמו גם מדדי ה-ISM של ענף השירותים היו חלשים יותר ואף אכזבו.

האינפלציה בעולם עדיין גבוהה מהרצוי בהשפעת מחירי הסחורות והאנרגיה שעלו בחדות השנה. מחירי הסחורות ששבו לעלות החודש מוסיפים לחששות לאינפלציה בעיקר במשקים המתעוררים. בלטו במיוחד מחירי הנפט שעלו ב-12% והזהב המשמש לגידור שעלה בכ-6%. הציפיות להעלאת ריבית במשקים המפותחים הנגזרות מהשווקים, ירדו החודש באופן משמעותי בעקבות הנתונים הכלכליים השליליים שהתפרסמו. כך, לא חזויה כל העלאת ריבית בארה"ב ובאירופה לפחות עד לסוף 2012 ובאוסטרליה צפויה אף הורדת ריבית קרובה.

ארה"ב

נושא החוב בארה"ב מהווה מוקד לבעיה קשה, עם וויכוח פוליטי מתמשך לגבי העלאת תקרת החוב ולגבי קיצוצים פיסקאליים ניכרים (פתרון לכך חייב להתקבל כבר בימים הקרובים על מנת להימנע מחדלות פירעון טכנית של הממשל בתחילת חודש אוגוסט). Moody's ו-S&P אף הציבו את ארה"ב ברשימת מעקב שלילית והזהירו בצורה מפורשת מהורדת דירוג אפשרית לארה"ב כבר בחודש הקרוב. S&P בהודעתה אף הזהירה מהורדת דירוג גם במקרה בו יגיעו להסכמה שתכלול תוואי בלתי אמין להורדת הגירעון והחוב בעתיד הנראה לעין.² למרות שההסתברות להורדת דירוג עדיין נמוכה, היא בהחלט אפשרית ומוסיפה לאי הוודאות הרבה השוררת בשווקים.

נתונים נוספים שהתפרסמו בשוק העבודה האמריקאי הצביעו על תוספת של 18 אלפי משרות בלבד (לעומת 105 אלפי משרות שצפו החזאים). האבטלה עלתה ל-9.2% (לעומת תחזית ל-9.1%); שיעור ההשתתפות ירד ל-64.1% (הנתון הנמוך ביותר בעשרות השנים האחרונות); שעות העבודה השבועיות התקצרו; וההכנסה לשעה ירדה אף היא – כל אלו ממחישים יחד עם הקיפאון בשוק הנדל"ן את עוצמת הבעיה. עם זאת, ממשיכים החזאים וה-Fed להעריך שלפחות חלק מההאטה שנרשמה לאחרונה, מקורה בגורמים זמניים, בהם החורף הקשה שפגע בענף הבניה, הפגיעה בשרשרת הייצור בעקבות רעידת האדמה ביפן ועליית מחירי הסחורות (ובעיקר הדלק) לרמות הפוגעות בצריכה ובצמיחה ומקווים על כן להתחזקות המשק האמריקאי במחצית השנה השנייה של 2011. בנוסף, על

¹ והמדד המקביל שמפרסם HSBC ירד אל מתחת ל-50.

² הורדות הדירוג עליהם מדברות חברות דירוג האשראי הן לגבי ארה"ב והן לגבי מדינות ה-PIG מוגדרות כ-SD - (selective default) שמשמעותו הינה שהמדינה נכשלה מלבד חלק מהתחייבויותיה.

רקע core-pce לחודש מאי של 1.2% בלבד (אומנם מעל הציפיות אך עדיין לא גבוה) טוען Bernanke שעלויות המחירים (והפגיעה הקשה הנובעת מהם לכוח הקניה של הצרכן האמריקאי) הם זמניות וממשיך על כן לחשוש יותר מדפלציה.

אירופה

הריבית בגוש האירו הועלתה ל-1.5% בגלל אינפלציה של 2.7% הגבוהה מיעד האינפלציה של ה-ECB. העלאה זו מכבידה עוד יותר על מדינות הפריפריה של אירופה, המתקשות ממילא לצמוח על רקע הקיצוצים הפיסקאליים המשמעותיים וחוסר תחרותיות ועל רקע משבר החוב של אירופה ההולך ומתפשט. החודש הופנתה עיקר תשומת הלב לאיטליה הסובלת מחוב פיסקאלי גדול (119% תוצר), גירעון פיסקאלי גבוה, תחרותיות נמוכה (צמחה ב-1% בלבד ב-2010), גירעון של כ-3% בחשבון השוטף וקשיים פוליטיים המעמידים בסימן שאלה את מידת הנחישות (והיכולת) שלה לנקוט בצעדים הנחוצים. הגם שמצבה של איטליה טוב משמעותית מזה של מדינות ה-PIG, שהדירוג של כולן הורד החודש בחדות,³ הרי שגודל הכלכלה האיטלקית (כ-17% מהתוצר של גוש האירו), יחד עם חובותיה העצומים שמעמידים בספק את יכולתם של ה-ECB וה-IMF לסייע לה במקרה הצורך, הופכים אותה לאיום גדול על היציבות הפיננסית של גוש האירו כולו.

בסופה של התקופה הנסקרת, הגיעו באירופה להסכמה על תוכנית סיוע ליוון (ואפשרות לסייע גם לפורטוגל ולאירלנד) אשר הפתיעה את השווקים לטובה. עיקרי התוכנית הם: דחייה משמעותית של פירעון החוב היווני, הורדה משמעותית של הריבית שתשולם, השתתפות של המגזר הפרטי בעלויות החילוץ (שקיבלה את הסכמת ה-IIF⁴) ומתן אפשרות ל-EFSF לרכוש אג"ח של מדינות בקשיים בשוק המשני. עם זאת, התוכנית חסרה עדיין פרטים מהותיים רבים ובעיה זו יחד עם התעקשותן של חברות הדירוג שלא להסכים להשתתפות וולונטארית של המשקיעים הפרטיים בעלויות החילוץ של יוון,⁵ הם עלולים להקשות על חילוץ המדינות שבקשיים ולהביא להתפשטות המשבר אל מדינות הליבה של אירופה. התפשטות כזו עשויה להתרחש בין השאר בעקבות החשיפות הגדולות של בנקים צרפתיים לאג"ח של יוון ואיטליה (ע"פ נתוני ה-BIS ל-2010).

השווקים המתעוררים

האינפלציה במשקים המתעוררים, ובעיקר בסין שם נרשמה אינפלציה שנתית של 6.4% (שיא של 3 שנים), הביאה להמשך העלאות ריבית במשקים אלו. כמו כן, Jiabau הדגיש כי ריסון המחירים הינו יעד עליון של המדיניות הסינית. עם זאת, סין ממשיכה לפרסם נתונים חזקים במיוחד המפתיעים ברובם כלפי מעלה: צמיחה של 9.5% ברביע הראשון (לעומת תחזית ל-9.3%); שיפור העודף במאזן הסחר; עליית המכירות הקמעונאיות; גידול בהלוואות לדיור; התרחבות התוצר התעשייתי; ועלויות במחירי הבתים הפתיעו כולם כלפי מעלה. אולם, גם בסין ניכרת "בעיית חוב" המתרכזת בחובות

³ ביוון הוא הורד לרמה אחת בלבד מעל רמה המשקפת חדלות פירעון.

⁴ Institute of International Finance – ארגון המאגד את רוב הבנקים הבינלאומיים הגדולים.

⁵ דבר שהוביל כבר את Moody's להורדת דירוג נוספת ליוון ל-CA.

הממשל המקומי הגבוהים מהערכות קודמות כשחלק גדול מהם הם חובות בעייתיים, נתון שהביא את Moody's לומר שיש בכך איום על יציבות הבנקים ועל דירוגם.

שוקי ההון

בשוקים הפיננסיים המשיכו ואף התגברו החודש החששות ממשברי החוב ומאובדן התנופה הכלכלית במשקים המפותחים. אולם, בסיומה של התקופה הנסקרת ולאחר פרסום התוכנית האירופאית נרגעו השווקים במידה מסוימת. בסיכומה של התקופה הנסקרת עלו שערי המניות בכ-5.7% ובכ-3.2% במשקים המפותחים והמתעוררים בהתאמה⁶ ומדד ה-VIX ירד. אולם, מפילוח התקופה עולה כי התופעה המרכזית החודש הייתה תנודתיות גבוהה וחוסר וודאות מאמיר, המשתקף גם מנתון שפרסם AAI⁷ לפיו היקף האחזקה של הציבור במניות ירד ל-59.5%, ירידה ראשונה מזה 9 חודשים (אל מתחת לממוצע ארוך הטווח) אך גם האחזקה באג"ח הממשלתיות ירדה תוך מעבר למזומן.⁸ בלטו לרעה השווקים במדינות ה-PIG (פורטוגל, אירלנד ויוון), שם נרשמו ירידות חדות במניות ואילו התשואות על האג"ח הממשלתיות ומרווחי ה-CDS עלו (שוב) לרמת שיא.⁹ סיומה של QE2 בתחילתה של התקופה והאיום המסתמן מאי העלאת תקרת החוב בארה"ב, לא משפיעים לפי שעה על שוקי האג"ח והתשואות בארה"ב (כמו גם בגרמניה) נותרות ברמות נמוכות של פחות מ-3%.

⁶ במדינות הפריפריה של אירופה ובכאלה הנמצאות בסיכון הדבקות גבוה, שערי המניות ירדו.

⁷ ארגון המשקיעים הפרטיים בארה"ב – American Association of Individual Investors

⁸ כמו כן נרשמה בחודש מאי ירידה ראשונה מזה שנה ב-TIC Flows, נתון שעלול להעיד על שינוי טעמים לגבי ארה"ב.

⁹ גם לאחר תיקון משמעותי בעקבות אישור התוכנית האירופאית מוסיפות התשואות ומרווחי ה-CDS להיות ברמות גבוהות מאוד.