



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

הדיונים התקיימו ב-28 וב-29 באוגוסט 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) וככלכלנים 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

נתונים שהתקבלו החודש ממשיכים לתמוך בהערכה כי המשק מוסיף לצמוח, תוך האטה של קצב הצמיחה ביחס לרביעים הקודמים. ההאטה בצמיחה נובעת בעיקר מהתמתנות הביקושים העולמיים, המשפיעים על ייצוא הסחורות והשירותים, בעוד שהביקושים המקומיים ממשיכים לגדול.

החשבונאות הלאומית

על פי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השני (הנקובים במונחים שנתיים) צמחו התמ"ג והתמ"ג העסקי ב-3.3% וב-1.9%, בהתאמה. נתונים אלה עקביים בקירוב עם תחזית בנק ישראל לצמיחה של 4.8% בשנת 2011. הייצוא (ללא יהלומים) צמח ברביע השני ב-0.5%, לעומת 10.1% ברביע הראשון, והצריכה הפרטית עלתה ב-2.3%, לעומת 7.8% ברביע הראשון. עם זאת, בצריכה

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

הפרטית ללא רכיב המוצרים בני הקיימא, המתאפיין בתנודתיות יחסית, נרשמה צמיחה של 4.6%, לעומת 4.3% ברביע הראשון.

אינדיקטורים לפעילות הריאלית

התמתנות קצב הצמיחה באה לידי ביטוי גם במדד המשולב, שעלה בחודש יולי ב-0.2%, המשך לעליות מתונות שנרשמו בו ברביע השני השנה. התקבולים ממסים מוסיפים להיות נמוכים מהתוואי העונתי זה החודש הרביעי ברציפות. ואולם, הציפיות לגבי המשך הפעילות, לפי סקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס ומדדי אמון הצרכנים של "גלובס" ו"בנק הפועלים", הן חיוביות.

שוק העבודה

נתוני שוק העבודה מצביעים על המשך השיפור בתעסוקה. שיעור הבלתי מועסקים, על פי נתון המגמה לחודש מאי, הוא 5.7% מכוח העבודה האזרחי. מספר משרות השכיר (בניכוי עונתיות) עלה בחודשים מארס-מאי ב-0.6% לעומת שלושת החודשים שקדמו להם. על פי סקר המשרות הפנויות של הלמ"ס גדל מספר המשרות הפנויות ביולי בשיעור של 2.2%. השכר הנומינלי עלה בחודשים מארס עד מאי ב-1.4% לעומת שלושת קודמיהם, בעוד שבשכר הריאלי (בניכוי עונתיות) נשמרה בתקופה זו יציבות. תקבולי מס הבריאות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש יולי גבוהים נומינלית ב-6.8% (אומדן ראשוני) מאשר ביולי אשתקד (בניכוי השפעת שינויי חקיקה).

סחר חוץ

יצוא הסחורות הדולרי (ללא או"מ ויהלומים) נותר ללא שינוי בחודש יולי, כשבחודשים מאי-יולי חלה ירידה של 2%. ירידה זו הינה תולדה של התמתנות הגידול ביצוא לפי כל סוגי העתירות הטכנולוגית (למעט יצוא הענפים המסורתיים). יצוא השירותים עלה באופן מתון בחודש יוני ב-1.4% כשברביע השני נרשמה עליה של 0.7%. גידול זה הוביל ע"י הגידול ביצוא שירותים עסקיים אחרים (ללא חברות הזנק) שגדל ביוני ב-5.3% בדומה לקצב גידולו ברביע השני. יבוא הסחורות (ללא או"מ, יהלומים וחי"א) המשיך לעלות בחודש יולי ב-3.2%, כשבחודשים מאי-יולי נרשמה עלייה של 5.3%. בחינה של רכיבי היבוא מצביעה על עלייה לפי כל הרכיבים בשלושת החודשים האחרונים, אם כי חלה התמתנות הגידול ביבוא מוצרי השקעה וחומרי גלם לאחר גידול חד בהם שני הרביעים הקודמים.

2. נתוני התקציב

ביולי ההכנסות המקומיות של הממשלה היו נמוכות ב-3.5% מהתוואי העונתי החזוי, המשך להאטה בגביית המסים העקיפים. יחד עם זאת, ההכנסות ממסים מתחילת השנה עד יולי היו גבוהות ריאלית ב-5.7% מאשר בתקופה המקבילה אשתקד וב-0.1 מיליארד ש"ח מהתוואי העונתי החזוי בתקציב (בניכוי שינויי חקיקה והכנסות חד פעמיות). בתקופה זו הסתכמה הפעילות המקומית של הממשלה (ללא אשראי נטו) בגירעון מצטבר של 0.4% תוצר, לעומת גירעון של 1.2% תוצר בתקופה המקבילה אשתקד. מההתפתחויות בפעילות הממשלה עד כה נראה כי הגירעון בתקציב בשנת 2011 יהיה בין 2.7% תוצר ל-3% תוצר. (תקרת הגירעון הקבועה בחוק היא 3%)

3 . ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בחודש יולי ב-0.3%, מתחת לממוצע התחזיות המוקדמות ולתוואי העונתי המתיישב עם עמידה ביעד האינפלציה. בניכוי עונתיות ירד מדד יולי ב-0.6%. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 3.4%, מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

בחודש האחרון ירדו משמעותית ציפיות האינפלציה הנמדדות משוק ההון ואלו של החזאים, והן עומדות כעת על 2% ו-2.5%, בהתאמה. הרקע לירידתן של ציפיות האינפלציה היה ירידות של מחירי הסחורות, מדד יולי, שהפגיע בשיעורו הנמוך, ציפיות להאטה בצמיחה והמחאות החברתיות נגד יוקר המחיה. במקביל ירדו הציפיות לגבי תוואי הריבית של בנק ישראל לפי תחזיות שוק ההון והחזאים. זו צפויה לעמוד בעוד שנה על 3.1% לפי שוק התלבור (לעומת 4% לפני כחודש) ועל 3.6% לפי ממוצע תחזיות החזאים (לעומת 4.3% לפני כחודש). החזאים צופים כי בנק ישראל יותיר את הריבית לספטמבר ללא שינוי.

מצרפים מוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו ביולי עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) בשיעור של 3.2%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-9.3%.

שוק האשראי

בחודש יוני קטנה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-0.7%, לרמה של 748 מיליארדי ש"ח. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה ביוני בשיעור של 0.9%, והסתכמה ב-354 מיליארדי ש"ח. מתוך האשראי למשקי הבית עלתה יתרת האשראי לדיוור ב-12 החודשים המסתיימים ביוני ב-12.3%, לרמה של 252 מיליארדי ש"ח, לאחר שבמאי עמד נתון זה על 13.9%. היקף האשראי לדיוור שניתן ב-12 החודשים המסתיימים ביולי נמוך ב-1.4% מאשר בחודש הקודם. היקף המשכנתאות בריבית משתנה (לכל הטווחים) מתוך המשכנתאות החדשות המשיך לרדת גם ביולי, והיווה 79% מסך המשכנתאות שניתנו בחודש זה. בחודש הקודם עמד שיעור המשכנתאות בריבית משתנה על 81%. בעקבות הוראה של בנק ישראל, שנכנסה לתוקפה ב-5/5/11, חלקן של המשכנתאות בריבית המשתנה אחת ל-5 שנים ומטה צפוי להמשיך ולרדת. שיעורי הריבית על המשכנתאות המשיכו גם ביולי לעלות באפיקים הצמוד והלא-צמוד בריבית משתנה, וירדו באפיק הצמוד בריבית קבועה.

שוק הדיוור

על פי נתוני התחלות הבנייה וסיומי הבנייה הפעילות בענף ממשיכה לצבור תאוצה. נמשכת מגמת הגידול בהתחלות ובסיומים, שהחלה בראשית 2008. מספרי ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים הגיעו בחודש מאי ל-42,304 ו-33,821, בהתאמה, לעומת 41,138 ו-34,095, בהתאמה, בחודש הקודם. כנגד זאת ירד מספר הדירות שנמכרו, ובאפריל עד יוני הוא

היה נמוך מאשר בחודשים ינואר עד מארס בכ-7%. מספר הדירות שנותרו למכירה המשיך לעלות, ובחודשים אפריל עד יוני הוא היה, בממוצע, גבוה ב-5.4% מאשר בשלושת החודשים שקדמו להם. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים מאי-יוני בקצב חודשי של 0.7%, לאחר עלייה דומה בחודשים אפריל עד מאי. הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות עדיין גבוה, אך הוא הואט, זה החודש השני, וב-12 החודשים שהסתיימו ביוני עמד על 12.5%, לעומת 13.9% במאי. ההאטה שנרשמה בקצב עליית מחירי הדירות הושפעה מהעלאת הריבית, מצעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות והצעדים שנקט משרד האוצר במיסוי על נדל"ן, יחד עם המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה, ואלה צפויים להמשיך ולהשפיע למיתון עליית מחירי הדירות במהלך השנה הקרובה. מדד מחירי הדור, המתבסס על חוזי השכירות, ונכלל במדד המחירים לצרכן, המשיך לעלות: בחודש יולי הוא עלה ב-0.4%, וב-12 החודשים האחרונים – ב-5.6%.

הערכת חטיבת המחקר

בעקבות ההרעה בסביבה העולמית בחודש האחרון הוכנסו בהערכות חטיבת המחקר של בנק ישראל כמה שינויים ביחס להערכה של החודש הקודם. ההערכה הנוכחית היא כי האינפלציה ב-12 החודשים המסתיימים ברביע השלישי של 2012 תעמוד על 2.5%, והריבית הממוצעת לאותו רביע תעמוד על 3.3%. לגבי שנת 2011 מעריכה חטיבת המחקר שהאינפלציה תסתכם ב-2.7%, וכי הריבית הממוצעת ברביע האחרון של השנה תעמוד על 3.3%. חטיבת המחקר הדגישה את הסיכונים המרכזיים הנשקפים למשק הישראלי - התממשות הערכות פסימיות לגבי ההתפתחויות בכלכלה העולמית, וההשפעה הצפויה לכך על הביקושים ליצוא מישראל ועל הביקושים המקומיים, והתפתחויות גיאו-פוליטיות שליליות.

4. ההתפתחויות בשוקי ההון

שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-24/7/2011, ועד 26/8/2011 פוחת השקל לעומת הדולר והאירו בכ-7%, ובמונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נחלש השקל ב-6.6%. פיחות השקל לעומת הדולר עלה במידה ניכרת על זה של רוב המטבעות העיקריים בעולם. זאת, ככל הנראה, על רקע השינוי בציפיות השוק ביחס לתוואי ריבית בנק ישראל אשר בניגוד לציפיות בחודשים האחרונים, אינו צופה עתה העלאה של ריבית של בנק ישראל בתקופה הקרובה. ייתכן כי גם ההסלמה הביטחונית בדרום והסיכונים הגיאו פוליטיים האחרים תרמו להיחלשות השקל.

שוק המניות ושוק אג"ח החברות

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-24/7/2011, ועד 26/8/2011 נרשמו ירידות שערים חדות של מדדי המניות בת"א, בדומה למגמה בכל שוקי המניות בעולם. מדד ת"א 25 ירד במהלך התקופה הנסקרת ב-14%, בדומה למדדי המניות בארה"ב. נמשכים הפדיונות בקרנות הקונצרניות: בשלושת החודשים האחרונים נפדו מהן כ-10 מיליארדי ש"ח. לעומתן ממשכיכות הקרנות הכספיות לצבור, ובשלושת החודשים האחרונים הן צברו 10.8 מיליארדי ש"ח, קצב

צבירה העולה בהרבה על זה שנרשם בתקופת משבר Lehman-Brothers. האווירה השלילית במגזר הקונצרני ניכרת גם בהתרחבות משמעותית של המירווחים מול האג"ח הממשלתיות: מירווחי התל בונד 40 התרחבו מאז הדיון המוניטרי הקודם מ-200 נ"ב ל-288 נ"ב.

שוק המק"ם ושוק איגרות החוב הממשלתיות

בשוק האג"ח הממשלתיות ירדו התשואות באפיק השקלי ירידה חדה של 25–65 נ"ב, לאורך העקום כולו ובעיקר בטווחים הקצרים. בעקום הממשלתי הצמוד נרשמה השתטחות, עם עליית תשואות חדה של עד 35 נ"ב בטווחים הקצרים וירידת תשואות של 5–12 נ"ב בטווח הבינוני-ארוך. זאת על רקע הירידה החדה של ציפיות האינפלציה לשנתיים הקרובות - מכ-3% בחודש שעבר לכ-2% בלבד כיום. תשואות המק"ם ירדו לאורך העקום כולו בעד 40 נ"ב; התשואה לשנה ירדה במהלך תקופה זו מ-3.5% ל-3.08%.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

המרווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב התרחב משמעותית במהלך התקופה הנסקרת, על רקע ירידת תשואות חדה יותר בארה"ב, ועמד בסופה על כ-266 נ"ב (לעומת 214 נ"ב בתחילת התקופה).

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, הנמדדת על פי מירווחי ה-CDS, עלתה בסיכומה של התקופה ב-28 נ"ב, לרמה של 166 נ"ב.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

החודש גברו החששות ביחס לצמיחה העולמית, לנוכח נתוני הצמיחה המאכזבים במדינות המפותחות: בארה"ב מצביעים הנתונים שהתפרסמו במהלך החודש על המשך ההאטה בצמיחה: ברביע השני עמד שיעורה על 1% בלבד (נמוך משמעותית מהציפיות - 1.8%), והנתון של הרביע הראשון תוקן חדות כלפי מטה – מ-1.9% ל-0.4% בלבד. התוצר של גוש האירו צמח ברביע השני ב-0.2%, לעומת צפי ל-0.3%. את ממוצע הצמיחה של הגוש הורידו גרמניה וצרפת, שתוצרן צמח ברביע השני בשיעור אפסי – היחלשות משמעותית לאחר צמיחה חזקה של 1.3% ו-0.9%, בהתאמה, בקודמו. החששות לגבי הצמיחה בעולם מתעצמים גם בשל ההערכה שארסנל הכלים העומדים לרשות המדיניות הכלכלית מצומצם, יחסית לזה שעמד לרשותה ב-2008. הצמיחה במדינות המתפתחות עדיין חזקה, אך מעריכים כי קצב הצמיחה בהן יואט בתקופה הקרובה, בגלל ההאטה במדינות המפותחות. לאור הערכה זו הורידו בתי השקעות את תחזית הצמיחה העולמית לשנתיים הקרובות במידה ניכרת. בהמשך להורדות דירוג האשראי של מדינות בגוש האירו, הודיעה S&P החודש על הורדת הדירוג של ארה"ב, ותגובות השווקים בעולם להורדה זו היו חריפות. כמו כן הורידה מודייס את דירוג האשראי של יפן, ועלו חששות להורדת הדירוג של צרפת. משבר החוב באירופה ממשיך להתפשט ולאיים על איטליה וספרד. ציפיות האינפלציה בעולם ירדו החודש באופן משמעותי, לנוכח ההאטה הצפויה בפעילות הכלכלית והירידה של מחירי הסחורות. כיום השווקים ובתי השקעות לא צופים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף

אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות, וה-Fed אף הודיע כי יותר את הריבית ברמתה האפסית לפחות עד אמצע 2013.

ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2011

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש ספטמבר 2011, ארבעה חברי הנהלה המליצו להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 3.25 אחוזים.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש ספטמבר ללא שינוי עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה להחזרת האינפלציה לתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים, ולתמיכה בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. כיוון השינוי בריבית בהמשך תלוי בסביבת האינפלציה, בצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שערי החליפין של השקל. בריבית הנוכחית המדיניות המוניטרית עדיין מרחיבה ולאור ההתגברות הסימנים להאטה כלכלית משמעותית בעולם המפותח ואולי אף כניסה למיתון מחודש נראה כי החזרת הריביות בעולם ובישראל לרמות נורמאליות תתבצע על פני תקופה ממושכת יותר ממה שהיה צפוי לפני כמה חודשים ואולי תהיה כרוכה גם בהפחתות ריבית במדינות שעוד אפשר.

המשתתפים בדיון עסקו במספר נושאים: סביבת האינפלציה ורמת הציפיות לאינפלציה, סביבת הפעילות הריאלית, השפעות תרחישים שליליים על המשק הישראלי ובכללם ההתפתחויות בכלכלה העולמית והסביבה הגיאו פוליטית, התפתחות שע"ח וכן מחירי הדירות.

בנושא רמת האינפלציה והציפיות לאינפלציה התרכז הדיון בעיקר בירידה החדה בציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון ל-12 החודשים הבאים. צוין כי מקור הירידה הינו בהפנמה של סביבת האינפלציה החדשה כתוצאה מההאטה העולמית והציפיות להמשכה אשר תתבטא בירידה בביקושים העולמיים ותמתן את הלחצים האינפלציוניים. גורמים נוספים אשר הוזכרו לירידת הציפיות לאינפלציה הם מדד יולי אשר היה נמוך מתחזיות כל החזאים והמחאות החברתיות נגד יוקר המחיה.

בנושא סביבת הפעילות הריאלית, צוין כי למרות הירידה ברביע השני בקצב גידול הייצוא, הפעילות המקומית עדיין גבוהה וישנה סבירות נמוכה כי המשק הישראלי נמצא כעת בתחילתו של מיתון. כמו כן, צוין כי לאחר קצב צמיחה גבוה ברביעים האחרונים, אין זה בלתי סביר שתהיה האטה מסוימת. הוזכרו בין היתר המשך הגידול הצריכה הפרטית לנפש, בניכוי בני קיימא, ההשקעה בבנייה למגורים שצפויה להמשיך לגדול על רקע הגידול המתמשך בהתחלות הבנייה וההשקעה במכונות וציוד. הוזכר גם כי אמנם בשנה האחרונה חלה ירידה במדד אמון הצרכנים של "גלובס", אך רמתו לא חורגת מזו ששררה בתקופת הצמיחה שקדמה למשבר העולמי. בנוסף,

הוער כי הציפיות לגבי המשך הפעילות, לפי סקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס ומדדי אמון הצרכנים של "גלובס" ו"בנק הפועלים", הן חיוביות.

נושא מרכזי בדיון עסק בתרחישים עתידיים העלולים להשפיע לרעה על המשק הישראלי ובעיקרם התפנית השלילית בארה"ב ובאירופה אשר הובילה לכך שהשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. הוזכרה בין היתר האווירה הפסימית בעולם ביכולת המדינות המפותחות להימנע מכניסה למיתון חוזר, וזאת עקב נתוני הצמיחה הנמוכים מהמצופה אשר פורסמו בתקופה הנסקרת, עדכוני צמיחה עתידיים כלפי מטה, הירידות בשווקי המניות בעולם, וכן הרמה הגבוהה של יחס חוב-תוצר בחלק ניכר מהמדינות ומגבלות פוליטיות אשר לא יאפשרו שינויים מרחיקי לכת במדיניות פסקאלית. הוער גם כי אחד האינדיקטורים לסבירות חזרת העולם למיתון חוזר תהיה תגובת שווקי המניות בעולם בתקופה הקרובה. צוין גם כי בשבועות הקרובים צפוי להגיע מידע רב, יחסית לתקופות רגועות יותר, על אופיין של צעדי מדיניות אפשריים במדינות מפותחות כתגובתן להרעה המסתמנת בפעילות הכלכלית. בנוסף, הועלה חשש מתרחישים גיאו פוליטיים שונים בעלי השפעה שלילית על המשק הישראלי. למרות כל אלה, הוזכר כי מצבו הטוב יחסית של המשק הישראלי בעת הזאת יאפשר לו לספוג זעזועים אלה עם פגיעה מתונה יחסית.

נושא שע"ח עלה בין היתר, בהקשר השפעתו על הייצוא. צוין כי רמת שער החליפין משפיעה בפיגור ויתכן כי ההאטה בייצוא ברביע השני הושפעה מהייסוף בשקל ברביעים הקודמים. כמו כן, הוער כי נתוני הייצוא, במיוחד יצוא השירותים המהווה המקור העיקרי להאטה בסך הייצוא, הינם מבוססים על אומדנים ראשוניים ויתכנו עוד שינויים בסעיף זה. בנוסף הוזכר כי הפיחות בתקופה האחרונה, אם יימשך, צפוי לתמוך בייצוא בעתיד. נושא שע"ח עלה גם בהקשר השפעתו על הציפיות לאינפלציה כאשר צוין כי התמסורת בין הפיחות לרמת המחירים נתפסת כנמוכה והיא לא צפויה ליצור לחצים אינפלציוניים חזקים.

בנושא מחירי הדירות, צוין כי במקרה של שינוי כיוון בריבית, הצעדים המקרו יציבותיים אשר ננקטו צפויים להמשיך ולרסן את הביקוש לדירות. יחד עם זאת, במקרה הצורך, הוזכר כי ישקלו צעדים נוספים.

בהתחשב בירידה בציפיות לאינפלציה ובהתמתנות האינפלציה בפועל מחד, ומאיךך בפעילות המקומית הממשיכה לגדול, באי הוודאות הגיאו פוליטית, ועל רקע אי הוודאות בעוצמת התפנית השלילית במשק העולמי והשפעתה הצפויה על הצמיחה בישראל, המליצו ארבעה מחברי הפורום על הותרת ריבית בנק ישראל ללא שינוי בחודש ספטמבר. צעד זה עולה בקנה אחד עם חתירה להשגה הדרגתית של יעד האינפלציה המביאה בחשבון את השיקולים הנוספים שצוינו.

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

- בצפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים הנמדדות משוק ההון ואלו של החזאים נרשמה ירידה משמעותית בחודש האחרון והן עומדות כעת על 2% ו-2.5% בהתאמה. התחזית העדכנית של חטיבת המחקר היא שהאינפלציה תיכנס ליעד לקראת סוף שנת 2011, לעומת אמצע 2012 בתחזית הקודמת. מדד יולי הפגיע באופן משמעותי כלפי מטה, לאחר שארבעת המדדים הקודמים, בניכוי גורמי עונתיות, תאמו את טווח יעד האינפלציה. יחד עם זאת, האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחרנית עדיין נמצאת מעל היעד, 3.4%.
 - שעור הצמיחה ברביע השני היה מתון יחסית לרביע הקודם, בעיקר כתוצאה מהתמתנות הביקושים העולמיים והשפעתם על הייצוא, בעוד שהביקושים המקומיים המשיכו לגדול. ההתפתחויות מאז החלטת הריבית הקודמת המצביעות על תפנית שלילית בפעילות בארה"ב ובגוש האירו, יחד עם הסיכונים הגיאו פוליטיים עלולים להשפיע על הפעילות הכלכלית בישראל. יחד עם זאת, מצבו הטוב יחסית של המשק הישראלי בעת הזאת יאפשר לו לספוג זעזועים אלה עם פגיעה מתונה יחסית.
 - קצב העלייה במחירי הדירות ב-12 החודשים האחרונים ממשיך להיות גבוה אך נרשמה בו התמתנות זה החודש השני; בחודש יוני עמד על 12.5%. 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 להמשיך ולהשפיע להתמתנות במחירי הדירות במהלך השנה הקרובה.
 - התפנית השלילית בארה"ב ובאירופה הובילה לכך שהשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. כמו כן, החודש הודיע ה-Fed כי יותיר את הריבית ברמתה האפסית לכל הפחות עד לאמצע 2013.
- עוד צוין בנק 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-29 באוגוסט 2011 .

בפורום המצומצם השתתפו :

- פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק
- ד"ר קרנית פלוג – משנה לנגיד הבנק
- מר' אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים
- ד"ר מישל סטרבצ'ינסקי – 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
- גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית
- מר' דניאל נתן – כלכלן, חטיבת המחקר

נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

גלובלי

עדכון כלפי מטה של הצמיחה בארה"ב ב-3 השנים האחרונות, הורדת דירוג האשראי של ארה"ב, סטגנציה בכלכלות הליבה של אירופה וחששות מפני התפשטות משבר החוב גם לאיטליה וספרד (שגרמו להתערבות של ה-ECB בשוק) העלו משמעותית את החששות מפני מיתון חוזר וגרמו לטלטלה בשווקים. במדדי המניות נרשמו ירידות חדות והתשוואות על האג"ח במשקים המפותחים המרכזיים ירדו משמעותית כאשר בארה"ב הן אף הגיעו לרמות שפל היסטוריות ומדד ה-EMBI התרחב משמעותית. בתי ההשקעות הורידו את תחזיות הצמיחה של ארה"ב והכלכלה הגלובאלית בשנתיים הקרובות, וחלקם העלו את ההסתברות ל-Double-Dip עד לכדי 50%. על רקע החששות להאטה בכלכלה הגלובאלית והירידה החדה בציפיות האינפלציה בעולם, כיום לא מתומחרת העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות.

ארה"ב

נתוני לשכת המסחר האמריקאית שהתפרסמו במהלך החודש מצביעים על המשך האטה בצמיחה האמריקאית, כאשר ברבעון השני היא עמדה על 1% בלבד (נמוך משמעותית מהציפיות ל-1.8%) והנתון של הרבעון הראשון תוקן חדות כלפי מטה מ-1.9% ל-0.4% בלבד. בנוסף, מהעדכון של לשכת המסחר האמריקאית ל-3 השנים האחרונות עולה כי התוצר כיום עומד על כ-13.5 טריליון דולר בלבד (ולא 14.3 טריליון דולר) ולמעשה הוא עדין נמוך מרמת התוצר ערב המשבר ב-2008. נתוני המאקרו שהתפרסמו במהלך החודש היו אמנם מעורבים (כאשר נתוני האבטלה, המכירות הקמעונאיות והתחלות הבניה דווקא הפתיעו לטובה) אך השליליים שבהם בלטו מאד לרעה והצביעו על כך שכלכלת ארה"ב נמצאת בסביבת מיתון. מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישגן ירד באוגוסט לרמה הנמוכה ביותר מאז 1980, ההוצאה הפרטית התכווצה לראשונה מאז ספטמבר 2009 וע"פ ספר הבז' נרשמה האטה בצמיחה ברוב המחוזות. בפרוטוקול ה-FOMC נאמר כי הצמיחה הכלכלית השנה הייתה נמוכה באופן ניכר מציפיות הועדה וכי נרשמת האטה כללית ובעיקר בשוק התעסוקה והנדל"ן, ונימקו את החולשה ה"זמנית" במחירי האנרגיה והמזון (שפגעו ביכולת הצריכה של הפרטים) והאסון ביפן שפגע בשרשרת הייצור. כמו-כן, לאור תחזיתם לקצב צמיחה מתון יותר ברבעונים הבאים משחזו בעבר ועליה ברמת ה-Down Side Risks הם החליטו להותיר את רמת הריבית בטווח של 0%-0.25% לפחות עד לאמצע 2013, כאשר בשוק מתומחרת העלאת ריבית ראשונה רק בתחילת 2014. בתי השקעות הורידו את התחזית הממוצעת לארה"ב ל-2011 ו-2012 מ-2.53% ו-3% בחודש שעבר, ל-1.74% ו-2.14% בהתאמה. הדמוקרטים והרפובליקנים הצליחו רק ברגע האחרון להגיע להסכם בעניין העלאת תקרת החוב בארה"ב תוך התחייבות לקיצוצים נרחבים בתקציב ובכך למנוע חדלות פירעון טכנית. אך על אף ההסכם, חברת הדירוג S&P הורידו לראשונה בעידן דרוג האשראי את דרוגה המושלם של ארה"ב ל-AA+ והותירו את התחזית שלילית עם סיכוי של 33% להורדת דרוג נוספת בטווח של חצי שנה עד שנתיים במידה וארה"ב לא תבצע את הקיצוצים להם התחייבה או במידה ושיעור החוב יגדל. S&P סברו כי יש צורך בקיצוץ חד יותר משהוחלט – קיצוץ של כ-4 טריליון והורידו את רמת

הביטחון ביכולתם של הפוליטיקאים להתמודד עם האתגרים הפיננסיים. יש להניח כי הבחירות הקרבות עלולות להמשיך את ה"שיתוק" של ההנהגה ביכולתה להתמודד עם המשבר. לאור זאת נראה כיום כי עיקר יכולת התגובה להאטה הכלכלית יכולה לבוא רק מהצד המוניטארי ע"י הבנק המרכזי. לאחר Bernanke לא הודיע על הרחבה כמותית נוספת ב-Jackson Hole ב-26 לאוגוסט (שם הוא הודיע בעבר על QE-2), גוברות ההערכות כי הוא יודיע על תכנית הרחבה כמותית נוספת עם החלטת הרבית בחודש ספטמבר. במהלך החודש התשואות על האג"ח של ארה"ב ירדו לשפל היסטורי כאשר על ה-10 שנים הן ירדו (במסחר התוך-יומי) לרמה של 1.97% בלבד אך עלו מאז לרמות סביב 2.25% לאור נאומו האופטימי של Bernanke בה ציין כי המצב הכלכלי לא חמור מספיק כדי להודיע מיידית על הרחבה כמותית נוספת וכי יש ל-Fed מספיק כלים כדי לקדם את הכלכלה.

אירופה

כמו בארה"ב, גם הנתונים שהתפרסמו במהלך החודש באירופה היו מעורבים אך החלשים שבהם בלטו מאד לרעה, כאשר גם גרמניה (שדחפה עד היום את גוש האירו כולו כלפי מעלה) מראה סימני חולשה. מדד מנהלי הרכש (PMI) והמכירות הקמעונאיות של גוש האירו הפתיעו לטובה אך היצור התעשייתי, מדד ה-Zew (בגוש האירו ובגרמניה) ובעיקר הצמיחה החלשה ברבעון השני הוסיפו לפסימיות בשווקים. גוש האירו צמח ברבעון השני ב-0.2% לעומת צפי ל-0.3%, כאשר גרמניה וצרפת מורידות את ממוצע הצמיחה של הגוש עם 0.1% ו-0% צמיחה, בהתאמה, ברבעון השני, החלשות משמעותית לאחר צמיחה חזקה של 1.3% ו-0.9% בהתאמה, ברבעון הראשון. משבר החוב מעמיק ומאיים גם על איטליה וספרד, ודוחף את נשיאי המדינות לפנות במסרי הרגעה לשווקים. חילוקי דעות פנימיים באיטליה בנוגע להיקף הצמצומים הפיסקאליים שעוררו חשש שה-ECB לא יסכים לרכוש אג"ח של המדינה והזהרת Moody's מהורדת דירוג של ספרד הקפיצו את האג"ח ל-10 שנים של 2 המדינות לתשואות שיא של מעבר ל-6%. על מנת "לרצות" את ה-ECB ולהרגיע את השווקים הצליח Berlusconi להעביר בממשלתו תכנית צנע שכוללת צמצומים פיסקאליים חריפים של 20 מיליארד אירו בשנה הבאה ו-25 מיליארד אירו נוספים ב-2013 והחלטה חוקתית לאיזון תקציבי עד 2013. צעדים אלו זכו לביקורות נוקבות מבית בשל הפגיעה בצמיחה אך אפשרו את "יריית הפתיחה" של ה-ECB ברכישת אג"ח ממשלתיות של איטליה וספרד בהיקף של עשרות מיליארדי אירו ולהורדת התשואות לאזור ה-5%. בהמשך החודש עלו הלחצים בגוש האירו מצד צרפת, הכלכלה השנייה בגודלה בגוש, עם שמועות על הורדת דירוג אפשרית, דבר שהוביל לזינוק מרווח ה-CDS של צרפת ל-185 נ.ב. (גבוה יותר משל ישראל). בנוסף לשמועות אלו, חשיפת הבנקים הצרפתיים ליוון, ספרד ואיטליה הביאו לירידות שערים חדות במניות המגזר הבנקאי במדינה. כמו Berlusconi, גם הנשיא Sarkozy פנה להרגיע את השווקים והתחייב להפחתת הגירעון מ-7.1% מהתמ"ג בשנה שעברה ל-3% מהתמ"ג עד 2013 "ללא קשר להתפתחות המצב הכלכלי" וזכה לאשרור דרוג החוב המושלם ע"י 3 סוכנויות הדרוג. גם ביוון, תכנית הסיוע עוד מתעכבת לאחר שדרישת פינלנד לקבל בטחונות על חלקה בתכנית הסיוע עוררה דרישה דומה ממדינות נוספות בגוש. היות ויוון לא יכולה להעמיד בטחונות כנגד כל ההלוואה, טרם ידוע כיצד העניין ייפתר.

השווקים המתעוררים

בסין, המכירות הקמעונאיות, הייצוא והיבוא "היכו" את התחזיות המוקדמות והפיחו תקווה כי הכלכלה הסינית תפצה על התמתנות הצמיחה בארה"ב ובאירופה. מאידך, האינפלציה ממשיכה לגאות ועלתה החודש לרמה של 6.5%, הרמה הגבוהה ביותר מאז יוני 2008. עם זאת, ההערכות הן כי האינפלציה תרד בחודשים הקרובים. בתי השקעות הורידו את תחזיות הצמיחה של סין לשנה זו מ-9.1% ל-8.9% בלבד וב-2012 מ-9% ל-8.7% על רקע השפעות ההאטה בארה"ב ובגרמניה על מגזר הייצור הסיני.

שוקי ההון

התגובות בשווקים למצב בארה"ב ואירופה היו חריפות והזכירו את המפולת של 2008 והתבטאו בירידות שערים חדות שלא נראו מאז משבר Lehman-Brothers וירידת תשואות חדה באג"ח הממשלתיות. מאז הישיבה המוניטארית הקודמת ועד ל-24/8/2011 מדדי המניות בארה"ב ירדו ב-13% ובאירופה ירדו בעד 22%. מדד MSCI העולמי ומדד EMCI של המדינות המתפתחות ירדו ב-13% ו-15%, בהתאמה. בשוקי האג"ח נרשמה ירידת תשואות חדה, כאשר התשואות ל-10 שנים בארה"ב ירדו מ-2.96% ל-2.29% (ובמסחר התוך יומי זה אף הגיע ל-1.97% בלבד) ובגרמניה מ-2.83% ל-2.26% בלבד. על רקע הציפיות להאטה, מחיר חבית נפט מסוג Brent ירד משמעותית ב-7.5% ל-109 דולר לחבית (ומסוג West Texas ירד באופן חד יותר ב-14.5% ל-85 דולר לחבית) ואילו מחיר אונקייט זהב נסק במהלך החודש לשיא של 1897 דולר לאונקיה אך בימים האחרונים ירד משמעותית ל-1750 דולר לאונקיה בלבד. מדד הסחורות ללא אנרגיה עלה ב-1% ומדד הסחורות החקלאיות עלה ב-5.8%.