



יוני 2009

דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש יוני 2009

הדיונים התקיימו ב-24 וב-25 במאי.

כללי

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד, 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, האמדנים 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 ומתפתח דיון בדבר ההחלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

בחודש שחלף מאז מועד הדיון המוניטארי האחרון לדיון זה, התחזקו הסימנים המצביעים על התמתנות המגמה השלילית בפעילות הכלכלית. בנק ישראל צופה כי הצמיחה במשק הישראלי תתחדש לקראת סוף השנה.

החשבונאות הלאומית

על פי האומדנים המוקדמים של הלמ"ס ירד התוצר ברביע הראשון של 2009 ב-3.6 אחוזים (בקצב שנתי, לעומת רביע קודם). עוצמת הירידה עקבית עם התחזיות של בנק ישראל. הירידה בתוצר נובעת מירידת היצוא (מינוס 46.3 אחוזים, לעומת רביע קודם, קצב שנתי), מהירידה

בצריכה הפרטית (מינוס 4.3 אחוזים), ומהירידה בהשקעות בענפי המשק (מינוס 37.6 אחוזים). גם ביבוא נרשמה ירידה ניכרת (מינוס 62.7 אחוזים).

המדד המשולב למצב המשק

בחודש מאי פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש אפריל ירד ב-0.3 אחוז, לאחר ירידה של 0.7 אחוז במדד לחודש מרץ, ירידה של 1.3 אחוז במדד לחודש פברואר, וירידה של 1.5 אחוז במדד לינואר (כל חודש לעומת חודש קודם). הירידות במדד בחודשים האחרונים מבטאות את התכווצות הפעילות במשק, כאשר נרשמת התמתנות בקצב הירידה. מדד הייצור התעשייתי (מנוכה עונתיות) ירד במרץ בשיעור של 2.1 אחוזים, לאחר יציבות בחודש פברואר. מדד הפדיון של ענפי המסחר והשירותים עלה במרץ בשיעור חד של כ-4 אחוזים, לאחר שירד בחודש פברואר ב-0.6 אחוז (לעומת חודש קודם, מנוכה עונתיות).

שוק העבודה

בחודש פברואר עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר בסקטור העסקי ב-0.1 אחוז לעומת חודש ינואר. בשלושת החודשים האחרונים (דצמבר-פברואר) ירד שכר זה ב-3.9 אחוזים לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים (מנוכה עונתיות, שיעור שנתי). בחודש פברואר נשאר מספר משרות השכיר במשק ללא שינוי. נתוני הביטוח הלאומי מצביעים על ירידה בתעסוקה בכ-3.7 אחוזים בחודשים דצמבר-פברואר, יחסית לשלושת החודשים הקודמים. שיעור האבטלה הגיע ל-6.9 אחוזים בחודש פברואר (על פי המגמה), בדומה לשיעורו בחודש ינואר.

סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא יהלומים) ירד בחודש אפריל בכ-1.9 אחוזים לעומת חודש מרץ (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (פברואר-אפריל) ירד יצוא זה ב-4.1 אחוזים לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי). יבוא הסחורות (ללא אניות, מטוסים ויהלומים) ירד בחודש אפריל ב-1.8 אחוזים לעומת חודש מרץ (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (פברואר-אפריל) ירד יבוא זה ב-49.5 אחוזים לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי). חלק מהירידה מוסבר בירידה במחירי האנרגיה במהלך תקופה זו אבל רובה הגדול של הירידה נובע מהירידה בביקושים.

2. נתוני התקציב

בניכוי תיקוני חקיקה והכנסות חד-פעמיות, בינואר-אפריל ירדו ההכנסות ממיסים ריאלית בכ-15 אחוזים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הירידה בהכנסות ממיסים משקפת את

ההאטה במשק. חודש אפריל הוא החודש השני ברציפות בו הואט קצב הירידה של ההכנסות ממיסים, במיוחד במיסים העקיפים.

ב-13 במאי אושר בממשלה תקציב 2009 ו-2010. בשל המיתון במשק והירידה החדה בהכנסות ממיסים הוחלט להעלות את תקרת הגירעון הקבועה בחוק מאחוז אחד מהתוצר ל-6 אחוזי תוצר ב-2009 ול-5.5 אחוזים ב-2010. על בסיס החקיקה הקיימת, גירעונות אילו משקפים בקירוב את השפעת "המייצבים האוטומטיים" על הגרעון.

הממשלה החליטה שהגידול בתקרת ההוצאות יסתכם בכ-3 אחוזים בשנת 2009 וב-1.7 אחוזים ב-2010. הממשלה החליטה לחזור לתוואי ההוצאות המקורי ב-2011, ועל מנת לעשות זאת הגידול המתחייב בתקרת ההוצאות ב-2011 יהיה פחות מאחוז.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה באחוז בחודש אפריל 2009, בהתאם להערכות החזאים. מדד המחירים לצרכן עלה מתחילת השנה ב-0.9 אחוזים. בשנים עשר החודשים האחרונים עלה המדד ב-3.1 אחוזים, מעט מעל הגבול העליון של היעד.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-*break-even inflation*, עלו בחודש מאי והגיעו ב-21 לחודש לרמה של כ-2.4 אחוזים, כאשר בממוצע לחודש מאי (עד ה-21 לחודש) נרשמו ציפיות לאינפלציה של 1.9 אחוזים -- זאת לעומת רמה ממוצעת של 0.9 אחוז בחודש אפריל.

מרבית העלייה בציפיות ובתחזיות לאינפלציה (ממועד החלטת הריבית בחודש שעבר ועד לדיון ריבית זה) נובעת מהחלטת הממשלה להעלות את מס הערך המוסף, ואת המיסים על הסיגירות והדלק. השפעת העלאת מיסים אלו צפויה להתבטא בעליית מחירים חד פעמית במהלך החודשים הקרובים.

החזאים המקומיים מעריכים, בממוצע, כי האינפלציה לשנה קדימה תעמוד על כ-2.2 אחוזים, לעומת כ-1.2 אחוז במועד דיוני הריבית בחודש שעבר.

בממוצע צופים החזאים המקומיים שהשינוי המצטבר במדד המחירים לצרכן לחודשים מאי עד יולי 2009 יעמוד על עלייה של 1.1 אחוזים.

בממוצע, החזאים המקומיים מעריכים שריבית בנק ישראל לחודש יוני לא תשתנה, ושבעוד 12 חודשים תהיה ריבית זו ברמה של 1.4 אחוזים.

מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה כי הציפיות של השחקנים בשוק ההון הן לעליית ריבית במחצית השנייה של השנה, ובעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של 2.2 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים עלתה בחודש מאי (עד ה-21 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-1.6 אחוזים, לעומת ממוצע של כ-1.2 אחוזים בחודש אפריל. התשואה על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים עלתה בחודש מאי לרמה ממוצעת של כ-3.9 אחוזים, לעומת כ-3.5 אחוזים באפריל. תשואת המק"ם לשנה עלתה בחודש מאי לכ-1.1 אחוזים, לעומת רמה של כ-0.9 אחוז בחודש אפריל.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-0.25 עד 0.50 נקודת האחוז מריבית הפד ונמוכה ב-0.50 נקודת האחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ל-10 שנים ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים נשאר יציב בחודש האחרון - רמה של 193 נקודות בסיס ב-21 במאי ורמה של 191 נקודות בסיס ב-27 באפריל.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה ירדה בכ-0.2 נקודת האחוז בחודש מאי לעומת חודש אפריל והיא עומדת בממוצע בחודש מאי על כמינוס 0.5 אחוז.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש מאי עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-58.5 אחוזים. באותה תקופה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-19.5 אחוזים. הגידול הגבוה ב-M1 נובע בחלקו מהסטה של פקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

המודלים האקונומטריים¹

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל, תחת הנחות של ירידה בתוצר של כ-1.5 אחוז ב-2009, ריביות נמוכות בעולם שמתחילות לעלות ב-2010, עלייה במחירי התשומות המיובאות החל ברביע השני של 2009, וירידה בסחר העולמי של 9 אחוזים בשנת 2009.

¹ בנק ישראל מפעיל מודלים אקונומטריים המשמשים לבחינת תרחישים שונים. משום אופיים של תרחישים אלו, בין היתר על רקע העובדה שתוצאותיהם מותנות באופן טבעי במספר הנחות לגבי משתנים רלבנטיים, יש לראות בתרחישים אלו כתשומה אחת לדיון מתוך מכלול התשומות. בתנאים החריגים השוררים בשווקים הפיננסיים העולמיים מאז פרוץ המשבר הפיננסי בעולם, ובהינתן שהמודל אינו נותן ביטוי ישיר לאירועים אלו, המשקל שניתן ליחס לתחזיות המודלים בתנאים הנוכחיים נמוך יותר.

על פי התרחיש הבסיסי במודל הרבעוני (DSGE),² הנותן משקל רב לציפיות לעתיד ומשתמש בכלל תגובה של בנק ישראל המאופיין בהחלקת תוואי הריבית, שער החליפין במחצית השנייה של שנת 2009 נע בין 4.16 ל-4.19 ₪ לדולר, נגזרת ירידה הדרגתית בריבית בנק ישראל לסביבות רמה של 0 אחוז ברביע הראשון של 2010, ומתקבל שיעור אינפלציה של 1.5 אחוז לשנת 2009.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

בין המועד להחלטת הריבית לחודש מאי (ה-27 באפריל) עד להחלטת ריבית זו השקל התחזק מול הדולר בכ-6.5 אחוזים: מרמה של כ-4.23 ₪ לדולר ב-27 באפריל לרמה של כ-3.96 ₪ לדולר ב-22 במאי. בתקופה זו התחזק השקל מול האירו בכ-0.7 אחוז-- משער של 5.56 ₪ לאירו לשער של 5.52 ₪ לאירו.

בהסתכלות על שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, המחושב כממוצע של שער החליפין של השקל מול 24 מטבעות (המייצגים 33 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו, בין ה-27 באפריל וה-24 במאי נרשמה התחזקות של השקל בכ-2.7 אחוזים.³

שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה מה-27 באפריל ועד ה-21 במאי בכ-9.1 אחוזים. בהסתכלות על אותה תקופה עלה מדד הדאו ג'ונס בכ-3.3 אחוזים.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים ירדה ממועד דיון הריבית בחודש שעבר ועד למועד דיון ריבית זה מרמה של 1.8 אחוזים לרמה של כ-1.5 אחוזים. במרווח ה-CDS של מרבית המדינות המתעוררות נרשמה בתקופה זו ירידה במרווחי ה-CDS.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

הנתונים לגבי הצמיחה מצביעים על האטה בקצב היחלשות הכלכלה העולמית ועל שיפור בשווקים הפיננסיים הגלובליים, כאשר בחודש מאז הדיון המוניטארי הקודם ועד למועד דיון זה עלו מדדי המניות ומחירי הסחורות בשיעורים ניכרים. עם זאת, הסביבה הכלכלית עדיין חלשה והנתונים הכלכליים הבסיסיים מצביעים על מיתון עמוק תוך ירידה חדה בסחר העולמי. נראה כי המשבר נכנס לשלב בו הפאניקה שלאחר קריסת בית ההשקעות Lehman

² Dynamic Stochastic General Equilibrium model

³ משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-24 אחוזים ומשקל האירו כ-35 אחוזים.

Brothers דועכת והחששות מפני קריסה במערכת הפיננסית מפנים את מקומם להערכות לגבי מועד היציאה מהמיתון. המדיניות המרחיבה, יחד עם הרחבה תקציבית משמעותית ברוב המדינות, ממשיכים לתמוך בהתאוששות הכלכלה העולמית. בארצות הברית, צופים בתי ההשקעות (בממוצע) כי ריבית הפד תיוותר ברמתה הנוכחית (של 0 עד 0.25 אחוז) עד סוף שנת 2009. ריבית הבנק המרכזי באירופה ירדה בחודש מאי ב-0.25 נקודת האחוז והיא נמצאת ברמה של אחוז. משום שריבית הבנק המרכזי בחלק מהמדינות קרובה עתה לאפס, בנקים מרכזיים מאמצים שימוש בכלי מדיניות נוספים בכדי להמשיך ולנקוט במדיניות מרחיבה.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש יוני 2009

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש יוני, כל חברי הנהלה המליצו לנגיד להשאיר את הריבית ללא שינוי ולהמשיך בנקיטת המדיניות המרחיבה גם באמצעות הכלים הנוספים אותם מפעיל הבנק בחודשים האחרונים.

המשתתפים בדיון ציינו כי אי השינוי בריבית בחודש זה עקבי עם השגת יעד האינפלציה. החזאים המקומיים מעריכים (בממוצע) כי בסוף שנת 2009 (בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים) צפויה האינפלציה להיות בסביבה הרצויה של אמצע תחום היעד, והציפיות לאינפלציה לשנה קדימה (הנגזרות משוק ההון) קרובות גם הן לאמצע תחום היעד.

בדיון צוין כי בנק ישראל פועל לעידוד הפעילות הכלכלית ולשיפור הנזילות בשווקים הפיננסיים באמצעות שימוש במגוון כלים:

- שמירה על רמת ריבית נמוכה.
- בנק ישראל ממשיך לרכוש 100 מיליון דולר ליום במסגרת התוכנית להגדלת יתרות מטבע החוץ ולעידוד הפעילות במשק.
- בנק ישראל ממשיך ברכישת איגרות החוב הממשלתיות (בשוק המשני) לטווחים הבינוניים והארוכים בקצב של כ-200 מיליון ₪ ליום. רכישת אגרות החוב תומכת באופן ישיר בהורדת הריבית במשק גם לטווחי הזמן הארוכים יותר ובכך מסייעת להגברת הפעילות הכלכלית במשק.

בסיכום הדיון החליט הנגיד להשאיר את הריבית לחודש יוני ברמה של 0.50 האחוז, תוך המשך השימוש בכלי המדיניות הנוספים, וזאת על מנת להמשיך ולעודד את הפעילות במשק.

בנק ישראל הדגיש בהודעתו את המרכיבים הבאים:

- האינפלציה בישראל צפויה להיות עקבית עם היעד -- בחודש האחרון עלו התחזיות והציפיות לאינפלציה לסביבת אמצע תחום היעד. מבחינת השגת יעד האינפלציה לא קיים צורך בשינוי הריבית.

- רמת הריבית הנמוכה, יחד עם הכלים הנוספים שמפעיל בנק ישראל, תומכים בעידוד הפעילות במשק. הנתונים מצביעים על התמתנות קצב הירידה בפעילות. הצפי הוא שהצמיחה במשק הישראלי תתחדש לקראת סוף השנה.

צוין שבנק ישראל ימשיך לפעול להשגת יעד יציבות המחירים ולעקוב מקרוב אחרי ההתפתחויות במשק ובעולם מתוך מטרה לתמוך בעידוד התעסוקה והצמיחה וביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-25 במאי 2009.

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 ומנהל האגף המוניטרי/פיננסי בחטיבת המחקר

מר בארי טאף – מנהל חטיבת השווקים

ד"ר אוהד בר-אפרת – יועץ לנגיד וממונה על האגף להפצת מידע ולקשרים בין-לאומיים

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – דובר הבנק

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

כלכלת ארה"ב התכווצה ברביע הראשון של 2009 ב-6.1 אחוזים במונחים שנתיים (לעומת רביע קודם), בהמשך להתכווצות של 6.3% ברביע הרביעי של 2008. השקעות החברות נותרות חלשות מאוד. סקרי חברות שהתפרסמו לאחרונה היו מעט יותר חיוביים, אך הורו על ירידה בהזמנות חדשות ועל תוכניות השקעה מרוסנות, עובדה המרמזת על המשך חולשה בטווח הקרוב. עם זאת, הירידה במלאים עשויה להוביל לצמיחה מחודשת לקראת סוף השנה. שוק העבודה נותר חלש מאוד, חלקית על רקע מצבו העגום של סקטור הרכב. החברות עדיין אינן שוכרות עובדים חדשים. החולשה המתמשכת בשוק זה צפויה להעיב על הכנסות משקי הבית, ולפגוע בצריכה ובהתאוששות הכלכלה. עם זאת, ישנם סימנים המעוררים תיקווה, בהם, ירידה בקצב איבוד המשרות בחודש אפריל.

אירופה

כלכלת אירופה התכווצה ברבעון הראשון של 2009 ב-2.5 אחוזים במונחים שנתיים, בהמשך להתכווצות של 1.6 אחוזים ברבעון הקודם (לעומת רביע קודם). בגרמניה ובאיטליה נרשמה התכווצות בצמיחה ברבעון הראשון עם התכווצות של 3.8 אחוזים ו-2.4 אחוזים בהתאמה. באנגליה, הכלכלה התכווצה ברבעון הראשון ב-1.9 אחוזים במונחים שנתיים. ב-7 במאי הודיע הבנק המרכזי האירופאי על הורדת ריבית ב-0.25 נקודת האחוז לרמה של אחוז אחד, והצהיר כי יפעיל תוכנית להקלת אשראי והרחבת נזילות. החלטות אלו נובעות מהערכת הבנק המרכזי האירופאי שהאינפלציה תישאר מרוסנת עקב המיתון, כאשר ישנם סימנים ראשוניים להתייצבות הפעילות באירופה ברמה מאוד נמוכה, לאחר הרביע הראשון שהיה חלש מהצפוי.

יפן

כלכלת יפן התכווצה ברבעון הראשון של 2009 ב-15.2 אחוזים במונחים שנתיים, בהמשך להתכווצות של 14.4 אחוזים ברבעון הרביעי של 2008 (לעומת רביע קודם), וזאת רקע הצניחה ביצוא, הירידה החדה בצריכה הפרטית, הירידה בהשקעה והקיצוץ הגדול במלאים. עם זאת, בחודש האחרון ישנם סימנים המורים על התאוששות, ובהם, ביצוא ובייצור התעשייתי. סימני ההתייצבות בשוקי העולם וחבילת ההאצה הפיסקאלית בהיקף של 15.4 טריליון יין תומכים באימון המקומיים. גם העליות בשוקי המניות ותחזיות החיוביות על רווחי החברות מוסיפים לאופטימיות הזהירה.

שווקים מתעוררים

ישנה התאוששות מסוימת ויצוא ההון מהשווקים המתעוררים הואט לאחרונה, על רקע הירידה בשנאת הסיכון של המשקיעים. מגמות אלו הואצו במיוחד לאחר ועידת ה-G20 בלונדון, שבה הוחלט על העברת 1.1 טריליון דולר לקרן המטבע הבין-לאומית. חלק מהכללות המתעוררות, ובמיוחד סין, מראות סימני התאוששות המונעים על ידי גורמים מקומיים המוסיפים למגמה החיובית. האינדיקטורים הכלכליים האחרונים מורים על התאוששות בפעילות הכלכלית בסין, הודות ליישום תוכנית האצה הסינית, בהיקף של 585 מיליארד דולר. בסין נרשמה בחודש אפריל עלייה חדה בגידול באשראי לחברות ומשקי בית.