

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

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 ביולי.

**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, 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 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 התווסף מידע התומך בהערכה כי התכווצות הפעילות התמתנה ואולי אף נבלמה ברביע השני של השנה. חלק מהאינדיקטורים מצביעים על תחילתה של תפנית בחלק מהמגזרים.

**החשבונאות הלאומית**

על פי האומדנים המעודכנים של הלמ"ס (שפורסמו ב-16 ביולי) ירד התוצר ב-3.7 אחוזים ברביע הראשון של 2009 (בקצב שנתי לעומת רביע קודם), לעומת הערכה קודמת (מה-16 ביוני) בדבר ירידה של 3.9 אחוזים. הירידה בתוצר משקפת ירידה בכל השימושים ובפרט ירידה של 3.5 אחוזים בצריכה הפרטית (לעומת ירידה של 3.4 אחוזים באומדן הקודם) וירידה של 29.4

אחוזים ביצוא (לעומת ירידה של 37 אחוזים באומדן הקודם). היבוא התכווץ ברביע הראשון בשיעור של מעט יותר מ-40 אחוזים.

#### המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב לחודש יוני עלה ב-0.2 אחוזים (לעומת החודש הקודם) – עלייה ראשונה מאז יולי 2008. העלייה במדד משקפת עלייה ביצוא וביבוא הסחורות בעוד שאר רכיבי המדד ירדו. מדד מאי עודכן כלפי מעלה מ-0.5 ל-0.3 בעקבות עדכונים שביצעה הלמ"ס. מדד הייצור התעשייתי (מנוכה עונתיות) ירד במאי בשיעור של 1.5 אחוזים (לעומת החודש הקודם) בהמשך לירידה של 0.9 באפריל. מדד הפדיון של ענפי המסחר והשירותים ירד במאי בשיעור של 0.6 אחוזים לאחר ירידה של 3.1 אחוזים באפריל.

#### שוק העבודה

בחודש אפריל ירד מספר משרות השכיר ב-0.8 אחוזים (לעומת החודש הקודם, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (פברואר עד אפריל) ירד מספר משרות השכיר באחוז והשכר הנומינלי למשרת שכיר ירד באפריל ב-0.9 אחוזים, תוך ירידה של 1.7 אחוזים בשכר בסקטור העסקי. בשלושת החודשים האחרונים עלה השכר הנומינלי בסקטור העסקי ב-1.4 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים. שיעור האבטלה על פי נתוני המגמה הגיע במאי ל-8.4 אחוזים, לאחר 8.2 אחוזים באפריל ו-7.2 אחוזים בינואר 2009. על פי סקר המעסיקים של התמ"ת לרביע השני נמשכה הירידה בביקוש לעובדים, תוך התמתנות מסוימת ביחס לרביע הקודם.

#### סקר תברות

על פי נתוני סקר החברות של בנק ישראל המשיכה הפעילות העסקית להתכווץ ברביע השני אך בשיעור מתון יותר. (מאזן הנטו של סך הפעילות בסקטור העסקי הוא 11- לעומת 41- ברביע הראשון). התמתנות זו בהתכווצות הפעילות איפיינה את רוב הענפים; בענפי הבנייה והתקשורת מצביע הסקר על התרחבות מתונה בפעילות. על פי דיווחי החברות בסקר, חלה במרבית הענפים הקלה מסויימת בחומרת המגבלה מצד הביקוש על הרחבת הפעילות שלהן. המדד המוביל לפעילות מבטא ציפיות לירידה נוספת בפעילות, אם כי במידה פחותה משמעותית מהציפיות ברביע הקודם – ההסתברות להאטה ברביע זה עומדת על 58 אחוזים לעומת 98 אחוזים ברביע הקודם.

#### סחר תוצ

יצוא הסחורות עלה ביוני ב-2.6 אחוזים לעומת מאי וברביע השני כולו עלה יצוא הסחורות ב-1.2 אחוזים לעומת הרביע הראשון של 2009 (נתונים דולריים, מנוכי עונתיות, ללא אוניות ומטוסים ויהלומים). התרחבות היצוא משקפת התרחבות ביצוא ענפי הטכנולוגיה העלית

וירידה ביצוא ענפי הטכנולוגיה המסורתית והמעורבת. בלימת הירידה ביצוא עקבית עם התמתנות ההתכווצות בסחר העולמי בחודשים האחרונים. יבוא הסחורות עלה ביוני ב-3.9 אחוזים וברביע השני כולו ירד ב-4.9 אחוזים לעומת הרביע הקודם. (נתונים דולריים, מנוכי עונתיות, ללא אוניות ומטוסים ויהלומים). העליה ביבוא ביוני נרשמה בכל הסעיפים – יבוא מוצרי השקעה, חומרי גלם ומוצרי צריכה.

## 2. נתוני התקציב

הגירעון הכולל (ללא אשראי) הסתכם במחצית הראשונה של 2009 ב-17.7 מיליארדי ₪, לעומת עודפים גדולים במחציות הראשונות של השנים 2006-2008. הגרעון הגבוה משקף את הירידה התלולה בהכנסות ממסים שהחלה באמצע 2008 לצד תת-ביצוע של ההוצאות ברביע הראשון של השנה. בניכוי תיקוני חקיקה והכנסה חד-פעמית ההכנסות ממסים נמוכות ריאלית בכ-12 אחוזים במחצית הראשונה של 2009 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. יחד עם זאת, ביוני נמשכה מגמת ההתמתנות בקצב ירידת ההכנסות ממסים הישירים והעקיפים שהחלה בחודש מארס.

במסגרת התוכנית הכלכלית הועלו במאי המס על הסיגריות והבלו על הדלק, ביולי עלה המע"מ בנקודת אחוז ל-16.5 אחוזים. באמצע יולי נכנס לתוקף היטל הבצורת ובאוגוסט נכנסת לתוקף רפורמת "מיסוי ירוק" על הרכב.

## 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש יוני ב-0.9 אחוזים, שיעור גבוה במידה ניכרת מתחזיות החזאים הפרטיים שהיו בין 0.3-0.5 אחוזים. מראשית השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.1 אחוזים – עלייה שהובלה על ידי שני רכיבים – מחירי האנרגיה שעלו ב-8.1 אחוזים ומחירי הדיור שעלו ב-2.8 אחוזים. המדד ללא אנרגיה ודיור עלה מראשית השנה בשיעור של 1.3 אחוזים. ב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.6 אחוזים – מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, הגיעו ב-26 ביולי לרמה של כ-2.6 אחוזים. הרמה הממוצעת של הציפיות לאחר פרסום המדד (מה-16 ליולי) היא 2.6 ובממוצע בחודש יולי (עד ה-26 לחודש) 2.2 אחוזים -- בדומה לרמה הממוצעת ביוני. העלייה בציפיות משקפת בין השאר את ההפתעה שהיתה במדד יוני ואת עליות המחירים הציפיות בחודשים הקרובים כתוצאה מהחלטת הממשלה להעלות את שיעור המע"מ ואת מחיר המים.

הציפיות לאינפלציה לשנה השניה והשלישית נותרו יציבות ברמה של 2.9 אחוזים, הציפיות לטווח של 4-5 שנים ירדו במעט ל-2.4 אחוזים ואילו הציפיות לטווח ארוך (שנה שמינית עד עשירית) עלו ביולי ל-2.6 אחוזים לעומת 2.3 אחוזים ביוני.

החזאים המקומיים מעריכים, בממוצע, כי האינפלציה שנה קדימה תהיה 2.8 אחוזים לעומת תחזית של 2.3 אחוזים במועד דיוני הריבית בחודש שעבר ו-2.6 אחוזים לפני פרסום מדד יוני. בממוצע הם חוזים כי שיעור השינוי במחירים ביולי יהיה 0.8 אחוזים ובאוגוסט 0.5 אחוזים. החזאים המקומיים חוזים בממוצע כי לא יהיה שינוי בריבית בנק ישראל בשלושת החודשים הקרובים וכי בעוד 12 חודשים תהיה רמתה 1.75 אחוזים. ציפיות השחקנים בשוק ההון הנגזרות מניתוח השיפוע של עקום המק"ם הן כי לא יחול שינוי בריבית בנק ישראל בחודשיים הקרובים וכי בעוד שנה רמת הריבית צפויה להיות כ-1.9 אחוזים.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

התשואות לפידיון על איגרות חוב ממשלתיות צמודות ולא-צמודות לטווח בינוני וארוך ירדו בחודש יולי (עד ה-26 ביולי) יחסית ליוני ורמתן דומה לזו ששררה בחודש מאי. התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות צמודות ל-5 שנים ירדה ב-0.7 נקודת אחוז לרמה ממוצעת של 1.5 אחוזים. התשואה על אג"ח ממשלתי לא צמודות ל-5 שנים ירדה ל-4 אחוזים עד פרסום מדד יוני אך שבה ועלתה עד לממוצע של 4.2 אחוזים מה-16 ביולי.

עקום המק"ם התמתן במחצית הראשונה של יולי תוך ירידה בתשואות לטווחים קרובים לשנה ועלייה בתשואות לטווחים הקצרים. לאחר פרסום המדד ועד ה-26 ביולי העקום שב והיתלל תוך עלייה בתשואות לטווח קצר ועלייה גדולה יותר בתשואה לשנה. התשואה לפידיון על מק"ם ל-12 חודשים היתה בממוצע עד ה-15 ביולי 1.1 אחוזים לעומת 1.3 אחוזים ביוני ועלתה עד ל-1.5 אחוזים ב-26 ביולי.

#### 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 המשיך לרדת בחודש האחרון והיה 166 נקודות בסיס ב-23 ביולי.

#### ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לשנה קדימה (הריבית הריאלית הצפויה) ירדה ביולי לעומת יוני כתוצאה מעליית הציפיות לאינפלציה והיא בממוצע ביולי (עד ה-26 לחודש) מינוס 1.8 אחוזים.

### מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש יוני עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-56 אחוזים, בדומה לחודש הקודם. באותה תקופה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-18 אחוזים. הגידול הגבוה ב-M1 נובע בחלקו מהסטה של פיקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

### המודלים האקונומטריים<sup>1</sup>

באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל נבחנו תרחישים שונים להתפתחות האינפלציה ומשתנים נוספים בשנה הקרובה. בדומה לחודש הקודם, התרחישים נבחנו תחת הנחה של ירידה בפעילות הריאלית במשק ב-2009 ועלייה מתונה ב-2010 בהתאם לתחזית המקרו-כלכלית של בנק ישראל, עלייה הדרגתית של הריביות בעולם החל מ-2010, ירידה חריפה של הסחר העולמי ב-2009 ועלייה מתונה ב-2010 ועלייה במחירי התשומות החל מהרביע השני של 2009.

על פי התרחיש הבסיסי במודל הרבעוני (DSGE)<sup>2</sup>, הנותן משקל רב לציפיות לעתיד צפויה האינפלציה בשנה הקרובה (החל מהרביע השלישי של 2009 ועד הרביע השני של 2010) להיות 1.6 אחוזים. גורם מרכזי בתוצאה זו היא ההשפעה החד-פעמית של העלאת המיסים ומחיר המים על ידי הממשלה. על פי מודל זה צפוי שיעור האינפלציה להתמתן עם מיצוי ההשפעה הזו ולהיות בסוף 2010 0.9 אחוזים. במודל אלטרנטיבי, הנותן משקל גדול יותר לאנרציה הקיימת בתהליך האינפלציוני, מתקבל שיעור אינפלציה גבוה יותר בארבעת הרבועים הבאים וב-2010.

## **4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות**

### שוק מט"ח

מאז הדיון המונטרי האחרון ב-21 ליוני ועד ה-26 ביולי התחזק השקל מול הדולר ב-2.2 אחוזים ושערו עומד על 3.87 (ב-26 ביולי). בתקופה זו התחזק השקל מול האירו ב-0.3 אחוז—שער החליפין של השקל מול האירו עומד על 5.50 ₪ לאירו ב-26 ביולי. 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-21 ביוני ועד ה-26 ביולי נרשמה התחזקות של השקל ב-0.6 אחוז<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Dynamic Stochastic General Equilibrium model

<sup>3</sup> משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-24 אחוזים ומשקל האירו כ-35 אחוזים.

## שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה מה-21 ביוני ועד ה-26 ביולי ב-11.3 אחוזים. בהסתכלות על אותה תקופה עלה מדד הדאו ג'ונס בכ-9.3 אחוזים.

### **5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון**

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים נותרה כמעט ללא שינוי ממועד דיוני הריבית בחודש שעבר ועד למועד דיון ריבית זה ברמה של כ-1.7 אחוזים. במרווח ה-CDS של מרבית המדינות המתעוררות נרשמה בתקופה זו ירידה מתונה מאוד.

### **6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)**

האינדיקטורים לפעילות בכלכלות העולם שהתווספו בעת האחרונה מצביעים על סימני התייצבות ראשוניים, עדיין ברמות נמוכות, וסימנים לחידוש הצמיחה במספר משקים וביניהם סין.

לאוירה האופטימית בעולם הצטרפו גם שווקי המניות והאג"ח העולמיים, תוך עלייה בשערים וירידה באינדיקטורים לסיכון על רקע דוחות כספיים לרביע השני של השנה טובים מהצפוי בדרך כלל.

ארגון ה-OECD העלה החודש את התחזית למדינות הארגון לצמיחה שלילית של 4.1 אחוזים ב-2009 (לעומת תחזית קודמת לירידה של 4.3 אחוזים) וצמיחה חיובית של 0.7 אחוזים ב-2010. קרן המטבע הבינלאומית (ה-IMF) הורידה במעט את התחזית ל-2009 אך העלתה אותה לצמיחה של 2.5 אחוזים ל-2010. (לעומת 1.6 אחוזים בתחזית ממאי).

תחזית האינפלציה הגלובלית של בתי ההשקעות ל-2010 היא 2.3 אחוזים עם אינפלציה של כאחוז בארה"ב ובאירופה.

התחזיות של בתי ההשקעות הן עדיין ליציבות בריבית בארה"ב, אירופה ויפן בשנה הקרובה. יחד עם השארת הריבית בארה"ב ברמתה הנמוכה - אפס עד 0.25 – ממשיך הפד לעשות שימוש בכלים הנוספים כדי לתמוך בצמיחה ולשמור על יציבות המחירים. כמו כן פירט הפד את תוכניתו ליציאה מההרחבה המניטרית (כשיגיע זמנה בעתיד). הבנק האירופי הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של אחוז אחד והכריז על רכישת covered bonds בהיקף של 60 מיליארדי אירו. הבנק של אנגליה הותיר בהחלטתו בראשית יולי את הריבית ברמה של 0.5 אחוז והחליט להמשיך בתכנית לרכישת נכסים בסך 125 מיליארדי ליש"ט.

## ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש אוגוסט 2009

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק ולגבי הפעלתם של כלים נוספים לביצוע המדיניות המוניטרית. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש אוגוסט המליצו כל ארבעת חברי הנהלה לנגיד להשאיר את הריבית ללא שינוי. כמו כן המליצו חברי הנהלה להודיע על הפסקת רכישות האג"ח הממשלתיות בהתאם לתוכנית. החלטות אלו תורמות לחיזוק יכולתו של המשק להתמודד עם השלכות המשבר הכלכלי העולמי.

המשתתפים בדיון התייחסו לאינדיקציות האחרונות המצביעות על כך שההתכווצות בפעילות במשק הישראלי התמתנה וכי קיימים סימנים ראשוניים להתאוששות בחלק מהענפים, אם כי הפעילות עדיין ברמה נמוכה וקיימת אי ודאות לגבי קצב ההתאוששות ועיתויה.

המשתתפים התייחסו לעליות המחירים הצפויות בחודשים הקרובים כתוצאה מהעלאת המע"מ ותעריפי המים – העלאות שהן חד-פעמיות ואינן משקפות שינוי בסביבת האינפלציה אך יתבטאו במדדים גבוהים בחודשיים הקרובים וישאירו את האינפלציה בהסתכלות אחורה ל-12 חודשים בסביבת הגבול העליון של יעד האינפלציה. מנגד, צוין קיומו של פער תוצר ורמת אבטלה גבוהה יחסית הפועלים למיתון הלחצים לאינפלציה.

עוד ציינו המשתתפים כי יש להמשיך ולעקוב אחר התפתחות האינפלציה בחודשים הקרובים כדי לבחון האם מדד יוני, שהפתיע ברמתו הגבוהה, משקף חריגה זמנית או שיש בו סימנים לשינוי בסביבת האינפלציה.

בנוסף, התייחסו המשתתפים בדיון לעלייה במחיר היחסי של הדיור בשנה האחרונה ולקושי להעריך את מגמת התפתחותם של מחירים אלו בשנה הקרובה.

בסיכום הדיון החליט הנגיד להותיר את הריבית ללא שינוי ולסיים את תוכנית רכישות האג"ח כמתוכנן. החלטה זו מאזנת בין הכוחות לעלית מחירים הצפויים להתמתן לאחר העליות החד פעמיות הצפויות במחירים לבין ההערכה שהמשק טרם יצא מהמיתון.

בנק ישראל הודיע כי יפסיק לרכוש אג"ח ב-5/8/09 וכי אין בכוונתו למכור את ני"ע שרכש. עוד צוין שפעילות בשוק הפתוח (קניה, מכירה, השאלה של ני"ע ממשלתיים על ידי הבנק המרכזי) הינה כלי חשוב בידי בנק מרכזי לביצוע המדיניות המוניטארית. בבנק ישראל סבורים שתוכנית רכישות האג"ח בה החל בנק ישראל ב-25/3/09, תרמה לחזרה של שוק ההון לתפקוד תקין יותר, ובפרט לחידוש ההנפקות וגיוסי ההון על ידי הסקטור העסקי.

בנק ישראל התייחס בהודעתו לגורמים התומכים בהשארת הריבית באוגוסט ללא שינוי תוך המשך רכישות המט"ח, יחד עם ההחלטה לסיים את רכישות האג"ח הממשלתיות עם בהתאם לתוכנית:

- האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים האחרונים והציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים נמצאות בסביבת הגבול העליון של היעד. לאחר עליות מחירים הצפויות להיות גבוהות

בחודשיים הקרובים (בעיקר בגלל העלאת המע"מ ושיונים במחירים המפוקחים) יתמכו פער התוצר והאבטלה במיתון עליות המחירים בתקופה שלאחר מכן.

• מידע חדש על הפעילות הכלכלית והשיפור המהיר בשווקים הפיננסיים מחזקים את ההערכה שהירידה בתוצר מתמתנת ואולי אף נבלמה. אולם, עדיין מוקדם לקבוע אם מדובר בתפנית בעיקר נוכח אי הוודאות לגבי ההתפתחויות במשק העולמי.

• בנקים מרכזיים רבים בעולם ממשיכים לשמור על רמות ריבית נמוכות וממשיכים להפעיל את הכלים המוניטאריים הנוספים שהופעלו.

בהודעה נכתב שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחרי ההתפתחויות במשק הישראלי ובעולם וישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 ביולי 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  
מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד  
ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק  
ד"ר סיגל ריבון – ראש תחום מונטרי שוטף, חטיבת המחקר



## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### **ארה"ב**

הנתונים האחרונים שפורסמו עבור ארה"ב מצביעים על האטה משמעותית בקצב ההתכווצות של הפעילות. הנתון המעודכן להתפתחות התוצר בארה"ב ברביע הראשון של 2009 שופר במעט ל-5.5 אחוזים. קרן המטבע הבינלאומית העלתה את התחזית לצמיחה בארה"ב ב-2010 ל-0.8 אחוזים (לעומת אפס בתחזית הקודמת), ה-OECD העלה גם הוא את התחזית ל-2010 ל-0.9 וגם הבנק הפדרלי עדכן את תחזית הצמיחה ל-2010 ל-2.1 עד 3.3 אחוזים. יחד עם זאת, הפד עדכן את תחזית האבטלה ב-2010 מעט כלפי מעלה.

הבשורה הטובה העיקרית הגיעה החודש מתחום הדיור. כך, עלו התחלות הבניה, אישורי הבניה ומספר אישורי המשכנתאות ובמחירי הדיור נראה שהתחילה לפחות התייצבות. יחד עם זאת, קיומו של מלאי גדול של בתים מעוקלים עדיין מעיק על שוק זה. מנגד, הצריכה הפרטית, המהווה את מנוע הצמיחה העיקרי נותרה ללא שינוי בחודשים האחרונים ובחודש האחרון אף נרשמה ירידה מפתיעה בקניה ברשתות השיווק. זאת, כתוצאה מגידול בחסכון הפרטי ולמרות הגידול בהכנסה הפנויה.

ההרעה בשוק העבודה נמשכת תוך המשך עליית שיעור האבטלה עד ל-9.5 אחוזים ביוני. שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים נותר נמוך ברמה של 1.4 אחוזים. שיעור עליית המחירים בניכוי סעיפי האנרגיה והמזון ("אינפלציה הליבה") עלה ב-12 החודשים האחרונים ב-1.7 אחוזים. בתי ההשקעות צופים אינפלציה של 1.2 אחוזים בארה"ב ב-2010.

הפד הותיר בישיבתו האחרונה ב-24 ביוני את הריבית ללא שינוי החודש בין אפס ל-0.25 תוך התייחסות להאטה בקצב ההתכווצות של הפעילות והשיפור במצב השווקים הפיננסיים. הפד הודיע שימשיך לעשות שימוש בכל הכלים העומדים לרשותו כדי לעודד את הפעילות ולשמור על יציבות המחירים וכי הוא צפוי לשמור על ריבית נמוכה לאורך זמן. בתי ההשקעות צופים אי שינוי בריבית עד ראשית 2010. שוק ההון מתמחר תחילתה של העלאת ריבית לקראת סוף 2009.

### **אירופה**

באירופה, בניגוד לארה"ב, הנתונים וההערכות הם להרעה במצב הפעילות. הנתון המתוקן לתוצר ברביע הראשון של 2009 תוקן כלפי מטה ל-4.5 אחוזים וה-IMF וה-OECD הנמיכו שניהם את התחזית ל-2009 ביותר מחצי אחוז ל-4.8 אחוזים והשאירו את התחזית ל-2010 לצמיחה אפסית או שלילית.

האבטלה בתחום האירו עלתה ל-9.5 אחוזים והיא גבוהה במיוחד בספרד – 18.5 אחוזים. מדדי אמון הצרכנים האירופאיים תנודתיים מאוד – מדד ה-ZEW ירד חדות לאחר עלייה בשלושת החודשים הקודמים.

נקודת אור נמצאת בנתוני הייצור התעשייתי לגרמניה שזינקו במידה משמעותית ועשויים להצביע על תחילת התאוששות הפעילות בכלכלה זו.

שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים בגוש האירו הוא 0.1- וצפוי, על פי תחזיותיהם של בתי ההשקעות להיות 1.1 אחוזים ב-2010.

על רקע ההרעה המתמשכת בפעילות הותיר ה-ECB את הריבית ללא שינוי ברמה של אחוז אחד. כמו כן הכריז ה-ECB בראשית יולי על רכישת covered bonds בהיקף של 60 מיליארדי אירו. בתי ההשקעות צופים עלייה מתונה ברמת הריבית של הבנק האירופי המרכזי רק באמצע 2010.

בבריטניה עודכן גם כן כלפי מטה הנתון לתוצר ברביע הראשון של 2009 מ-4.1- אחוזים ל-4.9- אחוזים בעיקר בגלל צניחה בהשקעות ובסחר החוץ. עם זאת, ה-IMF העלה את תחזית הצמיחה לאנגליה ב-0.6 אחוזים והוא כעת צופה צמיחה נמוכה ב-2010. כמו בארה"ב, גם בבריטניה היו הדיווחים בשוק הנדל"ן נקודת האור העיקרית. גם במדד מנהלי הרכש ומדד בטחון הצרכנים נרשמו בדרך כלל עליות והפתעות לטובה.

## יפן

בכלכלת יפן נראים ניצנים של התאוששות, יותר מאשר בשאר המדינות המפותחות. ה-IMF שיפר את התחזית שלו ל-2009 ול-2010 בצורה משמעותית ל-6.0- אחוזים ול-1.7 אחוזים בהתאמה. ההתכווצות ב-2009 היא בעיקר תוצאה של ההתכווצות המשמעותית בפעילות במחצית הראשונה של השנה ואילו במחצית השנייה של 2009 וב-2010 צפויה צמיחה מהירה יחסית. כבר עתה ניתן לראות בנתוני הייצור התעשייתי עליה של כ-6 אחוזים בכל אחד מהחודשים אפריל ומאי ובנתוני הזמנות המפעלים והפעילות בתעשיית המכוניות שעלו לשיעור הגבוה ביותר השנה. בהודעתו החודשית ביולי הכריז הנגיד שההרעה בכלכלה הסתיימה והוסיף כי יאריך את התוכנית להשבת הנזילות בשלושה חודשים בלבד (ולא בשישה) בשל השיפור הכלכלי הצפוי. עם זאת, יש להדגיש כי עדיין מדובר ברמות פעילות נמוכות מאוד.

## שווקים מתעוררים

גם במדינות המתפתחות ובעיקר באסיה מתחילים להסתמן סימני התאוששות. מדד משולב חדש שהגדיר החודש בנק UBS לאיזור מזרח אירופה, המזרח התיכון ואפריקה<sup>4</sup> צופה שההתאוששות תחל ברביע השלישי של 2009. בפרט בולטות תורכיה ופולין שהחלו כבר להתאושש ורוסיה שמראה סימני התאוששות עם העלייה במחירי הנפט. יחד עם האוירה האופטימית לגבי השווקים המתעוררים החלה גם זרימת הון משמעותית לקרנות המתמחות בהשקעה בשווקים אלה שהתבטאה בעלייה של המדדים המתארים שווקי הון אלה.

סין ממשיכה לצמוח. הצמיחה ברביע שני של השנה עלתה לקצב שנתי 7.9 אחוזים – גבוה מהתחזיות. עם הצמיחה המהירה עולים גם מחירי הדיור במהירות.

<sup>4</sup> שכולל את ישראל, רוסיה, פולין, דרום אפריקה, צ'כיה, הונגריה ותורכיה.