



נובמבר 2009

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

הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 באוקטובר.

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

ההערכה בבנק ישראל במועד דיוני הריבית לחודש נובמבר היא שנמשכת ההתאוששות ההדרגתית בפעילות במשק, אולם קיימת אי וודאות לגבי עוצמתה. מניתוח האינדיקטורים עולה כי ברביע השלישי של 2009 צופה בנק ישראל כי הצמיחה במשק הישראלי תסתכם בכ-2.1 אחוזים (שיעור שנתי, לעומת רביע קודם, מנוכה עונתיות). זאת לאחר צמיחה של אחוז אחד ברביע השני ושל מינוס 3.3 אחוזים ברביע הראשון של 2009. בנק ישראל צופה כי התוצר המקומי הגולמי יתייצב בשנת 2009 ברמה של 2008, ובשנת 2010 צפוי התוצר המקומי הגולמי לגדול ב-2.5 אחוזים.

המדד המשולב למצב המשק

בחודש אוקטובר פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש ספטמבר עלה ב-1.2 אחוזים, לאחר עלייה של 1.1 אחוזים במדד לחודש אוגוסט, ושל 0.9 אחוז במדד לחודש יולי (כל חודש לעומת חודש קודם). העלייה במדד החודש מהווה המשך למגמת העלייה בו, שהחלה במאי 2009. עם זאת, העדכוניים של חלק מהנתונים המרכיבים את המדד המשולב הינם משמעותיים יותר מבעבר, ולכן עלתה אי הוודאות לגבי המידע הגלום במדד החודשי. העלייה החודש מבטאת עלייה בנתוני היצור התעשייתי, פדיון מסחר ושירותים, יצוא שירותים ויבוא סחורות. מדד הייצור התעשייתי (מנוכה עונתיות) עלה באוגוסט ב-2.3 אחוזים, לאחר ירידה של 2.4 אחוזים ביולי. מדד הפדיון של ענפי המסחר והשירותים עלה באוגוסט ב-1.9 אחוזים, לאחר ירידה בחודש יולי ב-3 אחוזים (לעומת חודש קודם, מנוכה עונתיות).

שוק העבודה

בחודש יולי עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר בסקטור העסקי ב-1.2 אחוזים לעומת חודש יוני. בשלושת החודשים האחרונים (מאי-יולי) עלה שכר זה ב-0.4 אחוזים לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים (מנוכה עונתיות, שיעור שנת). בחודש יולי ירד מספר משרות השכיר (בניכוי עונתיות) במשק ב-0.5 אחוזים לעומת חודש יוני. נתוני הביטוח הלאומי מצביעים על ירידה בתעסוקה בכאחוז בחודשים מאי-יולי, יחסית לשלושת החודשים הקודמים.

ברביע השני של 2009 חלה עליה בשיעור האבטלה, שהגיע ל-8.0 אחוזים, בהשוואה ל-7.6 אחוזים ברביע הראשון של שנת 2009. מנתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי עולה כי שיעור האבטלה ירד מ-7.9 אחוזים בחודש מאי 2009 ל-7.6 אחוזים באוגוסט 2009. אולם נתונים חודשיים אלו מבוססים על מדגם קטן יחסית ומבוססים על הנחה ששיעור ההשתתפות של האוכלוסייה בכח העבודה נשאר קבוע, ולכן קיימת אי וודאות לגבי מידת הדיוק של אומדן זה.

סקר חברות

נתוני סקר החברות לרביע השלישי של 2009 (אחרי תשאול של 550 חברות – מרבית המדגם) מצביעים על המשך ההתאוששות ההדרגתית בפעילות. ההתרחבות בפעילות לעומת הרביע השני אינה מובהקת, אך היא מצביעה על המשך הסימנים המעודדים מהרביע הקודם. מדיווחי החברות עולה כי ההסתברות להאטה ברביע הבא ירדה באופן משמעותי לעומת הרביע הקודם.

סחר תוצ

יצוא הסחורות (ללא יהלומים) ירד בחודש ספטמבר בכ-0.9 אחוזים לעומת חודש אוגוסט (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (יולי-ספטמבר) עלה יצוא זה ב-2.9 אחוזים לעומת ממוצע שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנת).

יבוא הסחורות (ללא אניות, מטוסים ויהלומים) עלה בחודש ספטמבר ב-1.1 אחוזים לעומת חודש אוגוסט (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (יולי-ספטמבר) עלה יבוא זה ב-56.6 אחוזים לעומת ממוצע שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

2. נתוני התקציב

בתקציב לשנים 2009 ו-2010 הוחלט להעלות את תקרת הגירעון הקבועה בחוק מאחוז אחד מהתוצר לשישה אחוזים ב-2009 ול-5.5 אחוזים ב-2010. זאת בשל המיתון הכלכלי והירידה החדה בהכנסות ממיסים. על פי ניתוח של חטיבת המחקר בבנק ישראל, צפוי שהגירעון בשנת 2009 יהיה נמוך מהתקרה שנקבעה. הגירעון הכולל (ללא אשראי) הסתכם בחודשים ינואר-ספטמבר של 2009 ב-21.9 מיליארדי ₪ - תוואי גירעון הנמוך מ-5.5 אחוזי תוצר, גם אם התקציב יוצא במלואו.

ההוצאות המקומיות של הממשלה מינואר עד ספטמבר נמוכות ב-3.8 מיליארדי ₪ (2.3 אחוזים) מהתוואי התואם את התקציב. תת הביצוע משקף הוצאה נמוכה במיוחד ברביע הראשון של השנה.

מאז חודש יולי חלה התאוששות בהכנסות ממיסים, בעיקר המיסים העקיפים, וההכנסות ממיסים צפויים להיות גבוהות בכ-2.7 אחוזים מהתחזיות בתקציב לשנה זו.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בחודש ספטמבר 2009 ב-0.3 אחוז – מתחת לטווח הערכות המוקדמות של החזאים הפרטיים שנעו בין מינוס 0.2 לפלוס 0.2 אחוז. מדד המחירים לצרכן עלה מתחילת השנה ב-3.4 אחוזים והמדד מנוכה העונתיות עלה ב-2.6 אחוזים.

מתחילת השנה, קצב האינפלציה השנתי, על פי המדד מנוכה העונתיות והתערבות ממשלתית (כלומר בניכוי עונתיות ובניכוי השפעת עליית המע"מ, העלאת המס על סיגריות ודלק והיטל הבצורת) הינו 1.9 אחוזים – סמוך לאמצע תחום היעד.

בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.8 אחוזים, בתחום העליון של היעד, אבל בניכוי השפעת ההתערבות הממשלתית האינפלציה היא מתחת ל-2 אחוזים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-*break-even inflation*, היו בממוצע לחודש אוקטובר (עד ה-22 לחודש) ברמה של 2.2 אחוזים -- בדומה לרמה הממוצעת של 2.3 אחוזים בחודש ספטמבר.

על פי הערכות החזאים המקומיים, בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים, האינפלציה בחודשים הראשונים של שנת 2010 תהיה מעל לגבול העליון של היעד, ולקראת אמצע השנה צפויה האינפלציה לרדת אל אמצע תחום היעד – אך בניכוי התרומה של ההתערבות הממשלתית (מס ערך מוסף, מס על סיגריות ודלק והיטל הבצורת), העומדת על כ-1.2 אחוזים, תישאר האינפלציה בתחום היעד גם בחודשים הראשונים של 2010 (בהסתכלות לשנה אחורה). החזאים המקומיים מעריכים, בממוצע, כי האינפלציה לשנה קדימה תעמוד על כ-2.4 אחוזים. בממוצע צופים החזאים המקומיים שהשינוי המצטבר במדד המחירים לצרכן לחודשים אוקטובר, נובמבר ודצמבר יעמוד על עלייה של 0.2 אחוז. בממוצע, החזאים המקומיים מעריכים שריבית בנק ישראל לחודש נובמבר לא תשתנה, ושבעוד 12 חודשים תהיה ריבית זו ברמה של 2.6 אחוזים. מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה כי בעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של כ-2.4 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים ירדה בחודש אוקטובר (עד ה-22 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-1.1 אחוזים, בהשוואה לתשואה של 1.4 אחוזים בחודש ספטמבר. התשואה על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים עלתה בחודש אוקטובר לרמה ממוצעת של כ-3.9 אחוזים, לעומת כ-3.8 אחוזים בספטמבר. תשואת המק"מ לשנה ירדה בחודש אוקטובר לכ-1.5 אחוזים, לעומת רמה של כ-1.7 אחוזים בחודש ספטמבר.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-0.50 עד 0.75 נקודת האחוז מריבית הפד ונמוכה ב-0.25 נקודת האחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ל-10 שנים ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים ירד בחודש הזה - רמה של 166 נקודות בסיס ב-29 בספטמבר ורמה של 148 נקודות בסיס ב-23 באוקטובר.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה נשארה יציבה בחודש אוקטובר לעומת חודש ספטמבר והיא עומדת בממוצע בחודש אוקטובר על כמינוס 1.5 אחוזים.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש ספטמבר (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-59.8 אחוזים – אולם בחודש

ספטמבר ירד מצרף זה ב-1.2 אחוזים. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-18.9 אחוזים, ובחודש ספטמבר עלה ב-0.7 אחוזים. הגידול הגבוה ב-M1 בשנה האחרונה נובע בחלקו מהסטה של פקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

המודלים האקונומטרים¹

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטרים של בנק ישראל, תחת הנחות של אי שינוי בתוצר ב-2009 וצמיחה של 2.5 אחוזים בשנת 2010, ריביות נמוכות בעולם שמתחילות לעלות ב-2010, עלייה יחסית מתונה במחירי התשומות המיובאות, וירידה בסחר העולמי של 14 אחוזים בשנת 2009 ועלייה בסחר העולמי ב-2010 ב-7 אחוזים.

על פי התרחיש הבסיסי במודל הרבעוני (DSGE)², הנותן משקל רב לציפיות לעתיד ומשתמש בכלל תגובה של בנק ישראל המאופיין בין היתר בהחלקת תוואי הריבית, בהנחה ששער החליפין (הממוצע לרביעי) נע מהרביעי הרביעי של 2009 ועד לסוף שנת 2010 בין 3.82 ל-3.89 ש"ח לדולר, נגזרת עלייה מתונה בריבית בנק ישראל לרמה ממוצעת של כ-0.9 אחוז ברביעי האחרון של 2009 ורמת ריבית דומה ברביעי האחרון של 2010. בשנת 2009 צפוי שיעור האינפלציה להיות 3.9 אחוזים, ובשנת 2010 0.7 אחוז.

על פי תרחיש במודל אחר (מודל ה-EC), מתקבלת אינפלציה של 3.7 אחוזים ב-2009 ושל 2 אחוזים ב-2010, כאשר ריבית בנק ישראל עולה ממוצע של 1.2 אחוזים ברביעי האחרון של 2009 ל-2.9 אחוזים ברביעי האחרון של 2010. בתרחיש זה, שער החליפין הממוצע הוא של 3.88 ש"ח לדולר ברביעי האחרון של 2009 ושל 3.90 ברביעי האחרון של 2010.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

בין המועד להחלטת הריבית לחודש אוקטובר (ה-23 בספטמבר) עד להחלטת ריבית זו השקל התחזק מול הדולר בכ-1.1 אחוז. בתקופה זו נחלש השקל מול האירו בכ-0.8 אחוז. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, המחושב כממוצע של שערי החליפין של השקל מול 24 מטבעות (המייצגים 33 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו, נשאר בתקופה זו ללא שינוי³. היחלשות הדולר מול השקל לא הייתה חריגה ביחס לעולם – חלק מהמטבעות

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.

² Dynamic Stochastic General Equilibrium model

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

העיקריים התחזקו מול הדולר אף יותר. פעילות בנק ישראל בשוק המט"ח מיתנה את מגמת היחלשות הדולר מול השקל.

שוק המניות

מדד ת"א 25 היה ב-22 באוקטובר ברמה גבוהה בכ-6 אחוזים לעומת רמתו ב-24 בספטמבר. באותה תקופה עלה מדד הדאו ג'ונס ב-2.7 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 דיוני הריבית בחודש שעבר ועד למועד דיון ריבית זה מרמה של 1.10 נקודת האחוז לרמה של נקודת האחוז. במרווח ה-CDS של מרבית המדינות המתעוררות נרשמה בתקופה זו ירידה מסוימת במרווחי ה-CDS.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

הפאניקה שאחזה בכלכלה העולמית בעקבות התמוטטות בית ההשקעות Lehman Brothers מפנה את מקומה למידה מסוימת של אופטימיות. הסביבה הכלכלית בעולם ממשיכה להשתפר, הן בצד הפיננסי והן מבחינת הפעילות הכלכלית. עם זאת, ההתאוששות בכלכלה העולמית היא בלתי אחידה ונותרים עדיין חששות בנוגע לעוצמת ומסלול ההתאוששות הגלובלית.

בחודש אוקטובר עדכנה קרן המטבע הבין-לאומית כלפי מעלה את תחזית שלה לגבי הצמיחה העולמית: ירידה בתוצר של 1.1 אחוזים בשנת 2009 (לעומת צפי לירידה של 1.4 אחוזים בתחזית הקודמת מחדש יולי) וצמיחה של 3.1 אחוזים בשנת 2010 (בהשוואה ל-2.5 אחוזים בתחזית הקודמת).

המדיניות המוניטארית המרחיבה, יחד עם הרחבה תקציבית משמעותית ברוב המדינות, ממשיכות לתמוך בהתאוששות הכלכלה העולמית.

בארצות הברית, צופים בתי ההשקעות (בממוצע) כי ריבית הפד תיוותר ברמתה הנוכחית (של 0 עד 0.25 אחוז) גם אחרי תחילת 2010. ריבית הבנק המרכזי האירופאי (העומדת על אחוז אחד) צפויה גם היא להישאר ברמתה הנוכחית לזמן מה.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש נובמבר 2009

כזכור, בחודש אוקטובר הותיר בנק ישראל את הריבית ללא שינוי. במקביל, המשיך בנק ישראל במדיניות רכישות המט"ח עליה הכריז בתחילת חודש אוגוסט, של רכישה לא קבועה של מט"ח במקרה של תנודות חריגות בשער החליפין אשר אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי.

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש נובמבר, חבר הנהלה אחד המליץ לנגיד להעלות את הריבית ב-0.25 נקודת האחוז. שלושה חברי הנהלה המליצו להשאיר את רמת הריבית ללא שינוי.

חבר הנהלה שהמליץ להעלות את הריבית לחודש נובמבר הבהיר כי רמת הריבית נמוכה בהתחשב בהערכות שהאינפלציה בשנת 2010 צפויה להיות בסביבת מרכז תחום היעד והצמיחה החזויה לשנת 2010 היא מעל 2 אחוזים. צוין כי המדיניות המוניטרית הנוכחית המרחיבה מאוד נקטה על רקע סביבה של משבר עמוק וחשש כי המיתון במשק יהיה עמוק ומתמשך, ולאור סביבת הפעילות והאינפלציה הנוכחית יש מקום, סבר חבר הנהלה זה, להעלות את ריבית בנק ישראל לחודש נובמבר.

שלושה חברי הנהלה המליצו להשאיר את ריבית בנק ישראל לחודש נובמבר ללא שינוי. צוין כי בחודש זה (בהסתכלות לשנים עשר חודשים אחרונים) נמצאת האינפלציה בתחום היעד. בניכוי השפעת התערבות הממשלה (מס ערך מוסף, מיסים על דלק וסיגריות והיטל המים) עלו המחירים מתחילת השנה בקצב הקרוב לאמצע תחום היעד. למרות שבחודשים הקרובים צפויה האינפלציה לחרוג כלפי מעלה מתחום היעד, האינפלציה בניכוי השפעת התערבות הממשלה צפויה להישאר בתחום היעד (בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים). יתר על כן, קיומו של פער התוצר, המשתקף בין היתר בשיעור האבטלה היותר גבוה מזה של תעסוקה מלאה, צפוי למתן את האינפלציה בשנה הקרובה.

עוד צוין כי ההתאוששות בפעילות במשק הינה הדרגתית וקיימת חשיבות להמשיך ולתמוך בה. אי העלאת הריבית בחודש זה מונעת את הגדלת הפער בין הריבית המקומית וריבית חו"ל, ולכן (ביחס לאלטרנטיבה של העלאת הריבית) פועלת להפחתת ההיצעים של מטבע חוץ בשוק מט"ח. זאת כאשר, כחלק ממדיניותו, בנק ישראל רוכש מטבע חוץ במידת הצורך. רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל ממתנות את התחזקות השקל, ותומכות במגמת ההתאוששות של הפעילות הכלכלית במשק. בהקשר זה צוין כי הריביות אותם קובעים הבנקים המרכזיים במשקים המובילים בעולם צפויות להישאר ברמתן המאוד נמוכה עד אחרי תחילת 2010. עוד צוין כי למרות המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית בישראל והצפי להאצת הצמיחה בישראל ובעולם, קיימת אי וודאות לגבי עוצמת תהליך זה. הצפי הוא לתהליך איטי של התאוששות בעולם שילווה בתהליך איטי של העלאת ריבית.

עוד הוזכר כי הסביבה המוניטרית המשפיעה על האינפלציה כוללת הן את התפתחות הריבית והן את התפתחות שער החליפין במשק, וכי התחזקות השקל (ייסוף בשער החליפין האפקטיבי בחצי השנה האחרונה) מהווה גורם להאטה בקצב האינפלציה.

לאור מכלול הגורמים שהועלו בדיון, החליט הנגיד להשאיר את הריבית לחודש נובמבר ברמה של 0.75 האחוז, וזאת על מנת להמשיך ולעודד את הפעילות במשק ולשמור על יציבות המחירים, תוך שמירה על היציבות הפיננסית.

בנק ישראל הדגיש את המרכיבים הבאים :

- האינפלציה בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים נמצאת בתחום העליון של יעד האינפלציה. עליית המחירים מתחילת השנה, המנוכה מהשפעת השינויים במיסוי ובניכוי עונתיות, נמצאת בסביבת אמצע תחום היעד. הציפיות לאינפלציה של החזאים והציפיות הנגזרות משוק ההון ל-12 החודשים הבאים נמצאות מעט מעל מרכז היעד. פער התוצר, כמו גם סיום ההשפעות החד פעמיות של העלאות המחירים על ידי הממשלה (מיסים עקיפים והיטלים) פועלים למתן את האינפלציה בשנה הקרובה.
- המשך ההתאוששות ההדרגתית בפעילות הכלכלית מצביעה על כך שהסביבה הנוכחית היא של יציאה מהמיתון, אולם קיימת אי וודאות לגבי עוצמת ההתאוששות במשק הישראלי, בעיקר בגלל חוסר הוודאות לגבי התאוששות הכלכלה העולמית.
- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך גם בחודשים הבאים.

צוין שבנק ישראל ימשיך להשתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו: יציבות המחירים, תמיכה בעידוד התעסוקה והצמיחה וביציבות המערכת הפיננסית.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-26 באוקטובר 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 אופנברג – 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 – יועץ לנגיד ודובר הבנק

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

מרבית האינדיקטורים שפורסמו בשבועות האחרונים מצביעים על התאוששות הפעילות בכלכלת ארה"ב, והם מורים על צמיחה חיובית ברבעון השלישי של 2009. במיוחד, ניכרת עלייה בפעילות התעשייתית, המוסברת בחלקה על ידי ההתאוששות בסקטור הרכב ולהתאוששות היצוא. בנוסף, ישנם סימנים מעודדים המורים על התייצבות בשוק הדיור, אם כי הנתונים לגבי סקטור זה עדיין מעורבים. הוצאות הצרכנים התייצבו, חבילות ההאצה הפיסקליות הובילו להתייצבות בצריכה, אך הצריכה אינה צפויה לחזור לקצב גידול מהיר בחודשים הקרובים, וזאת עקב המשך החולשה בשוק העבודה ובמיוחד החשש מפני אובדן התעסוקה, העלייה האיטית בשכר, ותנאי האשראי ההדוקים. בסקטור העסקי, החברות ממשיכות לקצץ בהשקעות, אם כי בקצב איטי יותר.

קרן המטבע צופה כעת התכווצות השנה וצמיחה חיובית בשנת 2010 בשיעורים של מינוס 2.7% בשנת 2009 ו-1.5% ב-2010.

האינפלציה ממשיכה לרדת, על אף עליית מחירי הסחורות והאנרגיה וחולשת הדולר המתמשכת, והיא צפויה להוות מרוסנת על רקע עודף כושר הייצור הניכר ולאור הציפיות האינפלציוניות לטווח הארוך שנותרות יציבות. בשנה האחרונה ירד מדד המחירים לצרכן (עד חודש ספטמבר) ב-1.3%, בעוד אינפלציית הגרעין עלתה ב-1.5%.

בהודעתו החודש ציין הפד כי הפעילות הכלכלית אומנם מתייצבת אך הוא צופה כי היא תיוותר חלשה בתקופה הקרובה. נגיד הבנק המרכזי התייחס החודש לנושא תהליך היציאה מהמדיניות המרחיבה על רקע השיפור בתחזיות הכלכליות, אך ציין כי בשלב זה המדיניות המרחיבה תימשך. בהתאם, הותיר הפד את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.25%-0.0%. במקביל, הפד מאפשר עתה לחלק מתוכניות הסיוע לפקוע או להצטמצם. יחד עם זאת, הודיע הפד כי יאריך את תקופת תוכנית רכישות האג"ח מגובות המשכנתאות עד סוף הרבעון הראשון של 2010, אולם יאט את קצב הרכישות.

בתי ההשקעות צופים בממוצע כי הריבית תיוותר ללא שינוי במחצית הראשונה של 2010. החוזים העתידיים מתמחרים כעת העלאת ריבית ברביע הראשון של 2010.

אירופה

קצב ההתדרדרות של כלכלת אירופה החל להתמתן אך היא עדיין מפגרת ביחס להתאוששות הגלובלית, בעיקר בשל השיפור הקטן יחסית בייצור התעשייתי שלה, ובאינדיקטורים בשוקי הכסף ובשווקים הפיננסיים שם.

כלכלת אירופה המשיכה להתכווץ ברבעון השני של השנה על רקע החולשה בהוצאות הצרכנים, בהשקעות וביצוא, אך היא צפויה לשוב ולצמוח באופן מתון ברבעון השלישי של השנה הודות

לתוכניות ההאצה הממשלתיות שתמכו בהוצאות הצרכנים. התוצר התעשייתי עלה באוגוסט, זה החודש הרביעי ברציפות, ואולם, ההשקעות ירדו וירידה חדה של 5.8% נרשמה ביצוא בחודש אוגוסט במקביל לירידה של 1.3% ביבוא. התחזקותו של האירו מאטה את התאוששות הכלכלה.

קרן המטבע צופה כי ההתאוששות באירופה תהיה איטית ושברירית והיא צופה כעת התכווצות בצמיחה ב-4.2% בשנת 2009 וצמיחה חיובית של 0.3% בשנת 2010. הקרן מציינת כי מבין חברות הגוש האירופי, ספרד היא הכלכלה היחידה הצפויה להתכווץ גם בשנה הבאה. האינפלציה המשיכה לרדת בחודש ספטמבר, זה החודש הרביעי ברציפות, על רקע הירידה במחירי האנרגיה והעלייה בשיעור האבטלה ל-9.6%, שיא של 10 שנים. האינפלציה צפויה להיוותר מרוסנת. הבנק האירופאי צופה כי האינפלציה תסתכם בשנת 2009 ב-0.4% וב-1.2% בשנת 2010.

על רקע זה, הותיר הבנק האירופאי החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של אחוז אחד, ואותה כי ימשיך במדיניותו המרחיבה ולא יעלה את הריבית בקרוב. בתי ההשקעות מעריכים במוצא כי הבנק האירופאי יותיר את הריבית ללא שינוי עד סוף הרביע השני של 2010. החוזה העתידיים לעומתם, מתמחרים העלאת ריבית כבר ברביע הראשון של 2010.

יפן

כלכלת יפן מתאוששת הודות להתאוששות הגלובלית ותוכניות הסיוע הממשלתי, אך היא נותרת במצב קשה. הכלכלה צמחה ברבעון השני של השנה ב-3.7% במונחים שנתיים, לאחר ארבעה רבעונים של התכווצות, בהם התכווצות של 11.7% ברבעון הראשון של השנה. בחודש ספטמבר נרשם שיפור בייצור ובמדי אימון הצרכנים. אולם, נותר החשש כי התאוששות זו אינה בת קיימא והיא תתפוגג עם התפוגגות ההשפעה של חבילות הסיוע הממשלתיות בעולם. חשש זה בולט לאור העובדה שהביקוש המקומי הפרטי ביפן עדיין חלש על רקע שיעור האבטלה הגבוה והירידה המתמשכת בשכר. יתר על כן, החולשה המתמשכת ביצוא והתחזקות היין לעומת הדולר מאיימת על המשך ההתאוששות.

קרן המטבע צופה המשך התכווצות בשנת 2009 (מינוס 5.4 אחוזים) וצמיחה חיובית בשנת 2010 בשיעור של 1.7 אחוזים.

כצפוי, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1%. במקביל, אותת הבנק על אפשרות כי יסיר חלק מתוכניות הסיוע שלו לסקטור הקונצרני, לאור השיפור בשוקי האשראי.

שווקים מתעוררים

בכלכלות המתפתחות ניכרת התאוששות והצמיחה הממוצעת שם צפויה להיות חזקה יותר, כאשר סין והודו מובילות עם שעורי צמיחה מרשימים. שיפור ניכר גם בתנאים הפיננסיים בשווקים המתעוררים ובתנאי האשראי לשווקים אלה. ואולם, נותרים עדיין חששות שהכלכלה הסינית לא נמצאת במסלול צמיחה יציב ואף גובר החשש מפני היווצרות בועות נכסים. עם זאת, הממשלה והבנק המרכזי צפויים להמשיך במדיניותם המרחיבה.

המצב נותר מדאיג בחלק מהכלכלות המתפתחות של אירופה, בהן חלות התאמות קשות לעודף המינוף. כתוצאה, חלק מהמדינות, ובמיוחד המדינות הבאלטיות (לטביה, ליטביה ואסטוניה) נותרות במיתון עמוק וצפויות לפגר אחר ההתאוששות בכלכלות מתעוררות אחרות.