



דצמבר 2009

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

הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 בנובמבר.

**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**

ההערכה בבנק ישראל במועד דיוני הריבית לחודש דצמבר היא שנמשכת ההתאוששות בפעילות במשק. אולם עדיין קיימת אי וודאות לגבי עוצמת תהליך ההתאוששות בעולם ובישראל.

**החשבונאות הלאומית**

מנתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי של 2009 ניכר המשך התאוששות בפעילות: התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע השלישי ב-2.2 אחוזים (בניכוי עונתיות, לעומת רביע קודם ובמונחים שנתיים), בהמשך לעלייתו באחוז אחד ברביע הקודם. הצמיחה מבטאת עלייה משמעותית בכל רכיבי השימושים: הצריכה הפרטית עלתה ברביע השלישי ב-8.9 אחוזים, ובתוך זה הצריכה הפרטית השוטפת עלתה ב-5.9 אחוזים, ההשקעה בנכסים קבועים (הכוללת השקעה בענפי המשק, בדיוור ובמלאים) גדלה ב-23.2 אחוזים, ויצוא הסחורות והשירותים עלה

ב-21.8 אחוזים. בד בבד נרשם גידול מהיר ביבוא הסחורות והשירותים – שהתרחב ב-61.9 אחוזים.

#### המדד המשולב למצב המשק

בחודש נובמבר פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש אוקטובר עלה ב-0.5 אחוז, לאחר עלייה של 0.5 אחוז במדד לחודש ספטמבר, ושל 0.6 אחוז במדד לחודש אוגוסט (כל חודש לעומת חודש קודם). העלייה במדד החודש מהווה המשך למגמת העלייה בו, שהחלה במאי 2009.

יצוא הסחורות עלה באוקטובר (ראה בהמשך), אולם מרבית הרכיבים במדד המשולב ירדו בחודש האחרון: מדד הייצור התעשייתי (מנוכה עונתיות) ירד בספטמבר ב-0.9 אחוזים, לאחר עלייה של 2.7 אחוזים באוגוסט; ומדד הפדיון של ענפי המסחר והשירותים ירד בספטמבר ב-0.4 אחוזים, לאחר עלייה בחודש אוגוסט ב-2.1 אחוזים (לעומת חודש קודם, מנוכה עונתיות).

#### שוק העבודה

בחודש אוגוסט ירד השכר הנומינלי למשרת שכיר בסקטור העסקי ב-2.2 אחוזים לעומת חודש יולי. בשלושת החודשים האחרונים (יוני-אוגוסט) עלה שכר זה ב-7.9 אחוזים לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים (מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

בחודש אוגוסט עלה מספר משרות השכיר (בניכוי עונתיות) במשך ב-0.5 אחוז לעומת חודש יולי. נתוני הביטוח הלאומי מצביעים על ירידה בתעסוקה ב-0.4 אחוז בחודשים יוני-אוגוסט, יחסית לשלושת החודשים הקודמים.

במועד ההחלטה על הריבית המידע הקיים היה לגבי נתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי שירד מ-7.9 אחוזים בחודש מאי 2009 ל-7.6 אחוזים באוגוסט 2009. אולם נתונים חודשיים אלו מבוססים על מדגם קטן יחסית ולכן קיימת אי וודאות לגבי מידת הדיוק של אומדן זה.

#### סחר חוץ

יצוא הסחורות (ללא יהלומים) עלה בחודש אוקטובר בכ-6.9 אחוזים לעומת חודש ספטמבר (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (אוגוסט-אוקטובר) עלה יצוא זה ב-54.8 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) ירד בחודש אוקטובר ב-4.8 אחוזים לעומת חודש ספטמבר (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (אוגוסט-אוקטובר) עלה יבוא זה ב-16.7 אחוזים לעומת 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-אוקטובר של 2009 ב-20.4 מיליארדי ₪ - תוואי גירעון יחסית לתוצר של כ-5 אחוזים, גם אם התקציב יוצא במלואו.

ההוצאות המקומיות של הממשלה מינואר עד אוקטובר נמוכות ב-4.4 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 צפויות להיות גבוהות בכ-2.7 אחוזים מהתחזיות בתקציב לשנה זו.

## 3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש אוקטובר 2009 ב-0.2 אחוז – בהתאם להערכות המוקדמות של החזאים. מדד המחירים לצרכן עלה מתחילת השנה ב-3.6 אחוזים והמדד מנוכה העונתיות עלה ב-3.1 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 2 אחוזים – באמצע תחום היעד.

בשנים עשר החודשים האחרונים עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.9 אחוזים, בתחום העליון של היעד, אבל בניכוי השפעת ההתערבות הממשלתית (העלאת מיסוי והיטלים) האינפלציה נמוכה מ-2 אחוזים.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, היו במוצע לחודש נובמבר (עד ה-19 לחודש) ברמה של 2.5 אחוזים -- מעל לרמה הממוצעת של 2.2 אחוזים בחודש אוקטובר.

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 להתבסס בתחום היעד – בניכוי התרומה של ההתערבות הממשלתית (מס ערך מוסף, מס על סיגריות ודלק והיטל הבצורת), העומדת על כ-1.2 אחוזים, תישאר האינפלציה קרוב לגבול העליון של היעד גם בחודשים הראשונים של 2010 (בהסתכלות לשנה אחורה).

החוזאים המקומיים מעריכים, בממוצע, כי האינפלציה לשנה קדימה תעמוד על כ-2.7 אחוזים. בממוצע צופים החוזאים המקומיים שהשינוי המצטבר במדד המחירים לצרכן לחודשים נובמבר, דצמבר וינואר יעמוד על עלייה של 0.2 אחוז. בממוצע, החוזאים המקומיים מעריכים שריבית בנק ישראל לחודש דצמבר 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-2.3 אחוזים.

#### שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים ירדה בחודש נובמבר (עד ה-19 לחודש) לרמה ממוצעת של כאחוז, בהשוואה לתשואה של 1.1 אחוזים בחודש אוקטובר. התשואה על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים ירדה בחודש נובמבר לרמה ממוצעת של כ-3.8 אחוזים, לעומת כ-3.9 אחוזים באוקטובר. תשואת המק"מ לשנה עלתה בחודש אוקטובר לכ-1.6 אחוזים, לעומת רמה של כ-1.5 אחוזים בחודש אוקטובר.

#### 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 עלה בחודש הזה - רמה של 133 נקודות בסיס ב-26 באוקטובר ורמה של 160 נקודות בסיס ב-19 בנובמבר.

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

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה ירדה בחודש נובמבר לעומת חודש אוקטובר בכ-0.1 אחוז והיא עומדת בממוצע בחודש נובמבר על כמינוס 1.6 אחוזים.

#### מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש אוקטובר (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-55.2 אחוזים – אולם בחודש אוקטובר ירד מצרף זה בכאחוז. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-16 אחוזים, ובחודש אוקטובר ירד ב-0.1 אחוז. הגידול הגבוה ב-M1 בשנה האחרונה נובע בחלקו מהסטה של פקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

## המודלים האקונומטרים<sup>1</sup>

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 במחירי התשומות המיובאות, וירידה חדה בסחר העולמי בשנת 2009 והתאוששות מתונה ב-2010.

על פי התרחיש הבסיסי במודל הרבעוני (DSGE)<sup>2</sup>, הנותן משקל רב לציפיות לעתיד ומשתמש בכלל תגובה של בנק ישראל המאופיין בין היתר בהחלקת תוואי הריבית, בהנחה ששער החליפין (הממוצע לרביע) נע מהרביע הרביעי של 2009 ועד לסוף שנת 2010 בין 3.76 ל-3.82 ₪ לדולר, נגזרת עלייה מתונה בריבית בנק ישראל לרמה ממוצעת של כ-0.8 אחוז ברביע האחרון של 2009 ורמת ריבית של 1.2 אחוזים ברביע האחרון של 2010. בשנת 2009 צפוי שיעור האינפלציה להיות 3.8 אחוזים. בהנחה כי מחירי הדיור יעלו בקצב של שני אחוזים לשנה, בשנת 2010 לפי מודל ה-DSGE תהיה האינפלציה 0.8 אחוז.

על פי תרחיש במודל אחר (מודל ה-EC), מתקבלת אינפלציה של 3.6 אחוזים ב-2009 ושל 2.6 אחוזים ב-2010, כאשר ריבית בנק ישראל עולה מממוצע של 0.8 אחוזים ברביע האחרון של 2009 ל-2.8 אחוזים ברביע האחרון של 2010. בתרחיש זה, שער החליפין הממוצע הוא של 3.76 ₪ לדולר ברביע האחרון של 2009 ושל 3.80 ברביע האחרון של 2010.

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

### שוק מט"ח

בין המועד להחלטת הריבית לחודש נובמבר (ה-26 באוקטובר) עד להחלטת ריבית זו (ה-20 בנובמבר) השקל נחלש מול הדולר בכ-3.3 אחוזים. בתקופה זו נחלש השקל מול האירו בכ-2.3 אחוזים. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, המחושב כממוצע של שערי החליפין של השקל מול 24 מטבעות (המייצגים 33 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו, מבטא את היחלשות השקל בתקופה זו בכ-3 אחוזים<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 בשוקים 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 היה ב-19 בנובמבר ברמה גבוהה בכ-1.1 אחוזים לעומת רמתו ב-26 באוקטובר. באותה תקופה עלה מדד הדאו ג'ונס ב-4.7 אחוזים.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים עלתה ממועד דיוני הריבית בחודש שעבר ועד למועד דיון ריבית זה מרמה של 1.05 נקודת האחוז לרמה של 1.15 נקודת האחוז. במרווח ה-CDS של מרבית המדינות המתעוררות נרשמה בתקופה זו עלייה מסוימת.

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

הסביבה הכלכלית בעולם ממשיכה להשתפר, הסחר העולמי מתרחב, וצפוי כי ההתאוששות של הכלכלה הגלובלית תימשך בשנת 2010. עם זאת, בארה"ב ובאירופה לוותה הצמיחה ברביע השלישי של השנה בגידול באבטלה.

המדיניות המוניטארית המרחיבה, יחד עם הרחבה תקציבית משמעותית ברוב המדינות, ממשיכים לתמוך בהתאוששות הכלכלה העולמית. אולם אי הוודאות נותרה גבוהה ובעיקר החשש הוא לגבי יכולתה של הכלכלה העולמית להמשיך ולצמוח לאחר שיופסקו תוכניות הסיוע הממשלתיות.

מאז החלטת הריבית לפני חודש, הבנקים המרכזיים באוסטרליה ובנורבגיה החלו בהעלאת הריבית. בארצות הברית, החל הבנק המרכזי לנקוט בצעדים של הקטנת ההרחבה המוניטארית, כאשר בתי ההשקעות צופים (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 דצמבר 2009**

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

חבר הנהלה שהמליץ להשאיר את הריבית ללא שינוי ציין כי הוא חושש מהאטה בהתאוששות של כלכלת העולם שתפגע במשק הישראלי. הוא ציין כי עדיף לחכות חודש נוסף לפני העלאת הריבית בכדי להימנע מהסיכון של העלאת ריבית מוקדמת מדי.

שלושה חברי הנהלה ציינו כי הם תומכים בהעלאת הריבית החודש לרמה של אחוז אחד. הם ציינו כי בהינתן רמתה הנמוכה במיוחד של הריבית, ההעלאה המומלצת עקבית עם המשך מדיניות מוניטרית מרחיבה. חברי הנהלה אלו ציינו כי העלאת הריבית מומלצת בכדי לתמוך בהתבססות האינפלציה בתחום היעד ובהינתן ההתאוששות בפעילות במשק.

בדיון צוין כי בחודשים הקרובים צפויה האינפלציה לחרוג כלפי מעלה מתחום היעד, אולם חלק ניכר מסטייה זו מוסבר בהעלאת המיסוי והמחירים המפוקחים על ידי הממשלה באמצע השנה. בניכוי השפעת התערבות הממשלה צפויה האינפלציה להישאר בסביבת החלק העליון של תחום היעד (בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים). קיומו של פער התוצר, המשתקף בין היתר בשיעור האבטלה היותר גבוה מזה של תעסוקה מלאה, צפוי להמשיך למתן את האינפלציה בשנה הקרובה.

לגבי הפעילות במשק צוין כי ברביע השלישי של השנה המשיכה הפעילות להתאושש. יש לציין, כי למרות המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית בישראל והצפי להאצת הצמיחה בישראל ובעולם, קיימת אי וודאות לגבי עוצמת תהליך זה. שלושת חברי הנהלה שתמכו בהעלאת הריבית ציינו כי המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד ננקטה על רקע סביבה של משבר עמוק וחשש כי המיתון במשק העולמי יהיה עמוק ומתמשך, ולאור סביבת הפעילות והאינפלציה הנוכחית יש מקום להעלות את ריבית בנק ישראל לחודש דצמבר.

עוד צוין בדיון כי מאז החלטת הריבית לפני חודש נרשם פחות של השקל מול סל המטבעות המרכיב את שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. ההערכה הייתה שעליית הריבית תשפיע באופן מתון על שער החליפין.

לאור מכלול הגורמים שהועלו בדיון, החליט הנגיד להעלות את הריבית לחודש דצמבר ב-0.25 נקודת האחוז, לרמה של אחוז.

בנק ישראל הדגיש את המרכיבים הבאים :

- האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים עומדת על 2.9 אחוזים, ובחודשים הקרובים צפויה להיות גבוהה מהגבול העליון של היעד. אף על פי שבמידה רבה האינפלציה הגבוהה היא תוצאה של העלאות המיסים והמחירים המפוקחים על ידי הממשלה, בחודש האחרון נרשמה עלייה מתונה בציפיות לאינפלציה לשנה קדימה והן מצויות בחלקו העליון של תחום היעד.

- נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי מצביעים על המשך ההתאוששות בפעילות הכלכלית, תוך עלייה משמעותית בצריכה הפרטית, בייצוא ובהשקעות. הגידול ביצוא נשען על התרחבות הסחר העולמי. אולם קיימת אי וודאות לגבי עוצמת ההתאוששות הגלובלית.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך גם בחודשים הבאים. בנקים מרכזיים באירופה ובארה"ב מסירים בהדרגה את ההרחבה המוניטרית. במספר מדינות בעולם בהן החלה ההתאוששות בפעילות להתבסס העלה הבנק המרכזי את הריבית.

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

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 בנובמבר 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 – יועץ לנגיד ודובר הבנק



## נספח : פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### **ארה"ב**

הצמיחה שהחלה ברבעון השלישי (3.5% בחישוב שנתי) תמשך גם ברבעונים הקרובים. הצמיחה נתמכת על ידי תמריצים ממשלתיים, ומאופיינת על ידי תהליך של גידול בהשקעות וביצוא. אלה צפויים להמשיך מספר רבעונים ולתמוך במשק האמריקאי בשנה הקרובה עד ל"חזרתו לכושר" של הצרכן האמריקאי, שבינתיים ממשך לצמצם את רמות המינוף הגבוהות שלו. הממשל האמריקאי חידש והרחיב את אחת מתוכניות התמריצים היעילות ביותר שהופעלו (התוכנית לסיוע לרוכשי בית ראשון). בנוסף, הוארכה תקופת הזכאות לדמי אבטלה ב-14 שבועות (וב-20 שבועות במדינות מוכות אבטלה).

נתון המכירות הקמעונאיות לחודש אוקטובר זינק עם עלייה של כ-1.4% לעומת תחזית של 0.7% (לעומת חודש קודם). נתון זה מצביע על כך שייתכן שעונת החגים הקרבה תהיה טובה מהצפוי. גם נתון הזמנות המפעלים עלה החודש כשההפתעה העיקרית הגיעה מתעשיית הרכבים בארה"ב, כאשר שתי יצרניות הרכב הגדולות FORD ו-GM הודיעו על גידול במכירות לעומת החודש הקודם וזאת למרות הפסקת תוכנית הסיוע לתעשיית הרכב בחודש אוגוסט. ע"פ נתוני משרד התחבורה האמריקאי, מלאי הרכבים בידי משקי הבית מתקרר לרמות מינימום היסטוריות כך שייתכן שהכלכלה האמריקאית תזכה גם לתמיכה מהמשך הגידול בייצור הרכבים.

תחום הנדל"ן ממשיך אף הוא להתאושש. למרות נתוני הצמיחה המפתיעים לטובה, הכלכלה האמריקאית ניצבת עדיין בפני שני איומים מרכזיים: המשבר בשוק העבודה והגידול בחוב הממשלתי.

נתוני התעסוקה בארה"ב ממשיכים להיות קשים (אפילו מאוד), שיעור האבטלה עלה ל-10.2%. גם החוב של הממשל ממשיך לתפוח, כשהשנה הגרועה עמד על 10% מתקציב בארה"ב (אם כי עדיין הרבה פחות ממור מהציפיות). גם עלות החוב צפויה לגדול בשנים הקרובות בעקבות העלייה העתידית בשיעורי הריבית.

יחד עם זאת היקפי הגיוס העצומים של האוצר האמריקאי אינם באים לידי ביטוי עד כה בעלייה משמעותית של רמת התשואות.

הפד, בפרוטוקול החלטת הריבית לחודש נובמבר, הודיע על כוונתו לצמצם את רכישות אגרות החוב מגובות המשכנתאות (ה-MBS) בכ-25 מיליארדי דולרים. בנוסף הודיע הפד כי שינוי בריבית יחול כאשר יראה שיפור משמעותי בנתוני פער התוצר ובאינפלציית הליבה. הצהרות אלה דחפו את השוק להעריך שתהליך העלאת הריבית יחל לכל המוקדם בקיץ 2010.

### **אירופה**

הכלכלה האירופאית ממשיכה במגמת ההתאוששות שבה החלה ברבעון השני, מגמה שצפויה להמשיך ואף להתחזק גם ברבעונים הקרובים. יחד עם זאת, הצמיחה צפויה להמשיך להיות לא יציבה על רקע

החולשה בסקטור השירותים והבנייה ועל רקע הצמיחה שאינה אחידה בין המדינות השונות -- כלכלות הצפון (גרמניה, צרפת והולנד) מתאוששות מהר יותר מאשר הדרום (ספרד ויוון עדיין נמצאות במיתון).

עיקר השיפור בכלכלה האירופאית ממשך להיות מונע ע"י שתי הכלכלות הגדולות, גרמניה וצרפת. נתוני ההזמנות החדשות למוצרים בלטו אף הן בגרמניה ובצרפת, כשבאיטליה גם מתחיל להסתמן שיפור בפעילות העסקית.

גם באירופה, בדומה לארה"ב, רמות האבטלה מדאיגות וצפויות להגיע לרמה ממוצעת של כ-10.9% ב-2010. גם החוב הציבורי ממשיך לגדול (ב-2010 צפוי גרעון של כ-6.5% מהתוצר) ולאיים על הצמיחה לטווח ארוך, כאשר קיים חשש מעלייה ברמות הריבית וברמות החיסכון שיטרפדו את ההתאוששות האיתית בצריכה הפרטית ובהשקעות החברות.

הבנק המרכזי האירופאי רמז בהצהרת הריבית האחרונה על כוונתו לצמצם בהדרגה את המדיניות המוניטארית. במקביל השוק החל להעריך העלאה אפשרית בריבית הבנק המרכזי כבר במחצית הראשונה של 2010.

בבריטניה המשיך התוצר להתכווץ ברביע השלישי, אך החודש התפרסמו נתונים המצביעים על התאוששות וההערכה של בתי ההשקעות היא שבריטניה תציג צמיחה חיובית החל מהרבעון האחרון של השנה.

## יפן

הכלכלה היפנית ממשיכה לספק נתונים חיוביים שמצביעים על המשך מגמת ההתאוששות ונראה שהכלכלה היפנית שפיגרה אחרי שאר כלכלות המזרח מצמצמת את הפער בחודשים האחרונים. השיפור ביפן בא לידי ביטוי בנתוני הצמיחה ברבעון השלישי. המכירות הקמעונאיות בחודש ספטמבר הפתיעו לטובה, כמו גם העלייה בייצור התעשייתי שנתמכה ע"י העלייה החזקה במכירות הרכב.

## שוקים מתעוררים

סין מובילה את תהליך ההתאוששות והצמיחה של הכלכלה העולמית כשהציפיות הן שהכלכלה הסינית תצמח ביותר מ-10% ברבעון הרביעי השנה, לעומת הרבעון המקביל בשנה שעברה. הייצור התעשייתי ממשיך להפתיע כלפי מעלה ובחודש אוקטובר הוא הצביע על גידול של-16.1% (לעומת החודש המקביל אשתקד), העלייה הגבוהה ביותר מאז מרץ 2008.

כלכלות השווקים המתעוררים ממשיכות במגמת הצמיחה המהירה שאפיינה אותם בחודשים האחרונים. לאחרונה מתחילים להישמע קולות בברזיל ובצ'ילה על העלאת ריבית אפשרית ברביע הראשון של 2010, על רקע המשך השיפור הכלכלי בדרום אמריקה. במקביל, ההתאוששות ניכרת גם בחלק ממדינות מרכז אירופה (בפולין, צ'כיה וסלובקיה) כאשר במדינות הבלטיות וברומניה והונגריה המצב עדיין קשה.