

8 פברואר 2010

**דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל
לקבלת החלטת הריבית לחודש פברואר 2010**

הדיונים התקיימו ב-24 וב-25 בינואר.

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

האינדיקטורים והנתונים שנוספו בחודש האחרון מחזקים את ההערכה שברביע הרביעי של 2009 חל שיפור משמעותי בפעילות העסקית, שהקיף את מרבית המגזרים. כמו כן, נראה שהגידול בביקושים ובפעילות מתחיל להתבטא גם בתפנית חיובית בתעסוקה. בנק ישראל עדכן החודש את תחזית הצמיחה של התמ"ג בשנת 2010 ל-3.5 אחוזים (לעומת 2.5 אחוזים בתחזית מתחילת חודש ספטמבר). עדכון התחזית הושפע מפרסומם של נתונים חיוביים על המשק הישראלי ושיפור שחל בחודשים האחרונים בתחזיות לגבי הצמיחה הצפויה בהיקף הסחר העולמי. עם זאת, קצב הצמיחה ברביעים הראשונים של 2010 צפוי להיות כ-3 אחוזים, נמוך מהקצב ששרר במחצית השנייה של 2009; זאת לאור הצפי כי קצב ההתאוששות של הסחר העולמי הואט ביחס למחצית השנייה של 2009.

המדד המשולב למצב המשק

בחודש ינואר פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש דצמבר עלה ב-0.4 אחוז, לאחר עלייה של 0.5 אחוזים במדד לחודש נובמבר, ושל 0.5 אחוז במדד לחודש אוקטובר (כל חודש לעומת חודש קודם). העלייה במדד החודש מהווה המשך למגמת העלייה בו, שהחלה במאי 2009.

העלייה החודש משקפת בעיקר עליה בנתוני יצוא הסחורות והשירותים, ויבוא תשומות לייצור ומוצרי צריכה (לגבי נתוני סחר חוץ ראו בהמשך). מנגד, המדד הושפע גם מירידה בחודש נובמבר של היצור התעשייתי (1.1%) והפדיון במסחר ושירותים (0.2%).

שוק העבודה

על פי נתונים ממקורות שונים, חל בשוק העבודה שיפור משמעותי ברביע האחרון של 2009, המתבטא בעלייה בביקוש לעובדים, בשיפור במאזן התעסוקה, בירידה בהיקף הפיטורים, בהתייצבות השכר ובשיפור בציפיות המעסיקים.

בחודש אוקטובר עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר ב-0.4 אחוזים לעומת חודש ספטמבר. בשלושת החודשים האחרונים (אוגוסט-אוקטובר) עלה שכר זה ב-3.1 אחוזים לעומת ממוצע שלושה חודשים קודמים (מנוכה עונתיות, מונחים שנתיים).

בחודש אוקטובר עלה מספר משרות השכיר (בניכוי עונתיות) במשק ב-0.4 אחוז לעומת חודש ספטמבר. נתוני הביטוח הלאומי מצביעים על עלייה בתעסוקה ב-1.6 אחוזים בחודשים אוגוסט-אוקטובר, יחסית לשלושת החודשים הקודמים.

נתוני סקר המעסיקים (של משרד התעשייה והמסחר) מצביעים לראשונה מזה ארבעה רבעים על שיפור משמעותי במאזן התעסוקה עקב עלייה במספר המשרות שאוישו וירידה במספר פליטות העובדים. לצד זה חל ברביע הרבעי גידול בשיעור הפליטות ביוזמת העובד מתוך סך הפליטות (57.3 אחוזים לעומת 45.6 אחוזים ברביע שלישי).

נתוני המגמה לשיעור האבטלה החודשי עומדים על 7.4 אחוזים בנובמבר 2009 לעומת 7.5 אחוזים באוקטובר. 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 דצמבר בכ-6.5 אחוזים לעומת חודש נובמבר (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (אוקטובר-דצמבר) עלה יצוא זה ב-33.5 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) עלה בחודש דצמבר ב-2.7 אחוזים לעומת חודש נובמבר (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (אוקטובר-דצמבר) עלה יבוא זה ב-12.3 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

סקר חברות

נתוני סקר החברות לרביע הרביעי של 2009 מצביעים על עלייה משמעותית בפעילות העסקית במשק. עליות בפעילות נרשמו בכל הענפים במגזר העסקי, למעט ענף המלונאות. במקביל נרשמה ירידה חדה של ההסתברות להאטה.

2. נתוני התקציב

הגירעון בשנת 2009 הסתכם ב-5.15 אחוזי תוצר, נמוך מהתקרה שנקבעה בשל המיתון הכלכלי – 6 אחוזי תוצר. על פי ניתוח של חטיבת המחקר בבנק ישראל עבור שנת 2010, בהנחה כי התוצר יצמח ב-3.5 אחוזים, הגרעון צפוי להיות נמוך מב-2009 ויחס החוב לתוצר יישאר בסביבת 79 אחוזים.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן נותר בחודש דצמבר 2009 ללא שינוי – נמוך מההערכות המוקדמות של חטיבת המחקר בבנק ישראל (כ-0.4 אחוזים) וממוצע הערכות החזאים (כ-0.3 אחוזים). חלק ניכר מההפתעה נבע מירידת סעיף הדיור במדד ב-0.6 אחוזים – ירידה ראשונה מאז ינואר 2009.

מדד המחירים לצרכן עלה במהלך 2009 ב-3.9 אחוזים. בניכוי ההתערבות הממשלתית (כלומר בניכוי השפעת עליית המע"מ, העלאת המס על סיגריות ודלק והיטל הבצורת) המדד עלה ב-2.8 אחוזים – בחלק העליון של תחום היעד.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-*break-even inflation*, עלו במהלך חודש ינואר, ובפרט אחרי פרסום מדד המחירים לצרכן, כך שבממוצע לחודש ינואר (עד ה-24 לחודש) הן עמדו על 2.7 אחוזים -- גבוה מהרמה הממוצעת בחודש דצמבר (2.5 אחוזים). מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה כי בעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של כ-2.5 אחוזים.

לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר, החזאים המקומיים עדכנו את הערכות האינפלציה שלהם כלפי מטה. בממוצע, הם מעריכים כי האינפלציה לשנה קדימה תעמוד על כ-2.3 אחוזים (לעומת 2.7 אחוזים בחודש שעבר). 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 להיכנס לתחום היעד ולהיות סמוך לאמצע התחום במחצית השניה של 2010. ברביע הראשון של 2010, לפי ממוצע הערכות החזאים, המחירים צפויים לרדת בשיעור מצטבר של 0.3%.

החוזאים המקומיים מעריכים בממוצע שריבית בנק ישראל תעלה בשלושת החודשים הבאים במצטבר ב-0.25 נקודת האחוז, ושבעוד 12 חודשים תהיה ריבית זו ברמה של 2.8 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים עלתה בחודש ינואר (עד ה-24 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-1.5 אחוז, בהשוואה לתשואה של כ-1.4 אחוז בחודש דצמבר. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים נותרה כמעט ללא שינוי בחודש ינואר ברמה ממוצעת של כ-4.15 אחוזים. התשואה לפדיון של המק"מ לשנה עלתה בחודש ינואר לכ-2.0 אחוזים, לעומת רמה של כ-1.9 אחוזים בחודש דצמבר.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה 1.0 עד 1.25 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה ב-0.25 נקודות אחוז מריבית הבנק המרכזי באירופה. המרווח בין התשואות השקליות הלא צמודות ל-10 שנים ובין אג"ח ארה"ב ל-10 שנים נשמר בחודש ינואר על רמה של כ-140 נקודות בסיס.

ריבית בנק ישראל בניכוי הציפיות לאינפלציה (ריבית ריאלית צפויה)

ריבית בנק ישראל הנוכחית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון (הריבית הריאלית הצפויה) לשנה קדימה עומדת בממוצע בחודש ינואר על כמינוס 1.4 אחוזים. זאת בדומה לרמתה מחודש דצמבר.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש דצמבר (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-51.2 אחוזים – בחודש דצמבר ירד מצרף זה בכ-1.2 אחוזים כתוצאה מצמצום רכיב העו"ש ב-2.2 אחוזים. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-13 אחוזים, ובחודש דצמבר הוא עלה ב-0.1 אחוז בלבד. הגידול הגבוה ב-M1 בשנה האחרונה נובע בחלקו מהסטה של פיקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

המודלים האקונומטריים¹

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטריים של בנק ישראל, תחת הנחות של צמיחה של 4.1 אחוזים בתוצר העסקי בשנת 2010 (עקבי עם צמיחה של 3.5 אחוזים בתמ"ג), ריביות נמוכות בעולם שמתחילות לעלות באופן מתון ב-2010, עלייה גבוהה מ-2 אחוזים במחירי התשומות המיובאות בשנת 2010, והתאוששות הסחר העולמי ב-2010 ב-7.0 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, נגזרת עלייה בריבית בנק ישראל לרמה ממוצעת של כ-1.4 אחוז ברביע הראשון של 2010 ורמת ריבית של 3.1 אחוזים ברביע האחרון של 2010. במקביל נגזרים במודל לשנת 2010 רמת שער חליפין ממוצעת של כ-3.74 שקלים לדולר, והאינפלציה לשנת 2010 צפויה להסתכם בקצב של כ-1.5 אחוזים. על פי תרחיש במודל אחר (מודל ה-EC)³, מתקבלת אינפלציה של 2.1 אחוזים ב-2010, כאשר ריבית בנק ישראל עולה מממוצע של 1.6 אחוזים ברביע הראשון של 2010 ל-2.9 אחוזים ברביע האחרון של השנה. בתרחיש זה, שער החליפין הממוצע הוא של 3.73 ש"ח לדולר בשנת 2010. בהתבסס על תוצאות שני המודלים בשילוב עם אינדיקטורים נוספים וכוחות כלכליים שאינם מקבלים ביטוי במודלים, ההערכה של חטיבת המחקר היא שבמהלך 2010 האינפלציה תתמתן, ותיכנס לתחום היעד במחצית השנייה של השנה; זאת בעיקר על רקע המשך קיומו של פער תוצר שלילי (תוצאה של הצמיחה האפסית ב-2009 ושל קצב צמיחה ב-2010, שצפוי להיות אך מעט גבוה מהפוטנציאל) וכן הייסוף שהתרחש בשבועות האחרונים. עם זאת, בהסתכלות שנה קדימה האינפלציה עדיין צפויה להיות מעט גבוהה ממרכז תחום היעד. תוצאה זאת מתקבלת בד-בבד עם עליה של הריבית במהלך שנת 2010, על רקע תהליך היציאה מהמיתון ושיעור הריבית הנמוך בנקודת המוצא.

4. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

שוק מט"ח

בין המועד להחלטת הריבית לחודש ינואר (ה-27 בדצמבר) עד להחלטת ריבית זו (ה-24 בינואר) השקל התחזק מול הדולר בכ-1.7 אחוזים. בתקופה זו התחזק השקל מול האירו בכ-3.5 אחוזים. שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל, המחושב כממוצע של שערי החליפין

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 החרייגים 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.

² Dynamic Stochastic General Equilibrium model

³ Error Correction Model

של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות), על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו, מבטא את התחזקות השקל בתקופה זו בכ-2.1 אחוזים⁴.

שוק המניות

מדד ת"א 25 היה ב-24 בינואר ברמה הנמוכה בכ-1.5 אחוזים לעומת רמתו ב-27 בדצמבר. בתחילת תקופה זו נרשמו עליות שערים בשוקי המניות בארץ והמובילים בעולם, אולם בימים האחרונים של התקופה ניכר שינוי לרעה בתחושתם של המשקיעים שהוביל לירידת שערים במחירי המניות.

5. הסיכון הפיננסי של ישראל, פרמיית הסיכון

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת ע"י מרווח ה-CDS ל-5 שנים נותרה, ממועד דיוני הריבית בחודש שעבר, כמעט ללא שינוי על רמה של 1.24 נקודת האחוז. בעולם נרשמה במהלך תקופה זו מגמה דומה.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

ההתאוששות בצמיחה העולמית נמשכת והצמיחה ברביע הרביעי של 2009 הואצה. עם זאת, קצב הצמיחה צפוי להאט בהמשך 2010 עם התפוגגות השפעתן של תוכניות הסיוע הממשלתיות ויישום אסטרטגיות היציאה מתוכניות אלה. בנוסף, נותרו מספר מוקדי חולשה: התבדרות ניכרת בין ההאצה בייצור הגלובאלי לבין הדשדוש בסקטור השירותים; המשך הידוק תנאי האשראי הבנקאיים; וחולשה בשוק העבודה בארה"ב. התנאים הפיננסיים המשיכו להשתפר. הריביות האפסיות ממשיכות לעודד מעבר משקיעים לנכסים המוגדרים מסוכנים (מניות, אג"ח, מט"ח). שוקי הכסף המשיכו להתייבב והצטמצמו מרווחי האשראי הקונצרני, אם כי בימים האחרונים שבו המרווחים להתרחב עם השינוי בסנטימנט.

על אף עליית מחירי הסחורות והאנרגיה, האינפלציה והציפיות לאינפלציה נותרו מרוסנות. זאת, על רקע החולשה הנמשכת בשוק העבודה ופער התוצר הגבוה. קובעי המדיניות ניצבים בפני קושי בדרכם חזרה לאיזון. מחד, יישום מדיניות מרחיבה מדי לזמן ארוך מדי עלול לעודד היווצרות בועות במחירי נכסים, האצת האינפלציה וערעור מעמדן של הממשלות כמנפיקות חסרות סיכון, ומאידך, יישום מדיניות מרסנת מוקדם מידי מעלה את הסיכון להתדרדרות חזרה למצב של לחצים במערכת הפיננסית ולמיתון. לאור זה, במחצית הראשונה של 2010 אנו צפויים לראות תהליך יציאה הדרגתי של הבנקים המרכזיים מתוכניותיהם המיוחדות, ורק לאחר מכן העלאת ריבית מתונה.

⁴ משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-24 אחוזים ומשקל האירו כ-35 אחוזים.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש פברואר 2010

ארבעה חברי הנהלה המשתתפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש פברואר, כל חברי הנהלה המליצו להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 1.25 אחוזים.

חברי הנהלה הדגישו כי העלאות הריבית בהן נקט הבנק בחודשיים הקודמים היו חלק מתהליך הדרגתי של החזרת הריבית לרמה שתואמת יותר את מצב המשק כפי שמשקף בסביבת האינפלציה הנמצאת בחלקו העליון של תחום היעד, במצב הריאלי המאושש של המשק ובעליית מחירי הנכסים ובפרט מחירי הדירות; ההדרגתיות של התהליך מתבטאת בכך שאין משנים את הריבית מדי חודש. לגבי חודש זה הועלו מספר נימוקים התומכים באפשרות להמתין ולהשאיר את הריבית ברמתה.

חברי הנהלה דנו באפשרות שההפתעה במדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר מלמדת שסביבת האינפלציה נמוכה ממה שהוערך קודם לפרסום המדד. בעקבות ההפתעה במדד דצמבר והירידה הלא-צפויה ברכיב הדיור בבעלות, עולה האפשרות ששכר הדירה משנה כיוון, או לפחות שקצב עלייתו מתמתן. לזה עשויה להיות השלכה להתמתנות האינפלציה במהלך שנת 2010. ביטוי לאפשרות זאת הוא העדכון כלפי מטה בציפיות החזאים הפרטיים ביחס לאינפלציה בחודשים הקרובים וביחס לשנת 2010 כולה. כנגד עדכון זה, משתתפי הדיון דנו בעליה שחלה לאחר פרסום המדד המפתיע בציפיות לאינפלציה לשנה הנגזרות משוק ההון לעבר גבולו העליון של היעד. חלק מהמשתתפים סברו שלאור מספר מוגבל של אגרות חוב (שממחיריהם נגזרים הציפיות) והיקף מסחר דליל בחלק מסדרות אגרות החוב הנתון אינו בהכרח משקף את השינוי בציפיות השחקנים בשוק ההון, ולכן יש לתת החודש לציפיות אלה משקל נמוך מהרגיל.

חברי הנהלה ציינו שהייסוף שהתרחש במהלך ינואר צפוי לתרום לירידת הלחצים האינפלציוניים במשק ובמדדי המחירים בחודשים הקרובים. החברים דנו באפשרות שהעלאות הריבית לחודשים דצמבר וינואר היו בין הגורמים להתחדשות הייסוף ובחשש כי העלאת הריבית החודש תחריף את מגמת הייסוף. בהקשר זה החברים הביעו עמדות שונות כאשר חלק סברו כי העלאה נוספת בריבית עלולה לתמרץ הגדלה משמעותית ביבוא ההון (הגברת Carry Trade) תוך הגברת הלחץ לייסוף ואחרים העריכו כי שיקולי הריבית לא היו דומיננטיים בתנועות ההון בחודשיים האחרונים ואינם צפויים להפוך משמעותיים בסביבת הריבית הנוכחית, גם אם תתבצע העלאה נוספת.

אומנם, התרבו מאוד האינדיקטורים שהורו על האצה בצמיחה בסוף 2009. אולם, ההערכה של חלק ממשתתפי הדיון היתה כי כעת אינדיקטורים אלה התייצבו ושקצב השיפור הואט וקיימת אי וודאות לגבי התמשכות מגמת השיפור. בפרט, התייחסו לדיווחים על עצירת מגמת העלייה בסחר העולמי יחד עם אי-הוודאות שגברה לאחרונה ביחס למידת ההתמדה של תהליך ההתאוששות בעולם.

לאור מכלול הגורמים שהועלו בדיון, החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש פברואר ללא שינוי על רמה של 1.25 אחוזים.

בנק ישראל הדגיש את המרכיבים הבאים :

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש פברואר ללא שינוי ברמה של 1.25% היא חלק מתהליך הדרגתי של החזרת הריבית לרמה "נורמאלית"; תהליך זה נועד להביא לחזרתה של האינפלציה לתחום היעד ולהישארותה בו, לתרום להמשך ההתאוששות בפעילות המשק תוך תמיכה ביציבות הפיננסית. הגורמים העיקריים שהכריעו בעד השארת הריבית ללא שינוי בחודש זה היו :

- סביבת האינפלציה : מדד המחירים לצרכן לחודש דצמבר, ובעיקר רכיב הדיור בבעלות, הפתיעו כלפי מטה; ההערכות הן שהאינפלציה ברביע הראשון של 2010 תהיה נמוכה, בין היתר בהשפעת הייסוף שחל לאחרונה בשקל. בהסתכלות שנה קדימה הציפיות לאינפלציה הן בתוך תחום היעד : 2.3% על פי החזאים ו-2.7% על פי שוק ההון.

- הנתונים שהתפרסמו החודש מצביעים על כך שהצמיחה בישראל ממשיכה להתבסס. אולם, לאחרונה חלה עליה ברמת האי ודאות ביחס למידת ההתמדה של תהליך ההתאוששות בעולם.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך גם בחודשים הבאים.

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

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-25 בינואר 2010.

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
מר איל ארגוב – כלכלן בחטיבת המחקר

נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

ארה"ב

לאחר שצמחה ברביע השלישי של 2009 ב-2.2 אחוזים, אינדיקטורים רבים ממשיכים להורות על האצה בהתאוששות גם ברביע הרביעי. במיוחד ניכרת עלייה בנתוני הייצור שנתמכה על ידי גידול בביקוש הגלובאלי ובנייה מחודשת של מלאים. מנגד, סקטור השירותים (המרכיב 90 אחוזים מהכלכלה) בקושי צמח בחודש דצמבר.

הכלכלה האמריקאית ממשיכה להתמודד עם מספר מוקדי חולשה: (1) תנאי האשראי לסקטור הפרטי, (2) חולשה בשוק העבודה ו-(3) החולשה המחודשת בשוק הנדל"ן. החולשה הנמשכת בשוק העבודה בלטה בדו"ח התעסוקה לחודש דצמבר שהציג ירידה של 85,000 משרות בסקטור הלא-חקלאי – ירידה חריפה מהצפוי. עוד בדצמבר, התעסוקה ירדה ב-589,000 עובדים בעיקר בשכבות גיל העבודה המרכזיים (25-54). במקביל נרשם גידול בהעסקת עובדים זמניים. נתונים אלה מעידים על כך שאי הוודאות בקרב החברות נותרת גבוהה ובעוד הן מפטרות פחות עובדים מבעבר הן אינן ממהרות לשכור עובדים חדשים. החולשה המחודשת בשוק הדיור התבטאה בירידה חודשית של 16 אחוזים במכירות הצפויות של בתים קיימים וירידה של 11 אחוזים במכירה של בתים חדשים. מספר הבתים המעוכלים ממשיך לעלות.

בתי ההשקעות צופים האצה בצמיחה ברבעון הרביעי של 2009 לרמה של 4.7%, ולאחריה התמתנות בצמיחה לרמה של 3.1 עד 3.3 אחוזים בשלושת הרבעים הראשונים של 2010. האינפלציה נותרה מרוסנת – מדד המחירים לצרכן ומדד הליבה עלו בדצמבר ב-0.1 אחוזים בלבד. בתי ההשקעות צופים כי האינפלציה ב-2010 תרד עד 1.3 אחוזים בסוף השנה.

אירופה

נראה כי ההתאוששות המתונה של כלכלת אירופה מאבדת מומנטום עם פגיעתן של תוכנית ההאצה הממשלתיות. לאחר שצמחה ברביע השלישי ב-1.6 אחוזים, הייצור התעשייתי המשיך לעלות בחודש נובמבר באחוז. עם זאת, היצוא ירד (זה חודש שני ברציפות) והשקעות החברות ירדו ב-0.8 אחוזים. הבנק המרכזי האירופאי צופה כי בשנתיים הקרובות הכלכלה האירופית תצמח בקצב של כאחוז אחד לשנה בלבד.

הבעיה הפיסקאלית צוברת תאוצה, כאשר חלק מהמדינות הגוש ניצבות בפני משבר פיסקאלי. המצב מדאיג במיוחד ביוון שם החוב צפוי לעלות, בתסריטים מסוימים, עד 150 אחוזי תוצר. האינפלציה בגוש האירו מרוסנת – בשנה האחרונה היא עמדה על 0.9 אחוזים. בהתאם, ה-ECB הותיר החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של 1.0 אחוז, אך החל בהסרת חלק מתוכניות החירום שיישם.

יפן

כלכלת יפן צמחה בשני הרביעים האחרונים ב-2.7 ו-1.3 אחוזים, בעיקר הודות לסקטור הייצוא והייצור. אולם, הנתונים הכלכליים האחרונים שהתפרסמו היו מאכזבים. הוצאות משקי הבית נותרו יציבות, אך הירידה בשכר המשיכה להגביל את המכירות הקמעונאיות, ההשקעות ההוניות של חברות לא התאוששו וההשקעה בבניה ממשיכה לרדת.

הגירעונות הפיסקאליים התופחים בשל הירידה הניכרת בהכנסות ממיסים והעלייה הקבועה בהוצאות הביטוח הלאומי יגבילו את המשך יכולתה של הממשלה לתמוך בכלכלה. על כן, הצמיחה צפויה להאט במחצית הראשונה של 2010, עם התפוגגות השפעה של התמיכה הממשלתית. הדפלציה ממשיכה להדאיג עם צפי לירידת מחירים של 1.8 אחוזים ברביע הרביעי של 2009 והמשך דפלציה ב-2010.

שווקים מתעוררים

השווקים המתעוררים ככלל, ובמיוחד כלכלות אסיה הגדולות, ממשיכות לצמוח בקצב מהיר בהרבה מזה בו צומחות הכלכלות המפותחות. ההתאוששות ניכרת בעלייה בייצור התעשייתי, בסחר העולמי ובצריכה הפרטית.

בשנת 2009 נרשם יבוא הון ניכר לשווקים המתעוררים שסייע להתחזקות שעי"ח של השווקים המתעוררים לעומת הדולר. עליית מחירי הסחורות והמזון צפויה להעלות את האינפלציה, על אף פער התוצר הגדול. על רקע זה גובר הלחץ להעלות שם ריבית.