



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

הדיונים התקיימו ב-21 וב-22 בפברואר.

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 החלטה, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

א. מצב המשק

1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

הערכה כללית

המשק נמצא במגמת התרחבות של הפעילות. כפי שפורסם בחודש ינואר, בנק ישראל צופה כי הצמיחה של התמ"ג בשנת 2010 תגיע ל-3.5 אחוזים.

החשבונאות הלאומית

באמצע חודש פברואר פרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה את האומדנים המעודכנים לנתוני החשבונאות הלאומית לרביע האחרון של 2009. על פי פרסום זה, התוצר המקומי הגולמי צמח ברביע האחרון של 2009 ב-4.4 אחוזים (במונחים שנתיים, בניכוי עונתיות), בדומה להערכה הקודמת של הלמ"ס. הצמיחה ברביע זה מובלת על ידי גידול של 32.9 אחוזים ביצוא (לעומת רביע קודם מנוכה עונתיות, מונחים שנתיים) ושל 4.4 אחוזים בצריכה הפרטית. יש

לציין כי יצוא הסחורות והשירותים עדיין נמוך בכ-10 אחוזים יחסית לרמתו ערב המשבר ברביע השלישי של 2008. לעומת זאת, הצריכה הפרטית גבוהה ברביע הרביעי של 2009 בכ-3.4 אחוזים יחסית לרמתה ערב המשבר.

ההשקעה בנכסים קבועים ירדה ברביע הרביעי של 2009 ב-9.4 אחוזים (לעומת רביע קודם). ההשקעה בנכסים קבועים נמוכה בכ-4.9 אחוזים מרמתה ערב המשבר (ברביע השלישי של 2008).

שיעור הצמיחה במחצית השנייה של 2009 הוא 2.9 אחוזים (לעומת מחצית קודמת, במונחים שנתיים), לאחר שבמחצית הראשונה התוצר ירד ב-1.6 אחוזים. שיעור הצמיחה השנתי בשנת 2009 מסתכם ב-0.5 אחוזים.

רמת התוצר המקומי הגולמי הייתה גבוהה ברביע האחרון של 2009 בכאחוז אחד מרמתה ערב המשבר (ברביע השלישי של 2008), ורמת התוצר העסקי חזרה לרמת השיא שלה ערב המשבר.

המדד המשולב למצב המשק

בחודש פברואר פורסם כי המדד המשולב למצב המשק לחודש ינואר עלה ב-0.2 אחוז, לאחר עלייה של 0.3 אחוזים במדד לחודש דצמבר (כל חודש לעומת חודש קודם). העלייה במדד החודש מהווה המשך למגמת העלייה בו, שהחלה במאי 2009.

העלייה במדד לחודש זה משקפת עליה בנתוני הייצור התעשייתי (עלייה של 2.2 אחוזים בחודש דצמבר) במדד הפדיון של המסחר והשירותים (0.6 אחוז לחודש דצמבר), ובמדד יצוא השירותים (עליה בינואר של 8.2 אחוזים). לגבי נתוני סחר חוץ ראו בהמשך.

שוק העבודה

בחודש נובמבר עלה השכר הנומינלי למשרת שכיר ב-0.1 אחוז לעומת חודש אוקטובר. בשלושת החודשים האחרונים (ספטמבר-נובמבר) ירד שכר זה ב-1.1 אחוזים לעומת ממוצע שלושת חודשים קודמים (מנוכה עונתיות, מונחים שנתיים), והשכר הריאלי ירד ב-4.3 אחוזים. בחודש נובמבר, מספר משרות השכיר (בניכוי עונתיות) במשק נותר ללא שינוי לעומת חודש אוקטובר.

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) ירד בחודש ינואר בכ-0.9 אחוז לעומת חודש דצמבר (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (נובמבר-ינואר) עלה יצוא זה ב-3.3 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

יבוא הסחורות (ללא אניות ומטוסים ויהלומים) עלה בחודש ינואר ב-1.4 אחוזים לעומת חודש דצמבר (נתונים דולריים, מנוכה עונתיות). בשלושת החודשים האחרונים (נובמבר-ינואר) עלה

יבוא זה ב-48.8 אחוזים לעומת שלושת החודשים הקודמים (דולרי, מנוכה עונתיות, שיעור שנתי).

2. נתוני התקציב

על פי ניתוח של חטיבת המחקר בבנק ישראל עבור שנת 2010, בהנחה כי התוצר יצמח ב-3.5 אחוזים, הגרעון צפוי להיות נמוך מהתקרה שנקבעה של 5.5 אחוזי תוצר ויחס החוב לתוצר יישאר בסביבת 79 אחוזים.

בניכוי שינויי חקיקה, סך ההכנסות ממיסים בינואר 2010 גבוהות ריאלית בכ-14 אחוזים בהשוואה לינואר 2009: המסים הישירים גבוהים ריאלית ב-7 אחוזים והמיסים העקיפים ב-22 אחוזים.

ההוצאה הממשלתית בחודש ינואר (ללא אשראי) נמוכה מהתוואי העונתי התואם את התקציב בכ-10 אחוזים (1.6 מיליארדי ש"ח), בעיקר עקב הקדמת הוצאות מינואר 2010 לדצמבר 2009.

3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בחודש ינואר 2010 ב-0.7 אחוזים – ירידה הגבוהה מההערכות המוקדמות של חטיבת המחקר בבנק ישראל ומהערכות החזאים שנעו בין ירידה של 0.3 אחוזים לירידה של 0.5 אחוזים. את הירידות במדד המחירים לחודש ינואר הובילו סעיף ההלבשה וההנעלה (שתרם 0.3 נקודות האחו לירידת המדד הכולל) וסעיף אחזקת דירה (שתרם 0.2 נקודות האחו לירידת המדד הכולל). התפתחות מדד הדיור בחודשיים האחרונים מחזקת את ההערכה שמגמת העלייה במדד מחירי הדיור אכן מתמתנת.

מדד המחירים בינואר הושפע במידה ניכרת גם מההתערבות הממשלתית שכללה ביטול היטל המים והפחתת המע"מ בחצי נקודת האחו.

מדד המחירים לצרכן עלה בשנים עשר החודשים האחרונים ב-3.8 אחוזים. בניכוי ההתערבות הממשלתית (כלומר בניכוי השפעת השינויים במע"מ, העלאת המס על סיגריות ודלק והיטלים) המדד עלה ב-3.2 אחוזים.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית בנק ישראל

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה- break-even inflation, עלו מעט במהלך חודש פברואר, עד לפרסום מדד המחירים לצרכן לחודש ינואר, כך שבממוצע לחודש פברואר (עד ה-15 לחודש) הן עמדו על כ-2.8 אחוזים – בהשוואה לרמה הממוצעת בחודש ינואר של 2.7 אחוזים. בשלושת ימי המסחר לאחר פרסום מדד המחירים לינואר נרשמה ירידה בציפיות אלו לכ-2.4 אחוזים.

לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש ינואר, החזאים המקומיים מעריכים כי האינפלציה לשנים עשר המדדים הבאים (ממדד פברואר 2010 ועד מדד ינואר 2011) תעמוד על כ-2.2 אחוזים. על פי הערכות החזאים המקומיים, בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים,

האינפלציה בחודשים הראשונים של שנת 2010 תהיה מעל לגבול העליון של היעד, וברביע השני של השנה האינפלציה תיכנס לתחום היעד. בשלושת החודשים פברואר עד אפריל של 2010, לפי ממוצע הערכות החוזאים, מדדי המחירים צפויים לעלות בשיעור מצטבר של 0.3%. החוזאים המקומיים מעריכים בממוצע שריבית בנק ישראל לא תשתנה בשלושת החודשים הבאים, ושבעוד 12 חודשים תהיה ריבית זו ברמה של 2.8 אחוזים. מניתוח שיפוע עקום המק"מ עולה כי בעוד שנה צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על רמה של כ-2.6 אחוזים.

שוק המק"מ ושוק איגרות החוב

התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ל-5 שנים ירדה בחודש פברואר (עד ה-18 לחודש) לרמה ממוצעת של כ-1.3 אחוז, בהשוואה לתשואה של כ-1.5 אחוז בחודש ינואר. התשואה לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות לא צמודות לטווח של 5 שנים ירדה בחודש פברואר לרמה ממוצעת של כ-3.9 אחוזים, בהשוואה ל-4.1 אחוזים בינואר. התשואה לפדיון של המק"מ לשנה ירדה בחודש פברואר לכ-1.9 אחוזים, לעומת רמה של כ-2.0 אחוזים בחודש ינואר.

פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ל-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 ירד בחודש האחרון מרמה של 142 נקודות בסיס ב-25 בינואר לרמה של 116 נקודות בסיס ב-19 בפברואר.

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 פברואר (עד למועד הדיונים) על כמינוס 1.5 אחוזים. זאת בדומה לרמתה מחודש ינואר.

מצרפים מוניטאריים

בהסתכלות לשנים עשר החודשים האחרונים עד לחודש ינואר (כולל) עלתה כמות הכסף הנמדדת במצרף M1 (מזומן בידי הציבור ופיקדונות העו"ש) ב-43.7 אחוזים – בחודש ינואר ירד מצרף זה בכ-2.3 אחוזים. בשנה האחרונה עלה המצרף M2 (הכולל את M1 ופיקדונות לא צמודים עד שנה) ב-9.9 אחוזים, ובחודש ינואר הוא עלה ב-0.3 אחוז בלבד. הגידול הגבוה ב-

M1 בשנה האחרונה נובע בחלקו מהסטה של פיקדונות לחשבונות עו"ש על רקע ריבית הפיקדונות הנמוכה.

המודלים האקונומטרים¹

תרחישים שונים נבחנו באמצעות המודלים האקונומטרים 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 מאוד 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 2.4 אחוזים ברביע האחרון של 2010. במקביל נגזרים במודל לשנת 2010 רמת שער חליפין ממוצעת של כ-3.7 שקלים לדולר, והאינפלציה לשנת 2010 צפויה להסתכם בכ-0.3 אחוזים. על פי תרחיש במודל אחר (מודל ה-EC)³, מתקבלת אינפלציה של אחוז אחד ב-2010, כאשר ריבית בנק ישראל עולה מממוצע של 1.2 אחוזים ברביע הראשון של 2010 ל-2.4 אחוזים ברביע האחרון של השנה. בתרחיש זה, שער החליפין הממוצע הוא של 3.79 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. האינפלציה לשנה קדימה צפויה להיות בסביבת מרכז תחום היעד. תוצאה זאת מתקבלת בד-בבד עם עלייה 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 פברואר (ה-25 בינואר) עד להחלטת ריבית זו (ה-18 בפברואר) השקל נחלש מול הדולר בכאחוז. 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-1.1 אחוזים⁴.

שוק המניות

מדד ת"א 25 היה ב-18 בפברואר ברמה הגבוהה בכ-2.7 אחוזים לעומת רמתו ב-25 בינואר. מדד הדאו ג'ונס עלה בתקופה זו בכ-1.9 אחוזים.

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 ברמה של כ-1.17 נקודת האחוז. במדינות רבות, מפותחות ומתפתחות, נרשמה במהלך תקופה זו מגמת התרחבות במרווחי ה-CDS.

6. ההתפתחויות בכלכלה העולמית (פירוט בנספח)

בעקבות המשך ההתאוששות בפעילות הגלובלית, קרן המטבע הבין-לאומית פרסמה בחודש ינואר עדכון כלפי מעלה בתחזיותיה לגבי הצמיחה הגלובלית ל-3.9 אחוזים ב-2010 (לעומת תחזית קודמת של 3.1 אחוזים מחודש אוקטובר 2009). בשבועות האחרונים גבר החשש שמשבר החוב ביוון יהפוך מבעיה מקומית לבעיה במדינות נוספות באירופה, כשספרד מהווה נכון לעכשיו מוקד נוסף לחששות. זאת בהמשך לחששות מפני התפתחות של בועה במחירי נכסים בסין, ועל רקע כוונת הממשל בארה"ב להגביר את הרגולציה על המוסדות הפיננסיים הגדולים. נתוני האינפלציה במשקים המפותחים ממשיכים להיות נמוכים. הציפיות להעלאת ריבית, המגולמת מהתנהגות הפעילים בשווקים הפיננסיים, הן להעלאת ריבית באירופה באמצע השנה ולהעלאת ריבית על ידי הפד במחצית השנייה של השנה. הבנקים המרכזיים במדינות המובילות התחילו לצאת בהדרגה ממדיניות ההקלה המוניטארית שאפיינה את תקופת המשבר. בהקשר זה, הפד העלה בחודש פברואר את ריבית ההלוואות בחלון אשראי (discount) ב-0.25 נקודות בסיס ל-0.75 אחוזים, בהמשך לתהליך צמצום והפסקה של תמיכות שונות שבו החל הפד לפני מספר חודשים.

ב. הדיון בפורום המצומצם - החלטת הריבית לחודש מרץ 2010

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

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

חברי ההנהלה הדגישו כי בנק ישראל נמצא בתהליך הדרגתי של החזרת רמת הריבית לרמה ה"נורמאלית" המשקפת את ההתאוששות בפעילות הכלכלית ואת הנדרש על מנת להוריד את האינפלציה לסביבת אמצע תחום היעד. ההדרגתיות של התהליך מתבטאת בכך שאין משנים את הריבית מדי חודש אלא בהתאם לסביבת האינפלציה, התבססות הצמיחה במשק ובעולם, ולהעלאות הריבית על ידי הבנקים המרכזיים במשקים המובילים, ובהתחשב בהתפתחות שערי החליפין של השקל.

לגבי חודש זה תמכו המשתתפים בהשארת הריבית ברמתה הנוכחית ממספר נימוקים. משתתפי הדיון דנו בכך שהחזאים הפרטיים המקומיים צופים כי האינפלציה תיכנס לתחום היעד ברביע השני של השנה (בהסתכלות לשנים-עשר חודשים אחורה) וכי האינפלציה לשנה קדימה (שנים עשר המדדים הקרובים מפברואר 2010 ועד ינואר 2011) תהיה בסביבת אמצע היעד. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ירדו לאחר פרסום מדד המחירים לחודש ינואר לכ-2.4 אחוזים.

המשתתפים בדיון ציינו כי מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מטה זה החודש השני ברציפות, בשיעור מצטבר של למעלה מחצי נקודת האחוז, ושעיקר ההפתעה נבעה ממדד הדיור (המבוסס על חוזים חדשים ומתחדשים לשכירת דירות). בהקשר זה צוין כי מחירי הדירות (קנייה ומכירה של הדירה ולא שכירות), על פי סקר מחירי הדירות, עלו בחודש דצמבר באחוז אחד, שיעור נמוך יחסית בהשוואה לעלויות מחירי הדירות מאז ינואר 2009. בהתייחס למדד המחירים לחודש ינואר ציינו המשתתפים כי מדד המחירים הינו נמוך עונתית (בניכוי עונתיות ובניכוי אומדן ההשפעה הממשלתית עלה מדד המחירים לחודש ינואר ב-0.5 אחוז, לעומת ירידה של 0.7 אחוז במדד עצמו). בהקשר זה צוינה התנודתיות של מדדי המחירים החודשיים, העונתיות הרבה, ואי הוודאות הנובעת מכך לגבי סביבת האינפלציה.

כמו כן ציינו המשתתפים את גורמי הסיכון המעיבים על המגמות החיוביות של הצמיחה העולמית, ובעיקר את ההתפתחויות השליליות במדינות אירופה הסובלות מגירעונות וחוב גבוהים יחסית לתוצר. עלייה בריביות במדינות המפותחות בעולם צפויה רק במחצית השנייה של השנה – ראשית באירופה ואחר כך בארה"ב. לעיתוי העלאות הריבית במשקים המובילים בעולם השפעה על פערי הריביות הצפויים בין ישראל למדינות המפותחות, שלהם השפעה על שער החליפין של השקל.

המשתתפים ציינו שהייסוף שהתרחש בחודשים האחרונים צפוי לתרום לירידת הלחצים האינפלציוניים במשק ולבוא לידי ביטוי במדדי המחירים בחודשים הקרובים. החברים דנו בחשש כי העלאת הריבית החודש תחריף את מגמת הייסוף.

לאור מכלול הגורמים שהועלו בדיון, ובמיוחד אי הוודאות לגבי שיעור הירידה בסביבת האינפלציה בעקבות ההפתעות כלפי מטה בשני מדדי המחירים האחרונים, יחד עם אי הוודאות לגבי עוצמת המשך הצמיחה העולמית, החליט הנגיד להותיר את הריבית לחודש מרץ ללא שינוי ברמה של 1.25 אחוזים.

בנק ישראל הדגיש את הגורמים העיקריים שהכריעו בעד השארת הריבית ללא שינוי בחודש זה:

- סביבת האינפלציה: מדד המחירים לצרכן הפתיע כלפי מטה זה החודש השני ברציפות בשיעור מצטבר של למעלה ממחצית האחוז. לירידה במדד חודש ינואר תרמו גם הפחתת המע"מ וביטול היטל הבצורת. הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הבאים, הנגזרות משוק ההון, עומדות על 2.4 אחוזים ותחזיות החזאים המקומיים (למדדים מחודש פברואר 2010 ועד לינואר 2011) נמצאות ברמה של 2.2 אחוזים. האינפלציה צפויה להיכנס לתחום היעד (בהסתכלות לשנים עשר חודשים אחורה) ברביע השני של השנה, בין היתר בהשפעת הייסוף שחל לאחרונה בשקל.

- הנתונים שהתפרסמו החודש מצביעים על כך שהצמיחה בישראל ממשיכה להתבסס. אולם, קיימת אי ודאות ביחס לעוצמת תהליך ההתאוששות בעולם.

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר כך גם בחודשים הבאים. אולם, כמה מהבנקים המרכזיים החשובים בעולם ממשיכים לצמצם את השימוש בכלים הלא שגרתיים של ההקלה המוניטארית.

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

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-22 בפברואר 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
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 בארה"ב ברביע הרביעי של 2009 הפתיע לטובה ובתי ההשקעות המובילים צופים שהצמיחה תמשך גם ברבעונים הקרובים בקצב המהיר מהמגמה ארוכת הטווח. מנועי הצמיחה העיקריים יוסיפו להיות תוכניות הסיוע הממשלתיות והסקטור העסקי המתאושש. הכלכלה האמריקאית ניצבת עדיין בפני 3 בעיות קשות: המשבר בתעסוקה, הגירעונות הכבדים והמשך המשבר בשוק הנדל"ן.

שוק התעסוקה מהווה את הבעיה המרכזית בכלכלה האמריקאית. נתוני התעסוקה בחודש האחרון (על אף שהתקבלו בצורה מעורבת ע"י השוק), הפתיעו בסה"כ לטובה. נתון האבטלה של שירות התעסוקה הצביע על ירידה ברמת האבטלה ל-9.7% (לעומת 10% בחודש הקודם).

המשבר הנמשך בתעסוקה הוביל גם את הממשל להעמידו כנושא עיקרי במהלך השנה הקרובה כאשר הנשיא, בנאמו הראשון לאומה, בישר על תוכנית תמריצים חדשה להגברת התעסוקה. תוכניות נוספות הכוללות בעיקר הקלות במס וסיוע לעסקים קטנים צפויות להימשך אף הן.

החוב הממשלתי ממשיך לתפוח, בשנה הקרובה הגרעון צפוי לעמוד על כ-10.6% (9.9% ב-2009) ולרדת לרמות של כ-8.3% ב-2011 ושל כ-4% מ-2013 ואילך (נתון ה-CBO). במקביל, החוב הפדראלי בארה"ב צפוי לעמוד על כ-70% השנה (53% ב-2009).

שוק הדיור בארה"ב, למרות ההתאוששות הקלה בחודשים האחרונים במחירי הדירות ובמכירות הבתים הקיימים, עדיין מכביד על התאוששות הכלכלה האמריקאית בכלל ועל מאזני הבנקים בפרט. מכירות הבתים חדשים עמדו במהלך 2009 על כ-374,000, ירידה של 23% לעומת 2008, הנתון הנמוך ביותר מאז 1970. מכירות בתים קיימים בדצמבר ירדו בכמעט 17% לעומת החודש הקודם, בין היתר על רקע החששות במהלך נובמבר מהפסקת תוכנית הסיוע לרוכשי הדירות.

למרות זאת, התאוששות הסקטור העסקי נמשכת, הייצור התעשייתי ממשיך להשתפר, ותהליך "בניית המלאים" שהחל ברבעון האחרון עדיין נמשך אם כי תרומתו לתוצר צפויה להיות נמוכה יותר בשני הרבעונים הקרובים. הגידול מעל לציפיות בנתון הזמנות ומשלוחים של מוצרים בני קיימא והגידול במכירות הקמעונאיות של חודש ינואר מצביעים על כך שחברות ממשיכות להגדיל את השקעות ההון והמלאים מתוך ציפייה להמשך ההתאוששות בכלכלה האמריקאית.

הפד החליט להשאיר את הריבית החודש ללא שינוי, כצפוי. במקביל, הודיע ה-FED על כוונתו להפסיק בסוף מרץ את תוכנית הרכישות של ה-MBS כמתוכנן, כשהוא משאיר לעצמו פתח להתערבות מחדשת בהתאם לתנאי השוק. הפד העלה בחודש פברואר את ריבית ההלוואות בחלון אשראי (discount) ב-0.25 נקודות בסיס ל-0.75 אחוזים, בהמשך לתהליך צמצום והפסקה של תמיכות שונות שבו החל הפד לפני מספר חודשים.

ככלל, האווירה העולה מפרוטוקול דיוני הפד הינה חיובית יותר ביחס לפרוטוקולים קודמים עם התייחסות ברורה יותר להתאוששות של הכלכלה האמריקאית.

אירופה

בחדש האחרון, משבר החוב ביוון והשלכותיו עמדו בראש הדאגות לגבי כלכלת אירופה. למרות שנראה כי תוכנית החילוץ של האיחוד האירופאי לכלכלה היוונית הקלה במעט על חששות השוק מפני משבר חוב אמיתי באירופה, הבעיות המבניות של ספרד ויוון (גם איטליה ופורטוגל ברשימה) מרמזות על כך שלא רפורמות מבניות עמוקות, החזרה של משבר חוב במדינות אלו הוא זמני בהחלט. נתוני הצמיחה החלשים באירופה לרבעון הרביעי, מחזקים את ההערכה שהמומנטום באירופה נחלש, כשהאכזבה העיקרית באה מכיוונה של גרמניה, מנוע הצמיחה העיקרי של הגוש האירופאי, שלא צמחה כלל ברבעון הרביעי. נתון זה מהווה איום על המשך ההתאוששות של היבשת האירופאית. צרפת לעומת זאת, הפתיעה לטובה עם צמיחה של 0.6%. ספרד ויוון, כצפוי, הציגו צמיחה שלילית. הנתונים המתפרסמים ממשיכים להצביע על השונות הגבוהה בין הכלכלות האירופאיות. גרמניה, (למרות נתון הצמיחה החלש) וצרפת, ממשיכות להוביל את מגמת ההתאוששות של הכלכלה האירופאית ומגדילות את הפער בינם לבין כלכלות איטליה וספרד. מדיניות הבנק המרכזי באירופה לא צפויה להשתנות בחודשים הקרובים (גם על רקע המשבר היווני). הבנק האירופאי צופה צמיחה מתונה במהלך השנה הקרובה והציפיות לאינפלציה עדיין נמוכות מהיעד.

יפן

החששות מפני גלישה למיתון נוסף ביפן פחתו כשנתון הצמיחה ביפן לרבעון הרביעי הפתיע לטובה ועמד על כ-4.6%. כלכלת יפן מתחזקת והבנק המרכזי של יפן צופה כי ההתאוששות תימשך בשנת 2010. בשלב זה נרשמת התרחבות ביצוא ובייצור, אך שיפור זה טרם התגלגל להתאוששות משמעותית בביקושים המקומיים של הסקטור הפרטי. בסביבה הפיננסית ביפן נרשם שיפור. במדד המחירים לצרכן (בניכוי מזון טרי) נרשמה ירידה ב-12 החודשים האחרונים, עקב הירידה בפעילות הכלכלית, אולם קצב ירידת המחירים התמתן, בעיקר כתוצאה מהתפתחות מחירי הנפט. הבנק המרכזי ביפן הותיר החודש את הריבית ללא שינוי (בישיבתו ב-18 בפברואר) וציין בהודעתו כי הוא צופה שבמחצית שנת 2010 יירשם שיפור נוסף בפעילות, עקב גידול צפוי בביקושי משקי הבית בעקבות השיפור שכבר נרשם במצב הסקטור העסקי. הגידול בפעילות בשנת 2010 צפוי למתן את ירידות המחירים. הבנק המרכזי של יפן הודיע כי ימשיך לפעול במדיניות סתגלנית על מנת לתרום לסביבה פיננסית התומכת בצמיחה.

שוקים מתעוררים

סין עם צמיחה של 10.7% ברבעון הרביעי של 2009 ממשיכה להפגין נתוני צמיחה וייצור מרשימים. השווקים המתעוררים (ללא החלק האירופאי, שבחלקו, ע"פ נתוני התמ"ג לרבעון הרביעי, נמצא עדיין במיתון) ממשיכים במגמת הצמיחה המהירה שאפיינה אותם בחודשים האחרונים וממשיכים, בהובלת סין, להיות המנוע של התאוששות הכלכלה העולמית. קרן המטבע עדכנה בחודש ינואר את תחזית הצמיחה לשווקים המתעוררים ב-2010 ל-6% (לעומת 5% בתחזית קודמת מחודש אוקטובר).

ההאצה באינפלציה כתוצאה מהעלייה הנמשכת במחירי הסחורות ממשיכה להעסיק כלכלות אלו ומגבירה את ההסתברות לגישה מוניטארית מרסנת יותר.