



## **דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל לקבלת החלטת הריבית לחודש ינואר 2011**

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 בדצמבר 2010.

### **כללי**

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הנגיד,<sup>1</sup> 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. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו מתקבלת החלטת הנגיד.

### **א. מצב המשק**

#### **1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי**

##### **הערכה כללית**

האינדיקטורים שפורסמו בחודש האחרון (בין מועד החלטת הריבית לחודש דצמבר 2010, ב-22 לנובמבר 2010, לבין מועד החלטת הריבית לחודש ינואר 2011, ב-27 בדצמבר 2010) מצביעים על המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במשק. ההתרחבות נשענת בעיקר על עליה בתצרוכת בני קיימא ובהשקעות בנכסים קבועים.

נתוני שוק העבודה לרביע השלישי של 2010 מצביעים על המשך המגמה החיובית; שיעור האבטלה אמנם עלה מעט ברביע השלישי לעומת קודמו, אך העלייה נבעה מגידול בשיעור ההשתתפות בכך

<sup>1</sup> עם כינונה של ועדה מוניטרית, על פי חוק בנק ישראל החדש, יתקבלו החלטות הריבית במסגרתה.

העבודה ובמקביל גדל גם שיעור המועסקים. חלה עליה בשכר הריאלי והנומינלי, למרות הגידול בהיצע העבודה.

נתוני ייצוא הסחורות האחרונים עלו מעט בחודשיים האחרונים (אוקטובר – נובמבר), אולם באופן כללי נתוני סחר החוץ ממשיכים להפגין חולשה מסוימת על רקע צמיחה מתונה מאוד של הסחר העולמי.

#### החשבונאות הלאומית

ברביע הרביעי של 2010 התוצר צפוי לצמוח ב-3.9 אחוזים (שנתי, מנוכה עונתיות), ואולי אף למעלה מכך. המשך הגידול של התוצר נובע מהאצת הגידול של הצריכה הפרטית וההשקעות בנכסים קבועים וגידול מתון יותר ביצוא. מנגד, היבוא צפוי להישאר ללא שינוי.

הגידול הצפוי ברביע הרביעי של הצריכה הפרטית נגזר מהגידול המואץ של יבוא מוצרי צריכה בני-קיימא. הגידול הצפוי של ההשקעה בנכסים קבועים נובע מהעלייה החדה במדד מנהלי הרכש והעלייה ביבוא מוצרי השקעה. בנוסף, עליית מדד ניצולת ההון ברביע הקודם צפויה אף היא להגדיל את ההשקעה בתקופה הנוכחית.

נתונים ראשוניים וחלקיים של סקר החברות לרביע הרביעי תומכים בהערכה שהתרחבות הפעילות במשק נמשכת בקצב נאה. על פי נתוני הסקר ההתרחבות מקיפה את כל הענפים במשק ומשתקפת בפעילות המדווחת ברביע הרביעי של 2010 ובציפיות לפעילות רביע הראשון של 2011. גם מדד מנהלי הרכש עלה בחודש נובמבר, ורמתו נמצאת זה ארבעה חודשים מעל 50 אחוזים, שיעור המעיד על התרחבות. מנגד, מדדי אמון הצרכנים ירדו החודש, אף כי רמתם גבוהה יחסית.

#### המדד המשולב למצב המשק

המדד המשולב לחודש נובמבר, שעלה ב-0.1 אחוז לאחר עליות מתונות מאז חודש יולי, מצביע על המשך עליה מתונה בפעילות. העלייה המתונה במדד בנובמבר משקפת עלייה במדדי היצור התעשייתי, הפדיון במסחר ושירותיים וביצוא הסחורות, אשר קוזזה בירידות במדדי יבוא מוצרי הצריכה ויבוא חומרי הגלם ובמדד יצוא והשירותיים.

#### שוק העבודה

ההתפתחויות החיוביות בשוק העבודה במחצית הראשונה של השנה נמשכו גם ברביע השלישי. שיעור האבטלה אמנם עלה ברביע השלישי ל-6.6 אחוזים, לעומת 6.4 אחוזים ברביע השני, אך על פי נתוני סקר כוח האדם של הלמ"ס עליה זו לוותה בעליה של שיעור ההשתתפות ב-0.7 נקודת אחוז לרמה של 57.8 אחוזים, ובעליה של שיעור התעסוקה ב-0.6 נקודת אחוז לרמה של 54 אחוזים. השכר הריאלי והנומינלי הממוצע למשרת שכיר עלו ב-0.4 וב-0.7 אחוז, בהתאמה, ברביע

השלישי לעומת קודמו (נתונים מנוכי עונתיות). נתוני הגבייה של מס הבריאות לחודש נובמבר מצביעים על עלייה של סך תשלומי השכר במשק לעומת החודש המקביל אשתקד.

### סחר חוץ

בנובמבר חלה עלייה מתונה בייצוא הסחורות והייצוא התעשייתי נותר ללא שינוי, מנגד יבוא הסחורות ירד ב-4.5 אחוזים לעומת אוקטובר. מדד הסחר המשולש<sup>2</sup> ונתוני הייצוא של ישראל נמצאים באותה רמה מזה מספר חודשים – נתונים המעידים על דריכה במקום של הסחר העולמי ועל מגמה דומה בישראל.

### **2. נתוני התקציב**

הגירעון המקומי (ללא אשראי) מתחילת השנה עד נובמבר הסתכם ב-12.8 מיליארדי ש"ח, לעומת 24.1 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון הכולל ללא אשראי לשנת 2010 צפוי להיות, על פי ההתפתחויות עד כה, בסביבת 3.5 אחוזי תוצר, לעומת תקרת גירעון של 5.5 אחוזים מהתוצר. ההערכות לגבי עלויות השריפה בכרמל הן שלא מדובר בעלויות ניכרות בראייה מאקרו-כלכלית.

### **3. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי**

#### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה בחודש נובמבר ב-0.1 אחוז – בתוך טווח תחזיותיהם של החזאים (0 עד 0.3 אחוז). האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים ומתחילת השנה עומדת על 2.3 אחוזים, בתוך הטווח של יעד יציבות המחירים. בניכוי מחירי הדיור עלה מדד המחירים לצרכן מתחילת השנה ב-1.6 אחוזים.

התורמים העיקריים לעליית המדד החודש היו סעיף ההלבשה וההנעלה וסעיף התחבורה ותקשורת שעלו ב-2.2 אחוזים ו-1.1 אחוזים, בהתאמה.

#### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-break even inflation, ירדו החודש והגיעו לרמה של 3 אחוזים בדומה לממוצע הערכות החזאים.

על פי הערכות החזאים שלושת המדדים הבאים, לחודשים דצמבר 2010 עד פברואר 2011, צפויים לנוע במצטבר בין (-0.1) ל-0.2 אחוז.

---

<sup>2</sup> מדד הסחר המשולש מודד את סך סחר החוץ של ארה"ב, גרמניה ויפן. המדד מהווה אינדיקטור מקדים לסחר העולמי.

הריבית בעוד שנה צפויה לעמוד, לפי ממוצע תחזיות החזאים, על 3.1 אחוזים; מרבית החזאים צופים שבנק ישראל לא ישנה את הריבית לחודש ינואר 2011.

#### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

התשואות לפדיון על אגרות חוב ממשלתיות, צמודות ולא צמודות, עלו במהלך התקופה הנסקרת בין 10 ל-30 נ.ב. לאורך כל העקום, עם עלייה גדולה יותר באג"ח הצמודות. התפתחות זו תואמת את המגמה העולמית שהחלה עם עליית תשואות חדה בארה"ב, אף כי בישראל היא הייתה מתונה יותר. תשואות המק"ם עלו לכל אורך העקום תוך השתטחותו.

#### פער ריביות ותשואות בין הארץ לחו"ל

לפני החלטת ריבית זו, ריבית בנק ישראל גבוהה ב-1.75 עד 2 נקודות אחוז מריבית הפד, וגבוהה בנקודות אחוז מריבית הבנק המרכזי האירופאי.

המרווח בין אגרות החוב הלא-צמודות ל-10 שנים של ממשלות ישראל וארה"ב הצטמצם החודש בשיעור חד וירד ל-128 נ.ב., על רקע עליית תשואות חדה יותר בארה"ב.

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

ריבית בנק ישראל הנוכחית בניכוי הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לשנה קדימה (הריבית הריאלית הצפויה) עמדה בממוצע בחודש דצמבר (עד למועד הדיונים) על כ-1 אחוז. עליה של כ-0.2 נקודת אחוז לעומת חודש נובמבר עקב ירידת הציפיות לאינפלציה.

#### מצרפים מוניטריים

נמשכת ההאטה בקצב גידול המצרפים המוניטריים, וחלקם אף קטנים. המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ירד בנובמבר ב-1 אחוז לאחר ירידה של 0.7 אחוז באוקטובר. ב-12 החודשים האחרונים עלה המצרף M1 בשיעור של 1.7 אחוזים. המצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה בנובמבר ב-1 אחוז, המשך ליציבות באוקטובר, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-2 אחוזים.

#### שוק האשראי

יתרת האשראי למגזר העסקי ירדה ב-0.3 אחוז באוקטובר לאחר ירידה בשיעור דומה בספטמבר וגידול של כ-2 אחוזים מראשית השנה. יתרת האשראי למשקי הבית עלתה באוקטובר בשיעור של 1 אחוז, עקב עלייה הן בירתת המשכנתאות והן באשראי שלא לדוור. בשנה האחרונה עלתה יתרת האשראי למשקי הבית ב-10.6 אחוזים.

### שוק הדיור

מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, עלו בחודשים ספטמבר-אוקטובר בקצב חודשי של 0.4 אחוז, לאחר עליה בקצב חודשי של 1.9 אחוזים באוגוסט-ספטמבר. מתחילת השנה עלו מחירי הדירות ב-12.2 אחוזים, וב-12 החודשים האחרונים הם עלו ב-18.2 אחוזים.

מדד מחירי הדיור, המתבסס בעיקר על חוזי שכירות מתחדשים ונכלל במדד המחירים לצרכן, נותר בחודש נובמבר ללא שינוי, לאחר ירידה של 1.1 אחוזים בחודש הקודם. יצוין שמחירי שכר הדירה בתקופה זו של השנה מאופיינים בעונתיות נמוכה.

היקף המשכנתאות החדשות שניתנו בחודש נובמבר גדל בהשוואה לחודש הקודם בכ-10 אחוזים, אולם רמתן נמוכה מזו שנרשמה בחודשי הקיץ. הגידול העיקרי חל במשכנתאות צמודות מדד בריבית קבועה, אף כי משכנתאות לא צמודות למדד בריבית משתנה עדיין מהוות את עיקר המשכנתאות. העליה בכמות המשכנתאות נרשמה למרות עליה של הריביות על משכנתאות לא צמודות בריבית משתנה ומשכנתאות צמודות מדד בריבית משתנה.

בחודש דצמבר העלתה הממשלה את מס הרכישה למי שרוכש דירה שאינה דירת המגורים היחידה בשנים 2011 ו-2012. צעד זה צפוי להוזיל את המחירים לרוכשי דירות ראשונות, באמצעות הקטנת הרכישות של משקיעים. במקביל, החל מינואר 2011 ניתן פטור ממס שבח (ששיעורו 20 אחוזים) גם למי שמחזיק בדירה נוספת על דירת המגורים אם ימכור אותה בשנים 2011 או 2012. הפטור יחול על מכירה של עד שתי דירות. בתום תקופת הפטור יחזור המצב החוקי הקיים כיום. צעד זה צפוי להגדיל את היצע הדירות למכירה.

### הערכת חטיבת המחקר

הערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל היא שהאינפלציה במהלך 2011 תסתכם ב-2.6 אחוזים, תוך העלאה הדרגתית של הריבית לכ-3.3 אחוזים ברביע האחרון של 2011.

הגורמים העיקריים לכך ששיעור האינפלציה צפוי להיות גבוה ממרכז תחום היעד הם: רכיב הדיור (שכר דירה) שצפוי להמשיך לעלות בקצב מהיר יחסית, עליית הביקושים לתוצר, ועליית מחירי האנרגיה והסחורות. מנגד, אינפלציה ממותנת במשקים המפותחים וייסוף שער החליפין פועלים למיתון קצב עליית המחירים.

המקור העיקרי של הסיכונים לפעילות הריאלית ולאינפלציה בישראל הוא ההתרחשויות בחו"ל וההתפתחויות בשוק הדיור. כמו כן, במידה ויהיו תנועות הון משמעותיות לתוך המשק, עם לחצי הייסוף שלצידן, צפויה להיות לכך השפעה ממתנת על הצמיחה, על האינפלציה ועל קצב העלאת הריבית.

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

##### שוק מט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-21/11/10, ועד 24/12/10, התחזק השקל מול הדולר בכ-1.3 אחוזים ומול האירו בכ-5.5 אחוזים – בדומה למגמה במדינות מהירות הצמיחה. בתקופה זו יוסף השקל במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-2.8 אחוזים.<sup>3</sup>

##### שוק המניות

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-21/11/10, ועד 24/12/10, עלו מדדי המניות בת"א, בדומה למגמה שנרשמה במהלך אותה תקופה במרבית שוקי המניות בעולם, אך במידה מתונה יותר. מדד ת"א 25 עלה בתקופה הנסקרת בכ-3.2 אחוזים, ובמהלכה הגיע לרמתו הגבוהה ביותר מעולם.

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

פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווחי ה-CDS, עלתה אך מעט, לרמה של 116 נ.ב., בדומה למגמה בשווקים שאינם קשורים למשבר החוב באירופה.

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

בדומה לחודש הקודם, גם החודש הצביעו מרבית הנתונים שהתפרסמו על תמונה חיובית בארה"ב, בסין ובכמה מדינות באירופה, וזו הניעה בתי השקעות להעלות משמעותית את תחזיותיהם לגבי הצמיחה בשנתיים הבאות. בארה"ב ממשיכה ההרחבה המוניטרית, בדמות ה-QE2, ותוכנית פיסקאלית חדשה תפעל בעיקר דרך הקלות במסים. נראה כי השווקים הקדימו את תחזיותיהם לגבי עיתוי העלאת ריבית בארה"ב. באירופה מתפשט משבר החוב, עם הורדת הדירוג ותחזיות הדירוג למדינות ה-PIGS וספקות לגבי מדינות נוספות. כנגד זאת נתוני המאקרו שהתפרסמו על הכלכלה האירופאית בהובלת גרמניה הפתיעו ברובם לטובה; אלה נשענו ברביע השלישי גם על צריכה מקומית, ולא רק על יצוא. במדינות המתפתחות, בהובלת סין, נמשכה הצמיחה המהירה. הנתונים הכלכליים הטובים שהתפרסמו מצד אחד והדאגה שמעוררים רמות החוב הגבוהות ומשבר החוב האירופי מצד שני, הביאו החודש למעבר של משקיעים מאג"ח ממשלתיות אל נכסי סיכון ולתנועות הון אל מדינות מהירות צמיחה. כתוצאה מכך עלו בחדות התשואות על האג"ח הממשלתיות, התחזקו המטבעות של משקים מהירי צמיחה ונרשמו עליות בשערי המניות. האינפלציה במשקים המפותחים נותרה נמוכה. הביקושים הגוברים לסחורות העלו את מחיריהן, ואלה העלו את האינפלציה במשקים המתפתחים.

<sup>3</sup> שער החליפין האפקטיבי מחושב כממוצע של שערי החליפין של השקל מול 28 מטבעות (המייצגים 38 מדינות) על פי משקולות הסחר של ישראל עם מדינות אלו. משקל הדולר בשער החליפין האפקטיבי הוא כ-25 אחוזים ומשקל האירו כ-33 אחוזים.

## **ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש ינואר 2011**

ארבעה חברי הנהלה המשותפים בדיון ממליצים לנגיד לגבי גובה ריבית בנק ישראל הרצויה למשק. בדיון לגבי החלטת הריבית לחודש ינואר 2011, כל חברי הנהלה המליצו להשאיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 2 אחוזים.

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש ינואר 2011 ללא שינוי עקבית עם התהליך ההדרגתי של החזרת הריבית לסביבה "נורמאלית"; תהליך שנועד לבסס את האינפלציה בתוך תחום היעד ולתמוך בהמשך הצמיחה תוך שמירה על יציבות פיננסית. קצב עליית הריבית תלוי בסביבת האינפלציה, בצמיחה במשקים הישראלי והעולמי, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים, בהתפתחות מחירי הנכסים ובהתחשב בשערי החליפין של השקל. בשיעור הריבית הנוכחי, ממשיכה המדיניות המוניטרית להיות מרחיבה.

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות, בעיקר בהשפעת הגדלה אפשרית של פער הריביות מול חו"ל על שער החליפין, בהשפעת שער החליפין על האינפלציה ובהערכת סביבת האינפלציה.

בדיון עלתה הערכה שסביבת האינפלציה גבוהה יחסית, לפחות בטווח הקצר. הציפיות לאינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון, ה-break even inflation, נמצאות בגבול העליון של יעד האינפלציה; ממוצע תחזיות החזאים מצוי ברמה דומה, ובחינת התפתחות מדד המחירים לצרכן בניכוי עונתיות מראה עליה עקבית בשיעור האינפלציה מתחילת השנה. כמו כן, תחזית חטיבת המחקר לאינפלציה במשך 12 החודשים הבאים היא 2.6 אחוזים, מעט מתחת לצפי החזאים, אולם תחזית החטיבה עקבית עם עליה של ריבית בנק ישראל לרמה ממוצעת של 3.3 אחוזים ברביע הרביעי של 2011. מנגד צוין כי למרות התרחבות הפעילות במשק עדיין לא ניכרים לחצים לעליות שכר עקב התרחבות מקבילה של היצע העבודה, וכן שהציפיות לאינפלציה הנמדדות משוק ההון לטווח הבינוני והארוך מצויות אמנם מעל למרכז יעד האינפלציה אך רכיב פרמיית הסיכון בהן גבוה מאשר בציפיות לטווח הקצר ועל כן הציפיות בפועל נמוכות יותר. הימצאות הציפיות לאינפלציה לטווח הבינוני והארוך קרוב למרכז יעד האינפלציה משקפת את אמינות המדיניות המוניטרית.

המשתתפים בדיון ציינו שהעלאת ריבית תגביר את הלחצים לייסוף השקל הקיימים ממילא בשוק גם בפער הריביות הנוכחי ועל כן מקשה על העלאת הריבית בעת הזו, שכן הגדלת פער הריביות צפויה להגביר את ייבוא ההון למשק שיפעל להתחזקות השקל. בנוסף, הועלתה ההערכה שייסוף השקל בחודשים האחרונים תורם להתמתנות האינפלציה ובמידה שהלחצים לייסוף ימשכו הם גם יתרמו למיתון האינפלציה בעתיד. כוחות אלה, במידה ויפעלו, ימתנו על כן את קצב העלאת הריבית. מנגד, התאוששות מהירה של הפעילות בארה"ב תקדים העלאת הריבית שם, תצמצם את פער הריביות, ותאפשר העלאה מהירה יותר של הריבית בישראל. צוין שנתוני שוק ההון האמריקאי האחרונים מאותתים על צפיות השוק להקדמה מסוימת של מועד העלאת הריבית שם.

מהנתונים שהתקבלו בחודש האחרון (מאז דיוני הריבית לחודש דצמבר, ב-21/11/10, ועד מועד דיון זה, ב-26/12/10) עולה כי הפעילות הריאלית במשק ממשיכה להתרחב ומגמת היצוא, של עליה מתונה מאוד בחודשיים האחרונים, תואמת את התפתחות הסחר העולמי, וזאת לאחר ירידה בחודשים האחרונים. עם זאת, צוין שמגמת העלייה ביצוא שברירית, ומשבר החוב המאיים על חלק ממדינות אירופה עדיין עלול להעיב על עוצמת הביקושים ליצוא, ולכן על קצב הצמיחה בשנה הקרובה.

בהודעה על החלטת הריבית, בנק ישראל הדגיש את התנאים להלן שהכריעו בעד השארת הריבית ללא שינוי בחודש ינואר 2011:

- ריביות הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים המובילים נמצאות ברמות נמוכות וצפויות להישאר נמוכות למשך זמן רב. על רקע זה, פער הריביות בין המשקים שצומחים מהר יחסית, וביניהם ישראל, למשקים המפותחים, מעודד תנועות הון לטווח קצר לוחצות לייסוף המטבע המקומי ועל כן מהווה אתגר משמעותי לניהול המדיניות.
- צפיות האינפלציה לשנה קדימה הנגזרות משוק ההון ואלו של החוזאים ירדו במעט ונכנסו לתוך תחום יעד האינפלציה וכעת הן נמוכות במעט מגבולו העליון. לפי תחזיות חטיבת המחקר של בנק ישראל, צפויה האינפלציה בשנה הקרובה להסתכם ב-2.6 אחוזים בין היתר, בגלל הייסוף שחל בשקל בחודש האחרון. האינפלציה בהסתכלות ל-12 חודשים אחורנית צפויה להיות מעט מעל הגבול העליון של יעד האינפלציה במרבית שנת 2011 ולחזור לתוך היעד לקראת סוף השנה.
- בחודש האחרון נרשמה התמתנות בעליית מחירי הדירות לצד ירידה בסעיף הדיור במדד המחירים בחודשיים האחרונים, בין היתר, על רקע הצעדים שנקטו על ידי בנק ישראל והממשלה לצינון שוק הנדל"ן, אולם, עדיין מוקדם להעריך אם מדובר בשינוי במגמה. בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוק זה וינקוט בצעדים ככל שידרש כדי לתמוך ביציבות הפיננסית.
- מרבית האינדיקטורים שנוספו החודש תומכים בהערכה שהפעילות הכלכלית במשק הישראלי נמשכת בקצב שנתי של כ-4 אחוזים. בתי השקעות עדכנו את תחזיות הצמיחה של ארה"ב כלפי מעלה. אולם, משבר החוב בכמה מדינות באירופה עלול להעיב על קצב ההתאוששות של מדינות אלה ומהווה גורם סיכון לקצב הצמיחה במשק הישראלי.

צוין שבנק ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו על מנת להשיג את מטרותיו – יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכללם בשוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 בדצמבר 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 וממונה על 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 יוסי יכין – כלכלן, חטיבת המחקר

## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### **ארה"ב:**

בארה"ב ממשיך זרם הנתונים החיוביים. הצמיחה ברביע השלישי הסתכמה ב-2.6 אחוזים (שנתי, מנוכה עונתיות) והיא נתמכה בעיקר על ידי ההשקעות העסקיות והוצאות הממשלה. במקביל בתי השקעות וכלכלנים העלו את תחזית הצמיחה ל-2011 בשיעורים של עד נקודת אחוז. מדד בטחון הצרכנים של אוניברסיטת משיגן עלה בדצמבר לרמתו הגבוהה ביותר מזה שישה חודשים, השיפור במדד נבע בעיקר משיפור בציפיות למצב התעסוקה, למרות שיעור האבטלה הגבוה העומד על 9.8 אחוזים (נתון נובמבר, מנוכה עונתיות). עם זאת האינפלציה עדיין ממותנת, ענף הדיור עדיין סובל מביקושים נמוכים, וההשקעות למגורים ממשיכות להפגין חולשה – אלה ירדו ברביע השלישי ב-27.3 אחוזים (שנתי, מנוכה עונתיות). במקביל, נראה שקובעי המדיניות בארה"ב סבורים שעדיין יש צורך לתמוך בפעילות הכלכלית הן באמצעות הרחבות מוניטריות (בדמות QE2, ורמיזות לאפשרות להרחבתה מעבר ל-600 מיליארדי דולרים) והן באמצעות תוכנית תמריצים פסקאלית חדשה בהיקף של 860 מיליארדי דולרים (לעומת 787 מיליארדי דולרים בתוכנית הראשונה) שעיקרה הקלות במיסים, למרות האזהרה החוזרת של Moody's להורדה אפשרית של דירוג האשראי של ארה"ב.

בשווקים הפיננסיים התגברה האופטימיות שהחלה עם ההכרזה על ה-QE2, למרות שבתחילת התקופה הנסקרת דומה היה שהחרפת משבר החוב האירופי מצליחה לדכא אותה. ה-VIX המשיך לרדת והתשואות על אג"ח ממשלתיות עלו. הסנטימנט השלילי כלפי אג"ח ממשלתיות הביא לכך שלראשונה מזה שנתיים נרשמה יציאה נטו של משקיעים מקרנות אג"ח ממשלתיות ולכך שהריבית על משכנתאות ל-30 שנה עלתה ל-4.83 אחוזים, שיא של שבעה חודשים, התפתחות שעתידה להכביד על שוק הנדל"ן בניגוד לכוונת ה-Fed.

במקביל, האופטימיות בשווקים איפשרה לממשל האמריקאי למכור את השקעותיו ב-Citi ברווח, להתחיל להנפיק חלקים מ-GM ומ-AIG ולצמצם את עלות ה-TARP לכ-25 מיליארדי דולרים בלבד.

## **אירופה:**

באירופה משבר החוב מתפשט עם הורדות דירוג ותחזיות דירוג למדינות ה-PIGS ועם התרחבות המשבר לבלגיה, שם חוסר יציבות פוליטית מקשה על קבלת החלטות לצמצום החוב. עם זאת נתוני המאקרו באירופה, בהובלת בגרמניה, מפתיעים לטובה כאשר הפעילות הכלכלית נשענת גם על צריכה מקומית ולא רק על יצוא. איזור האירו צמח ברביע השלישי של השנה ב-1.6 אחוזים (שנתל) והתחזיות הן שהצמיחה תימשך גם ברביע הרביעי. ה-OECD צופה שההתאוששות באירופה תהיה איטית במהלך השנים הקרובות.

מנתוני ה-BIS עולה שבמהלך הרביע השני של השנה החשיפה של מוסדות פיננסיים זרים למדינות ה-PIGS הצטמצמה בכ-100 מיליארדי דולרים, אך היא עדיין עומדת על 2.28 טריליוני דולרים, כשהחשופים ביותר הם בנקים בגרמניה וצרפת.

באירופה מתכוונים לערוך מבחני לחץ חדשים בפברואר, לאחר שהמבחנים הקודמים אותם עברו בהצלחה כל הבנקים האירים הגדולים ומרבית הבנקים הספרדים לא זכו באמון הציבור.

## **יפן:**

יפן ממשיכה להפגין התאוששות מרשימה בפעילות הכלכלית; התוצר צמח ברביע השלישי של השנה ב-4.5 אחוזים (שנתל) אף כי זו נתמכה בעיקר על ידי הצריכה הפרטית שנשענה מצידה על תמיכות ממשלתיות, למרות שברביעים קודמים גידול ביצוא למערב ולסין היה המנוע העיקרי של הצמיחה שם. מנגד, המשק היפני עדיין שרוי בדיפלציה.

ממשלת יפן אישרה לאחרונה את הצעת התקציב הגבוה ביותר בתולדותיה – 1.1 טריליוני דולרים לשנת התקציב הבאה. כניסת התקציב לתוקף מותנה עדיין באישור הפרלמנט. התקציב המורחב נועד להמריץ את הכלכלה המקומית, אף כי למעלה ממחציתו מיועד לתשלום חובות. החוב הציבורי של יפן יחסית לתוצר הוא הגבוה ביותר מבין הכלכלות המפותחות.

## **המשקים המתעוררים:**

במשקים המתעוררים ממשיכה הצמיחה המהירה בהובלת סין והביקושים הגוברים לסחורות מעלים את מחיריהן ואת האינפלציה. בסין עלתה החודש האינפלציה ל-5.1 אחוזים (שיא של יותר משנתיים), בברזיל ל-5.6 אחוזים, ברוסיה 8.1 אחוזים, ובהודו ירדה מעט ל-9.7 אחוזים, אך הבנקים המרכזיים מהססים בהעלאת הריביות על מנת להימנע מהגדלת פער התשואות מול המערב, דבר שיגביר עוד יותר את זרימת ההון אליהם ויחזק את מטבעותיהם. עם זאת יתכן שגישה זו משתנה לפחות בבנק המרכזי הסיני (ה-PBOC) שהעלה החודש את הריבית בפעם השנייה בתוך שלושה חודשים לאחר שנמנע מלעשות כן מאז פרוץ המשבר. הצעדים המצמצמים שהבנק הסיני נקט עד כה התמקדו בהעלאת דרישות ההון שעלו החודש זו הפעם השישית השנה.

על רקע המשך הפעילות הממותנת במערב והצמיחה המהירה בשווקים המתעוררים, סין והודו החליטו החודש להכפיל את הסחר בינהן להיקף של 100 מיליארדי דולרים עד לשנת 2015. התפתחות זו תורמת לביסוס הצמיחה במזרח על מקורות עצמיים ומקטינה את התלות בהתאוששות המערב. במקביל, בתי ההשקעות צופים שהצריכה במשקי ה-BRIC תעבור את זו של ארה"ב תוך 15 שנים.

למרות נתוני המאקרו הטובים, דווקא באסיה לא עלו שערי המניות במהלך התקופה הנסקרת עקב החששות מהמשך הריסון בסיין שעלול לפגוע בכלכלות האיזור. עם זאת על פי נתוני Ernst & Young צפויה השנה להיות שנת שיא בהיקף ההנפקות לציבור בעולם, כשלאחרונה הרוב מונפק באסיה.