



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל  
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש דצמבר 2011**

**הדיונים התקיימו ב-27 וב-28 בנובמבר 2011.**

**דברים כלליים**

בתהליך קביעת הריבית החודשית על ידי הוועדה המוניטרית מתקיימים בבנק ישראל שני דיונים – דיון בפורום רחב ודיון בפורום מצומצם.

בדיון בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה: ההתפתחויות במשק הישראלי – בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. דיון זה נערך בהשתתפות הנגיד, המשנה לנגיד, היועץ הבכיר לנגיד ושלושת חברי הוועדה המוניטרית שמקרב הציבור. נוסף על אלה משתתפים בפורום הרחב ראשי החטיבות הכלכליות בבנק (המחקר והשווקים) וכלכלנים מהחטיבות השונות, המכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות, המובאים במסמך זה, הם אלו שהיו קיימים במועד החלטת הריבית.

בדיון בפורום המצומצם, שמשותפים בו חברי הוועדה המוניטרית ושני מנהלי החטיבות הכלכליות, מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים את המלצותיהם לגבי החלטת הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי, ובסופו הצבעה על גובה הריבית. לפי החוק החדש של בנק ישראל (סעיף 18 ג') החלטת הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשותפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושב ראש הוועדה (נגיד בנק ישראל) קול נוסף.

**א. מצב המשק**

**1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי**

**הערכה כללית**

הנתונים שהתווספו החודש תומכים בהערכה שברביע השלישי ובאוקטובר נמשכה ההאטה בקצב הגידול של הפעילות והביקושים. יחד עם זאת נתונים אלה מתיישבים לעת עתה עם תחזית בנק ישראל לצמיחה של 4.7% ב-2011. לפי נתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי (במונחים שנתיים) שפורסמו ב-16/11/2011: התמי"ג צמח ב-3.4%, בדומה לשיעור צמיחתו ברביע הקודם; התוצר העסקי צמח ב-5.3%, לעומת 2.7% ברביע הקודם; הצריכה הפרטית צמחה ב-0.9%, לעומת 1.3% ברביע הקודם; ההשקעות בענפי המשק צמחו ב-17.8%, לעומת 9.3% ברביע הקודם; היצוא ירד ב-

16.9%, לעומת צמיחה של 1.5% ברביע הקודם והיבוא ירד ב- 7.6% לעומת עלייה של 9.2% ברביע הקודם.

#### אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

על פי סקר החברות של בנק ישראל וסקר המגמות החדש של הלמ"ס נמשכה באוקטובר ההאטה, ואף החריפה. לעומת זאת עלה באוקטובר מדד מנהלי הרכש של בנק הפועלים, והוא עומד על 50.7 – לראשונה מזה 3 חודשים מעל קו ה-50 נקודות. תקבולי המסים בחודש אוקטובר היו נמוכים ב-8% מהתוואי העונתי החזוי – המשך להאטה שהחלה באפריל. המדד המשולב לחודש אוקטובר עלה בשיעור נמוך של 0.1%.

#### שוק העבודה

ההתפתחויות בשוק העבודה מצביעות על רמת תעסוקה גבוהה ואבטלה נמוכה. שיעור האבטלה לפי נתוני המגמה ירד באוגוסט ב-0.1% והגיע ל-5.6%. בחודשים יוני עד אוגוסט עלה מספר משרות השכיר של ישראלים, במונחים שנתיים, ב-3.1% לעומת התקופה המקבילה ב-2010. השכר הנומינלי והריאלי עלו בחודשים יוני עד אוגוסט לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-0.3% ו-0.15% בהתאמה. תקבולי מס הבריאות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש אוקטובר גבוהים נומינלית ב-8% (אומדן ראשוני) מאשר באוקטובר אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה).

#### סחר החוץ

נתוני סחר החוץ מצביעים על התייצבות היצוא ברמה נמוכה יחסית ועל ירידה ביבוא. התייצבות היצוא משקפת עלייה ביצוא ענפי הטכנולוגיה העלית שהתקזזה בירידה של יצוא הענפים המעורבים והמסורתיים. מבחינת המגמה יצוא ענפי הטכנולוגיה העלית נמצא במגמת ירידה ואילו יצוא ענפי הטכנולוגיה המעורבת-עלית במגמת עלייה. הירידה בייבוא הסחורות הקיפה את כל רכיביו והייתה בולטת במיוחד ביבוא מוצרי צריכה וביבוא מוצרי השקעה, שירידתו משקפת ירידה ניכרת ביבוא מכונות וציוד.

#### נתוני התקציב

ההכנסות המקומיות של הממשלה מתחילת השנה עד אוקטובר היו נמוכות ב-2.7% מהתוואי המתאים לתחזית ההכנסות בתקציב, בעיקר בגלל האטה בתקבולי המסים העקיפים, שהחלה בחודש אפריל. הגירעון הכולל של הממשלה (ללא אשראי נטו) הסתכם בתקופה זו ב-14 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון של 16.3 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. על פי ההתפתחויות בפעילות הממשלה עד כה נראה כי ההכנסות ממסים יהיו נמוכות בכ-2% מהחזוי בתקציב, והגירעון התקציבי בשנת 2011 יהיה כ-3.5% מהתוצר, גבוה מתקרת הגירעון הקבועה בחוק – 3% תוצר.

## 2 . ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה באוקטובר ב-0.1%, בהתאם לתחזיות, ובתוך התוואי העונתי המתיישב עם עמידה ביעד האינפלציה. האינפלציה המצטברת ב-12 החודשים האחרונים המשיכה להתבסס בתוך טווח יעד המחירים, ושיעורה 2.7%.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה הנמדדות משוק ההון שמרו החודש על יציבות ביחס לחודש הקודם – סביב 1.7%. עם זאת, לאחר פרסום מדד אוקטובר עלו הציפיות מעט, ל-1.9%. הציפיות (break-even inflation) לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו יציבות – סביב 2.3%. תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הקרובים עומדות בממוצע על 2.3%, לעומת 2.2% בחודש הקודם. הציפיות לריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור נותרו ברמה של 2.7%, ואילו ממוצע תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה המשיך לרדת, והוא עומד על 2.75% (לעומת 3% לפני כחודש). רוב החזאים צופים כי בנק ישראל יפחית את הריבית לדצמבר ב-0.25%, ובממוצע הם צופים הפחתת ריבית של 0.38% בשלושת החודשים הקרובים.

### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בשוק האג"ח הממשלתיות השקליות ירדו התשואות במרבית הטווחים, עד 10 נ"ב, ואילו העקום הממשלתי הצמוד ירד ירידה חדה בטווחים הקצרים ועלה בטווחים שמעל 4 שנים עד 15 נ"ב. תשואות המק"ם עלו מעט בטווחים שעד 8 חודשים וירדו בטווחים הארוכים יותר בשיעורים קלים, והתשואה לשנה ירדה במהלך תקופה זו מ-2.8% ל-2.7%; זאת על רקע יציאה מנכסי סיכון וציפייה להמשך הורדות ריבית על ידי בנק ישראל ולמרות המשך יציאת הזרים מהמק"ם.

### פערי הריביות והתשואות בין הארץ לחו"ל

המירווח בין אג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים לאג"ח מקבילה של ממשלת ארה"ב עלה לכ-270 נ"ב, לעומת כ-250 נ"ב בחודש הקודם.

### המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-2%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-14.1%.

### שוק האשראי

בחודש ספטמבר גדלה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-1.7%, לרמה של 781 מיליארדי ש"ח. יתרת האשראי למשקי הבית נותרה ברמה של 359 מיליארדי ש"ח בספטמבר, תוך עלייה של 0.8% ביתרת האשראי לדיור וירידה של 1.8% באשראי שלא לדיור. מתוך האשראי למשקי הבית עלתה יתרת האשראי לדיור ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר ב-11.3%, לרמה של 257 מיליארדי ש"ח, לאחר שב-12 החודשים שהסתיימו באוגוסט היא עלתה ב-10.9%. היקף האשראי לדיור שניתן ב-12 החודשים אשר הסתיימו באוקטובר נמוך ב-2.2% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר – המשך לירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחודש מאי. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות בריבית משתנה שניתנו עמד באוקטובר על 26.6%, לאחר שבאוגוסט הוא כבר עמד על 26.1%. שיעורים אלה נמוכים משמעותית מרמות השיא שאפיינו את הרביע הראשון של 2009 – כ-75% - ירידה שהושפעה מהמגבלה שהטיל בנק ישראל על חלקן של ההלוואות לדיור בריבית משתנה. שיעורי הריבית על המשכנתאות עלו באוקטובר באפיק הצמוד הן בריבית משתנה והן בריבית קבועה, וירדו באפיק הבלתי צמוד למדד בריבית משתנה.

### שוק הדיור

נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים עמדו בחודש אוגוסט על 43,672 ו-33,605, בהתאמה, בדומה לחודש הקודם. מספר הדירות שנתרו למכירה המשיך לעלות, ובחודשים אוגוסט עד אוקטובר הוא היה, בממוצע, גבוה ב-8.3% מאשר בשלושת החודשים הקודמים (נתונים מקוריים). סקר המגמות של הלמ"ס מצביע על ירידה בהיקף הפעילות ובהזמנות החדשות בענף.

מחירי הדיור (שכר הדירה) הנכללים במדד המחירים לצרכן ירדו בחודש אוקטובר ב-0.3%, אך ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר הם עלו ב-6.3%, לעומת 5.5% באלו שהסתיימו בספטמבר והם צפויים, על פי תחזית חטיבת המחקר, להמשיך ולעלות בקצב דומה גם בשנים עשר החודשים הבאים. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, ירדו בחודשים אוגוסט-ספטמבר (לראשונה מאז דצמבר 2008) ב-0.2%, לאחר עלייה של 0.6% ביולי-אוגוסט. כן התמתן הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות: ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר הוא עמד על 10.5%, לעומת 12.1% ב-12 החודשים שהסתיימו באוגוסט, וזאת לאחר עליות של כ-20% בשנת 2010.

ההתמתנות במחירי הדירות באה על רקע המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה, ההשפעה בפיגור של העלאת הריבית, צעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות והצעדים שנקט משרד האוצר במיסוי על נדל"ן. השפעתם של צעדים אלה צפויה להוסיף ולבוא לידי ביטוי בהמשך.

### הערכת חטיבת המחקר

על פי התחזית האחרונה של חטיבת המחקר (שנערכה בסוף ספטמבר), שיעור האינפלציה בארבעת הרבועים שישתיימו ברביע השלישי של 2012 יהיה 2.3%, והריבית הממוצעת בשנת 2012 צפויה לעמוד על 3%. צמיחת התוצר לשנים 2011 ו-2012 צפויה להסתכם ב-4.7% וב-3.2%, בהתאמה. הערכה זו מתבססת, בין היתר, על עדכון כלפי מטה של תחזיות קרן המטבע הבין-לאומית לגבי הצמיחה והסחר העולמיים.

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

#### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-23/10/11, ועד 25/11/11 פוחת השקל מול הדולר בכ-3.8% – בדומה להתחזקותו של הדולר בעולם. מול האירו נותר השקל כמעט ללא שינוי (ייסוף של כ-0.1%). במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי פוחת השקל בכ-2%. שיעור ההשתתפות של הפעילים הזרים במסחר במט"ח עמד בנובמבר על 30%, לעומת ממוצע של 35% בשנת 2011.

#### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-23/10/11, ועד 25/11/11 ירד מדד ת"א 25 ב-8.3%, יותר מאשר מדדי המניות במשקים מפותחים שאינם קשורים למשבר החוב. מדדי התל-בונד 20 ו-40 ירדו ב-1.4% וב-2.1%, בהתאמה. הפדיונות בקרנות הקונצרניות נמשכו גם החודש, אמנם בקצב איטי ביחס לחודש הקודם.

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

פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווח ה-CDS ל-5 שנים, עלתה החודש לכ-215 נ"ב, לעומת כ-160 נ"ב בחודש הקודם.

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

משבר החוב באירופה מעמיק ומתפשט למדינות נוספות, ומתגברים החששות לפגיעה קשה במשק העולמי. צעדי הצנע שהוכרוזו בכמה ממדינות אירופה לא מצליחים, לפי שעה, להרגיע את השווקים. התשואות על אג"ח ממשלתיות של איטליה וספרד הגיעו לרמות גבוהות, שככל הנראה אינן בנות קיימא. המגזר הבנקאי בכל העולם ובעיקר באירופה נתון ללחץ בעקבות חשיפתו לאג"ח של המדינות שבקשיים. בחודש האחרון הוסיפו חברות הדירוג להוריד את הדירוג של כמה מדינות באירופה ולהזהיר לגבי תחזית הדירוג של מדינות אחרות ושל בנקים ברחבי העולם. נתוני המקרו שהתפרסמו החודש בארה"ב היו טובים יחסית, והפתיעו בדרך כלל לטובה ביחס לתחזיות המוקדמות. הנתונים שהתפרסמו באירופה היו חלשים יותר, וחזאים ובתי השקעות רבים צופים שאירופה תתדרדר למיתון; זה עלול להחריף בשל צעדי צנע שהוכרוזו בכמה מדינות. האינפלציה בעולם מתחילה להתמתן, ומחירי הסחורות, שירדו ירידה תלולה, צפויים להוסיף ולהוריד אותה. לעומת זאת עלו

השנה מחירי הנפט והם מכבידים על המשק העולמי הממותן. על רקע אלה הורדה החודש במפתיע הריבית באירופה, והשווקים מתמחרים הורדות ריבית במשקים נוספים.

### **ג. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש דצמבר 2011**

המשתתפים בדיון עסקו במספר סוגיות. המרכזיות שבהן: הערכת סביבת הפעילות הריאלית; ההתפתחויות בסביבה העולמית והסיכונים הנשקפים ממנה למשק הישראלי; מחירי הדיור; האינפלציה ושוק המט"ח.

בנוגע להערכת הסביבה הריאלית, המשתתפים הביעו הסכמה כי הנתונים החדשים שהתווספו החודש, תומכים בהערכה שברביע השלישי ובאוקטובר, נמשכה ההאטה בקצב הגידול של הפעילות והביקושים. כמו כן, הוזכרו, בין היתר, הירידה החדה ביצוא הסחורות והשירותים, וכן העלייה המתונה בצריכה הפרטית. בנוסף, אחד מחברי הוועדה ציין כי הירידות הממושכות בשווקים הפיננסיים עלולים לפעול בעתיד להמשך הקטנת הביקושים המקומיים. יחד עם זאת, צוין כי רמת הפעילות המקומית עדיין גבוהה ומקור התמתנותו הוא כתוצאה מהחרפת המשבר באירופה, כאשר האחרון צפוי להמשיך להשפיע לרעה בעתיד אם המשבר יחריף.

נושא מרכזי בדיון היה אי הוודאות סביב ההתפתחות של המשבר האירופאי והשלכותיו על פעילות המשק הישראלי. המשתתפים בדיון הסכימו כי ההסתברות להחרפת המשבר באירופה גדלה מאז הדיון האחרון, וציינו בין היתר את עליית התשואות על אג"ח ממשלתיות של איטליה וספרד אשר הגיעו לרמות גבוהות.

נושא נוסף שעלה לדיון הינו מחירי הדירות, כאשר באלה נרשמה בחודשים אוגוסט-ספטמבר ירידה לראשונה מאז דצמבר 2008. בנוסף, הוזכר גם המשך הגידול במספר התחלות הבניה. לדעתם של חברי הוועדה, המגבלה שהציב בנק ישראל בתחום המשכנתאות מקטינה את ההשפעה שיש להפחתת ריבית בנק ישראל על שיעור הריבית הממוצע למשכנתאות ועל כן היא צפויה להמשיך ולמתן את מחירי הדירות. כמו כן, אחד מחברי הוועדה ציין כי אינו חושש מהמשך עלייה במחירי הדירות אלא דווקא מירידה מהירה מידי במחירי הדירות.

עוד נושא שעלה לדיון הוא שוק המט"ח. צוין כי מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-23/10/11, ועד 25/11/11 נחלש השקל מול הדולר בכ-3.8% והגיע לרמה של 3.79 ש"ח. סביבה זו, אם תמשיך, צפויה לתמוך ביצוא. צוין כי הורדת הריבית יכולה לתמוך במגמת החלשות השקל ואף אולי לגרום עקב כך לעלייה מסוימת של האינפלציה בעתיד.

השיקולים העיקריים לשמירה על רמת הריבית הם: רמת הפעילות המקומית אשר עדיין גבוהה, כפי שבאה לידי ביטוי, בין היתר, בשיעור האבטלה הנמוך והגידול בהשקעות; החלשות השקל בתקופה

האחרונה התומכת ביצוא, וכן החשש כי ירידה בריבית תעצור את התמתנות עליית מחירי הדיור. בנוסף, קיימת אי וודאות גבוהה באשר לאופן שבו יתפתח המשבר האירופאי והאופן בו הוא ישפיע על המשק הישראלי. במקרה ותהיה החרפה במשבר, לבנק ישראל יוותרו כלים ויכולת להגיב באופן מהיר ואפקטיבי להתפתחויות אלה.

השיקולים העיקריים להורדה של 0.25 נקודות אחוז הם המשך ההאטה בצמיחת הפעילות הריאלית במשק, הירידות הממושכות בשווקים הפיננסיים אשר צפויות למתן את הביקושים המקומיים, ההערכה כי גדל הסיכון לגלישה למיתון באירופה והאטה משמעותית בכלכלה העולמית אשר כבר משפיעות על המשק הישראלי והעובדה כי יש צורך להיערך עוד לפני החרפת המשבר עקב השפעת הריבית בפיגור על הפעילות הריאלית במשק.

ששת חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובה ריבית בנק ישראל הרצוי למשק. בדיון לקראת החלטת הריבית לחודש דצמבר 2011, ארבעה מחברי הוועדה הצביעו להורדת הריבית ב-0.25 נקודות אחוז בעוד שני חברי וועדה אחרים הצביעו להותיר את הריבית על כנה.

בהודעה על החלטת הריבית, הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן שהכריעו בעד הורדת הריבית לרמה של 2.75 אחוז בחודש דצמבר 2011:

- משבר החוב באירופה מעמיק ומתפשט למדינות נוספות ומתגברים החששות לפגיעה קשה בכלכלה העולמית. התשואות על אג"ח ממשלתיות של איטליה וספרד הגיעו לרמות גבוהות, שככל הנראה אינן בנות קיימא. על רקע זה ועל רקע הנתונים הכלכליים החלשים שהתפרסמו באירופה, גדל הסיכון לגלישה למיתון באירופה והאטה משמעותית בכלכלה העולמית. התפתחויות שליליות אלה כבר משפיעות על המשק הישראלי והשפעתם צפויה להתגבר.
- הנתונים שהתווספו החודש תומכים בהערכה שברביע השלישי ובאוקטובר נמשכה ההאטה בקצב הגידול בפעילות. עיקר ההאטה בקצב ההתרחבות בכלכלה המקומית באה כתוצאה מהתמתנות הביקושים העולמיים והשפעתם על הייצוא ובמידה מסוימת גם מהתמתנות בביקושים המקומיים.
- תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים כפי שנמדדות משוק ההון, אלו של החזאים ואלו של בנק ישראל נמצאות קרוב למרכז יעד האינפלציה. האינפלציה בפועל ב-12 החודשים האחרונים נמצאת בתוך היעד וצפויה להישאר כך בשנה הקרובה.
- המשך המגמות השליליות באירופה הוביל להפחתת הריבית באירופה ובמשקים נוספים ולכך שהשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. כזכור, לפי הודעת ה-Fed, הריבית בארה"ב צפויה להישאר ברמתה האפסית לכל הפחות עד לאמצע 2013; ה-Fed וה-ECB המשיכו את הפעולות להרחבה מוניתרית.
- מחירי הדירות ב-12 החודשים המסתיימים בספטמבר עלו ב-10.5% לעומת כ-12.1% בחודש שקדם. בחודשים אוגוסט-ספטמבר נרשמה לראשונה מאז דצמבר 2008 ירידה במחירי הדירות.

המשך הגידול במספר התחלות הבניה, ההשפעה בפיגור של העלאת הריבית, הצעדים של בנק ישראל בתחום המשכנתאות והצעדים שנקט משרד האוצר במיסוי על נדל"ן, צפויים להמשיך ולהשפיע להתמתנות במחירי הדירות במהלך השנה הקרובה. חשוב לציין כי המגבלה שהציב בנק ישראל על חלקן של ההלוואות לדיור בריבית משתנה מקטינה את ההשפעה שיש להפחתת ריבית בנק ישראל על שיעור הריבית הממוצע למשכנתאות.

הפחתת הריבית יחד עם החלשות שער החליפין האפקטיבי של השקל בתקופה האחרונה צפויים לסייע למשק הישראלי להתמודד עם הקשיים העומדים בפניו.

צוין שבנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במשקים הישראלי והעולמי ובשווקים הפיננסיים. בנק 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-28 בנובמבר 2011 .

#### **השתתפו חברי הועדה המוניטרית:**

פרופ' סטנלי פישר – נגיד הבנק ויו"ר הועדה המוניטרית

פרופ', ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית

מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניטרית, חבר בוועדה המוניטרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית

ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד הבנק, חברה בוועדה המוניטרית

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

#### **משתתפים נוספים:**

מר אנדרו אביר - מנהל חטיבת השווקים

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

מר דניאל נתן – כלכלן בחטיבת המחקר

גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית



## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### אירופה

משבר החוב הולך ומעמיק ומתפשט לכיוון של מדינות חשובות באירופה, ונראה שהצעדים שנוקטות הממשלות באירופה עד כה, רחוקים מלהספיק על מנת למנוע את התפשטות המשבר למדינות נוספות וחשובות עוד יותר. אם בתחילת התקופה שררה אופטימיות מסוימת על רקע ההסכמות שהושגו באשר לחוב היווני אשר כללו "תספורת" בשיעור של 50% על החוב לסקטור הבנקאי, הגדלה ניכרת של ה-EFSF לכ-1 טריליון אירו, ודרישה מהבנקים להגדיל את הלימות ההון שלהם, הרי שמהר מאוד, ולאחר שראש ממשלת יוון פפנדראו הכריז על משאל על צעדי הצנע, התגלו הבקיעים הרבים שבתוכנית והאופטימיות התחלפה בפחד. בפגישת ה-G20 סירבו "המדינות התורמות" ובראשן סין להתחייב להשתתף בקרן וציינו שהן מצפות קודם להבהרות לגבי אופן פעולת הקרן ולגבי תוכניות הקיצוצים ואילו גרמניה וצרפת לא הצליחו להסכים ביניהן על סמכויות הקרן ועל אופן פעולתה. החששות בשווקים מתמקדים כרגע באיטליה ובספרד המהוות יחדיו כ-28% מהתוצר של גוש האירו, בהן עלו התשואות על אג"ח ל-10 שנים לרמות של כ-7% וגם בצרפת עלו התשואות ומרווחי ה-CDS אך לרמות נמוכות משמעותית. המדינות אמנם ממשיכות לגייס גם בתשואות אלו, אולם ברור שהן לא תוכלנה להתמיד בכך לאורך זמן, כאשר נקודת מבחן משמעותית תהיה כבר בתחילת 2012, עת תצטרך איטליה למחזר חוב בהיקף של כ-150 מיליארדי אירו (מתוך כ-300 מיליארדים בכל 2012). איטליה וספרד נחשבות גדולות מכדי ליפול אבל גם כמעט גדולות מכדי להציל וככל שהזמן עובר מתייקר המחיר שיידרש להצלתן והסיכויים לכך פוחתים. ה-ECB ממשיך אמנם לרכוש אג"ח של המדינות בקשיים ומאז אוגוסט הסתכמו רכישותיו בכ-110 מיליארדי אירו (ובסה"כ בקרוב ל-200 מיליארדים), אולם קצב הרכישות והיקפן רחוק מלהספיק ומתרבים הקוראים ל-ECB להתחיל לפעול יותר בנחרצות, תוך השוואה בינו לבין הקצב וההיקפים העצומים בהם פעלו ופועלים BOE, ה-FED וה-BOJ. מנגד, ממשלות שונות ובראשן גרמניה, אוסטריה והולנד מתנגדות לרכישת האג"ח ומציעות להתמקד בעיקר בתוכניות הצנע. עם זאת, חשוב לציין שגם במקרה בו יוחלט על שינוי גישה בגוש האירו, אשר יאפשר קניית אג"ח של מדינות ה-PIIGS בהיקפים ניכרים, זה עשוי לשמש פיתרון לטווח קצר בלבד ואילו בטווח הבינוני נדרשות המדינות החלשות להתאמות פיסקאליות ניכרות וכואבות ולרפורמות מבניות שישבו להן את התחרותיות והגוש כולו נדרש להרחבת האחדות הפיסקאלית ולשיפור הבקורות התקציביות בתוכו.

### ארה"ב

נתוני המקרו של ארה"ב המשיכו להפגיע בסך הכול לטובה תוך חיזוק המגמה הקיימת מאז חודש יוני. בעיקר היו טובים הנתונים מתחומי הייצור הצריכה והתעסוקה. כך עלה הייצור התעשייתי לחודש אוקטובר ב-0.7% (לעומת הערכות של 0.4%), המכירות הקמעונאיות עלו ב-0.5% (לעומת הערכות של 0.3%) והזמנות מפעלים עלו ב-0.3% למרות ציפיות לירידתן. בתחום התעסוקה נרשם שיפור בתביעות הראשונות לדמי אבטלה, בהיצע המשרות ובפרודוקטיביות וגם נתוני ה-NFP היו

חיוביים, אם כוללים בחישוב גם את העדכוניים לטובה של נתוני החודשים הקודמים. חשובה במיוחד הייתה ההפתעה לטובה בחלק ממדדי אמון הצרכנים המשקיעים, העסקים הקטנים והקבלנים (כמו גם בנתונים אחרים מענף הבניה). שיפור בנתונים אלו, שהיו חלשים ביותר בחודשים האחרונים, עשוי לרמוז על השבת אמון הצרכנים והמשקיעים בכלכלה. ה-Conference board אשר פרסמו את מדד המדדים המובילים, הדגישו אף הם בהודעתם, את השיפור שחל בצריכה הפרטית, בייצור ובענף הבנייה ובתעסוקה וטענו שזה מצביע על כך שהכלכלה "מצליחה להתגבר על התנודות בשווקים הפיננסיים שנגרמו כתוצאה ממשבר החוב באירופה". ובתי השקעות רבים העלו החודש את תחזיות הצמיחה שלהם לרביע הרביעי בכ-0.5% בממוצע, לרמות של מעל ל-3%. עם זאת, הרמה ברוב הסמנים נותרה נמוכה וקצב השיפור רחוק מלהספיק על מנת לאפשר לכלכלה להתמודד עם האתגרים שבפניהם היא עומדת והקריאה השנייה לתוצר של הרביע השלישי, הנמיכה את קצב הצמיחה ל-2% (קונצנזוס 2.5%), דבר שהביא את Bernanke לשוב ולהדגיש בהודעת הריבית דווקא את הסיכונים כלפי מטה תוך אמירה שהשיפור בתעסוקה יהיה "איטי באופן מתסכל". הנגיד אף חזר על ההערכה לפיה הריבית תיוותר ברמתה הנמוכה עד לאמצע 2013 והודיע על המשך תוכנית ה-"Operation twist".

### המשקים המתעוררים

במשקים המתעוררים הגדולים מוסיפים הנתונים להיות חזקים באופן יחסי ואולם גם שם ניכרת התמתנות, הבולטת בעיקר במדדים צופי העתיד. כך ירד קצב צמיחת הייצור התעשייתי בכל אחת ממדינות BRIC ובברזיל המדד אף הצביע על מעבר להתכווצות של 1.6% בייצור. היצוא של סין צמח בקצב הנמוך מזה שנתיים והעודף המסחרי שלה הצטמצם ואפילו המכירות הקמעונאיות שלה אכזבו מעט. הבנק העולמי צופה "נחיתה רכה" בסין עם צמיחה של 9.1% השנה ושל 8.4% בשנה הבאה. ואולם, הבעיה העיקרית של סין נותרה התחממות יתר של הכלכלה, המתבטאת באינפלציה ובחשש מבועות בתחום הנדל"ן, האשראי וההשקעות המסכנות את הבנקים. ה-CPI של סין שירד החודש ל-5.5% (מ-6.1%) כצפוי, וכן ירידות קלות במחירי הדירות ובעיקר ה-PPI שירד יותר מהצפוי ל-5%, מעידים על התמתנות לחצי המחירים הקשורים במחירי הסחורות ואולם עליית שכר בשיעור ממוצע של 21.7% ברוב המחוזות של סין, כמו גם עלייה מחודשת (ומעל הציפיות) של היקף ההלוואות למגזר הפרטי, מרמזות שהסיכון לא נעלם. ה-IMF בסקירה ראשונה על מערכת הבנקאות הסינית, ציין אומנם לטובה את השיפור הרב, אך הזהיר מפני מספר סיכונים שהסבירות להתרחשותם איננה נמוכה ובראשם אשראי שניתן לממשלות המקומיות ולפרויקטים שאינם מתפקדים, כמו גם, עלייה בסיכון במגזר הנדל"ן של סין. ה-IMF קרא לממשלה להגביר את הפיקוח על הבנקים ולשפר את דרך הערכת הסיכונים שלה, בדומה לאזהרה שנתן רגולטור הבנקאות הסיני שאמר שהבנקים עלולים לספוג הפסדים גדולים בגין מגזר הבנייה. בנק Nomura העריך את ההסתברות ל"נחיתה קשה" בכלכלה

הסינית בכ-30% וטען שהסיכון העיקרי הוא שילוב של השקעת יתר יחד עם בועת נדל"ן, מדיניות מוניטארית לא יעילה ובנקים ממשלתיים עתירי חובות.

### שוקי ההון

בשווקים הפיננסיים המשיכו ואף התגברו החודש החששות ממשברי החוב ומחזרה אפשרית למיתון. בסיכומה של התקופה נרשמו ירידות של 5%-1% בבורסות המשקים המפותחים והמתפתחים בהתאמה ומדדי ה-VIX השונים השתנו אך מעט, ואולם מפילוח התקופה עולה כי בחציה הראשון של התקופה עלו המניות עד 10% במתעוררים ועד 6% במפותחים וה-VIX ירד, אך מאז השווקים בעיקר יורדים. בעיקר בלטו לרעה השווקים במדינות ה-PIIGS בהובלת איטליה, שם נרשמו ירידות חדות במניות והתשואות על האג"ח הממשלתיות ומרווחי ה-CDS עלו (שוב) לרמת שיא. בהסתכלות על תקופת זמן ארוכה יותר, בולטים לרעה דווקא שוקי המניות במשקים המתעוררים שירדו בכ-22% מתחילת השנה לעומת 13% בלבד במפותחות (וכ-6% במדד S&P), זאת למרות שנתוני המקרו של המתעוררות טובים מאלו של המפותחות.