



**דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים בבנק ישראל  
לשם קבלת החלטת הריבית לחודש ינואר 2012**

**הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 בדצמבר 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 שנוספו החודש מצביעים על המשך ההאטה בקצב הצמיחה. בקצב הגידול של הביקושים המקומיים חלה האטה; היצוא נותר ברמה נמוכה ולאור התחזיות לגבי הסחר העולמי הוא לא צפוי לחזור ולצמוח בקרוב בשיעורים הגבוהים שאפיינו אותו עד לרביע הראשון של 2011. ברביע השלישי נרשם עודף של 0.6 מיליארד דולרים בחשבון השוטף, עיקרו עקב ירידה ביבוא ובהכנסות של תושבי חוץ מהשקעותיהם בישראל.

### אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

המדד המשולב למצב המשק עלה בנובמבר ב-0.2%, התפתחות המצביעה על המשך ההתרחבות של הפעילות הכלכלית, אך בקצב מתון מזה של הרביע השלישי, במהלכו עלה המדד ב-0.8%. מבין רכיבי המדד בולטת עלייה של 4.6% ברכיב תעשיות הטכנולוגיה העילית של מדד הייצור התעשייתי. מדדי אמון הצרכנים וסקר המגמות מצביעים על רמה גבוהה של אי-וודאות ופסימיות ביחס לרמת הפעילות בעתיד. גביית המסים הישירים הייתה בנובמבר נמוכה ריאלית ב-6% מאשר בחודש המקביל אשתקד, ואילו גביית המסים העקיפים הייתה גבוהה ריאלית ב-6%.

### שוק העבודה

ההתפתחויות בשוק העבודה מצביעות על רמת תעסוקה גבוהה ואבטלה נמוכה. על פי נתוני סקר כוח האדם לרביע השלישי של 2011 נותרו שיעור האבטלה, שיעור ההשתתפות ושיעור התעסוקה כמעט ללא שינוי ברמות של 5.6%, 57.4% ו-54.2% בהתאמה. ברביע זה גדל מספר המועסקים במרבית ענפיו של המגזר העסקי, ואילו מספר המועסקים בשירותים הציבוריים ירד. מספר המועסקים במשרה מלאה עלה, ומספר המועסקים במשרות חלקיות ירד. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בחודשים יולי עד ספטמבר לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-0.8% ו-0.4% בהתאמה. תקבולי מס הבריאות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש נובמבר גבוהים נומינלית ב-5.5% מאשר בנובמבר אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה).

### סחר החוץ

נתוני סחר החוץ לנובמבר מצביעים על המשך היחלשות הייצוא. היצוא הממוצע באוקטובר-נובמבר היה נמוך ב-1.5 אחוזים מרמתו ברביע השלישי (הרמה ברביע השלישי הייתה נמוכה ב-2.2 אחוזים מהרביע השני). עליית הייצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית והטכנולוגיה המסורתית בנובמבר התקזזה כמעט כולה עם ירידות בענפים האחרים. יבוא הסחורות נותר כמעט ללא שינוי (ברמה נמוכה יחסית- בדומה לרמה בה היה בתחילת השנה)- תוצאה של עלייה קלה ביבוא מוצרי צריכה ומוצרי השקעה, מול המשך הירידה ביבוא חומרי גלם.

### נתוני התקציב

ההכנסות המקומיות של הממשלה מתחילת השנה עד נובמבר 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-15.1 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון של 17.1 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 גבוה מתקרת הגירעון הקבועה בחוק (3% תוצר).

## 2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בנובמבר ב-0.1% – בניגוד למוצע התחזיות המוקדמות, שעמד על עלייה של 0.1%. עיקר ההפתעה נבע מירידה בסעיף הדיור. האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים המשיכה להתבסס בתוך טווח יעד המחירים, ושיעורה כעת הוא 2.6%.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה הנמדדות משוק ההון (break even inflation) עלו בתחילת החודש לקרבת 2%. הציפיות לטווחים הבינוניים עלו במקצת, והציפיות לטווחים הארוכים ירדו במקצת וכעת ציפיות אלו עומדות על כ-2.5%. תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הקרובים עומדות במוצע על 2.2%, לעומת 2.3% בחודש הקודם. הציפיות לריבית בנק ישראל בעוד שנה ירדו החודש: לפי שוק התלבור שיעורן 2.35%, ולפי החזאים – במוצע 2.3% (לעומת 2.7% ו-2.8% לפני כחודש, בהתאמה). כמחצית מהחזאים צופים כי בנק ישראל יותיר את הריבית לינואר ללא שינוי, והמחצית האחרת צופה הורדת ריבית של 0.25 נקודת אחוז.

### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

שוק האג"ח הממשלתיות הגיב בירידת תשואות לאורך העקום כולו: תשואות האג"ח הממשלתיות השקליות ירדו ב-15–25 נ"ב לאורך כל העקום, ואלה הצמודות ירדו ב-15–25 נ"ב בטווח הבינוני (5–10 שנים) ובשיעור מתון יותר, 5–15 נ"ב, בטווחים הקצר והארוך. תשואות המק"ם ירדו במהלך תקופה זו ב-12–27 נ"ב לכל אורך העקום, והתשואה לשנה ירדה מ-2.68% ל-2.56%; זאת על רקע ציפייה להמשך הורדות הריבית 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 הצטמצם לכ-258 נ"ב, לעומת כ-280 נ"ב בחודש הקודם – תוצאת ירידה של 22 נ"ב בתשואת האג"ח השקלית לעומת אי שינוי בזו של ארה"ב. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווח ה-CDS ל-5 שנים, ירדה החודש לכ-198 נ"ב, לעומת כ-215 נ"ב בחודש הקודם.

### המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-2%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-10.4%.

## שוק האשראי

בחודש אוקטובר ירדה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-1.1%, לרמה של 767 מיליארדי ש"ח, ויתרת האשראי למשקי הבית ירדה בכ-0.2%, ל-360 מיליארדי ש"ח. יתרת האשראי לדיור ירדה בחודש אוקטובר ב-0.3% לרמה של 256 מיליארדי ש"ח, לראשונה מזה זמן רב. היקף האשראי לדיור שניתן ב-12 החודשים אשר הסתיימו בנובמבר נמוך ב-3.6% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר – המשך של ירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחודש מאי. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות שניתנו בריבית משתנה עמד בנובמבר על 26.6%. שיעורי הריבית על המשכנתאות נותרו כמעט ללא שינוי בכל האפיקים.

## שוק הדיור

מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, ירדו בחודשים ספטמבר-אוקטובר ב-0.9%, ירידה שנייה ברציפות. ירידות אלה של מחירי הדירות באו לאחר תקופה ארוכה של עליות, מאז דצמבר 2008. כן נרשמה גם החודש התמתנות בקצב השנתי של עליית מחירי הדירות: ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר הוא עמד על 8.6%, לעומת 10.5% ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר, וזאת לאחר עליות של כ-20% בשנת 2010. מחירי הדיור (שכר הדירה), הנכללים במדד, ירדו בחודש נובמבר ב-0.7%. ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר הם עלו ב-5.5%, לעומת 6.3% ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר, וב-12 החודשים הבאים הם צפויים לעלות, על פי התחזית המעודכנת של חטיבת המחקר, בכ-4%.

נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים עמדו בחודש ספטמבר על 43,058 ו-33,583, בהתאמה, מעט מתחת לרמותיהם בחודש הקודם. מספר הדירות שנותרו למכירה המשיך לעלות, ובחודשים ספטמבר עד נובמבר הוא היה, בממוצע, גבוה ב-11.5% מאשר בשלושת קודמיהם (נתונים מקוריים). 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

החודש עודכנה התחזית הבסיסית של חטיבת המחקר. על פי התחזית תעמוד האינפלציה במהלך שנת 2012 על 2.1%, והריבית הממוצעת לרביע האחרון של 2012 תהיה 2.2%; תחזית צמיחת התוצר לשנת 2012 עודכנה כלפי מטה, ל-2.8%, לעומת 3.2% בתחזית הקודמת; צמיחת התוצר ב-2011 צפויה להסתכם ב-4.8%. עדכון התחזית ל-2012 כלפי מטה נובע מההאטה המשתקפת בנתונים שפורסמו על המשק הישראלי – בעיקר בנתוני החשבונאות הלאומית לרביע השלישי – ומצפי להאטה עולמית, על רקע משברי החוב באירופה והשלכותיהם, וההאטה החזויה בצמיחה בשווקים המתעוררים המרכזיים.

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

#### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-27/11/11, ועד 23/12/11 נותר השקל כמעט ללא שינוי מול הדולר, לעומת התחזקות של מרבית המטבעות העיקריים מול הדולר. השקל התחזק ב-1.9% מול האירו. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי יוסף השקל בכ-0.6%.

#### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-27/11/11, ועד 23/12/11 עלה מדד ת"א 25 ב-7.3%, בדומה לשיעור עלייתם של מדדי המניות במשקים מפותחים ומתעוררים. מדדי התל-בונד 20 ו-40 עלו ב-0.2% וב-0.3%, בהתאמה. הפדיונות בקרנות הקונצרניות נמשכו גם החודש, אמנם בקצב איטי ביחס לחודש הקודם.

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

רוב הנתונים על הפעילות הכלכלית באירופה תואמים את ההערכות שלפיהן מדינות גוש האירו צפויות לגלוש למיתון שיחל כבר ברבעון האחרון של 2011 ויימשך עד סוף 2012. לעומת זאת בארה"ב ממשיכים הנתונים להצביע על שיפור במצב הכלכלי. להערכת ה-ECB, כלכלת הגוש צפויה לצמוח בשנה הבאה ב-0.3% ובשנת 2013 ב-1.3%. בתי ההשקעות פסימיים יותר, וצופים לאירופה צמיחה שלילית של 0.7% בשנה הבאה, ולמשק העולמי – צמיחה של 2.9%, לעומת 3.2% בתחזית הקודמת. סוכנויות הדירוג הזהירו מפני הורדת דירוג למדינות הליבה של אירופה, בהן גרמניה. גם במספר משקים מתעוררים עיקריים מסתמנת האטה בצמיחה והתחזיות לשנה הבאה עודכנו כלפי מטה. סוכנות הדירוג Moody's הורידה את דירוג האשראי של בלגיה, ושלוש חברות הדירוג הורידו את דירוג האשראי לבנקים רבים, בעיקר באירופה אך גם בארה"ב. בנקים מרכזיים בעולם פועלים להגברת הניזילות. ה-ECB הודיע כי יספק לבנקים בגוש היורו אשראי ללא הגבלה כנגד בטחונות לתקופות של עד 3 שנים. ה-Fed, יחד עם חמישה בנקים מרכזיים נוספים, הודיעו על פעולה מתואמת להוריד את הריבית על קווי ה"החלף" הדולריים של הבנקים למשך 15 חודשים. בגוש האירו צופים אינפלציה של 2.7% ב-2011 ו-2% ב-2012. ה-ECB הוריד את הריבית זה החודש השני ברציפות, ב-0.25 נקודת אחוז, לרמה של 1%. הורדות ריבית נרשמו גם במדינות נוספות, על רקע המצב הכלכלי העולמי.

### **ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש ינואר 2012**

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) ההתפתחויות במשק העולמי; (2) ההאטה בצמיחה בישראל והסיכונים הנגזרים למשק הישראלי מההתפתחויות הגלובליות; ו-(3) השאלה האם להותיר את הריבית בחודש זה ללא שינוי אחרי הפחתתה בחודש הקודם או להוריד אותה.

בהערכת **המצב הכלכלי בעולם** הצביעו חברי הוועדה על נקודות חיוביות ושליטיות שהצטברו בחודש האחרון. בצד החיובי ניתן למנות את הורדת הריבית על ידי ה-ECB, את ההלוואות רחבות ההיקף שמציע ה-ECB לבנקים מסחריים בגוש האירו בתנאים נוחים ואת הפעולה להורדת הריבית על קווי ה"החלף" הדולריים, פעולות שמקנות נזילות רבה יותר ועשויות לייצב את הבנקים. צוין כי מדובר בהרחבה מוניטרית מעבר להורדת הריבית על ידי ה-ECB. בנוסף הוזכר כי גם בנקים מרכזיים נוספים הורידו בחודש קודם ריבית וכי רמת הריבית בארה"ב נותרה נמוכה מאוד. התפתחויות אלה מצביעות על שיפור בניהול המשבר. מאידך הוזכר עדכון התחזיות כלפי מטה ברוב מדינות אירופה ואת הסימנים להאטה בצמיחה במשקים המתעוררים המרכזיים.

בנוגע **לפעילות הריאלית בישראל**, המשתתפים בדיון הסכימו כי כל הנתונים שהתווספו ממשיכים להצביע על האטה בצמיחה הנובעת בעיקר מירידה בביקושים. בצד המחירים, חברי הוועדה הסכימו כי סביבת האינפלציה נוחה: האינפלציה בפועל וזו הצפויה נמצאות קרוב למרכז היעד ונצפית ירידה קלה במחירי הדירות. לגבי שער החליפין, אחד מחברי הוועדה טען כי להערכתו עיקר השינויים בשווקי המטבע כיום נובעים משינויים בפרמיות הסיכון כך שלפער הריביות בין ישראל למשקים המובילים השפעה מתונה יותר על קביעת השינויים בשער החליפין.

לגבי ההשלכות על המשק הישראלי של ההתפתחויות בכלכלה העולמית, בנוגע לייצוא, נטען שעליית מדד הטק פולס בארה"ב מעודדת לגבי הייצוא הישראלי שכן הוא מהווה אינדיקטור לביקושים בתחום ההי-טק. מנגד, הוזכרה ההאטה בצמיחה במשקים המתעוררים העלולה להקשות על הסטת הייצוא אליהם לנוכח ההאטה בפעילות במדינות המפותחות. מכל מקום, הדעה הרווחת בדיון הייתה כי לעת עתה קיימת סבירות גבוהה שאירופה תקלע למיתון בעוד הסבירות למשבר פיננסי פחתה.

הטיעון המרכזי בעד השארת הריבית ברמתה הנוכחית היה כי בהינתן המידע שנוסף החודש לא נראה כי דרושה הפחתת ריבית נוספת בחודש זה לאחר הפחתתה בחודש הקודם. התומכים בדעה זו ציינו בעיקר את צעדי המדיניות בהם נקטו בנקים מרכזיים בעולם ואת ההערכה לפיה ההסתברות למשבר פיננסי ירדה. צוין כי גם ברמתה הנוכחית של הריבית המדיניות המוניטרית מרחיבה, לאחר שבחודשים הקודמים הופחתה הריבית בתגובה להתפתחויות בעולם ולהאטה בצמיחה בישראל. כמו כן, רמתה הנוכחית של הריבית נוחה שכן היא יוצרת סביבה מוניטרית המאפשרת מרחב פעולה במקרה של הרעה נוספת במצב הכלכלי. עוד צוין כי לעת עתה למדיניות מרחיבה יותר עלולות להיות השלכות לא רצויות על מחירי נכסים.

מנגד, אחד מחברי הוועדה ציין כי להערכתו הנתונים החדשים שנוספו – ובעיקר ההאטה בצמיחה בישראל, המשבר המתמשך באירופה וההאטה בצמיחה של המשקים המתעוררים – מעידים באופן ברור על מגמה שלילית ובשל הפיגור שבו משפיעה המדיניות המוניטרית ראוי להוריד את הריבית ברבע אחוז כדי "להקדים תרופה למכה". כמו כן נטען כי לאור המדיניות המוניטרית במשקים

מובילים, הפער בין מידת ההרחבה המוניטרית בישראל ובמדינות אלו עלול לפגוע בייצוא דרך ייסוף בשער החליפין.

לאחר הדיון ששת חברי הוועדה המוניטרית הצביעו על גובה ריבית בנק ישראל לקראת חודש ינואר 2012. חמישה מחברי הוועדה הצביעו להותיר את הריבית על רמתה הנוכחית וחבר וועדה אחד הצביע להוריד את הריבית ב-0.25 נקודות אחוז.

בהודעה על החלטת הריבית, הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן שהכריעו בעד השארת הריבית על רמה של 2.75 אחוז בחודש ינואר 2012 לאחר הורדתה בחודש הקודם:

- תחזיות האינפלציה כפי שנמדדות משוק ההון, אלו של החזאים ואלו של בנק ישראל נמצאות בקרבת מרכז היעד. האינפלציה בפועל בהסתכלות על 12 חודשים אחרונים ממשיכה להתבסס בתוך תחום יעד האינפלציה.
- האינדיקטורים לפעילות הכלכלית במשק הישראלי ממשיכים לתמוך בהערכה לפיה המשק הישראלי ממשיך לצמוח בשיעור נמוך מהקצב שנמדד בתחילת השנה ובשנה שעברה. לפי הערכות בנק ישראל, המשק צפוי לצמוח בשנה הבאה בשיעור של 2.8%. עיקר ההאטה בצמיחת המשק הישראלי נובע מהחלשות הייצוא על רקע החולשה בכלכלה העולמית וניכרת התמתנות גם בביקושים המקומיים.
- על רקע הצעדים שנקטו החודש על ידי הבנק המרכזי של אירופה חל שיפור מסוים בשווקים הפיננסיים בעולם. בארה"ב ממשיכים הנתונים הכלכליים להצביע על שיפור במצב הכלכלה. לעומת זאת, נתונים על הפעילות הכלכלית באירופה תואמים את ההערכות לפיהן צפויות מדינות הגוש להיכנס למיתון במהלך שנת 2012. גם במספר משקים מתעוררים עיקריים מסתמנת האטה בצמיחה. אי הוודאות לגבי ההתפתחויות בכלכלה העולמית נותרה גבוהה, ומשליכה גם על אי הוודאות לגבי ההתפתחויות במשק הישראלי.
- המשך המגמות השליליות באירופה הוביל להפחתה נוספת של הריבית באירופה זה החודש השני ברציפות. נוסף על כך, נקט ה-ECB בפעילות להגברה משמעותית של נזילות הבנקים. גם במשקים נוספים המשיכו בהפחתות ריבית. השווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות. כזכור, לפי הכרזת ה-Fed, הריבית בארה"ב צפויה להישאר ברמתה האפסית לכל הפחות עד לאמצע 2013; ה-Fed המשיך את הפעולות להרחבה כמותית.

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-26 בדצמבר 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 נועם מיכלסון – כלכלן בחטיבת המחקר  
גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית



## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### אירופה

משבר החוב באירופה מעמיק ומתפשט ובא לידי ביטוי בהודעות סוכנויות דירוגי האשראי השונות: S&P הודיעה בתחילת החודש כי היא 15 מדינות (כולל אלו המדורגות AAA) נמצאות בסכנה של הורדת דירוג, וחלקן אף בסכנת הורדה של שתי רמות. הנימוק הרשמי להודעה הוא ההתרשמות מהקושי בקבלת ההחלטות של מנהיגי גוש האירו והאיחוד האירופי, מה שמעיד על חולשה מבנית של בתהליך קבלת ההחלטות.

הודעות סוכנויות הדרוג הגבירו את הציפיות כי מנהיגי אירופה יצליחו לצאת מהוועידה בבריסל עם איחוד פיסקאלי ו/או נתינת רישיון בנק ל-ESM<sup>1</sup>, ובכך לשלוט הן על ההידוק הפיסקאלי והן על התשואות המאמירות של איטליה וספרד. אולם הציפיות כזבו. ההחלטות המרכזיות שהתקבלו בוועידה הן התחייבותן של המדינות לשמור על גרעון שנתי שלא יעלה על 0.5% תוצר והפעלות סנקציות אוטומטיות נגד מדינה שתחרוג מגרעון של 3% תוצר בשנה; הקדמת תחילת פעילות ה-ESM ליולי 2012 לצד ה-EFSF אך ללא רישיון בנקאי; גיוס 200 מיליארד דולר עבור הלוואות ל-IMF לצורך טיפול במשבר; והסכמה של גרמניה להגדיל את חלק ההשתתפות של הסקטור הפרטי בתוכנית החילוץ. הוועידה בבריסל לא הרגיעה את סוכנויות הדרוג: Fitch הודיעה כי היא עלולה להוריד את דירוג האשראי של צרפת תוך שנתיים ו-Moody's הורידה את דרוג האשראי של בלגיה בשתי רמות.

במקביל, חברות הדירוג הורידו את הדירוג לבנקים רבים באירופה על רקע השפעת הרגולציה הפיננסית והתנודתיות בשווקים על המגזר הבנקאי והירידה בהסתברות לתמיכה ממשלתית נרחבת לבנקים לאור המשבר. על פי תוצאות מבחני עמידות שפרסם ה-EBA, בנקים במדינות האיחוד האירופי יידרשו לגייס הון נוסף בהיקף של 114.7 מיליארד אירו על מנת להגדיל את יחס הלימות ההון שלהם ל-9% עד לחודש יוני 2012, זאת בכדי להבטיח כי יוכלו לעמוד בפני הזעזועים הנגרמים כתוצאה ממשבר החוב האירופאי. על רקע הירידה במחירי מניות הבנקים, ישנם בנקים המנסים להעלות את שיעור ההון על ידי מכירת נכסים במקום או בנוסף להנפקת הון. חוסר יציבות של הבנקים עלול להאיץ את ההידרדרות בשווקים וכמובן שגם להפך.

על רקע חוסר האמון במנהיגי אירופה, חשיבותו של ה-ECB בפתרון משבר החוב הולכת וגדלה. Draghi מתנגד נחרצות לממן את החוב של מדינות הפריפריה בכלל ושל איטליה וספרד בפרט מחשש ל-Moral Hazard של המדינות ומהתפרצות אינפלציונית באירופה ועל כן מיעט ברכישת אג"ח. מנגד, Draghi הוריד את הריבית בגוש היורו ב-0.25% ל-1% - רמה זהה לזו ששררה לאחר המשבר הפיננסי של 2008, והודיע על צעדים נוספים להגברת הנזילות כדי לסייע למגזר הבנקאי ביבשת. במסגרת החלטה זו הסכים ה-ECB להגמיש את מגוון הביטחונות שהוא מוכן לקבל מהבנקים, והודיע כי יספק לבנקים האירופאים כספים ללא הגבלה (Full Allotment) בהלוואה לתקופות של עד 3 שנים (לעומת שנה בלבד עד עכשיו), על מנת להקל על מצוקת המימון של הבנקים באירופה שאמורים לפרוע כ-230

<sup>1</sup> וכך יאפשר ל-ECB לרכוש באמצעותו את האג"ח של איטליה וספרד בהיקף כזה שיביא לירידה משמעותית בתשואות שלהן ובעקבות כך גם לרגיעה בשווקים

מיליארד אירו כבר ברבעון הראשון של 2012 וחוששים כיום להלוות אחד לשני, ולהוביל בכך לגידול היקף ההלוואות שהבנקים נותנים לחברות ולמשקי הבית. כבר בשבוע הראשון הבנקים האירופאים גייסו 490 מיליארד אירו, בריבית הבנק המרכזי של 1% בלבד. צעד זה הביא להתחזקות האירו ואף לציפיות אופטימיות כי זה יביא לגידול בביקוש לאג"ח הממשלתיות ביבשת.

על רקע כל האמור לעיל, התשואות של איטליה ל-10 שנים ירדו במהלך התקופה הנסקרת מרמה של 7.24% לרמה של 5.84% בלבד, אך שבו לעלות לרמה של 6.75% לאחר האכזבה מהחלטות הוועידה והנפקת אג"ח ל-5 שנים שנסגרה בתשואת שיא של 6.47%. עם זאת, בשאר הטווחים נרשמה במהלך התקופה הנסקרת היתללות עם ירידת תשואות חדה של 250-300 נ.ב בטווח של עד שנתיים וירידה של 150-50 נ"ב בטווח הבינוני-ארוך, נתון שצפוי להקל משמעותית על הנפקותיה בעתיד. התשואות של ספרד ל-10 שנים ירדו במהלך התקופה הנסקרת מרמה של 6.67% לרמה של 5.1% ושבו לעלות מאוחר יותר עד רמה של 5.27%. גם בספרד חלה היתללות ניכרת בעקום התשואות הממשלתי עם ירידת תשואות של 250-370 נ.ב בטווח של עד שנתיים וירידה של 100-180 נ.ב בטווח הבינוני-ארוך. בנוסף, ספרד הצליחה לבצע במהלך התקופה הנסקרת מספר הנפקות מוצלחות שנסגרו עם תשואות נמוכות בהשוואה לחודש קודם ועם יחסי כיסוי גבוהים יותר.

ה-ECB צופה כי כלכלת גוש האירו צפויה לצמוח השנה ב-1.6%, אולם חתך את תחזית הצמיחה לשנה הבאה ל-0.3% בלבד, לעומת תחזית קודמת לצמיחה של 1.3%, וסיפק לראשונה תחזית צמיחה לשנת 2013, על פיה צפויה התאוששות בצמיחה לרמה של 1.3%. בנוסף הוא צופה אינפלציה ברמה של 2.7% לשנת 2011, התמתנות של האינפלציה לרמה של 2% בשנת 2012 וירידה נוספת בשנת 2013 לרמה של 1.5%. בתי ההשקעות הרבה יותר פסימיים מה-ECB וצופים כי על רקע המשך נתוני המאקרו המאכזבים באירופה, במהלך שנת 2012 גוש האירו ירשום צמיחה שלילית של כ-0.7%, ובעקבות כך הכלכלה הגלובאלית תצמח ב-2.9% בלבד (לעומת תחזית של 3.2% לפני חודש).

### **ארצות הברית**

נתוני המאקרו ממשיכים לעודד, כאשר הם לרוב מכים את התחזיות ומצביעים על שיפור, אם כי מתון, לעומת החודשים הקודמים. נראה כי הצריכה הפרטית מהווה את הגורם המרכזי לצמיחה וצמיחה נראית גם מכיוון שוק הנדל"ן, בו חל בחודש נובמבר הגידול החודשי הגבוה ביותר מזה שנה בכמות חתימת חוזה הדירות למכירה והתחלות הבניה זינקו ב-9% לעומת החודש הקודם. מאידך, נתוני ההזמנות ממפעלים, המכירות הקמעונאיות והייצור התעשייתי אכזבו.

ה-Fed הותיר, כצפוי, את הריבית ללא שינוי וחזר על כך שהוא צופה כי רמה אפסית זו תיוותר ללא שינוי עד אמצע 2013 לכל הפחות, אך לא הודיע על תכנית הרחבה כמותית שלישית. נראה כי כל עוד נתוני המאקרו ימשיכו להצביע על שיפור, ולו מתון בלבד, Bernanke ימנע מלבזבז את מעט התחמושת שנותרה לו ועל כן ידחה ככל האפשר הרחבה כמותית נוספת. כמו כן, Bernanke ציין בהודעה הנלווית להחלטה כי כלכלת ארה"ב ממשיכה לצמוח בקצב מתון חרף סימני ההאטה בכלכלה הגלובלית וציין כי נראים סימני התאוששות בשוק התעסוקה. ואכן, על פניו נראה כי שוק התעסוקה אכן השתפר משמעותית, אך מבט מעמיק יותר חושף כי התמונה אינה חד-משמעית: שיעור האבטלה

אמנם ירד משמעותית החודש מ-9% ל-8.6% בלבד, אך לצד תוספת של 278 אלף מועסקים, תרמה לירידה החדה גם הצטמצמות כוח העבודה בכ-315 אלף עובדים, דבר שהביא לירידה בשיעור ההשתתפות מ-64.2% ל-64% בלבד. קצב פתיחת המשרות החודשי במגזר הלא חקלאי ( Non Farm Payrolls) ממשיך לעודד, ועמד במוצע ב-12 החודשים האחרונים על 133 אלף. עם זאת, כמות הבלתי מועסקים עדין גבוהה מאד ועומדת על 13.3 מיליון איש, כאשר קצב פתיחת המשרות החדשות הנוכחי יכול לכל היותר למנוע עליה בשיעור האבטלה שכן כמות דומה של אנשים מצטרפים למעגל העבודה מידי חודש.

שוק הנדל"ן אמנם הציג, כאמור, נתון מעט מעודד החודש, אך עדין לא מצליח להתרומם, על אף שהריבית למשכנתא של 30 שנה נמצאת ברמת שפל היסטורית של 4.12% בלבד. אחת הבעיות העיקריות של שוק הנדל"ן היא הגישה הזהירה של הבנקים המממנים לאישור המשכנתאות, כלקח ממשבר הסאב-פריים. על פי נתוני התאגדות המתווכים הלאומית בארה"ב, שיעור שיא של כ-33% מעסקאות הנדל"ן שנחתמו חתימה ראשונית (pending) לא הגיעו לכלל השלמה, בין השאר בשל ירידת ערך הדירות והקשחת הדרישות מצד הבנק. תוכניות ממוקדות של הממשל להקלת תנאי האשראי לנדל"ן ולשיפור התעסוקה ו-QE3 שיתמקד במשכנתאות עשויים על כן לתרום לשיפור ניכר בשני שווקים אלו התלויים זה בזה ומדשדשים מאז תחילת המשבר.

חילוקי דעות פוליטיים ממשיכים להקשות על העברת תכניות להמרצת הכלכלה. במהלך חודש דצמבר הצליחו הדמוקרטים והרפובליקנים להגיע להסכמה על הארכת הקלות המס לחודשיים בלבד ולא לשנה כפי שציפו. עיקר המחלוקת בין הצדדים היא על מקור המימון להטבות המס: קיצוץ בתקציב, בו תומכים הרפובליקנים, או העלאת המס לעשירים, לשיטת הדמוקרטים, שכן הטבות המס ל-2% העליונים עולים לממשל האמריקני כ-700 מיליארדי דולרים בשנה. עם זאת ראוי לציין שעצם הארכת תוקף הטבות המס שנויה במחלוקת, שכן מחד אי הארכת הטבות עלולה לגרוע 1% מהצמיחה של שנת 2012, אך מאידך, תכנית זו הינה בגדר דחיית הקץ והיא צפויה להעמיק את הגירעון ועלולה אף להביא לעליית תשואות האג"ח האמריקניות.

לסיכום, נראה כי כלכלת ארה"ב ממשיכה לצמוח באופן מתון, כאשר בתי ההשקעות צופים לה צמיחה של כ-2.1% בשנה הבאה, אך עם זאת, המצב שברירי למדי וכפי שציין Bernanke, הלחצים בשווקים הפיננסיים מהווים סיכון משמעותי כלפי מטה.

### **המשקים המתעוררים**

הפעילות במשקים המתעוררים עדיין גבוהה אולם ניכרת בה האטה משמעותית. **בסין**, נתוני המאקרו מצביעים בבירור על האטה בצמיחה, בגלל ירידה הן בייצור התעשייתי והן בייצוא לאירופה. מצב זה עשוי להוריד את המוטיבציה של הסינים לאפשר ליואן להתחזק ובעקבות כך לחדש את המתיחות עם ארה"ב סביב שער המניפולטיבי של היואן. את החשש מהאטה ניתן לזהות בהחלטת הבנק המרכזי להוריד לראשונה מזה זמן רב את יחס הרזרבות של הבנקים ב-50 נ"ב והורדת מס ההכנסה לעסקים קטנים למשך 3 השנים הבאות. בנוסף, נותר הסיכון למגזר הבנקאי שחשוף לבועת הנדל"ן של סין. סקר של בלומברג קובע כי מרבית המשקיעים סוברים כי סין תתמודד עם משבר בנקאות ב-5 השנים

הבאות. בהודו נרשמו נתונים חלשים מאוד אשר מעידים על האטה. ברבעון השלישי נרשמה צמיחה של 6.9% בלבד, קצב הצמיחה האיטי ביותר מאז הרבעון השני של 2009. למרות ההאטה בצמיחה, המלווה בירידה ברמת האינפלציה, הבנק ההודי נמנע מלהוריד את הריבית, בין היתר על רקע החלשות הרופי במהלך החודש לרמת שפל היסטורית מול הדולר. ברזיל רשמה ברבעון השלישי צמיחה של 2.1% בלבד, הרמה הנמוכה מזה שנתיים וברבעון האחרון לא צמחה בכלל. על רקע ההאטה בצמיחה ורמת האינפלציה שירדה ל-6.1% בלבד (לעומת 40% בחודש מרץ), הוריד הבנק המרכזי את הריבית ב-50 נ.ב לרמה של 11%, הורדה מצטברת של 150 נ.ב מאז אוגוסט.

### שוקי ההון והסחורות

מדדי המניות בארה"ב ובאירופה עלו במהלך התקופה הנסקרת ב-5.3% ו-3.7%, בהתאמה ואילו מדדי המניות בסין והודו ירדו ב-7% ו-2%, בהתאמה. מדד MSCI העולמי ומדד MSCI לשווקים המתעוררים רשמו עליה של 10% בתחילת התקופה הנסקרת אך סיימו בעליות מתונות יותר של 4.5% ו-3%, בהתאמה. בשוק האג"ח הממשלתיות, התשואה על אג"ח ל-10 שנים של ארה"ב ירד במהלך התקופה הנסקרת מרמה של 1.96% לרמה של 1.86% בלבד, זאת לאחר שכבר עלה לרמה של 2.06% בלבד. התשואה על אג"ח ל-10 שנים של גרמניה ירדה משמעותית במהלך התקופה הנסקרת מרמה של 2.26% לרמה של 1.87%, עדות ללחץ בשווקים ממשבר החוב באירופה.

בשוק הסחורות, מחיר חבית נפט מסוג Brent נסחר באופטימיות בתחילת התקופה הנסקרת עם עליות של 4%, אך בסיכום כל התקופה ירד ב-3% לרמה של 103.7 דולר לחבית. מחיר אונקיית זהב עלה בתחילת התקופה הנסקרת ב-4.5% אך בסיכום התקופה הנסקרת ירד ב-5% לרמה של 1,594 דולר לאונקיה. נראה שהדולר חזר להיות Safe Haven על חשבון הזהב שמחירו ירד בחודשים האחרונים. מדד הסחורות ללא אנרגיה ירד ב-1.8% ומדד הסחורות החקלאיות ירד ב-1.2%.