

- **האינדיקטורים השוטפים** לפעילות הכלכלית בישראל שפורסמו בחודש האחרון היו מעורבים. נתוני סחר החוץ היו מאכזבים, אך מנגד חלה עלייה חדה בייצור התעשייתי.
- הלמ"ס עדכנה מעט את **נתוני הצמיחה** ברבעון השני, לשיעור שנתי של 4.6 אחוזים (לעומת שיעור של 4.7 אחוזים באומדן הקודם לפני חודש). **התוצר העסקי** גדל בשיעור של 5.3 אחוזים (לעומת 6.0 אחוזים). **ההשקעות בנכסים קבועים** עלו בשיעור של 13.1 אחוזים (לעומת 10.9 אחוזים). **היצוא** (ללא יהלומים וחברות הזנק) גדל בשיעור של 23.6 אחוזים (לעומת 18.3 אחוזים). שיעורי הצמיחה של שלושת הרבעונים הקודמים עודכנו מעט כלפי מעלה (ב-0.1 עד 0.2 נקודת אחוז).
- **העודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים** התרחב עוד יותר ברבעון השני של 2010 והסתכם ב-2.3 מיליארד דולר, לעומת 1.7 מיליארד דולר ברבעון הקודם. בארבעת הרבעונים האחרונים הסתכם העודף בחשבון השוטר ב-8 מיליארד דולר (3.9 אחוזי תוצר), קרוב לשיא שנרשם בשנים 2006-2007.
- **מדד המחירים לצרכן** עלה ב-0.5 אחוז באוגוסט, מעל הצפי המוקדם. **האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים** מסתכמת ב-1.8 אחוזים. **ריבית בנק ישראל** הועלתה ברבע נקודת אחוז, ל-2.00 אחוזים, החלטה שתאמה את הצפי שלנו ושל רוב הכלכלנים.
- **עקום התשואות של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב** עלה במהלך החודש, בטווח הבינוני והארוך. במקביל, **עקום התשואות של איגרות החוב הממשלתיות בישראל** עלה כמעט לכל אורכו.
- **שוקי המניות בעולם** עלו בחדות בספטמבר. מדד MSCI World עלה ב-9 אחוזים, מדד S&P 500 עלה ב-9 אחוזים, מדד הנאסד"ק עלה ב-12 אחוזים ומדד MSCI Emerging Markets עלה ב-11 אחוזים. **מדד ת"א-100** עלה ב-8 אחוזים (במונחים דולריים עלה המדד ב-13 אחוזים).

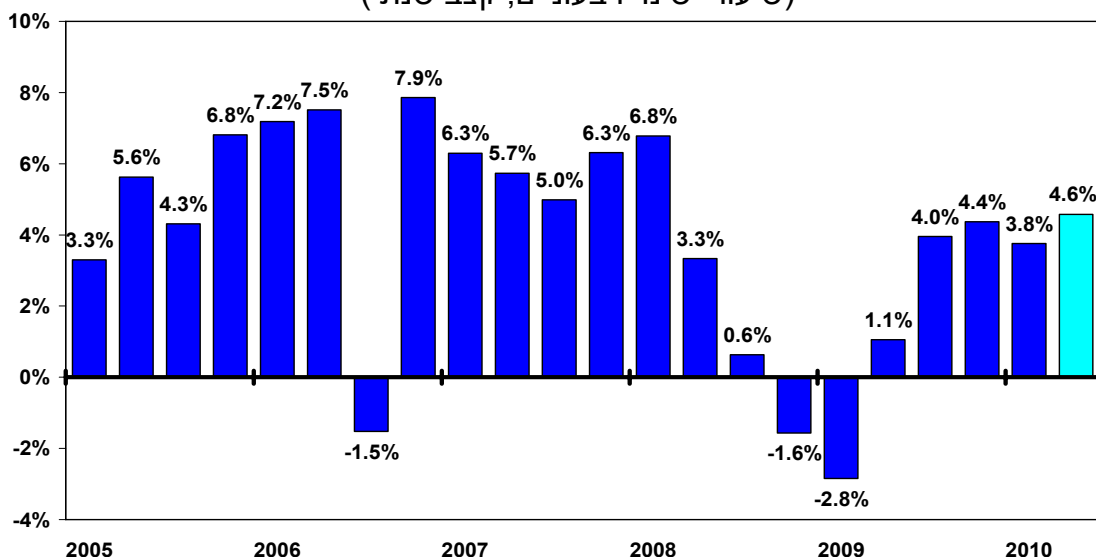
סקירה זו מכילה חמישה פרקים:

- התפתחויות במשק הישראלי.
- התפתחויות בשוק ההון.
- התפתחויות בתחום האינפלציה והמדיניות המוניטרית.
- התפתחויות בכלכלה העולמית.
- קטעים נבחרים מסקירת קרן המטבע הבינלאומית.

א. התפתחויות במשק הישראלי

הלמ"ס עדכנה מעט את נתוני הצמיחה ברבעון השני, לשיעור שנתי של 4.6 אחוזים (לעומת שיעור של 4.7 אחוזים באומדן הקודם לפני חודש). התוצר העסקי גדל בשיעור של 5.3 אחוזים (לעומת 6.0 אחוזים). ההשקעות בנכסים קבועים עלו בשיעור של 13.1 אחוזים (לעומת 10.9 אחוזים). היצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק) גדל בשיעור של 23.6 אחוזים (לעומת 18.3 אחוזים). שיעורי הצמיחה של שלושת הרבעונים הקודמים עודכנו מעט כלפי מעלה (ב-0.1 עד 0.2 נקודת אחוז).

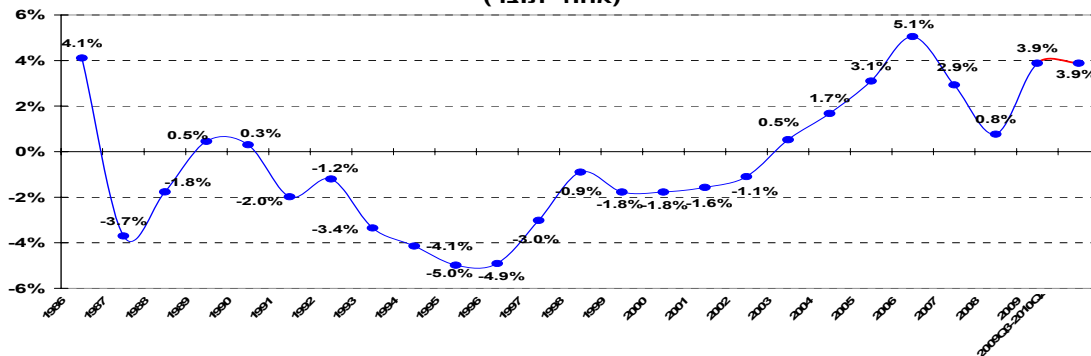
צמיחה של התוצר המקומי הגולמי (שיעורי שינוי רבעוניים, קצב שנתי)



תחזית הצמיחה שלנו נותרה ללא שינוי: 3.5 אחוזים ב-2010 ו-3.2 אחוזים ב-2011. לעומת זאת, בנק ישראל עדכן מעט את תחזיות הצמיחה שלו, ל-4.0 אחוזים ב-2010 (לעומת 3.7 אחוזים בתחזית הקודמת) ול-3.8 אחוזים ב-2011 (לעומת 4.0 אחוזים בתחזית הקודמת).

העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים התרחב עוד יותר ברבעון השני של 2010 והסתכם ב-2.3 מיליארד דולר, לעומת 1.7 מיליארד דולר ברבעון הקודם. בארבעת הרבעונים האחרונים הסתכם העודף בחשבון השוטף ב-8 מיליארד דולר (3.9 אחוזי תוצר), קרוב לשיא שנרשם בשנים 2006-2007.

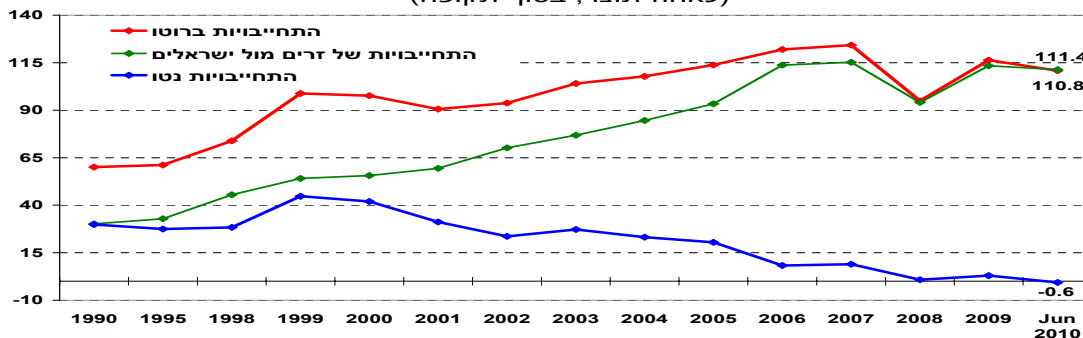
החשבון השוטף במאזן התשלומים
(אחוזי תוצר)



מאזן הנכסים וההתחייבויות של המשק (International Investment Position)

הסתכם בסוף יוני 2010 בעודף קטן של נכסים על פני התחייבויות, בסך 1.2 מיליארד דולר (0.6 אחוז תוצר), לאחר שבעבר היה במאזן זה גירעון.

התחייבויות חיצוניות של המשק הישראלי (ברוטו ונטו)
(כאחוז תוצר, בסוף תקופה)



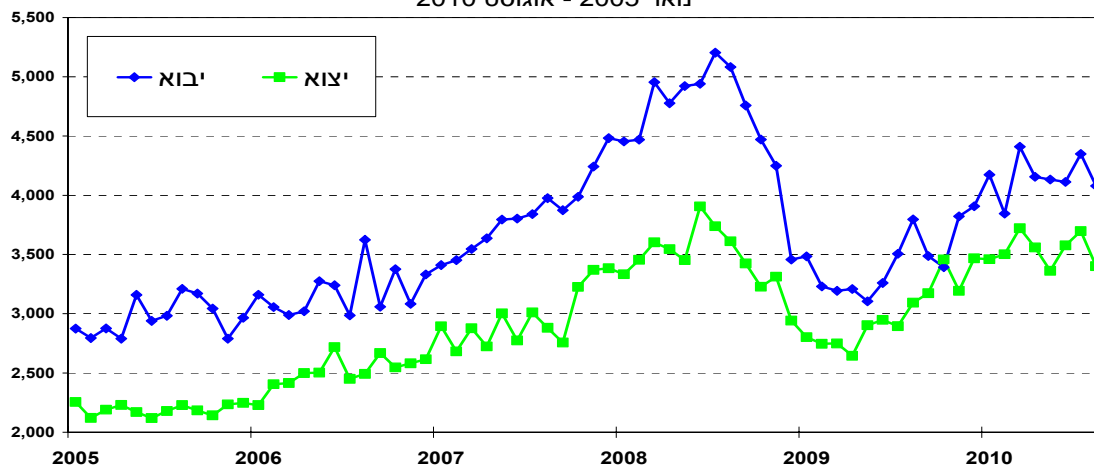
במחצית הראשונה של 2010 גדלו ההשקעות הישירות של תושבי חו"ל בישראל (FDI) ב-400 מיליון דולר בלבד (0.8 מיליארד דולר בשיעור שנתי), ירידה חדה לעומת השקעות של 4 מיליארד ב-2009 ו-11 מיליארד ב-2008.

האינדיקטורים השוטפים לפעילות הכלכלית בישראל שפורסמו בחודש האחרון היו מעורבים. נתוני סחר החוץ היו מאכזבים, אך מנגד חלה עלייה חדה בייצור התעשייתי.

באוגוסט נרשמה ירידה חדה ביצוא וביבוא הסחורות. יצוא הסחורות (ללא יהלומים, אוניות ומטוסים, במונחים דולריים) ירד ב-8 אחוזים באוגוסט ועלה ב-7 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. יבוא הסחורות (אותה הגדרה) ירד ב-6 אחוזים באוגוסט ועלה ב-10 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. הגירעון המסחרי (אותה הגדרה) הסתכם ב-0.7 מיליארד דולר, בדומה לחודשים הקודמים.

יצוא ויבוא סחורות

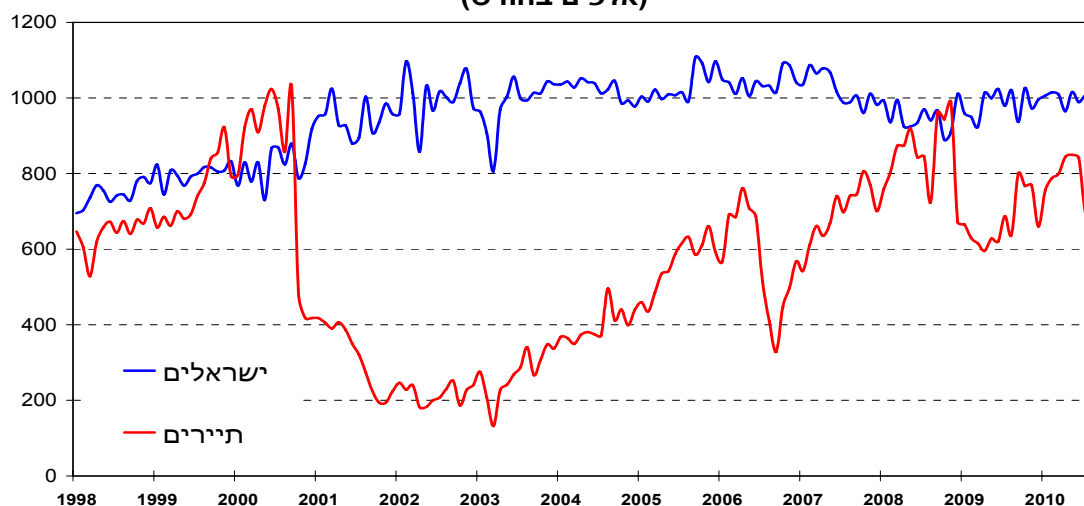
(נתונים חודשיים במיליוני דולרים, ללא יהלומים, אוניות ומטוסים)
ינואר 2005 - אוגוסט 2010



יצוא השירותים (במונחים דולריים) ירד ביולי ב-6 אחוזים ועלה ב-27 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים.

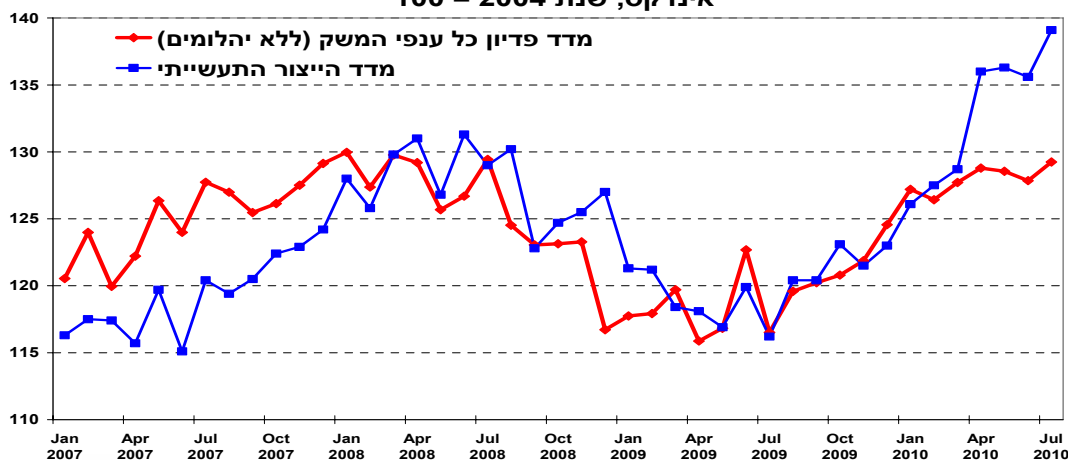
מספר התיירים הנכנסים דרך האוויר ירד ב-2 אחוזים באוגוסט ועלה ב-6 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. מספר לינות התיירים בבתי מלון עלה ב-3 אחוזים באוגוסט וב-13 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. מספר לינות הישראלים בבתי מלון ירד ב-1 אחוז באוגוסט וב-3 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים.

לינות תיירים וישראלים בבתי מלון (אלפים בחודש)



מדד הייצור התעשייתי עלה ב-3 אחוזים ביולי וב-20 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. מדד פדיון כל ענפי המשק (ללא יהלומים) עלה ב-1 אחוז ביולי וב-11 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים.

מדד הייצור התעשייתי ומדד פדיון כל ענפי המשק אינדקס, שנת 2004 = 100



הכנסות המדינה ממסים הסתכמו באוגוסט ב-15.1 מיליארד ש"ח, קרוב מאד לצפי שלנו. הנתון מחזק את ההערכה שבשנת 2010 צפוי עודף בהכנסות ממסים של כ-1 אחוז תוצר לעומת התכנון התקציבי. יחד עם זאת, התחזית להכנסות ממסים בתקציב המדינה לשנים 2011 ו-2012 נראית מעט אופטימית מדי.

נתוני שוק העבודה ביוני הצביעו על יציבות במשרות שכיר ועלייה נאה בשכר הממוצע. מספר משרות השכיר של עובדים ישראלים נותר ללא שינוי ביוני ועלה ב-3.2 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. השכר הנומינלי הממוצע למשרת שכיר של ישראלים עלה ב-1.6 אחוזים ביוני וב-4.1 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים (עלייה ריאלית של 1.6 אחוזים).

בסקטור העסקי, ב-12 החודשים האחרונים עד יוני עלה מספר משרות השכיר ב-3.0 אחוזים והשכר הריאלי הממוצע למשרת שכיר עלה ב-2.0 אחוזים.

יתכן שהגידול בשכר לשעת עבודה ברבעונים האחרונים היה מהיר בהרבה מהגידול בשכר למשרת שכיר, על רקע מגמת הגידול במשקל המשרות בהיקף חלקי מסך המשרות במשק.

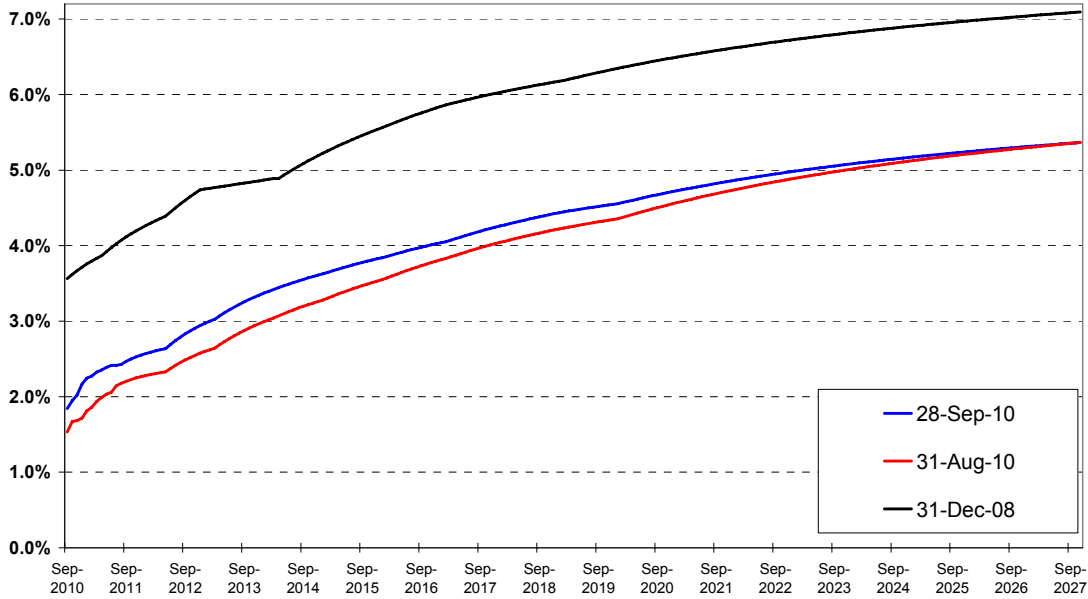
ב. התפתחויות בשוק ההון

שוק איגרות החוב

עקום התשואות של איגרות החוב הממשלתיות עלה כמעט לכל אורכו. העלייה בטווחים הקצרים-בינוניים נבעה מעליית ריבית בנק ישראל והצפי לקצב עלייה מהיר יותר בעתיד, ובטווחים הארוכים הושפע העקום מעליית התשואות בארה"ב.

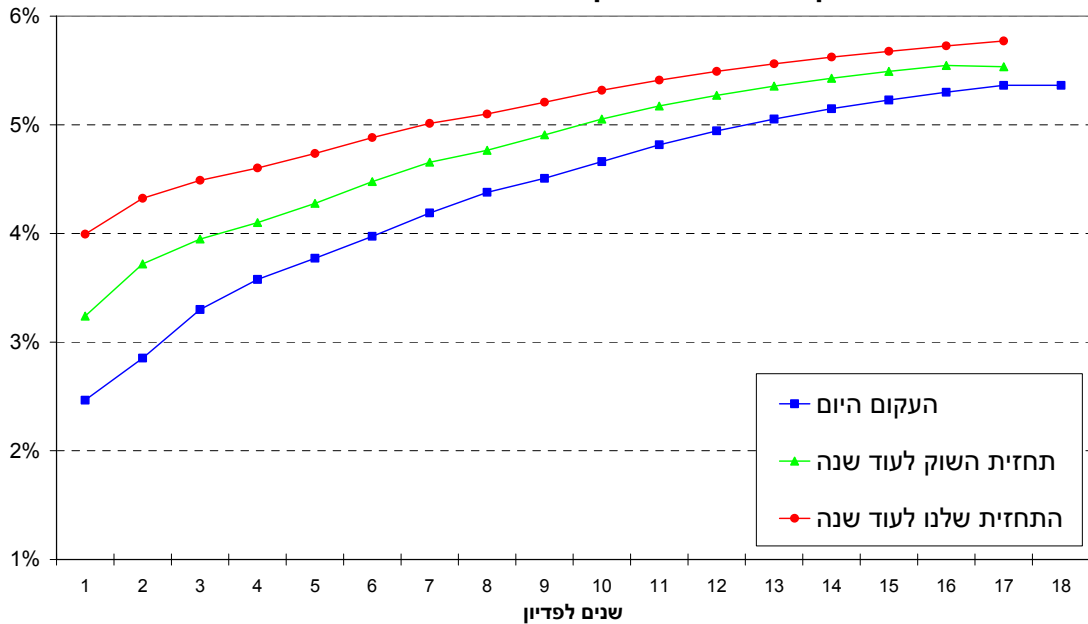
עקום ריבית קופון אפס (zero coupon)

הנגזר מתשואות ברוטו של אג"ח ממשלתיות לא צמודות

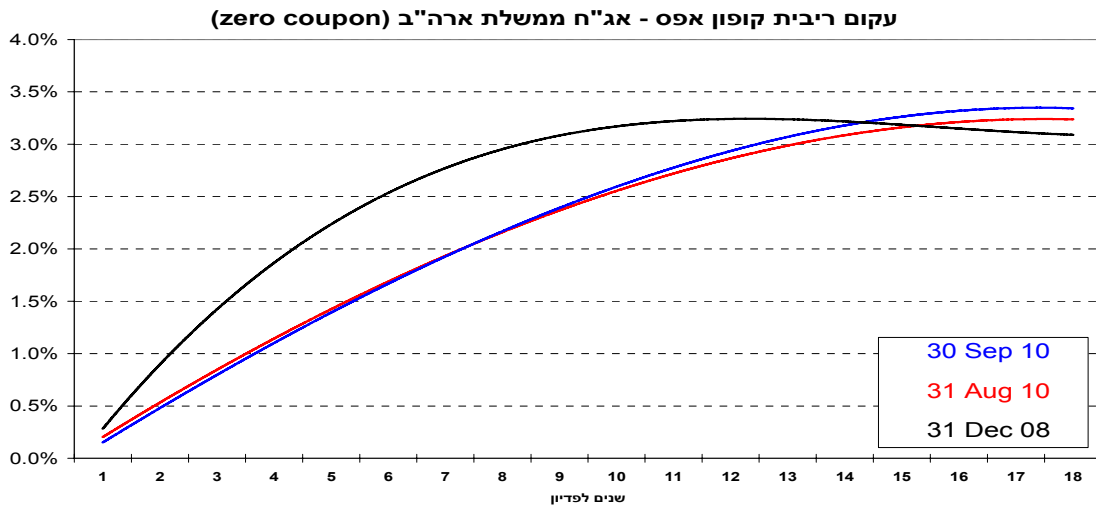


להערכתנו, העלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות בשנה הקרובה תהיה גדולה יותר מזו הגלומה בציפיות השוק.

עקום ה-ZERO השיקלי הנומינלי החזוי בעוד שנה



עקום התשואות של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב עלה מעט המהלך ספטמבר בטווחים הארוכים, לאחר הירידה החדה בתשואות בחודש הקודם.



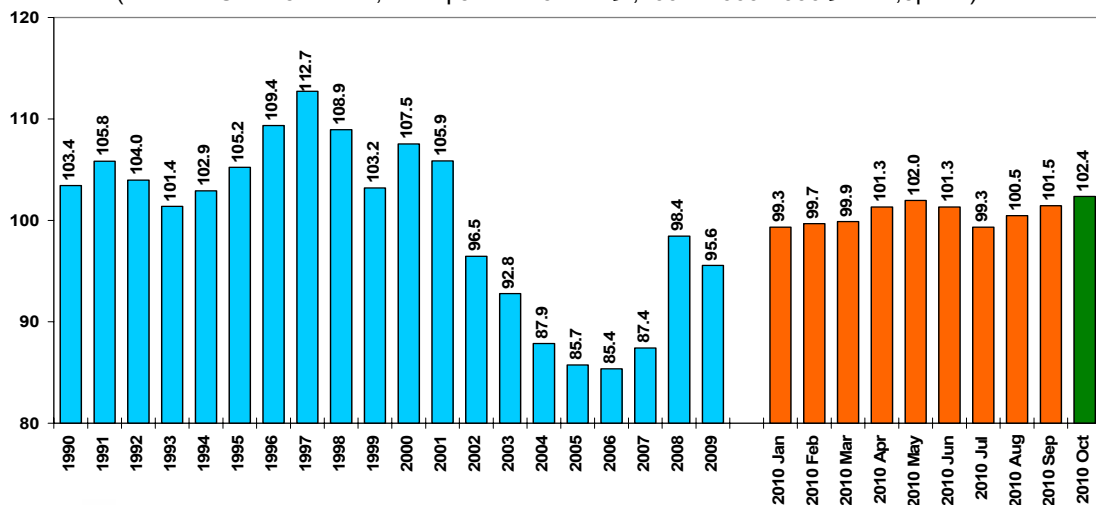
שערי החליפין

השקל התחזק במהלך ספטמבר ב-2 אחוזים אל מול סל המטבעות וב-4 אחוזים אל מול הדולר ונחלש ב-3 אחוזים אל מול האירו. נתוני מאזן התשלומים, העלייה בריבית בנק ישראל והיחלשות הדולר בעולם תרמו לכך.

שער החליפין הריאלי של השקל המשיך להתחזק וכעת הוא חזק בכ-7 אחוזים לעומת הממוצע של 2009, למרות התערבות המאסיבית של בנק ישראל.

שער חליפין ריאלי אפקטיבי של השקל

מול סל הכולל ארה"ב 50%, גוש האירו 25%, בריטניה 5%, יפן 5% ומדינות אחרות 15% (אינדקס, ממוצע 2009-1990 = 100; עלייה מסמלת תיסוף ריאלי, ירידה מסמלת פיחות ריאלי)

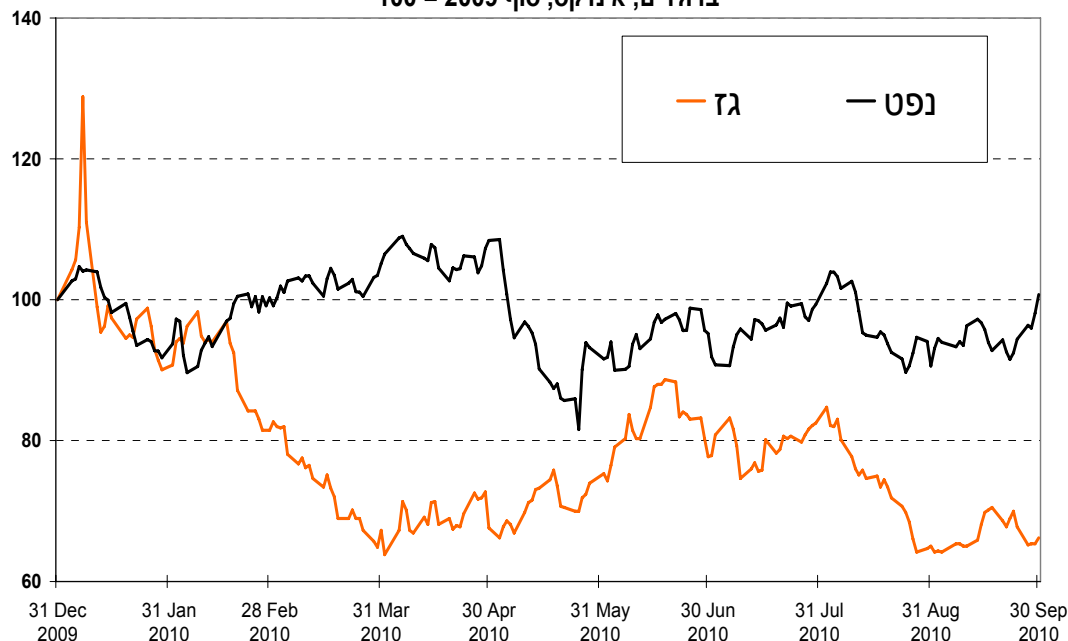


מחירי מוצרי האנרגיה

מחירי האנרגיה רשמו עליות במהלך ספטמבר. מחיר חבית נפט מסוג WTI עלה ב-11 אחוזים במונחים דולריים וב-4 אחוזים במונחי אירו. מחיר הגז הטבעי עלה ב-2 אחוזים במונחים דולריים, זאת לאחר ירידה חדה בחודש הקודם.

מחירי גז ונפט

בדולרים; אינדקס, סוף 2009 = 100



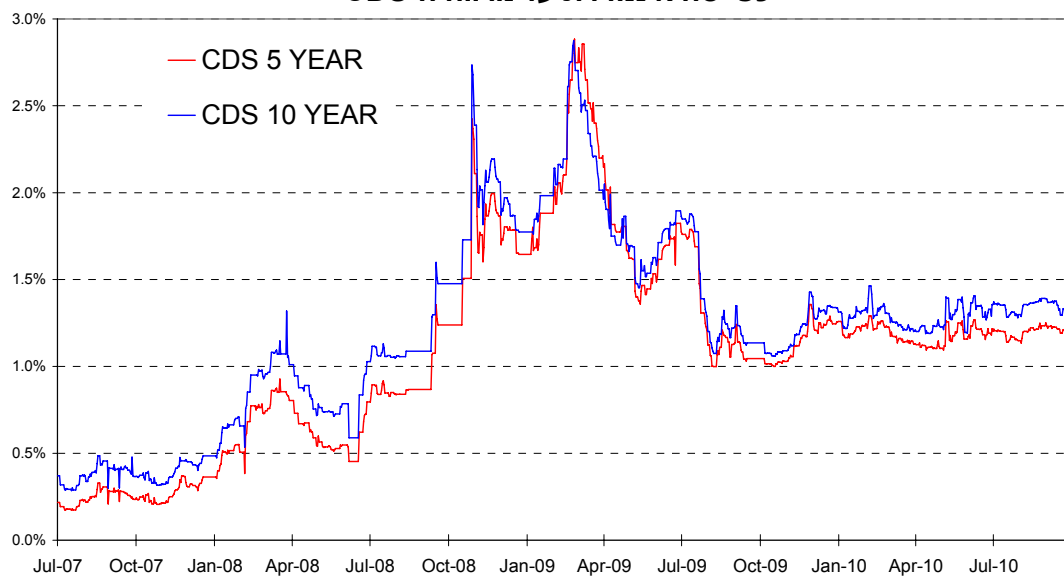
שוקי המניות

חודש ספטמבר היה החודש החיובי ביותר עד כה במהלך 2010 במרבית שוקי המניות בעולם. מדד MSCI World עלה ב-9 אחוזים, מדד S&P 500 עלה ב-9 אחוזים, מדד הנאסד"ק עלה ב-12 אחוזים ומדד MSCI Emerging Markets עלה ב-11 אחוזים. מדד ת"א-100 עלה ב-8 אחוזים (במונחים דולריים עלה המדד ב-13 אחוזים).

| תל-אביב 100 בדולרים | תל-אביב 100 בשקלים | MSCI EM (gross) | MSCI World (gross) | |
|------------------------|-----------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| 109% | 78% | 129% | 17% | מצטבר מתחילת 2005 |
| 21% | 29% | 35% | 10% | 2005 |
| 22% | 12% | 33% | 21% | 2006 |
| 37% | 25% | 40% | 10% | 2007 |
| -50% | -51% | -53% | -40% | 2008 |
| 78% | 78% | 70% | 28% | 2009 |
| 10% | 6% | 11% | 3% | מתחילת השנה |
| 13% | 8% | 11% | 9% | ספטמבר 2010 |

פרמיית הסיכון של ישראל (על פי מרווח ה-CDS ל-5 שנים) עמדה בסוף ספטמבר על 1.2 אחוזים, בדומה לחודשים הקודמים.

פרמיית הסיכון של ישראל כפי שהיא נמדדת על מרווח ה-CDS



ג. התפתחויות בתחום האינפלציה והמדיניות המוניטרית

מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.5 אחוז באוגוסט. הצפי שלנו וגם ממוצע התחזיות עמדו על 0.3 אחוז. ההפתעה, יחסית לתחזית שלנו, הייתה עלייה חדה יותר של סעיפי הדיור והמזון. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים מסתכמת ב-1.8 אחוזים. סעיף הדיור (המייצג בעיקר מחירי שכר דירה) עלה באוגוסט ב-1.7 אחוזים (לאחר עלייה של 1.0 אחוז ביולי). מחירי הדירות בבעלות הדיירים המשיכו לעלות אך בשיעור מתוך יותר של 0.7 אחוז, לאחר 2.2 אחוזים בחודש הקודם.

ריבית בנק ישראל עלתה ברבע נקודת אחוז, ל-2.00 אחוזים, החלטת הריבית תאמה את הצפי שלנו ושל רוב הכלכלנים. הסיבות המרכזיות להחלטה, על פי הודעת בנק ישראל, כללו את הנקודות הבאות:

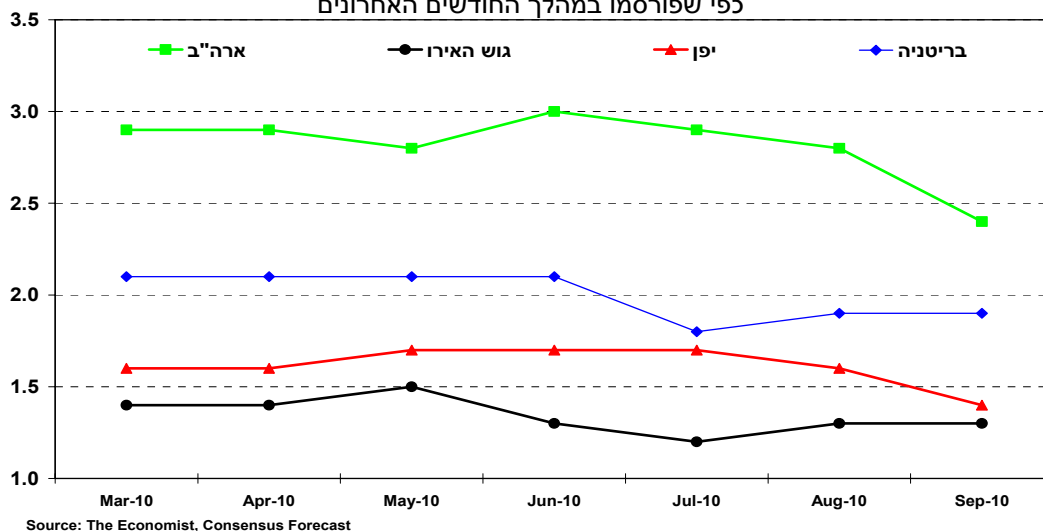
- מחירי הדירות ממשיכים לעלות בשיעורים גבוהים.
 - מרבית האינדיקטורים לפעילות הריאלית ממשיכים להצביע על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית בישראל בשיעורים גבוהים גם ברביע השלישי ולכן פער התוצר ממשיך להצטמצם.
 - הציפיות לאינפלציה ל-12 החודשים הקרובים הנגזרת משוק ההון וזו החזויה על ידי החזאים נותרו בסביבת הגבול העליון של יעד האינפלציה.
- הודעת הריבית כוללת גם מספר עדכונים בתחזית חטיבת המחקר בבנק ישראל. על פי התחזית, האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים תעמוד על 2.5 אחוזים (ללא שינוי יחסית לתחזית מהחודש שעבר), תוך העלאה הדרגתית של הריבית לכ-2.7 אחוזים בתוך שנה (ירידה לעומת 3.0 אחוזים בחודש שעבר).

רכישות המט"ח של בנק ישראל הסתכמו באוגוסט בסכום מכובד של 0.6 מיליארד ₪, לאחר תקופה של כמה חודשים ללא התערבות. בשיא ההתערבות הסתכמו רכישות המט"ח בכ-2 מיליארד ₪ בכל חודש. נראה שבספטמבר הבנק הגביר מאד את רכישות המט"ח שלו.

ד. התפתחויות בכלכלה העולמית

ה-Economist פרסם את ה-Consensus Forecast החודשי לשיעורי הצמיחה במדינות המתקדמות. נרשמה ירידה משמעותית בתחזיות לארה"ב וליפן.

תחזיות הצמיחה לשנת 2011 כפי שפורסמו במהלך החודשים האחרונים



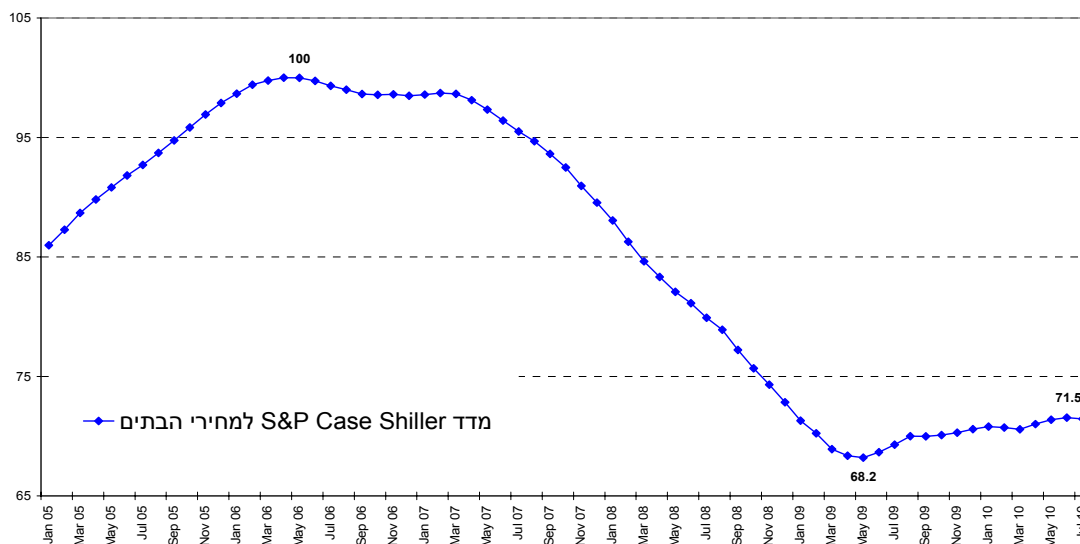
ארה"ב

ה-Fed הותיר את הריבית ללא שינוי, בהתאם לצפי. בהודעה לעיתונות נרשם שלהערכתו, האינפלציה נמצאת ברמה נמוכה מהתוואי הרצוי. בנוסף, הבנק הודיע שיתכן ויבצע הרחבה מוניטרית נוספת. בעקבות זאת נרשמו ירידות חדות בתשואות האג"ח הממשלתיות, עלייה במחיר הזהב והיחלשות הדולר, שהגיע לשפל של 5 חודשים אל מול האירו.

שיעור הצמיחה ברבעון השני עודכן מעט כלפי מעלה, ל-1.7 אחוזים.

התחלות בנייה עלו ב-11 אחוזים ואישורי הבנייה עלו ב-2 אחוזים. מכירות בתים קיימים גדלו ב-8 אחוזים, לאחר ירידה של 27 אחוזים ביולי. מכירות בתים חדשים נותרו ללא שינוי, לאחר ירידה של 8 אחוזים ביולי. מדד Case-Shiller למחירי הבתים ב-20 הערים הגדולות ירד ב-0.1 אחוז ביולי ועלה ב-3.3 אחוזים ב-12 החודשים האחרונים. הירידה במחירי הבתים, שבאה לאחר עליות כמעט רצופות במשך למעלה משנה, הייתה צפויה. החשש הוא שמחירי הבתים יוסיפו לרדת בחודשים הקרובים, לאחר סיום תוכניות הסיוע הממשלתיות.

מחירי הבתים בארה"ב אינדקס, מאי 2006 = 100; נתונים מנוכי עונתיות



מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.3 אחוז באוגוסט והאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עמדה על 1.1 אחוזים, בהתאם לצפי. מדד הליבה עלה ב-0.05 אחוז ואינפלציית הליבה ב-12 החודשים האחרונים עמדה על 0.9 אחוז, מעט מתחת לצפי.

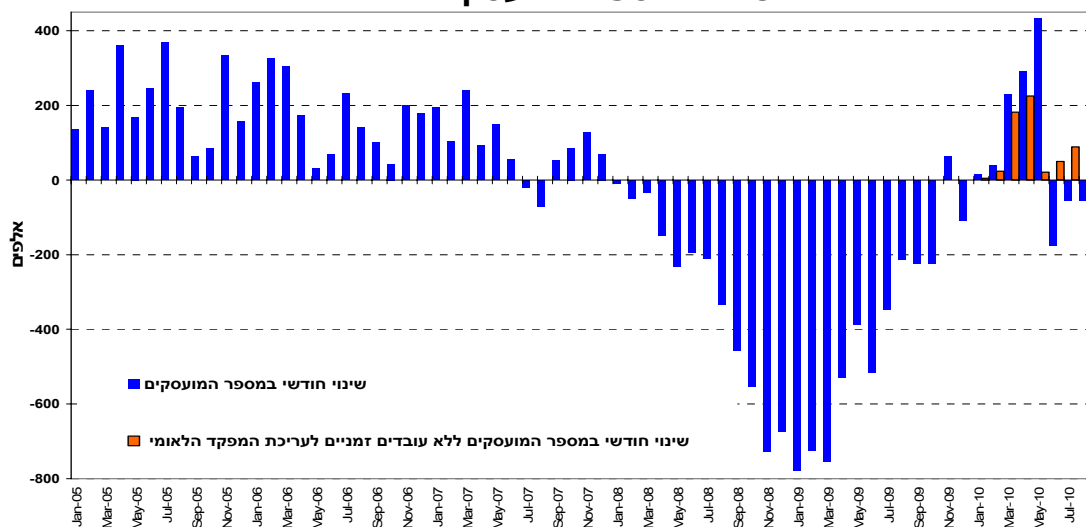
מדד ה-ISM למגזר היצרני עמד על 54.4 נקודות בספטמבר, בהתאם לצפי.

מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן עמד על 68.2 נקודות בספטמבר, מעל לצפי.

נתוני ההכנסה והצריכה הפרטית לאוגוסט היו חיוביים. הצריכה הפרטית הריאלית גדלה ב-0.2 אחוז באוגוסט, לאחר גידול חודשי ממוצע של 0.15 אחוז בארבעת החודשים הקודמים. על פי נתוני החודשים האחרונים נראה שקצב הגידול של הצריכה הפרטית ברבעון השלישי של 2010 יישאר ברמה שנתית של כ-2 אחוזים, בדומה ל-2 הרבעונים הראשונים. **שיעור החיסכון** של משקי הבית עמד על 5.8 אחוזים באוגוסט, בדומה למוצע בחודשים האחרונים. **מחירי הליבה של הצריכה הפרטית (Core PCE Deflator)** עלו ב-0.1 אחוז, בדומה לחודשים הקודמים. הנתון מצביע על אינפלציה נמוכה, אך חיובית.

דוח התעסוקה לא היה ממש חיובי, אך היה הרבה יותר טוב מהצפי המוקדם. **מספר המועסקים** ירד באוגוסט ב-54 אלף, לעומת צפי לירידה של 100 אלף ובניכוי השפעת המפקד הלאומי, הייתה עלייה של 60 אלף, ונתוני יולי ויוני עודכנו כלפי מעלה.

השינוי במספר המועסקים בארה"ב



בחודשים האחרונים הייתה עלייה עקבית במספר המועסקים (בניכוי השפעת המפקד), אולם עלייה זו עדיין מתונה ואינה מספיקה להפחתת שיעור האבטלה, שעומד על 9.6 אחוזים.

המכירות הקמעונאיות עלו ב-0.4 אחוז באוגוסט, מעל לצפי.

גוש האירו

האינפלציה במהלך 12 החודשים האחרונים עמדה על 1.8 אחוזים בספטמבר (על פי האומדן הראשוני), בהתאם לצפי. ה-ECB הותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 1.0 אחוז, בהתאם לצפי. נגיד הבנק המרכזי העלה את תחזית הצמיחה ל-2010 ל-1.4 עד 1.8 אחוזים.

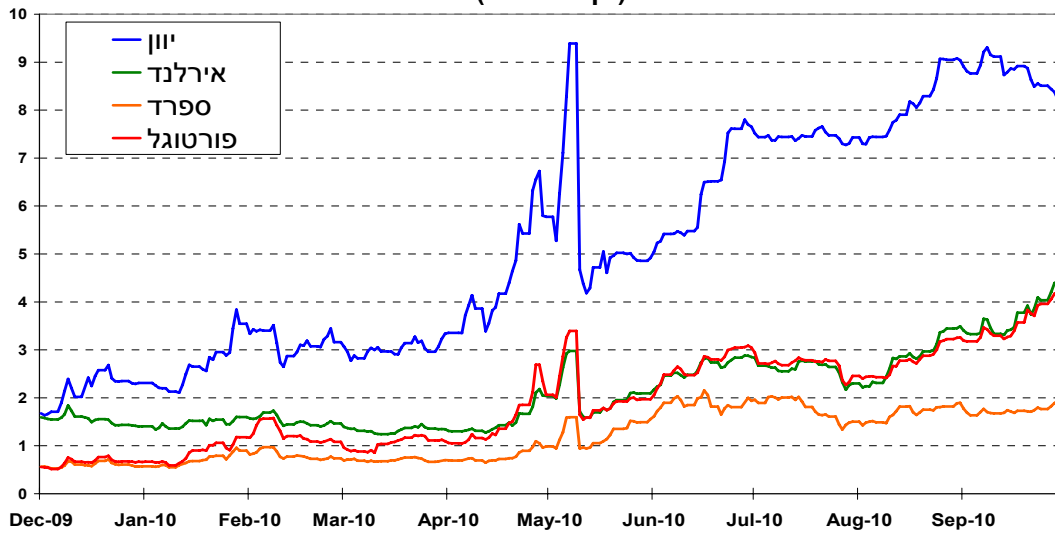
המכירות הקמעונאיות גדלו בשיעור מזערי של 0.1 אחוז באוגוסט, מתחת לצפי. ב-12 החודשים האחרונים המכירות הקמעונאיות עלו ב-1.1 אחוזים.

במהלך השבועות האחרונים חזרו וגברו החששות של המשקיעים באג"ח של ממשלות ספרד, פורטוגל ואירלנד. התשואות על אג"ח אלה עלו והפער ביניהם לבין אג"ח ממשלת גרמניה התרחב. לכל מדינה יש הסבר שונה לגידול בפער:

- **אירלנד** שביצעה קיצוצים רחבים בסקטור הציבורי והעלתה מיסים בעקבות המשבר מתקשה להתאושש, בעיקר בגלל עדכון משמעותי כלפי מעלה של עלויות חילוץ הבנקים במהלך המשבר הפיננסי.
- הגירעון של **פורטוגל** צפוי לצמוח השנה, לאחר גירעון של 9.3 אחוזים ב-2009. סכסוכים פוליטיים מעכבים הצגת התקציב ל-2011, דבר התורם לעצבנות בשווקים.
- מבחנים הלחץ שבוצעו ביולי הראו שבנקים **בספרד**, בעיקר הבנקים הבינוניים והקטנים, הכי פגיעים בגוש האירו, מה שהקשה על גיוס ההון במדינה כולה. בנוסף, שיעור האבטלה הגבוה והפחתת דירוג האשראי על ידי Moody's תרמו לאווירה העכורה.

לעומת זאת, העמידה של יוון ביעדים הפיסקליים של האיחוד האירופאי וקרן המטבע הבינלאומית (הפחתת הגירעון לכ-8 אחוזים השנה) תרמו לירידה בתשואות האג"ח היווניות.

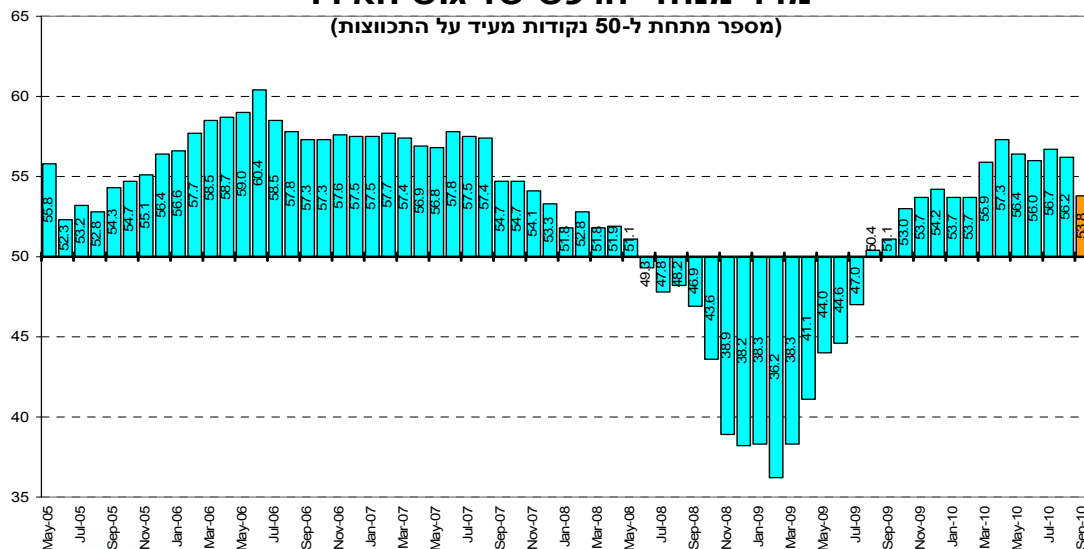
מרווח מול אג"ח של ממשלת גרמניה ל-10 שנים (נקודות אחוז)



שיעור האבטלה בגוש האירו נותר כמעט ללא שינוי בחצי השנה האחרונה ועמד על 10.1 אחוזים באוגוסט. השונות בין מדינות גוש האירו ממשיכה להקצין, כאשר בגרמניה נרשמה שוב ירידה באבטלה, לעומת המשך עלייה בספרד ובאירלנד.

מדד מנהלי הרכש בגוש האירו עמד, על פי האומדן הראשוני, על 53.8 נקודות בספטמבר, מתחת לצפי.

מדד מנהלי הרכש של גוש האירו (מספר מתחת ל-50 נקודות מעיד על התכווצות)



ה. קטעים נבחרים מסקירת קרן המטבע הבינלאומית

1. ההשפעה המקרו-כלכלית של התאמה פיסקלית

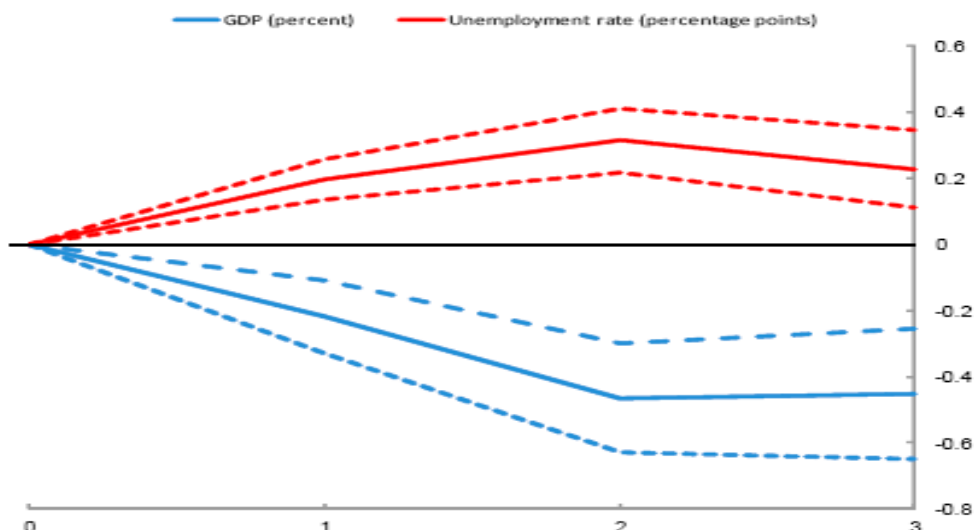
פרק זה מתמקד בהשפעות קצרות הטווח של קיצוץ תקציבי – העלאות מיסים ו/או הפחתות בהוצאות הממשלה – על הפעילות הכלכלית במדינות מפותחות.

בהתחשב בחשיבות הנושא של התאמה (קונסולידציה) פיסקלית, הפרק הזה הוא לא המאמר הראשון העוסק בסוגיה זו. מספר מחקרים שנעשו בעבר מציגים ראיות לכך שהתאמה פיסקלית יכולה להיות מרחיבה בטווח הקצר. עם זאת, מחקרים אלה מזהים לעתים קרובות תקופות של התאמה פיסקלית באופן הנוטה להמעיט בהשפעות המרסנות ולהפריז בהשפעות המרחיבות. כדי לקבל אומדנים מדויקים יותר של השפעות התאמה פיסקלית, מתמקדים כלכלני הקרן בנתונים היסטוריים של העלאות שיעור המס וקיצוצים בהוצאות המונעים על ידי צורך בהפחתת הגירעון ב-30 השנים האחרונות.

הניתוח של כלכלני הקרן מראה כי בדרך כלל התאמה פיסקלית מקטינה את הפעילות הכלכלית בטווח הקצר. שנתיים לאחר קיצוץ הגירעון התקציבי ב-1 אחוז תוצר, הביקושים המקומיים (הצריכה וההשקעה) נמוכים בכ-1 אחוז ושיעור האבטלה הוא כ-0.3 נקודת אחוז גבוה יותר. משום שהיצוא נטו (היצוא פחות היבוא) נוטה לעלות כאשר הגירעונות התקציביים נחתכים, הריביות יורדות ושער החליפין נחלש, מכאן שההשפעה הכוללת על התמ"ג היא ירידה של 0.5 אחוז.

Impact of a 1 Percent of GDP Fiscal Consolidation on GDP and Unemployment

Fiscal consolidation is normally contractionary. A fiscal consolidation equal to 1 percent of GDP typically reduces real GDP by about 0.5 percent and raises the unemployment rate by about 0.3 percentage point.



Source: IMF staff calculations.
Note: $t = 1$ denotes the year of consolidation. Dotted lines equal one standard error bands.

בדרך כלל ישנם מספר גורמים המרכיבים את ההשפעה קצרת טווח של התאמה פיסקלית. ראשית, הבנקים המרכזיים בדרך כלל מפחיתים את הריבית והמטבע המקומי נופל בערכו. דבר זה עוזר לרכך את ההשפעה על הצריכה וההשקעה, ומגביר את היצוא. שנית, התאמה פיסקלית היא פחות יקרה כאשר השווקים מודאגים באשר ליכולת הפיסקלית. שלישית, התאמה המבוססת על קיצוצים בהוצאות היא פחות כואבת מאשר התאמה המבוססת על העלאות מסים. זה בעיקר בגלל שהבנקים המרכזיים מורידים את הריבית יותר לאחר קיצוץ חד בהוצאות.

בטווח הארוך, מוצאים כלכלני הקרן שלהתאמה הפיסקלית יש השפעה חיובית על התוצר. חוב נמוך נוטה להפחית את שיעורי הריבית הריאלית ואת עלויות הריבית על החוב, דבר אשר מאפשר הפחתת המס העתידי והגדלת ההשקעה הפרטית.

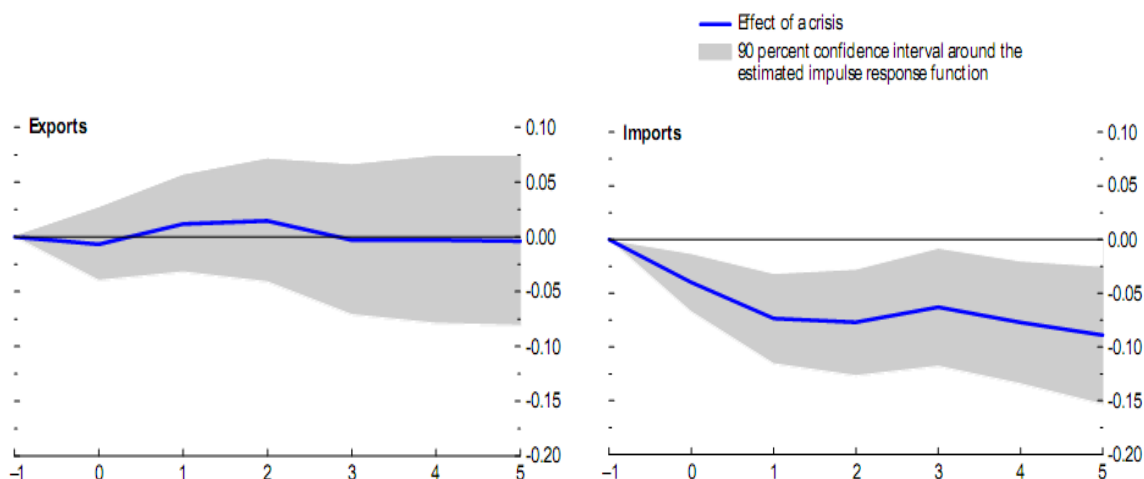
עוד עולה מהממצאים שבסביבה הכלכלית של היום, להתאמה פיסקלית עלולה להיות בטווח הקצר השפעה שלילית גדולה מהרגיל. במדינות רבות, הבנקים המרכזיים יכולים לספק רק תמריץ כספי מוגבל, מאחר ששיעורי הריבית קרובים לאפס. יתר על כן, כיוון שמדינות רבות מבצעות כעת קיצוצים וסובלות מבעיות דומות, יהיה קשה להיעזר בשער המטבע וביצוא לפיצוי על הפגיעה בצמיחה. על פי סימולציות שערכו בקרן המטבע נראה שההתכווצות בתוצר עלולה להיות גבוהה עד יותר מפי 2 ביחס לאומדן הבסיסי שלהם, כאשר הבנקים המרכזיים לא יכולים להפחית את הריבית, וכאשר ההתאמה מתבצעת בעת ובעונה אחת בהרבה מדינות. אבל עבור כלכלות הנחשבות בסיכון גבוה לשמיטת חוב, ההשפעות השליליות לטווח הקצר עשויות להיות מתונות יותר.

2. האם למשברים פיננסיים יש השפעה ממושכת על המסחר הבינלאומי?

המסחר הבינלאומי מחלים היטב לאחר ההאטה הגלובלית, אך טרם החזיר לעצמו את כל מה שאבד במהלך המשבר. משפט זה נכון במיוחד בכלכלות אשר חוו משבר בענף הבנקאות. מאחר שהמשבר האחרון חל במדינות אשר מהוות חלק ניכר מהביקושים העולמיים, למהירות ולעוצמת ההתאוששות יש השפעה משמעותית על הצמיחה של שותפות הסחר שלהן.

הפרק מנתח את הדינמיקה של המסחר הבינלאומי לאחר משברי בנקאות ומשברי חוב, בכדי לנסות ולהבין את ההתפתחויות הצפויות בעקבות המיתון הגדול של 2008-2009. לצורך זה, כלכלני קרן המטבע בחנו 169 מקרים של משברים בנקאיים ומשברי חוב במדינות מפותחות ומתפתחות במהלך 40 השנים האחרונות. כלכלני הקרן עקבו אחרי ההתנהגות של היבוא והיצוא לאחר המשברים הללו, על מנת לאמוד את ירידות המסחר הכולל ואת השפעת הגורמים השונים על המסחר.

ניתן לראות שבעבר, לאחר משבר פיננסי, היבוא נפל בחדות ונשאר מתחת לנורמה (מתחת לרמה החזויה) גם בטווח הבינוני, כאשר מדינות עם גירעונות גבוהים בחשבון השוטף חוו ירידות חדות יותר. לעומת זאת, היצוא, באופן יחסי, לא הושפע.



ההשפעה על היבוא היא מעל ומעבר לירידה בתוצר כתוצאה מהמשבר, אשר מסבירה כמחצית מהנפילה ביבוא. בתקופה שלאחר המשבר עלתה בחדות התנודתיות בשערי החליפין שלוותה בפיחות המטבע המקומי, דבר שתרם לירידה ביבוא. בנוסף, הרעה בתנאי האשראי הביאה לירידה ביבוא בטווח הבינוני. כמו כן, נמצא שבזמן משבר יורד בחדות הביקוש למוצרי בני קיימא ומוצרי השקעה (אשר משקלם היחסי ביבוא הוא גבוה). הסבר לכך הוא שהביקוש לסחורות אלה קשור לאשראי, אשר מתכווץ לאחר משבר.

כלכלני קרן המטבע מגיעים למסקנה שבמשך שנים רבות היבוא של חלק נכבד מהמדינות המפותחות יישאר מתחת למגמה ששררה לפני המשבר. למסקנה זו יש השפעה ישירה על המדינות המתפתחות המסתמכות על היצוא למדינות המפותחות להמשך צמיחתן. הגירעונות הגדולים בחשבון השוטף של מדינות המשבר, שהצטמצמו לאחרונה בעקבות המשבר, צפויים להישאר ברמתן הממונת, דבר שעולה בקנה אחד עם תחזיות הצמיחה לטווח הבינוני של קרן המטבע הבינלאומית.

עבור כלכלות אשר חוו משבר, הפרק מדגיש את החשיבות של אימוץ רפורמות מבניות התומכות בצמיחה. עבור כלכלות אשר הסתמכו בכבדות על הביקושים מהמדינות הללו, הממצאים מדגישים את הדחיפות של עידוד הביקושים המקומיים, כך שלמדינה יהיו שני מנועים אשר יתמכו בצמיחה.

פרסומים חשובים בחודש הקרוב

| קישור לפרסום | שעה | יום | תאריך | הנתון |
|--|-------|-----|-------------|---|
| www.ec.europa.eu/eurostat | 11:00 | ג' | 5 באוקטובר | מכירות קמעונאיות בגוש האירו |
| www.ism.ws | 16:00 | ג' | 5 באוקטובר | מדד ISM למגזר השירותים בארה"ב |
| www.ec.europa.eu/eurostat | 11:00 | ד' | 6 באוקטובר | צמיחה ברבעון השני בגוש האירו |
| www1.cbs.gov.il/reader | 13:00 | ה' | 7 באוקטובר | שכר ממוצע במשק |
| www1.cbs.gov.il/reader | 13:00 | ה' | 7 באוקטובר | מכירת דירות חדשות |
| www.ecb.int | 13:45 | ה' | 7 באוקטובר | החלטת הריבית בגוש האירו |
| www.bls.gov | 14:30 | ו' | 8 באוקטובר | דו"ח התעסוקה בארה"ב |
| www1.cbs.gov.il/reader | 13:00 | ג' | 12 באוקטובר | כניסות תיירים לישראל |
| www1.cbs.gov.il/reader | 13:00 | ב' | 11 באוקטובר | סחר החוץ של ישראל |
| www.census.gov/svsd/www/adseries.html | 14:30 | ו' | 15 באוקטובר | מכירות קמעונאיות בארה"ב |
| www.ec.europa.eu/eurostat | 11:00 | ו' | 15 באוקטובר | מדד המחירים לצרכן בגוש האירו |
| www1.cbs.gov.il/reader | 14:00 | ו' | 15 באוקטובר | מדד המחירים לצרכן בישראל |
| www.bls.gov | 14:30 | ו' | 15 באוקטובר | מדד המחירים לצרכן בארה"ב |
| www1.cbs.gov.il/reader | 13:00 | א' | 17 באוקטובר | אומדן לצמיחה ברבעון השני של 2010 |
| www.census.gov/pub/const | 14:30 | ג' | 19 באוקטובר | התחלות ואישורי בנייה בארה"ב |
| www1.cbs.gov.il/reader | 13:00 | ב' | 25 באוקטובר | הייצור התעשייתי ופדיון ענפי המסחר והשירותים |
| www.realtor.org/Research.nsf/Pages/EHSdata | 16:00 | ב' | 25 באוקטובר | מכירות של בתים קיימים בארה"ב |
| www.bankisrael.gov.il | 17:30 | ב' | 25 באוקטובר | החלטת הריבית של בנק ישראל |
| http://www2.standardandpoors.com | 15:00 | ג' | 26 באוקטובר | מדד מחירי הבתים של Case-Shiller |
| www.census.gov/const/www/newressalesindex.html | 16:00 | ד' | 27 באוקטובר | מכירות של בתים חדשים בארה"ב |
| www.bea.gov | 14:30 | ו' | 29 באוקטובר | אומדן ראשון לצמיחה ברבעון השלישי בארה"ב |
| www.sca.isr.umich.edu | 16:00 | ו' | 29 באוקטובר | מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת משיגן |
| www.ec.europa.eu/eurostat | 11:00 | ו' | 29 באוקטובר | אומדן למדד המחירים לצרכן בגוש האירו |
| www.bea.gov | 14:30 | ב' | 1 בנובמבר | הכנסה וצריכה פרטית בארה"ב |
| www.ism.ws | 16:00 | ב' | 1 בנובמבר | מדד ISM למגזר היצרני בארה"ב |
| www.ism.ws | 16:00 | ד' | 3 בנובמבר | מדד ISM למגזר השירותים בארה"ב |
| www.fomc.gov | 20:15 | ד' | 3 בנובמבר | החלטת הריבית של Fed |
| www.bls.gov | 14:30 | ו' | 5 בנובמבר | דו"ח התעסוקה בארה"ב |
| www.ec.europa.eu/eurostat | 11:00 | ו' | 5 בנובמבר | מכירות קמעונאיות בגוש האירו |

סקירה זו מתפרסמת בכתובת www.harel-finance.co.il/macro בעברית

ובכתובת <http://www.harel-group.com/finance.html> באנגלית.

הערות ושאלות ניתן להפנות למר עפר קליין, בדואר אלקטרוני

oferk@harel-finance.co.il

אם ברצונך להסיר את שמך מרשימת התפוצה של קבוצת הראל

שלח אלינו בקשה זו במייל חוזר